

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة محمد خيضر - بسكرة -  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية



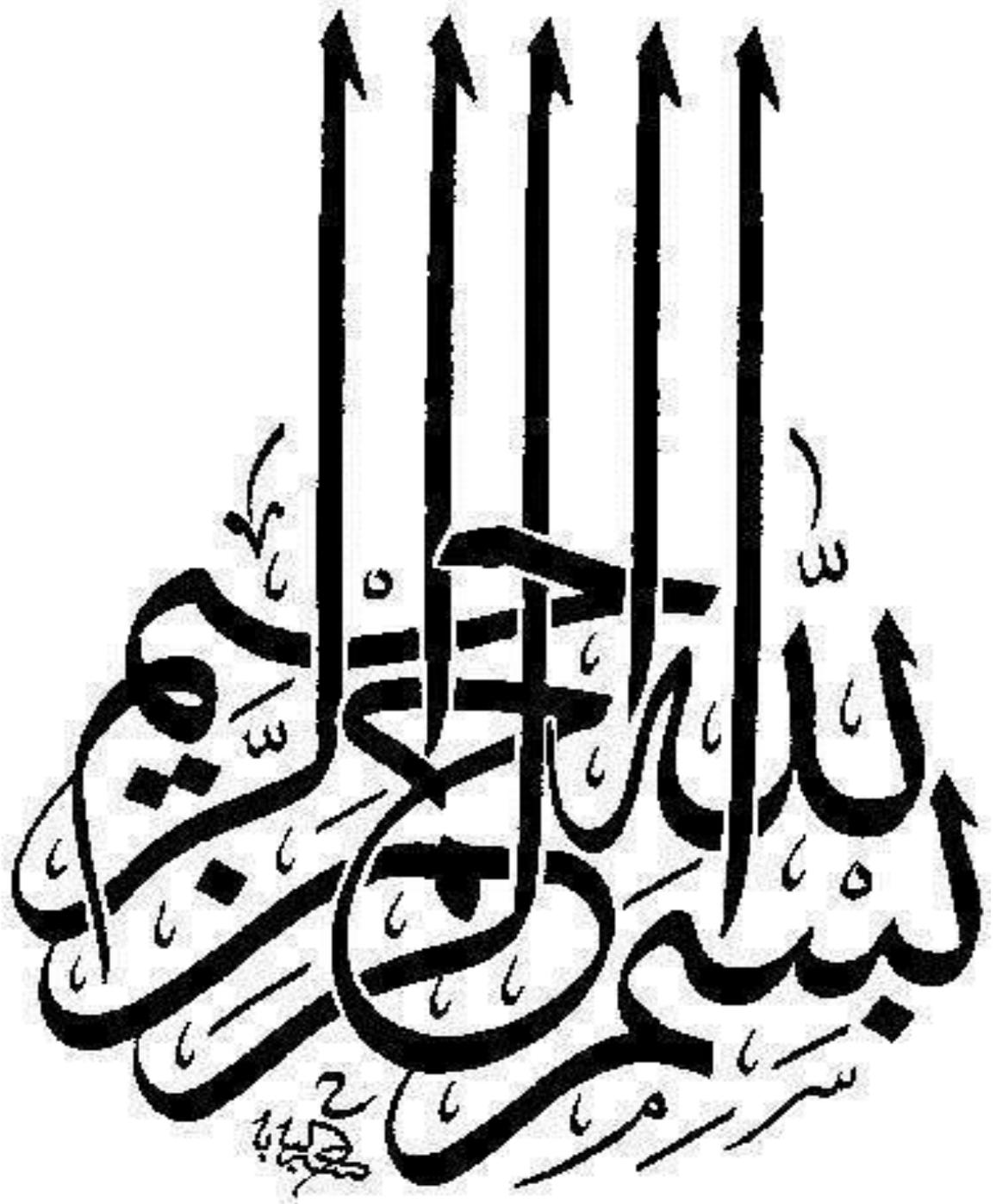
دور الهندسة المالية في تعزيز التكامل بين الأسواق المالية  
(دراسة حالة ماليزيا)

مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية  
تخصص : مالية و اقتصاد دولي

إشراف:  
أ.د. رايس حدة

إعداد الطالبة:  
مصمودي دلال

السنة الجامعية: 2017/2016



# شكر وعرفان

الحمد لله الذي أنار لنا درب العلم والمعرفة وأعاننا على أداء هذا الواجب ووفقنا  
إلى إنجاز هذا العمل

نتوجه بجزيل الشكر والامتنان إلى كل من ساعدنا من قريب أو من بعيد على إنجاز  
هذا العمل وفي تذليل ما واجهناه من صعوبات، ونخص بالذكر الأستاذ الفاضل  
شهونة محمد الذي لم يبخل علينا بتوجيهاته ونصائحه القيمة التي كانت عوناً لنا  
في إتمام هذا البحث.

كما لا يسعني إلا أن أخص بالذكر الأستاذة ريس حدة شاكرة لما مساندتها  
تشجيعها وأخيراً صبرها

كما أتقدم بالشكر لجميع أساتذة كلية العلوم الاقتصادية بسكرة

# إهداء

إلى من لا يمكن الكلام أن توفي مقصدا  
إلى من لا يمكن الأرقام أن تحصى فضائلهم

إلى والدي العزيز رحمه الله  
إلى أمي الغالية أدامها الله لي

إلى أخي وأختي  
إلى الأصدقاء والزلاء

إلى كل من سقط من قلبي سموا

أهدي هذا العمل



## ملخص البحث

لقد شهدت الأسواق المالية خلال عقد الثمانينيات إصلاحات عميقة. وكان المحفز الرئيسي لذلك هو الاتجاه نحو انفتاح مالي أكبر. وتمخضت عن هذه الإصلاحات تغييرات جذرية مست مجالات كثيرة منها المجال المالي، و مع التطور المستمر للأسواق المالية ظهرت أدوات مالية جديدة ، متنوعة وفرت للمتعاملين الماليين وغير الماليين مجالات استثمارية مستحدثة وأساليب مبتكرة في التحوط من المخاطر ليظهر مفهوم التنويع الدولي ما ساهم في تعزيز إمكانيات التكامل المالي و تقارب الأسواق المالية و ويترجم ذلك بتزايد الارتباطات بينها وقد أثر ذلك على المكاسب المنتظرة من التنويع الدولي في الأسواق المتطورة ، الأمر الذي دفع للتوجه إلى الأسواق الناشئة التي تسعى بدورها لعولمة أسواقها المالية مما يدعم التكامل المالي والتخصيص الكفؤ لرؤوس الأموال، ويسمح بتخفيض تكلفة التمويل، ويعمل على تنشيط التدفقات الاستثمارية وبالتالي رفع معدل النمو الاقتصادي. ويهدف الوصول إلى ذلك يمكن الاستعانة بالكثير من الأدوات والآليات التي تعمل في اتجاه التكامل المالي وتظهر الهندسة المالية كأحد الخيارات التي يمكن أن تفي بالغرض المطلوب ومن هذا المنطلق تمت صياغة الإشكالية التالية:

**ما هو دور الهندسة المالية في تعزيز التكامل المالي بين لأسواق المالية : دراسة حالة ماليزيا؟**

للإجابة عن هذه الإشكالية سنحاول الوصول من الغايات وذلك من خلال:

- التعرف على ماهية الهندسة المالية ومختلف منتجاتها ومدى تأثيرها على سوق المال
  - توضيح أهمية دور الهندسة المالية في المنتجات الجديدة وآلياتها للتحوط وتعظيم العوائد.
  - شرح مفهوم التكامل المالي وأسسها ومتطلباته ومزاياه.
  - تأثير المنتجات المالية المستحدثة في التكامل المالي من خلال التنويع الدولي.
- ولقد أسفرت الدراسة على النتائج التالية:
- تعد الهندسة المالية منهجا لنظام التمويل وتهدف إلى تحقيق الكفاءة بالمنتجات.
  - الهندسة المالية تنتج مشتقات ومستقبلات ومبادلات وخيارات لها الأثر الكبير في تعميق الروابط بين الأسواق المالية وعولمتها.
  - التكامل المالي يجعل التنويع الدولي للمحافظ أكثر فعالية
  - تحتل ماليزيا الصدارة في إصدار وتداول الأوراق المالية محليا ودوليا، بسوق مالي مزدوج (تقليدي-إسلامي) أثبت فاعليته في مواجهة الأزمات المالية العالمية.

**الكلمات المفتاحية:** الهندسة المالية، المشتقات، الصكوك الإسلامية، تنوع المحافظ المالية التكامل المالي، التنويع الدولي، عولمة الأسواق المالية.

## Résumé :

Les marchés financiers au cours des années 1980 ont connu de profondes réformes et le principal catalyseur a été la tendance vers une plus grande ouverture financière. Ces réformes ont entraîné des changements drastiques dans le domaine financier et, avec le développement continu des marchés financiers, de nouveaux instruments financiers ont vu le jour qui ont permis aux opérateurs financiers et non financiers d'investir dans des domaines d'investissement innovants. Et des méthodes innovantes de couverture des risques pour montrer le concept de diversification internationale, qui ont contribué à l'amélioration de l'intégration financière et à la convergence des marchés financiers et traduisent cela par les liens croissants entre eux et cela a affecté les gains attendus de la diversification internationale. Dans les marchés développés, qui ont conduit à la direction des marchés émergents, qui vise à transformer la mondialisation de leurs marchés financiers, ce qui favorise l'intégration financière et l'allocation efficace du capital si elle permet de réduire le coût du financement. Et activer les flux d'investissement et ainsi augmenter le taux de croissance économique et de cette perspective a été formulé le problème suivant : Quel est le rôle de l'ingénierie financière dans la promotion de l'intégration financière des marchés financiers: une étude de cas en Malaisie! En vue d'un ensemble d'objectifs et à travers

Identifier la nature de l'ingénierie financière et de ses différents produits et leur impact sur le marché financier. Clarifier l'importance du rôle de l'ingénierie financière dans les nouveaux produits et leurs mécanismes de couverture et de maximisation des avantages. Expliquer le concept d'intégration financière et ses fondements, exigences et avantages. L'impact des produits financiers développés dans l'intégration financière par la diversification internationale. L'étude a abouti aux résultats suivants: Le rôle des institutions financières dans la création de nouveaux instruments financiers, dont les plus importants sont les produits dérivés, s'est accru pour couvrir les risques, mais la complexité de leurs transactions a accru la sévérité des crises. Ingénierie financière. Produit des produits, des contrats à terme, des échangeurs et des options qui ont le plus d'impact sur l'approfondissement des liens entre les marchés financiers et leur mondialisation. L'intégration financière rend plus efficace la diversification internationale des portefeuilles. La Malaisie est le leader de l'émission et du négoce de titres au niveau local et international sur un marché financier (islamique- conventionnel) qui s'est révélé efficace face aux crises financières mondiales.

**Mots clés:** ingénierie financière, produits dérivés, instruments islamiques, intégration financière, diversification internationale, mondialisation des marchés financiers et diversification des portefeuilles.

**فهرس المحتويات  
والجداول والأشكال**

## فهرس الجداول

- الجدول رقم 1: تصنيف الابتكارات المالية..... 55
- الجدول رقم 2: حجم عقود المشتقات المالية المتداولة عالميا (1999-2003)..... 65
- الجدول رقم 3: أهم إصدارات ماليزيا ..... 122
- الجدول رقم 4: تطور سوق الأوراق المالية في ماليزيا من 2008 إلى 2012 ..... 124

## فهرس الأشكال

- شكل رقم 1 العلاقة بين الهندسة والابتكار الماليين ..... 56

## فهرس المحتويات

II	شكر وعرفان
III	الاهداء
IV	المُلخَص
VII	فمرس الجداول والأشكال
VIII	الفهرس
أ	مقدمة
	الفصل التمهيدي: مدخل إلى الأسواق المالية وأساسيات الاستثمار في المحافظ المالية
1	المبحث الأول: الأسواق المالية، البنية، مؤشرات التطور و الأدوات المتداولة
2	المطلب الأول: مفهوم السوق المالية و تقسيماتها:
5	المطلب الثاني: مؤشرات تطور الأسواق المالية:
10	المطلب الثالث: القيم المتداولة في سوق الأوراق المالية:
17	المبحث الثاني: الصكوك الإسلامية
17	المطلب الأول: الصكوك الإسلامية
25	المطلب الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية
37	المبحث الثالث: أساسيات الاستثمار في المحافظ المالية:
38	المطلب الأول: ماهية المحافظ الاستثمارية
39	المطلب الثاني: مبررات التنوع الاستثماري
40	المطلب الثالث: أشكال التنوع الاستثماري للمحافظ
50	الفصل الأول: الإطار النظري للهندسة المالية والتكامل المالي
51	المبحث الأول: أساسيات حول الهندسة المالية
51	المطلب الأول: ماهية الهندسة المالية:
62	المطلب الثاني: آليات وأثار تطبيق الهندسة المالية
68	المطلب الثالث: منتجات الهندسة المالية:
79	المبحث الثاني: الخلفية النظرية للتكامل المالي للأسواق الأوراق المالية

المطلب الأول: مفهوم التكامل المالي	80
المطلب الثاني: نظريات وأسس التكامل المالي	81
المطلب الثالث: مزايا وتكاليف ومتطلبات التكامل المالي لأسواق الأوراق المالية	84
الفصل الثاني: دور الهندسة المالية في تعزيز التكامل في الأسواق المالية (دراسة حالة ماليزيا)	90
المبحث الأول: دور الهندسة المالية في تعزيز التكامل في الأسواق المالية	90
المطلب الأول: جدلية التنويع الدولي والتكامل المالي	90
المطلب الثاني: التكامل المالي في أسواق الأوراق المالية بين الأسواق المتطورة والناشئة:	98
المطلب الثالث: نماذج عالمية وإقليمية لتجارب التكامل والربط والتحالف بين بورصات الأوراق المالية الدولية:	102
المبحث الثاني: تجربة ماليزيا في سوق الأوراق المالية وتكاملها مع الأسواق المالية العالمية	106
المطلب الأول: تطور وهيكل الاقتصادي الماليزي	107
المطلب الأول: النظام المالي الماليزي:	110
المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية الماليزية (التقليدية والإسلامية)	114
المطلب الثالث: خصائص التجربة الماليزية	119
خاتمة:	127
قائمة المصادر والمراجع:	128

ارتبطت نشأة وتطور أسواق الأوراق المالية بحاجة الاقتصادات الرأسمالية إلى آلية تضمن تعبئة المدخرات وتمويل المشاريع الاستثمارية، فضلا عن تدوير الفوائض المالية وتوفير السيولة للمتعاملين في الأسواق. وقد أدت جهود الإصلاح الاقتصادي في مطلع عقد الثمانينيات إلى الاقتناع بأهمية الدور الذي تؤديه الأسواق المالية في مسيرة التنمية الاقتصادية. وبذلك أخذ دور هذه الأسواق في توفير وتنويع قنوات التمويل يكتسي أهمية متنامية مع تبني أعداد متزايدة من الدول لاقتصاد السوق المالية كآلية لتنمية وتخصيص الاستثمارات. ومع أن تبني الدول لخيار التمويل عن طريق السوق المالية كان ضرورة حتمية واستجابة لعوامل تاريخية معينة إلا أن التطور المستمر للأسواق المالية أظهر أدوات مالية جديدة، متنوعة وفرت للمتعاملين الماليين وغير الماليين مجالات استثمارية مستحدثة وأساليب مبتكرة في تعظيم الفائدة والتحوط من المخاطر، ما أطلق عليها مصطلح الهندسة المالية.

إن تميز الأسواق المالية العالمية بالتطور الديناميكي وبتحرير الصفقات المالية، وإزالة القيود على التدفقات الرأسمالية البيئية، وتناغم الممارسات والسياسات والتشريعات وقواعد حوكمة الشركات، علاوة على تطور المنتجات المالية المتنامية، عوامل أساسية توصلنا إلى تساؤل جوهري عن مدى تكامل هاته الأسواق المالية العالمية كمحصلة عن عولمة الأسواق المالية. وهذا ما سنتناوله بالدراسة تأثير تطور المنتجات المالية على التكامل المالي من خلال التنويع الدولي، وما إن كان يعمل على تنشيط التدفقات الاستثمارية وبالتالي رفع معدل النمو الاقتصادي.

### 1- تحديد إشكالية البحث:

عرف عقد السبعينيات بعقد الابتكارات المالية والتجديد في الأدوات المالية التي جذبت الكثير من المستثمرين، لمزاياها في التغطية من مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية وتحقيق الأرباح الرأسمالية، علاوة على إتاحتها لمساحة واسعة للاختيار والتنويع. فما فتئت الصناعة المالية تنتج مشتقات ومستقبليات ومبادلات وخيارات تساعد على تعميق الروابط بين الأسواق المالية. وعمل المضاربون في مرحلة ما على التعريف بتلك المنتجات من خلال تكثيف أنشطة المراجعة بين المراكز المالية في ظل التطور الهائل في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات. وبدورها، ساعدت عمليات المراجعة المكثفة بين الأسواق على تحقيق وحدة السوق المالية العالمية الكبرى وتلاشي الفوارق السعرية، لكن أمام اتجاه الأسواق المالية الدولية الناضجة لتعزيز التكامل فيما بينها خلال العقود الأخيرة، على خلفية تنامي جهود التحرير المالي. فأصبحت بذلك مؤشرات السرعة أكثر ترابطا، الأمر الذي فرض مزيدا من التحديات على التنويع الدولي للمحافظ. وقد دفع واقع التراجع في مزايا تدويل الاستثمار المالي في الأسواق المالية الأمريكية والأوروبية المتكاملة بالمستثمرين الدوليين للتفكير في إعادة الانتشار على خريطة الاستثمار الدولي، بالتوجه نحو الأسواق المالية الناشئة التي تتطوي على إمكانات النمو، وتعاني في الوقت ذاته من ضعف في مؤشرات التكامل، سواء فيما بينها أو مع الأسواق المتطورة.

وإنطلاقا مما سبق ذكره يمكن طرح الإشكالية الرئيسية: ما هو دور الهندسة المالية في تعزيز التكامل المالي بين الأسواق المالية؟

وتندرج تحت هذه الإشكالية مجموعة من الأسئلة الفرعية تتمثل فيما يلي:

\* ما هي الهندسة المالية، خصائصها، مزاياها وعيوبها، أهم منتجاتها؟

- \* ما هو التكامل المالي، أسسه نظرياته مزاياه ومتطلباته؟
  - \* كيف يتأثر التكامل المالي بأدوات الهندسة المالية دائمة التطور؟
  - \* هل ساهمت منتجات الهندسة المالية في تعزيز التكامل المالي في ماليزيا؟
- انطلاقاً من التساؤلات السابقة فإن هذه الدراسة تقوم على اختيار الفروض التالية:
- 2- فرضيات البحث:

- الهندسة المالية هي ابتكار لحلول ومنتجات وأدوات مالية، بهدف التحوط من المخاطر وتقليل التكاليف إلا أن المشتقات المالية تحولت إلى خطر بعينه عند المبالغة في تداولها.
  - يمكن أن ينشأ التكامل المالي بين الأسواق وتزداد درجته عندما تتجه الأسواق للتحرر والتخلص من القيود الحمائية المفروضة على حركية رأس المال وتداول الأصول المالية بين الأسواق.
  - الصناعة المالية تنتج مشتقات ومستقبلات ومبادلات وخيارات كان لها الأثر الكبير في تعميق الروابط بين الأسواق المالية وتدويل أنشطتها.
  - تواجه الأسواق المالية الناشئة عقبات عديدة تحد من تطورها باتجاه عولمة أسواق رأسمالها مثل ماليزيا
- 3- أهمية الدراسة:

تتأني أهمية الدراسة من عدة اعتبارات موضوعية، الأول ويرجع إلى أهمية الموضوع ذاته، لكون أن الأسواق المالية قد أصبحت من أبجديات النظم المالية المعاصرة التي لا غنى عنها في كل مسار تنموي، انطلاقاً من تأكيد الأدبيات المالية على وجود علاقة قوية بين رشادة الأسواق والتحرير المالي والنمو الاقتصادي. فتحسن الأداء المالي للأسواق المصحوب بالتحرير المتنامي للاقتصادات سوف لن يعمل فحسب على رفع الكفاءة التخصيصية للموارد كما أثبتته تجربة الاقتصادات المتطورة، بل ستوفر أيضاً للمستثمرين فرصاً للحصول على تشكيلات من الأصول الرأسمالية متباينة العوائد والمخاطر. كما يتوقع أن يؤدي تعميق تجربة التحرير المالي داخل تلك الاقتصادات إلى تعزيز الانتقال الإقليمي والسلس للموارد عبر قناة التكامل التام للأسواق المالية، وزيادة فرص نفاذ المستثمرين الدوليين إلى الأسواق المالية للمنطقة، الأمر الذي يزيد من كفاءة هذه الأسواق، بترشيد القرار الاستثماري للمستثمرين المحليين.

ثانياً، أن هذه الدراسة تشكل مساهمة لفهم تطور أسواق الأوراق المالية واتجاهات تكاملها، والفرص التي تتيحها على صعيد تنويع وإدارة المحافظ. فالحاصل، أن الانتقال من المنظومة المنفصلة إلى المنظومة المتكاملة يؤثر على العوائد المتوقعة، والتذبذب والارتباطات مع العوامل العالمية. وهذه النتائج لها أهمية بالنسبة لمديري الصناديق في قرارهم الجوهري فيما يتعلق بإدارة المحافظ الاستثمارية.

وأخيراً، فإن أهمية هذه الدراسة تتأكد أكثر في ظل بوادر انفتاح الأسواق المالية على الاستثمار الأجنبي وسعيها الدؤوب نحو التكامل المالي الإقليمي والدولي، تجسيدا لمبادرات الحكومة الماليزية من ناحية السياسات المتبعة والتشريعات المسنة، ولوائح الهيئات المسيرة للبورصة المحلية.

## 4- أهداف البحث:

يهدف البحث إلى تحقيق مجموعة من الغايات ذلك من خلال التعرف على مفهومي الهندسة المالية والتكامل المالي والأسس التي يقوم عليها، ثم الإلمام بمختلف الجوانب المالية والاقتصادية المرتبطة بهما، ثم دراسة العلاقة بينهما وتأثير أحدهما على الآخر وهذا بدوره يتطلب رسم الاستراتيجيات المبنية على الأسس العلمية لتضمن تحقيق الدور المأمول من هذا البحث في إطار دعم جهود لبناء النظام الإقتصادي المتكامل وعليه يمكن تلخيص أهداف الدراسة في النقاط التالية:

- التعرف على أهم المنتجات والأدوات المالية المبتكرة في الهندسة المالية،
- فهم ميكانيزمات التكامل المالي أسسه، مزاياه ومتطلباته.
- علاقة منتجات الهندسة المالية بالتنوع الدولي ودورهم في تكريس التكامل المالي بين الأسواق المالية.
- التحديات التي تواجه الاقتصاديات الناشئة في سعيها للتكامل مع الأسواق المتطورة وتحقيق الأهداف المرجوة.

- تقييم فاعلية الأسواق المالية للتجربة حمل الدراسة ومدى تفاعلها في المنظومة المالية الدولية

## 5- منهج الدراسة والأدوات المستخدمة:

لتحقيق أهداف البحث تم انتهاز المنهج الوصفي التحليلي لكونه ملائماً لعرض المفاهيم المرتبطة بالفصل الأول وذلك من أجل تجميع الحقائق والمعلومات المتعلقة بالموضوع فتحليلها ثم تبويبها للوصول إلى معرفة دقيقة وتفصيلية وفهم أفضل وهذا لأننا بصدد توضيح العناصر المرتبطة بالهندسة المالية عامة وتلك المستخدمة من طرف المؤسسات المالية وشرح الأسس التي يقوم عليها التكامل المالي.

أما في الفصل الثاني تم استخدام المنهج الاستنباطي أداة للتوصيف وذلك لعرض تجربة الدولة محل الدراسة ثم انتهجنا التحليل لتقييم التجربة.

أما الأدوات المستخدمة: تم الاعتماد على مجموعة من المصادر للجزئين النظري والتطبيقي فتتوزعت بين: كتب باللغة العربية، الفرنسية وكذلك المجالات، البحوث الدراسات والملتقيات.

## 6- موقع البحث من الدراسات السابقة:

يعتبر البحث في الموضوع الهندسة المالية قديماً نسبياً أما علاقته بالتكامل المالي فهو حديث خاصة في الدراسات العربية. إلا أنه في الأدبيات المالية العالمية يخضع للتجديد على ضوء المساجلات النظرية والتطبيقية للمؤيدين والمعارضين لفرضية أن التكامل المالي للأسواق يساعد على التنويع الدولي للمخاطر، ويسمح بالتخصيص الكفؤ لرؤوس الأموال وتخفيض تكلفة الحصول عليها، زيادة على تشجيع التدفقات الرأسمالية وحفز معدلات النمو الإقتصادي

تعود أول دراسة في موضوع التكامل المالي لأسواق المال إلى الباحث (1979) Hilliard الذي فحص نمط التغير لأسعار الأوراق المالية لعينة مكونة من تسع بورصات خلال فترة أزمة الطاقة لعامي 1973 - 1974. وبعد التحليل كشف Hilliard بأن حركة مؤشرات البورصات متزامنة عند إجراء المقارنة داخل القارة الواحدة، على عكس النتائج في حالة المقارنة ما بين القارات التي تنتمي إليها تلك البورصات.

وأظهرت دراسة حديثة لكل من (Pui Sun Tam & Pui I Tam (2012) في فكرة تكامل أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة في ظل العولمة وفرضية التقارب ونماذج التقييم الجديدة، بأن التكامل المالي للأسواق يتجلى في صورة تقارب معدلات التقييم للأدوات المالية المستحدثة في مختلف الأسواق على المدى الطويل.

ثم أخيراً نتناول دراسة محلية عن دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الإقتصادي العربي و هي مذكرة ماجستير في العلوم الإقتصادية جامعة بسكرة 2012/2013 لقد تطرقت هذه الدراسة إلى واقع البورصات العربية وأهم خصائصها، وإعتبر التكامل بين البورصات العربية أحد الخيارات الإستراتيجية المطروحة أمام البورصات العربية لرفع أدائها و قد حاولت الدراسة تحديد أهم الشروط للنموذج المختار للربط بين البورصات العربية، ثم خلصت إلى أن تفعيل التكامل بين البورصات العربية من شأنه يسهل قيام إستثمارات عربية مشتركة تدعم التعاون بين الدول العربية و تشكل لبنة أساسية لقيام التكامل الإقتصادي العربي.

#### 7- صعوبات الدراسة:

- قصر مدة البحث حيث يجب الإلمام بالجانب الإقتصادي والمالي لمصطلحين مهمين الهندسة المالية والتكامل المالي.

- غياب الكتب التي تتناول موضوع التكامل المالي ومعظم المراجع هي بالغة الإنجليزية.

#### 8- حدود الدراسة:

تأخذ حدود الدراسة ثلاثة أبعاد يمكن تحديدها فيما يلي:

من حيث البعد العلمي للموضوع: تناولنا منتجات الهندسة المالية وتأثيرها على التكامل المالي.

من حيث البعد المكاني: ركزنا على تجربة دولة ذات اقتصاد ناشئ ماليزيا.

وقع الاختيار على ماليزيا حسب تنوع وقوة النظام المالي:

النظام المالي: تملك ماليزيا قطاع مالي تقليدي قوي وأقامت نظام مالي إسلامي بالتوازي وكان نجاحه مبرهنا على قدرته العلمية والعملية كما تميز بكبر حجمه حيث نحاول من خلاله فهم النظام والاستفادة من التجربة. التوزيع الجغرافي: تقع ماليزيا في قارة آسيا.

من حيث البعد الزمني: تم اختيار التركيز على السنوات من 2008 إلى 2012 حتى نكشف عن مدى تأثير الأزمة المالية العالمية 2008 على النظام المالي في ماليزيا.

#### 9- خطة وهيكل البحث:

تم تقسيم هيكل البحث إلى ثلاثة فصول ومقدمة وخاتمة وذلك كما يلي:

**الفصل التمهيدي:** يعد الفصل الأول كمدخل لموضوع البحث تم فيه التطرق لأهم المفاهيم والمصطلحات التي لها علاقة بالدراسة الأسواق المالية البنوية، مؤشرات التطور والأدوات المتداولة وتم التطرق للصكوك الإسلامية لما لها من أهمية في الجزء التطبيقي ثم أساسيات الاستثمار في المحافظ المالية.

#### الفصل الأول: الخلفية النظرية للهندسة المالية والتكامل المالي:

نقدم من خلاله نظرة عامة حول مفهومي الهندسة المالية و التكامل المالي، أولاً نوضح ماهية الهندسة المالية وركزنا بعدها على الجانب العلمي للهندسة المالية، الدور، الخصائص والأهمية والاستراتيجيات ثم تعرضنا إلى

أثار الهندسة المالية على السياسات الاقتصادية وعلاقتها بالآزمات ومخاطر التطبيق الخاطئ لها ثم أخيرا تطرقنا إلى أهم منتجات الهندسة المالية مركزين على أهم أدواتها في سوق النقد وسوق رأس المال.

### الفصل الثاني: دور الهندسة المالية في تعزيز التكامل المالي في الأسواق المالية (دراسة حالة ماليزيا)

نتناول في هذا الفصل أولاً طرح نظري لتأثير وعلاقة الهندسة المالية بالتكامل المالي من خلال شرح أهمية التنوع الدولي في التكامل المالي خاصة في الأسواق الناشئة.

ثم تحليل أدوات الهندسة المالية ومدى تكامل النموذج الماليزي، بعدما نتناول دور الهندسة المالية في تطوير منتجات جديدة وإدارة المخاطر وتطوير سوق المال لتحقيق النمو الاقتصادي من خلال الترابط في الأسواق المالية ثم تناولنا تجربة ماليزيا

ثم ختمنا البحث بخاتمة تضمنت النتائج واختبار الفرضيات والتوصيات.

**الفصل التمهيدي: مدخل إلى الأسواق المالية**

**وأساسيات الاستثمار في المحافظ المالية**

**تمهيد:** بعد تحول الاقتصاد الرأسمالي من اقتصاد المديونية القائم على الوساطة المالية إلى اقتصاد السوق المالية المؤسس على اللاموساطة المالية حدثا اقتصاديا بارزا في تاريخ المجتمعات الرأسمالية، فإلى وقت قريب كان التمويل من خلال الوساطة المالية هو السائد في أغلب المعاملات المالية، حيث أدت البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة دورا أساسيا في تمويل الأنشطة الاقتصادية من مؤسسات وحكومات، مشكلة آنذاك نواة النظام المالي وحجر الزاوية لاقتصاد السوق.

وقد ساهمت التطورات التكنولوجية المصاحبة لمختلف نواحي الحياة الاقتصادية لا سيما في شقها المالي في دعم نظام الوساطة المالية، وبذلك ظل التمويل غير المباشر يؤدي دوره بفاعلية في تعبئة المدخرات وتمويل متطلبات التنمية الاقتصادية، غير أنه منذ منتصف السبعينات وأوائل الثمانينات من القرن العشرين وتحت ضغط التكاليف المرتفعة للنظام السابق، بالنسبة للمؤسسة، وسعي المدخرين وراء التوظيفات الاستثمارية الأكثر مردودية، اتجه تمويل الاقتصاد الرأسمالي نحو تنشيط الأسواق المالية كآلية بديلة لتمويل المشاريع، وبذلك قل نصيب البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة في التمويل غير المباشر، وازدادت نسبة التمويل المباشر، الأمر الذي جعل طابع الاقتصاد للدول المتقدمة يتحول من اقتصاد السوق إلى اقتصاد السوق المالية.

ومثلما تنوعت أسواق المال، فقد تشعبت أدوات الاستثمار المتداولة فيها، وتعددت مصادرها وخصائصها تبعا لزيادة الحاجة الاستثمارية للمتدخلين، وتماشيا مع التطورات الاقتصادية التي شهدتها الحياة المالية المعاصرة، حيث انتقل تفكير المستثمرين من الاستثمار الفردي القائم على الاستثمار في أداة استثمارية واحدة إلى التفكير في الاستثمار المحفظي القائم على جمع الأدوات الاستثمارية المختلفة عائدا ومخاطرة مع بعضها، تعظيما لمنافع التنوع الاستثماري للمحافظ على الصعيدين المحلي والدولي.

ونظرا لأهمية السوق المالية في الهيكل الاقتصادي للدول، سيكرس هذا الفصل لعرض الإطار النظري **المبحث الأول** للأسواق المالية من حيث مفهومها وتقسيماتها المختلفة، ووظائفها المتنوعة في الحياة الاقتصادية وأهم مؤشرات تطورات، والتطرق لأهم الأدوات المالية المتداولة في أسواق رأس المال فضلا عن التطرق في **المبحث الثاني** للصكوك الإسلامية وأخيرا **المبحث الثالث** أساسيات الاستثمار في المحافظ المالية.

### **المبحث الأول: الأسواق المالية، البنية، مؤشرات التطور والأدوات المتداولة**

حظي موضوع الأسواق المالية باهتمام بالغ الأهمية في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، لما تضطلع به هذه الأسواق من أدوار حيوية في الحياة الاقتصادية للأمم، وقد ارتبط تطور الأسواق المالية بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم الرأسمالي، وساهم انتشار الشركات المساهمة والبنوك المركزية والبنوك الخاصة، وإقبال الحكومات على الاقتراض في خلق حركة نشطة من التعامل بالصكوك والأوراق المالية، مما أدى

إلى ظهور الأسواق النقدية والأسواق الثانوية (بورصات الأوراق المالية)، وكان التعامل بتلك الصكوك يتم به في بادئ الأمر على قارعة الطريق، ثم استقر التعامل فيما بعد في أسواق أعدت خصيصا لذلك.

وبفضل المزايا التي يتيحها التنوع في الأدوات الاستثمارية، يستطيع المستثمر تكوين محفظة استثمارية متوازنة العوائد والمخاطرة ومسايرة تفضيلاته، وفي هذا الإطار، لم يعد تنوع المحافظ مقتصرًا على السوق المالية المحلية فقط، فقد مكن التكامل المؤسسي للأسواق المالية من إزالة الحواجز على الاستثمار الدولي، الشيء الذي عمق فرص تعظيم مكاسب التنوع بتخفيض المخاطر الكلية للمحافظ دون التضحية بالعوائد.

### المطلب الأول: مفهوم السوق المالية وتقسيماتها:

تعرف الأسواق المالية Financial Markets على أنها أماكن تجتمع فيها عروض بيع وطلبات شراء الأدوات المالية بمختلف أنواعها، والتي يؤدي تنفيذها إلى تحريك عمليات التداول بين الأطراف المكونة للسوق<sup>1</sup>. ويمكن تعريف السوق المالية من حيث المدخل المؤسسي على أنها مجموع المؤسسات المالية والبورصات بمختلف أنواعها التي تتسبب من خلالها الأموال الفائضة من الأفراد والمؤسسات في الاقتصاد إلى من هم بحاجة إلى هذه الأموال لفترة زمنية معينة<sup>2</sup>.

وبناء على هذا التعريف، يمكن القول أن السوق المالية تمثل الآلية التي تعمل على تجميع المدخرات وتوجيهها إلى الأنشطة الاقتصادية المختلفة بالاستعانة بالمؤسسات المالية المختلفة، وفي واقع الأمر، يشتمل تعبير السوق المالية حسب معيار آجال العمليات على نوعين من الأسواق هما: أسواق النقد وأسواق رأس المال، وتختلف أسواق النقد عن أسواق رأس المال أساسًا في آجال استحقاق الأدوات المالية، إضافة إلى طبيعة المؤسسات المالية العاملة في كل من السوقين.

### الفرع الأول: الأسواق النقدية Money Markets:

تعرف أسواق النقد على أنها تلك الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السماسرة والبنوك التجارية، والجهات الحكومية وذلك بالنسبة للأوراق المالية التي تصدرها الحكومة وهيئاتها المحلية، وتقاس أوضاع أسواق النقد بمستوى معدلات الفائدة القصيرة الأجل، أو ما يسمى بمعدلات سوق النقد. وينطوي تحتها

<sup>1</sup> نوزاد الهيتي، مقدمة في الأسواق المالية (ليبيا، طرابلس: أكاديمية الدراسات العليا والبحوث التطبيقية، 1998)، ص. 27.

<sup>2</sup> صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية (القاهرة: عالم الكتب، 2003)، ص 19.

عدد كبير من المعدلات أبرزها معدل إعادة الخصم، معدل الفائدة على الاقتراض ما بين البنوك ومعدل الفائدة على شهادات الإيداع.<sup>1</sup>

وتتمتع السوق النقدية بعدة مزايا، إذ تعتبر مصدرا مهما للتمويل قصير الأجل، بتوفيرها فرصا جيدة للمستثمرين للدخار والاستثمار في أصول مالية ذات مرونة وسيولة مرتفعة، كما تتميز بانخفاض تكاليف الصفقات نظرا لإجراءاتها المرنة وتدني درجة مخاطرها النقدية Money Risk والائتمانية (مخاطرة الدين) creditRisk.

### الفرع الثاني : أسواق رأس المال Capital Markets:

وتسمى غالبا بسوق رؤوس الأموال طويلة الأجل، وهي سوق يتم فيها التعامل بالأدوات المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات، وتؤدي هذه السوق دورا كبيرا في تمويل الاحتياجات المالية للمؤسسات والمشاريع الاقتصادية مقابل التخلي عن جزء أو كل ملكيتها بطرح الأسهم على غرار شركات المساهمة، أو بإصدار سندات دين، ونفس الشيء يمكن أن يقال عن الحكومات في حالة رغبتها في الحصول على الأموال اللازمة لتغطية العجز المالي أو لتمويل مشاريعها الجديدة، وتنقسم سوق رأس المال إلى أسواق العقود الآجلة والأسواق الحاضرة (الفورية).

ويقصد بأسواق العقود الآجلة تلك الأسواق التي يتم التعامل فيها بأصول مالية (سندات، أسهم، ومؤشرات...) من خلال عقود واتفاقات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق<sup>2</sup>، وعادة ما يلجأ إليها المستثمرون للتغطية من مخاطر تغير أسعار الأصول محل التعامل، أو بغرض تحقيق الأرباح الرأسمالية كما هو حال المضاربين، أما الأسواق الفورية أو الحاضرة فهي تلك الأسواق التي يتم التعامل فيها بأوراق مالية ذات استحقاقات طويلة الأجل يتم تسليمها وتسلمها فور إتمام الصفقة، وهي بدورها تنقسم إلى قسمين هما: السوق الأولية والسوق الثانوية.

### 1-السوق الأولية Market Primary:

وهي السوق التي يتم فيها بيع وشراء أسهم وسندات الشركات المساهمة والسندات الحكومية وغيرها من الأوراق المالية التي تصدر لأول مرة، لذلك تدعى بسوق الإصدارات الجديدة، وتتم عملية التنظيم والإشراف على

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال (الإسكندرية: منشأة المعارف، 1995)، ص. 6.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص. 17.

الإصدار بواسطة مؤسسات مالية متخصصة تدعى بنوك الاستثمار كما هو الحال في الأسواق المالية المتطورة، أو البنوك التجارية على غرار أسواق الدول النامية.<sup>1</sup>

وتقوم بنوك الاستثمار بمهام عديدة منها على وجه الخصوص تقديم النصح والمشورة للمؤسسات الراغبة في الإصدار، والقيام بكل الإجراءات التنفيذية للإصدار، إلى جانب التعهد بتصريف كل أو جزء من الكمية المصدرة مقابل الحصول على عمولة أو الحصول على أرباح عند موافقته على شراء الإصدار وبيعه لجمهور المستثمرين.

ويتضح مما سبق أن نشاط السوق الأولية يبتدئ من لحظة إصدار الأوراق المالية وينتهي بمجرد تصريف هذه الأخيرة على جمهور المستثمرين، غير أن هؤلاء المستثمرين قد يحتاجون إلى السيولة في أي وقت لإتمام معاملاتهم، ولأجل هذا الغرض وجدت السوق الثانوية.

## 2- السوق الثانوية Market Secondary:

وتدعى أيضا ببورصة الأوراق المالية، وهي تلك السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، وتعرف بسوق الإصدارات القديمة، وتمثل مكانا لالتقاء المشتريين والبائعين للأوراق المالية، وتوفر للمستثمرين ميزتين أساسيتين، السيولة وفرصة تحقيق الأرباح الرأسمالية.

وترتبط السوق الثانوية بالسوق الأولية برابطة وثيقة، فلولا السوق الأولية لما وجد ما يتداول في السوق وتصريف إصدارات الشركات والحكومات، باعتبار أن المستثمرين لن يقدموا على شراء الإصدارات الجديدة إلا إذا كانوا متأكدين من قدرتهم على بيعها في السوق الثانوية، ومع ذلك، تعتبر السوق الثانوية الجزء الأهم في هيكل السوق المالية نظرا لاستمرارية نشاطها على عكس السوق الأولية التي يتميز نشاطها بالظرفية، ذلك أن إصدار الشركات والحكومات لقيم مالية جديدة قد لا يتم إلا مرة أو عدة مرات في السنة، بينما تتداول الأوراق في السوق الثانوية يوميا، ما عدا أيام العطل الأسبوعية وحالات التوقف الاضطرارية، وتنقسم السوق الثانوية بدورها إلى سوق منظمة (البورصة) وسوق غير منظمة (السوق غير الرسمية).

## 2-1- السوق المنظمة Market Organized:

وهي سوق تتعقد في أماكن مركزية وفي أوقات دورية يلتقي فيها المتعاملون لشراء وبيع الأوراق المالية المقيدة في تلك السوق، وفقا لنظم ثابتة ولوائح وقوانين محددة تنظم قواعد التعامل وعقد الصفقات والشروط الواجب

<sup>1</sup>Jean Barreau،Jacueline Delehay،Gestion Financière،10<sup>e</sup>، Edition (Paris : dunod، 2001)، p 22.

توفرها في المتعاملين<sup>1</sup>، وتتم العمليات والصفقات في هذه السوق تحت إشراف مجلس منتخب من أعضاء السوق يساعده أشخاص مختصون مرخص لهم.

وتتقسم السوق المنظمة بدورها إلى سوق مركزية وسوق إقليمية. ويقصد بالسوق المركزية السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة بغض النظر عن الموقع الجغرافي للشركة المصدرة للأوراق. ومن أهم البورصات المركزية العالمية، بورصة نيويورك للأسهم New York Stock Exchange (NYSE)، والبورصة الأمريكية للأسهم American Stock Exchange، وبورصتي طوكيو ولندن للأوراق المالية. أما البورصات الإقليمية Regional Stock Exchange فيتعامل فيها بالأوراق المالية التي تعود ملكيتها للشركات الصغيرة المتواجدة في إقليم جغرافي محدد.

## 2-2- السوق غير المنظمة Market Unorganized:

تشتمل هذه السوق على المعاملات التي تجرى خارج البورصات، ولذلك تسمى بسوق المعاملات المنضدة "over the Counter" تميزا لها عن المعاملات التي تتم في السوق المنظمة. وعلى عكس السوق المنظمة، لا تتوفر هذه السوق على مكان محدد لإجراء المعاملات، فهي شبكة إلكترونية مؤلفة من خطوط الهاتف وأطراف الكمبيوتر وغيرها من الوسائط التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين.

وتتم عملية التداول في هذه السوق بطريقة التفاوض بين المستثمرين والسماسرة الذين ينشرون أسعار الشراء وأسعار البيع على الشبكات الإلكترونية لتحديد السعر النهائي للصفقة، ويعتبر كل سمسار في هذه السوق بمثابة صانع السوق على غرار المتخصصين الذين يحتكرون التعامل في السوق المنظمة. وغالبا ما تجرى المعاملات في السوق غير المنظمة على الأوراق المالية غير المسجلة في السوق المنظمة سيما السندات، غير أن ذلك لا يعني عدم تعاملها إطلاقا في الأسهم بأنواعها.

### المطلب الثاني: مؤشرات تطور الأسواق المالية: لتحديد مدى تطور سوق الأوراق المالية ودرجة تأثيرها

على الأداء الاقتصادي للبلد عمد الاقتصاديون إلى تكوين مجموعة من المؤشرات أطلق عليها مؤشرات تطور كفاءة أسواق رأس المال. وتضم مؤشر كفاءة تسعير الأصول الرأسمالية، بالإضافة إلى مؤشري درجة الاندماج وتطور الهيكل المؤسسي والتنظيمي للسوق.

وتساعد هذه المؤشرات على فهم العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية وقرارات تمويل الشركات والنمو الاقتصادي ممثلا بنمو الاستثمارات. فضلا عن ذلك، تسمح هذه المؤشرات للاقتصاديين وصناع القرار بإجراء

<sup>1</sup>Alain Martinet، Lexiques de gestion، 5<sup>e</sup>، Edition (Paris : Dalloz، 2000)، p.53.

المقارنات بين الأسواق المالية المختلفة، وبالتالي ترتيبها حسب درجة تطورها وقدرتها على جذب الاستثمارات وتخصيصها على نحو كفؤ.

### الفرع الأول: مؤشر حجم السوق:

بعد اتساع حجم السوق من أهم المؤشرات الإيجابية الدالة على نمو حجم الاستثمارات في سوق الأوراق المالية. فكلما اتسع حجمها كان ذلك دليلاً على تطورها ونضجها. ويقاس حجم السوق بمؤشرين متكاملين هما: معدل رسملة السوق وعدد الشركات المدرجة في السوق.

يقاس معدل رسملة السوق Capitalization Market لبورصة ما في بلد معين بنسبة رأس مالها السوقي والذي يمثل القيمة السوقية الإجمالية للأوراق المالية (الأسهم) المقيدة في البورصة-إلى الناتج المحلي الإجمالي لهذا البلد في سنة محددة، وذلك على النحو الذي توضحه المعادلة أدناه.

$$\text{معدل رسملة البورصة (\%)} = \left( \frac{\text{القيمة السوقية للأسهم المدرجة: الناتج المحلي الإجمالي}}{100} \right)$$

ويعكس ارتفاع قيمة هذا المؤشر مساهمة سوق الأوراق المالية في تعبئة المدخرات اللازمة للاستثمار وتوسيع القاعدة الاستثمارية، مما يسمح بتنويع المخاطر وتحسين معدلات النمو الاقتصادي.

ويقصد بالشركات المدرجة حسب تعريف الاتحاد الدولي للبورصات جميع الشركات التي لها أسهم مسجلة في بورصة ما، سواء كانت شركة محلية أو أجنبية، كما تتضمن قائمة الشركات المدرجة مجموع صناديق الاستثمار في الأوراق المالية المسجلة وشركات السمسرة والوساطة المرخصة.<sup>1</sup>

وعملياً، يؤدي ارتفاع عدد الشركات المدرجة إلى اتساع حجم السوق وتوسع قاعدتها الاستثمارية وارتفاع حجم استثماراتها بالتعبية، ومن شأن ذلك أن يعكس بالإيجاب على عملية التنمية والتخصيص الكفاء للاستثمارات من حيث الحجم والاتجاه نحو الشركات الأكثر كفاءة<sup>2</sup>. ويسهم التنوع في الشركات المدرجة من ناحية أخرى في تنويع الفرص الاستثمارية الذي يسمح بالتخلص أو التقليل من حدة مخاطر الاستثمار والسيولة، نظراً لما يوفره التنوع في الشركات المدرجة مع فرص للمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية المتعددة وإمكانية تكوين المحافظ المتلى، فضلاً عن تنشيط التعامل على الأوراق المالية المتداولة.

<sup>1</sup> إيهاب الدسوقي، إقتصاديات كفاءة البورصة القاهرة دار النهضة العربية 2000، ص. 35.

<sup>2</sup> هالة حلمي السعيد، الأسواق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة: مسح مرجعي، سلسلة رسائل البنك الصناعي، العدد 58 (سبتمبر

(1999)، ص. 26.

## الفرع الثاني: مؤشر سيولة السوق:

على الرغم من تعدد مفاهيم سيولة السوق Liquidity إلا أن محلي الاستثمار عادة ما يستعملون هذا المصطلح للدلالة على سهولة شراء وبيع الأصول المالية بسرعة وبدون تكلفة باهظة من شأنها إحداث تغير كبير في القيمة السوقية لهذه الأصول من صفقة لأخرى، وتعد السيولة من أهم المؤشرات الدالة على تطور سوق الأوراق المالية. فارتفاع درجة السيولة في السوق تشير إلى تحسن قدرة السوق على إتاحة الفرصة للمستثمرين لتقليل مخاطر التصريف ومباشرة الاستثمارات طويلة المدى<sup>1</sup>، وهو ما من شأنه أن التأثير إيجاباً على كفاءة تخصيص الموارد المالية وعلى معدلات النمو الاقتصادي.

وتقاس سيولة البورصة بمؤشرين هما: معدل التداول ومعدل الدوران، ويعبر معدل التداول Traded Value Ratio عن نسبة إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة خلال فترة زمنية معينة إلى الناتج المحلي الخام للفترة ذاتها كما هو موضح في المعادلة الآتية:

$$\text{معدل التداول (\%)} = \left( \frac{\text{القيمة السوقية للأسهم المتداولة: الناتج المحلي الإجمالي}}{100} \right)$$

ويعكس هذا المؤشر دور البورصة في توفير السيولة للاستثمارات على مستوى الاقتصاد الكلي، ولإجراء التشخيص الدقيق بشأن السوق المدروسة، غالباً ما يتم الربط بين مؤشر حجم السوق ومعدل التداول، فقد تكون السوق واسعة قياساً بمعدل الرسملة أو بعدد الشركات المدرجة، غير أنها نشطة لتدني معدل تداولها.

ويقاس معدل الدوران Turnover Ratio بنسبة إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة خلال فترة زمنية معينة إلى إجمالي الرسملة البورصية للفترة ذاتها.

$$\text{معدل الدوران} = \left( \frac{\text{القيمة السوقية للأسهم المتداولة: رسملة السوق}}{\text{رسملة السوق}} \right)$$

فإذا كان هذا المعدل مساوٍ للواحد الصحيح فيعني أن الورقة المالية تم تداولها بمتوسط مرة واحدة في السنة. وتدل القيمة المرتفعة لمعدل الدوران على انخفاض تكاليف المعاملات، كما تدل على التدفق الحر للمعلومات وسرعة استيعابها من قبل الأسعار. ومع ذلك، قد تكشف القيمة المرتفعة لهذا المعدل عن تعاضم نشاط المضاربة، سيما في الأسواق التي تعاني من عدم الكفاءة في تسعير الأصول الرأسمالية.

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص. 27.

## الفرع الثالث : مؤشر درجة التركز :

يقصد بمؤشر درجة التركز Market Concentration مدى سيطرة عدد قليل من الشركات على السوق. ويقاس هذا المؤشر بنسبة حصة أكبر عشر من رسملة السوق أو من إجمالي قيمة التداول، وكلما انخفضت درجة التركز كان ذلك مؤشرا إيجابيا على تطور كفاءة السوق، ويولي أصحاب المحافظ المالية الدولية أهمية كبيرة لانخفاض درجة التركز، لما يمكن أن يوفره ذلك من فرص لتتنوع المخاطر وإحلال الأصول على غرار البورصات المتطورة، حيث تتصف بدرجة نمرکز محدودة.

## الفرع الرابع : مؤشر درجة التذبذب:

يعتبر التقلب أو التذبذب Volatility في عوائد الأوراق المالية أحد أهم المؤشرات التي لقيت اهتماما كبيرا في الدراسات النظرية لكفاءة السوق المالية. ويعرف التذبذب على أنه التغير في عائد الورقة المالية خلال فترة زمنية معينة، ويقاس بتقدير درجة الانحراف المعياري للعائد عن قيمته المتوقعة خلال فترة عادة ما تكون سنة. كما يمكن أن تقاس تقلبات العوائد بمقياس آخر يدعى مقياس "شوارت" SchwertMeasure، ويمثل مقياسا للانحراف المعياري المشروط للعوائد الأسبوعية.

وفي هذا الصدد، تتباين آراء الباحثين حول مدلولية هذا المؤشر، فبينما يرى البعض أن ارتفاع درجة التذبذب يعد علامة على تطور كفاءة السوق، انطلاقا من أن التذبذب في حد ذاته يشير إلى السعر يعكس فعلا المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق، يشدد البعض الآخر على انخفاض درجة التذبذب في السوق إلى دعم ثقة المستثمرين في هذه السوق مما يسهم في زيادة الإقبال على الاستثمار في الأوراق المالية المتداولة فيها.<sup>1</sup>

وتعتبر الأسواق الناشئة في مجموعها من أكثر الأسواق تقلبا مقارنة بالأسواق المتقدمة، ويمكن أن يعزى ذلك إلى عدة عوامل أهمها: الافتقار إلى الأطر المؤسسية الكفيلة بالحد من أنشطة المضاربات العشوائية، وشيوع عمليات التداول الداخلية Inside Trading التي يقوم بها البعض بعض المتعاملين في البورصات، والتأخر في وصول واستيعاب المعلومات الجديدة من قبل الأسعار، يضاف إلى ذلك اعتماد اقتصادات الأسواق الناشئة على مجموعة محدودة من القطاعات الصناعية، مما يعمق من حدة التقلبات في أسعار أسهم الشركات لمجرد انخفاض الطلب على صادراتها في الأسواق العالمية. كما يمكن أن يكون التقلب ناتجا عن محدودية الأوراق المالية المتاحة للتداول وعدم استمرارية عمليات التداول، أو لضآلة التعاملات.

<sup>1</sup>سامية زبطاري، "ديناميكية أسواق الأوراق المالية الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية" (أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2004، ص 72-73).

## الفرع الخامس: مؤشر كفاءة تسعير الأصول الرأسمالية:

يقصد بكفاءة تسعير الأصول الرأسمالية استجابة سعر الورقة المالية أو مؤشر السوق لكافة المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية بسرعة وبدقة، بحيث لا يترك ذلك لبعض المستثمرين الآخرين. ولا ريب أن تطور البنية التنظيمية الحاكمة لنظام المعلومات في السوق، كالصحف المالية والمجلات التسعير.

ولاختبار هذا المؤشر، يمكن الاعتماد على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي يسمح، بمقارنة العائد الفعلي  $R$  بالعائد المتوقع من الاستثمار  $E(R)$ ، فإذا كان العائد المتوقع من الاستثمار أعلى من العائد الفعلي فذلك يعني أن الورقة المالية تباع بسعر يقل عن القيمة الحقيقية، مما يتيح لحاملها فرصة لجني فرصة لجني المكاسب، لاحتمال ارتفاع السعر مستقبلاً<sup>1</sup>، وتقتضي الصيغة القوية لكفاءة التسعير انعدام الفرق بين المعدلين السابقين؛  $(E(R)-R=0)$  تعبيراً عن الاستيعاب التام لسعر الورقة المالية للمعلومات الواردة إلى السوق.

## 6- مؤشر تطور البنية والمؤسسية والتشريعية للسوق:

يتأثر أداء أسواق الأوراق المالية بدرجة كبيرة بالعوامل التشريعية والمؤسسية السائدة في السوق، فوجود القوانين والتشريعات الملزمة للشركات ومؤسسات الوساطة المالية بالإفصاح عن المعلومات اللازمة للاستثمار في الأوراق المالية يعزز ثقة المتعاملين في السوق. وإلى جانب ذلك، تؤثر إجراءات التسوية والمقاصة والإدراج وهيكّل الضرائب وتكاليف الصفقات على قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية<sup>2</sup>، فالتباطؤ في تنفيذ وتسوية الصفقات لا يشجع المستثمر على التوسع في استثماراته، وفي المقابل، فإن وجود القوانين الكفيلة بحماية المستثمرين من تلاعبات بعض الأطراف المشاركة في السوق، كقوانين حضر ومعاقبة كل من يسيء استغلال المعلومات المتاحة للأغراض الخاصة، إضافة إلى وجود هيئة تسهر على تطبيق القوانين يمكن أن يحفز على الاستثمار بدل المضاربة العشوائية المعرّقة لنظام التداول والتسعير الكفؤ.

وقد أشار كل من Levine&Demirguc-Kunt في دراستهما لتطور سوق الأوراق المالية والوساطة المالية إلى ثلاثة مؤشرات لقياس مدى تطور الهيكل المؤسسي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية، وهي:

أ- مؤشر مدى نشر الشركات المدرجة في السوق للمعلومات المتعلقة بالسعر والعوائد والمخاطر. وتقييم الدول وفقاً لهذا المؤشر بالدرجة "1" في حالة نشرها للمعلومات وبدرجة "0" في حالة عدم إفصاحها عن المعلومات الضرورية للاستثمار في سوق الأوراق المالية.

<sup>1</sup> ايهاب الدسوقي، إقتصاديات كفاءة البورصة مرجع سابق، ص. 40.

<sup>2</sup> عبد الرؤوف ربابعة، سامي خطاب، "التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية"، ورقة عمل مقدمة خلال ندوة الأسواق المالية المنظمة من طرف هيئة الأسواق المالية والسلع، بورصة أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة (ديسمبر 2005)، ص ص. 6-8.

ب- مؤشر مدى تطبيق معايير المحاسبة الدولية، إلى جانب مؤشر مدى توافر القوانين التي تحمي المستثمرين، وتقيم الدول وفقاً لهذين المؤشرين بقيم تتراوح بين درجتي "0" و"2".

ج- مؤشر مدى توفر العوائق على الاستثمار الأجنبي وتحويل رؤوس الأموال. ويعمل هذا المؤشر على دراسة التشريعات الخاصة بإعادة توطين الأرباح ورؤوس الأموال، والسماح للأجانب بالاستثمار في الأسواق المحلية. وتصنف الدول حسب هذا المؤشر إلى دول ذات الحرية التامة في دخول وخروج رؤوس الأموال، ودول مقيدة لحركة رؤوس الأموال، ودول مقبولة في حالة تقييدها الجزئي للتدفقات الرأسمالية من وإليها.

### المطلب الثالث: القيم المتداولة في سوق الأوراق المالية:

تمثل الورقة جوهر وأساس التعاملات في سوق الأوراق المالية، فهي عصب الحياة لهذه السوق، وتشير الورقة المالية Security إلى التمثيل القانوني لحامل الورقة اتجاه الشركة المصدرة لها، إذ تخول له الحق في الحصول على نسبة معينة من العائد أو جزء من أصول الشركة أو الحقين معاً<sup>1</sup>.

وتصنف الأوراق المالية حسب ماهيتها إلى أوراق مالية تمثل ملكية وأخرى تعبر عن مديونية. وإلى جانب الأدوات المالية التقليدية من أسهم وسندات، فقد أدت التطورات الاقتصادية التي حدثت خلال العقدين الأخيرين من القرن العشرين إلى نمو سريع في حجم الأوراق المالية وظهور منتجات مالية جديدة أملت التحولات المالية المتزامنة مع التقدم الهائل الذي عرفته تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، والحاجة المالية إلى مثل هذه المنتجات. وفي هذا الجزء، سيتم التطرق إلى أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية من حيث مفهومها وخصائصها وأنواعها.

### الفرع الأول: أدوات الملكية Equity Instrument:

يمثل السهم صك ملكية قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطي لحامله الحق في حصة من رأس مال الشركة المصدرة. وتعد الأسهم الأداة الرئيسية لتمويل الشركات، إلى جانب أن إصدار المزيد من الأسهم من شأنه تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى هيكل رأس المال، ويزيد بالتالي من حجم الطاقة الافتراضية للشركة. وتتنقسم الأسهم من حيث الحقوق المترتبة عنها إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص. 5-7

1- الأسهم العادية:<sup>1</sup>

تمثل الأسهم العادية Common Stocks مستند ملكية له قيمة اسمية، قيمة دفترية وقيمة سوقية، وقيمة تصفية. وتمثل القيمة الاسمية القيمة المدونة على وثيقة السهم، وهي قيمة نظرية لتوثيق حساب رأس المال المدفوع في المستندات المحاسبية للشركة، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد تأسيس الشركة، غير أنه يمكن تغييرها عمليا، بموجب قرار اشتقاق الأسهم، وتحدد معظم الدول حدا أدنى للقيمة الاسمية، حيث لا يمكن للشركة إصدار الأسهم بقيمة تقل عن ذلك، أما القيمة الدفترية للسهم العادي فتمثل قيمة الأسهم المقيدة بدفاتر الشركة، معبرا عنها بحقوق الملكية بعد خصم القيمة الاسمية للأسهم الممتازة وعلاوة إصدارها، مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة.

أما القيمة السوقية للسهم فتمثل السعر الذي يتداول به السهم في السوق، ولا يشترط تطابقها مع أي من القيمتين الدفترية والاسمية، ومن المتوقع أن تتذبذب هذه القيمة ارتفاعا أو انخفاضاً بسبب تأثيرها بعوامل عديدة كالقيمة الدفترية للسهم، وظروف العرض والطلب في السوق، وتوقعات المحللين الماليين بخصوص مستقبل أوضاع الشركة ومركزها المالي وقدرتها على تحقيق الأرباح، وتوزيعات الشركة للأرباح، فضلا عن تأثير الظروف الاقتصادية ذات الصلة كالتضخم والركود الاقتصادي. في حين تمثل القيمة التصفوية للسهم العادي نصيب السهم من قيمة موجودات الشركة المصفاة بعد تسديد كل الالتزامات وحقوق الدائنين وحملة الأسهم الممتازة.

ويشير المتعاملون في السوق المالية إلى أن القيمتين الاسمية والدفترية لا تمثلان تقييما حقيقيا للسهم، ذلك أن القيمة الحقيقية للسهم العادي تتوقف على العائد المتوقع تحقيقه نتيجة لامتلاكه، أي تتوقف على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات Dividends. لذلك لا يوجد في واقع الأمر ما يضمن قدرة الشركة المصدرة على تسويق أسهمها بقيمتها الاسمية. ووجود الخصم أو العلاوة على القيمة الاسمية هو السيناريو الأكثر احتمالا لضمان بيع السهم بقيمته الحقيقية.<sup>2</sup>

وتعد الأسهم العادية مصدرا دائما للتمويل، فلا يمكن الرجوع إلى الشركة لاسترداد قيمتها، وإذا ما أراد المستثمر تسبيلها فلا سبيل أمامه سوى بيعها في سوق الأوراق المالية. ويتمتع المساهمون من حملة الأسهم العادية بعدد من الحقوق من بينها الحق في نقل ملكية السهم بالبيع أو التنازل، والحق في الحصول على نصيب من الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها بعد استيفاء حملة السندات، والأسهم الممتازة لحقوقهم. وقد تكون هذه التوزيعات في صورة نقدية Cash Dividends، أو في صورة توزيعات مجانية للأسهم Stock Dividends، كما نتيج

منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، المرجع السابق، ص. 7.

<sup>2</sup> محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات (الأردن: دار الشروق للنشر والتوزيع، 2005)، ص. 89.

الأسهم العادية حقوقاً أخرى لحاملها، كالحق في نصيب من أصول الشركة عند تصفيتها أصولها، والحق في حضور الجمعية العمومية والتصويت على قرارات مجلس إدارة الشركة ينسب ما يملكه المساهم من أسهم عادية.

## 2- الأسهم الممتازة:<sup>1</sup>

يمثل السهم الممتاز Preferred Stock مستند ملكية، وإن كانت ملكيته تختلف عن الملكية الناشئة عن السهم العادي. ولهذا المستند قيمة إسمية، وقيمة دفترية وقيمة تصفوية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية للسهم الممتاز تحسب بنسبة إجمالي القيمة الاسمية للأسهم الممتازة وعلاوة إصدارها كما تظهر في دفاتر الشركة إلى العدد الإجمالي للأسهم المصدرة، ويعني ذلك أنه ليس للأسهم الممتازة نصيب من الاحتياطات والأرباح المحتجزة التي تظهر في القوائم المالية للشركة.

وتجدر الإشارة إلى أن السهم الممتاز ليس له عادة تاريخ استحقاق، غير أنه من الممكن أن ينص في كتيب إصداره على شرط استدعائه في وقت لاحق مقابل حصول حامله على قيمة تفوق قيمته الاسمية. ويمثل هذا الحق ميزة للشركة المصدرة، إذ يمكنها الاستفادة من أسعار الفائدة السوقية، بالتخلص من الأسهم الممتازة القائمة وإحلالها بسندات أو بأسهم ممتازة ذات معدل فائدة أو عائد منخفض.

وتجمع الأسهم الممتازة بين سمات الأسهم العادية والسندات. حيث تتفق مع الأسهم العادية من ناحية أنها تمثل مستند ملكية ليس له تاريخ استحقاق محدد، وأن مسؤولية حملة هذه الأسهم محدودة بمقدار مساهمته في رأس مال الشركة المصدرة، كما لا يحق لحملة المطالبة بنصيبهم من الأرباح إلا إذا قررت إدارة الشركة إجراء توزيعات.<sup>2</sup> ومن ناحية أخرى، تشبه الأسهم الممتازة السندات في أن لحاملها الحق في الحصول على توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم الممتاز. ومن ثم فتحقيق الشركة لأرباح مرتفعة أو متواضعة لن يؤثر على التوزيع الخاص بهذه الأسهم، ولا يحق للشركة إجراء توزيعات على حملة الأسهم العادية في أي سنة لاحقة ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على نصيبهم من التوزيعات. وفي حالة تصفية الشركة، يحصل حملة الأسهم الممتازة على قيمة أسهمهم من صافي التصفية قبل حملة الأسهم العادية وبعد حملة السندات مباشرة.

وتحقق الأسهم الممتازة للشركة المصدرة جملة من المزايا، أهمها عدم إلزام الشركة قانوناً بإجراء توزيعات كل سنة تحقق فيها الشركة أرباحاً، علاوة على محدودية نصيبها من التوزيعات بمقدار محدد، كما لا يحق لحملة

<sup>1</sup> لطفي، امين السيد احمد التحليل المالي لأغراض تقييم و مراجعة الاداء و الاستثمار في البورصة الاسكندرية الدار الجامعية 2005 ، ص. 438.

<sup>2</sup> مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الطبعة الثالثة (الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية، 2003)،

التصويت إلا في الحالات النادرة التي تستدعي التدخل، غير أن ما يعاب عليها ارتفاع تكلفتها مقارنة بتكلفة التمويل بالاقتراض، ذلك لأن توزيعاتها -على عكس الفوائد- لا تخصص قبل فرض الضريبة، مما يعني حرمان الشركة من الوفرة الضريبية. أما السبب الثاني لارتفاع تكلفتها فيرجع إلى مطالبة حامليها لعائد مرتفع كتعويض عن المخاطر العالية التي يتعرض لها المساهمون مقارنة بحملة السندات<sup>1</sup>.

## الفرع الثاني: أدوات المديونية Debt Instruments:

تمثل أدوات المديونية إحدى الطرق التي تتبعها الشركات والحكومات للحصول على رؤوس الأموال طويلة الأجل عندما لا تكفي الأموال للمساهمين لتمويل المشاريع، وبخاصة منها المتعلقة بتمويل خطط التوسع. وتتميز أدوات المديونية المتداولة في سوق رأس المال بثبات العائد المترتب عنها وتدني درجة مخاطرها. ومن أهم أدوات المديونية السندات.

### 1-سندات الشركات:

يمثل السند Bond مستند مديونية تصدره الشركة أو أية هيئة أخرى، وهو بمثابة اتفاق أو عقد بين المدخر المقرض والشركة المقترضة، وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الأول مبلغا محددًا للطرف الثاني الذي يتعهد بدوره برد أصل القرض والفوائد المترتبة عليه في تواريخ استحقاق محددة سلفًا.

ويعطي السند لحامله الحق في استرجاع قيمته الاسمية (أصل القرض) في تاريخ لاحق، وحق الأولوية في الحصول على فائدة دورية تتحدد بنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند تدفع مهما كانت نتيجة الدورة المالية للشركة، على عكس الأسهم التي ترتبط عوائدها بنتائج الشركة وسياسة مجلس الإدارة فيما يتعلق بالتوزيعات، كما يتيح السند لحامله حق الأولوية في استيفاء حقوقه إذا ما تمت تصفية أصول الشركة<sup>2</sup>، ولا يعد حامل السند شريكا في الشركة المصدرة له، وتبعًا لذلك لا يحق له التدخل في إدارتها أو حضور جمعيتها العمومية.

ويتميز التمويل بواسطة السندات مقارنة بالقرض التقليدي بمرونة التسجيل العالية، إضافة إلى إمكانية تحقيقه للمكاسب الرأسمالية خلال عملية التداول، وللسند سوقية قد تزيد أو تقل أو تتساوى مع قيمته الاسمية. وتتحدد القيمة السوقية للسند على ضوء درجة المخاطر التي يتعرض لها، والتي تتوقف بدورها على المركز المالي للشركة والظروف الاقتصادية السائدة، وبخاصة معدلات الفائدة والعائد على الفرص البديلة المتاحة في السوق.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص. 27.

<sup>2</sup> مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، مرجع سابق، ص. 66-67.

## 2-السندات الحكومية:

تمثل السندات الحكومية أداة دين طويلة الأجل شأنها شأن السندات التي تصدرها شركات الأعمال. وتسعى الحكومة من وراء إصدارها للسندات إلى تمويل احتياجاتها الجارية والاستثمارية ذات المنافع الاجتماعية، أو لمواجهة عجز الموازنة العامة، أو كسياسة لاستهداف التضخم وامتصاص السيولة الفائضة في الاقتصاد<sup>1</sup>. وفضلا عن ذلك، تمنح السندات الحكومية لحاملها الحق في استعادة أصل القرض مع الفائدة المتفق عليها، وتعتبر السندات الحكومية أكثر ضمانا وأقل مخاطرة من تلك التي تصدرها شركات الأعمال، إذ غالبا ما يكون البنك المركزي أو وزارة المالية هي جهة الإصدار للسندات الحكومية، ويمكن أن تتولى الحكومات المحلية أو حكومات الأقاليم (الحكومات الفدرالية) بإصدارها كما هو الحال في الولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا، وحسبما يدل عليها اسمها لا يمكن للشركات الخاصة إصدار مثل هذه السندات، إلا أنه بإمكان المستثمرين تداولها في سوق الأوراق المالية.

## الفرع الثالث : المشتقات المالية:

تعتبر المشتقات المالية Derivatives إحدى أدوات التعامل الحديثة التي أسفرت عنها الصناعة المالية في سبعينات القرن العشرين على نحو لم يسبق له مثيل، حيث أدى الميل نحو تعظيم القيمة المضافة والاستجابة السريعة لتأثيرات التقدم التكنولوجي والتغيرات الاقتصادية التي صاحبت المؤشرات المالية، كمعدلات الفائدة، وأسعار الصرف ومؤشرات البورصة دورا بارزا في ظهور هذه الإبداعات. ومن بين العوامل الهامة التي ساهمت في نجاح أسواق عقود المشتقات ورواجها قدرتها على تحسين السوق بتخفيض تكلفة المعاملات، فضلا عن إتاحة الفرصة للمضاربيين والمستثمرين للتغطية ضد المخاطر وتحقيق المكاسب الرأسمالية.

وتمثل المشتقات المالية عقودا تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل التعامل، يتم تسويتها في تاريخ مستقبلي، ويسعر يتحدد مسبقا، حيث يتحمل المتعامل بمقتضاها لعلاوة وتكلفة نظير استخدامها، وتتوقف مكاسب أو خسائر أطراف التعامل على القيمة السوقية للأصل المالي محل التعاقد، وتتنوع الأصول محل التعاقد ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية ومؤشرات البورصة ومعدلات الفائدة، ومن أبرز صور المشتقات العقود الآجلة، والعقود المستقبلية، والخيارات وعقود المبادلة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> محفوظ جبار، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، الجزء الثاني (الجزائر: دار هومة، 2002)، ص. 62.

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية: المفاهيم، إدارة المخاطر (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2001)، ص. 11.

## 1-العقود الآجلة:

تعتبر العقود الآجلة Contracts Forward من أقدم صور العقود المستقبلية، وتمثل اتفاقا ما بين طرفين لشراء أو بيع أصل مالي أو عيني في وقت لاحق وبسعر يحدد مسبقا، إذ تتعاقد مؤسستان أو مؤسسة مالية وشركة أعمال على إتمام الصفقة بسعر معين وبكمية محددة في موعد لاحق، ومن أمثلتها عقود الاستيراد والتصدير.<sup>1</sup>

ومن الناحية العملية، إذا كان سعر الأصل (سعر التنفيذ) المتفق عليه بين طرفي العقد أقل من السعر السائد في تاريخ التسليم فإن المشتري سيحقق مكاسب مساوية لقيمة الفرق بين السعر الجاري (السائد) في تاريخ التسليم وسعر التنفيذ. أما إذا كان هذا الأخير أعلى من السعر السائد للأصل عند استحقاق العقد فعندئذ سيحقق البائع أرباحا على حساب المشتري.

2-العقود المستقبلية:<sup>2</sup>

تتشابه العقود المستقبلية Future Contracts والعقود الآجلة بدرجة كبيرة وإن كان لهذه الأخيرة الأسبقية التاريخية في الظهور على مسرح المعاملات التجارية والمالية، حيث كان الإغريق أول من تعامل بها. وقد أدى تطور التعامل بالعقود الآجلة وتوسعها إلى إيجاد تقنيات التعامل بالعقود المستقبلية. وتعرف هذه العقود على أنها اتفاق نمطي ينطوي على التسليم المؤجل لأداة مالية أو سلعة معينة في تاريخ لاحق وبسعر محدد مسبقا. ومع ذلك تختلف العقود المستقبلية عن العقود الآجلة في عدة أوجه، إذ غالبا ما تنتم العقود المستقبلية بمخاطر سيولة متدنية نظرا لإمكانية تداولها في البورصة وتميزها بالنمطية والمعيارية. كما تتميز بانخفاض مخاطر عدم الوفاء أو العجز عن سداد الالتزامات مقارنة بالعقود الآجلة. ويعزى ذلك إلى أن إبرام العقود المستقبلية يستدعي من طرفي العقد إيداع هامش مبدئي لدى بيت السمسرة كضمان لتنفيذ العقد عند تاريخ التسليم، ويزداد هذا الضمان تأكيدا بوجود غرف للمقاصة أو غرف التسوية اليومية للحقوق.

ويتم تعديل الهامش المبدئي تبعا لتغير أسعار الإقفال اليومية للأصل محل العقد، ففي نهاية كل يوم تعامل يتحدد سعر التسوية لكل عقد مستقبلي. ووفقا لذلك، تتم تسوية المركز المالي للأطراف المتعاقدة طالما أن بيت السمسرة مسؤول عن دفع تكاليف تنفيذ العقد في حالة تعثر أحد زبائنه باستخدام الهوامش المبدئية المسددة سلفا. وتتيح هذه الآلية لبيت السمسرة إمكانية تفادي مخاطر عدم السداد في حالة تعثر أحد متعامليه.

<sup>1</sup>Aimé Scannavino، Les Marchés Financiers Internationaux (Paris : Dunod، 1999)، pp. 62-64.

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، مرجع سابق ص.14.

## 3- عقود الخيار:

تمثل عقود الخيار Options إحدى الأدوات الاستثمارية الحديثة التي تعطي للمستثمرين والمضاربين على حد سواء فرصة للحماية من مخاطر تغير أسعار الأصول وتحقيق الأرباح الرأسمالية. وبعد الاختلاف في توقعات طرفي عقود الخيار الدافع وراء إبرام هذه العقود بيعا وشراء. ويقصد بعقود الخيار اتفاقا بين طرفين يكون فيه لأحدهما الحق دون الإلزام في تنفيذ صفقة شراء أو بيع أصل محدد (أوراق مالية، عملات، سلع، مؤشرات البورصة...) لطرف ثان في تاريخ مستقبلي وبسعر محدد وقت الاتفاق مقابل عمولة غير قابلة للاسترجاع تدفع للطرف الثاني على سبيل التعويض أو المكافأة Premium على ممارسة حق الخيار<sup>1</sup>.

ويأخذ موعد تنفيذ العقد المبرم شكلين رئيسيين هما عقد الخيار الأوروبي European Option الذي يلزم صاحبه بممارسة حق الخيار في التاريخ المحدد لانتهائه حسب نص الاتفاق، أما الشكل الآخر وهو عقد الخيار الأمريكي American Option، ويعطي الحق في تنفيذ العقد في أي وقت خلال الفترة الممتدة من وقت إبرام الاتفاق إلى غاية التاريخ المحدد لانتهاء صلاحيته. ويسمى السعر المنقح عليه للتنفيذ بسعر التعاقد أو سعر التنفيذ Exercise/ Striking Price. وغالبا ما يساوي القيمة السوقية للورقة المالية في تاريخ إبرام العقد، وهو بذلك يختلف عن سعر السوق Market Price الذي يمثل السعر الذي تباع به الورقة لحظة تنفيذ العقد<sup>2</sup>. وتتقسم عقود الخيار إلى نوعين أساسيين هما حق خيار البيع وحق الشراء.

## 4- عقود المبادلة:

تمثل المبادلة Swaps إحدى أدوات التغطية ضد المخاطر Risks Hedging، وتعرف على أنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، حيث يتم تسويتها على فترات دورية، وعلى عكس عقود الاختيار، فإن عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد، كما أن الأرباح والخسائر لا تتم تسويتها على فترات دورية. وعلى عكس عقود الاختيار، فإن عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد، كما أن الأرباح والخسائر لا تتم تسويتها يوميا، وتعتبر عقود مبادلة معدلات الفائدة الثابتة بمعدلات سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة بينما يقوم الطرف الآخر للعقد بدفع سلسلة من معدلات الفائدة المتغيرة. وغالبا ما تحدد هذه الأخيرة على أساس سعر مساو لمعدل ليبور Libor(London Inter- BanksOffering Rate) الذي يمثل معدل الفائدة على الإقراض بين البنوك اللندنية، وتحدد التغيرات الحاصلة في هذا المعدل مركز الخسارة أو الربح لطرفي عقد مبادلة معدلات الفائدة. وتحسب متحصلات (المدفوعات) العقد بالمعادلة التالية:

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات: مدخل إلى الهندسة المالية (الإسكندرية: دار الجمعية، 1998)، ص. 331.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص. 59.

المتحصلات = (معدل الفائدة المتغير - معدل الفائدة الثابت) × (عدد الأيام: 360) × قيمة العقد

وتجدر الإشارة إلى أن الأصل الرأسمالي محل التعامل بين طرفي العقد غالبا ما يخصص فقط لحساب معدل الفائدة ولا تتم مبادلتة فعليا، لذلك يدعى بالأصل الوهمي، فالمبادلة الفعلية تتم على مبادلة الفوائد دون رأس المال.

## المبحث الثاني: الصكوك الإسلامية

رغم قلة أسواق الأوراق المالية الإسلامية على مستوى الدول العربية وحتى الإسلامية باستثناء سوقي المال الإسلامية الدولية بالبحرين والسوق الماليزية نجد بأن الصناعة المالية الإسلامية حققت نجاحا متميزا وشهدت نموا كبيرا في الآونة الأخيرة، وذلك بسبب الانتعاش الاقتصادي الذي شهدته منطقة دول الخليج وبعض الدول الآسيوية إذ زادت السيولة واتجه الأفراد للاستثمارات بعدما انتشرت البنوك الإسلامية وزاد اهتمامها بالصكوك وسيتم في هذا المبحث تناول الصكوك وأنواعها ثم نقدم بعدها المنتجات المستحدثة.

### المطلب الأول: الصكوك الإسلامية

الصكوك جمع صك وهو الكتاب الذي يكتب فيه المعاملات والتقارير وهو فارسي معرب، أصله جك<sup>1</sup>، والجمع بين الصاد الكاف أصل يدل على تلاقي شيئين بقوة وشدة، وأصل الصك الضرب، من ذلك قوله تعالى ﴿فَأَقْبَلَتِ امْرَأَتُهُ فِي صَرَّةٍ فَصَكَتْ وَجْهَهَا﴾ (الذاريات، الآية، 29)، ويطلق لفظ الصك على ما هو مكتوب ويتضمن حقا أو مالا ونحوه ولذلك فهو يمثل وثيقة ثبوتية تشهد لحاملها بملكيتها جزءا مشاعا لمحتويات وعاء هذه الصكوك من أصول ونقود والتزامات ومنافع وخدمات، في هذا المطلب سنتعرف على ماهية الصكوك، خصائصها، دورها ثم أهميتها.

**الفرع الأول: ماهية الصكوك الإسلامية** تقوم فكرة الصكوك الإسلامية على المشاركة في تمويل مشروع أو عملية استثمارية متوسطة أو طويلة الأجل وفقا لقاعدة الغنم بالغرم<sup>2</sup>، وسوف تطرق لبعض التعريفات.

### أولا: تعريف الصكوك

عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAIOFI: 1999) الصكوك الإسلامية بأنه عبارة عن "وثائق مالية متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في

<sup>1</sup> محمد غزال، "دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية"، رسالة ماجستير، تخصص: اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2012-2013، ص 75.

<sup>2</sup> برودي نعيمة، "التصكيك الإسلامي حجر الأساس لقيام سوق الأوراق المالية الإسلامية"، جامعة قلمة الملتقى الدولي الثاني للصناعة الإسلامية-اللية ترشيد الصناعة المالية الإسلامية-يومي 9 و8 ديسمبر 2013، ص 2.

موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله، وسمتها بصكوك الاستثمار تميزاً لها عن الأسهم والسندات التقليدية.

أما مجلس الخدمات المالية الإسلامية<sup>1</sup>، فقد عرف الصك الإسلامي على أنه: "حق ملكية لنسبة مئوية شائعة في موجودات عينية أو مجموعة مختلطة من الموجودات العينية وغيرها، وقد تكون الموجودات في مشروع محدد أو نشاط استثماري معين وفقاً لأحكام الشريعة"، في حين ورد تعريف آخر للصكوك الإسلامية وبقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي<sup>2</sup>، حيث اعتبره على أنه "أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال إلى حصص متساوية، وذلك بإصدار صكوك مالية برأس المال على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس المال وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه" مما سبق نجد أن كل التعاريف السابقة تصب في نفس النسق، وهو أن الصكوك الإسلامية هي عبارة عن أداة مالية ابتكرت كبديل عن السندات الرأسمالية التقليدية بهدف تجنب الفائدة الربوية وعليه فهي لا تخرج عن كونها أوراق مالية متساوية القيمة وتمثل حصصاً شائعة في ملكية أو نشاط استثماري مباحاً شرعاً ويتم إصدارها وفقاً لضوابط متوافقة مع شريعة الإسلام، تنوعت هذه الصكوك وصنفت كما يلي:

### ثانياً: تصنيف الصكوك الإسلامية: قسمت إلى ثلاثة تقسيمات كالتالي:

#### 1- تقسيم الصكوك بحسب الأصول التي تتسند إليها: وتنقسم وفق هذا التقسيم إلى<sup>3</sup>:

##### 1-1- الصكوك المدعومة بالأصول: وهذا النوع من الصكوك يضمن انتقال ملكية الأصول (محل الصك)

إلى جملة الصكوك، الأمر الذي يعني امتلاكهم الحق في النفاذ إلى موجودات الصكوك وبيعها في حالة حدوث حالة تعثر من جهة الإصدار، وتوفر الموجودات العينية لحاملي الصكوك مع ملاحظة أن الموجودات المقصودة قد تكون مملوكة عن طريق المشاركة أو المضاربة التي تم توريقها.

##### 1-2- الصكوك المرتكزة إلى أصول: لا يمتلك هذا النوع ميزة انتقال ملكية الأصل إلى حملة الصكوك،

تقوم هذه الأخيرة على الاستثمار في رؤوس الأموال التي تحدد فيها العوائد على أساس المشاركة في الربح والخسارة في الاستثمار.

<sup>1</sup> يقع مقر مجلس الخدمات المالية الإسلامية بماليزيا أسس في نوفمبر 2002، تم تشكيل هذا المجلس كمنظمة لوضع المعايير والتنظيم والرقابة الموجهة للمؤسسات المالية الإسلامية.

<sup>2</sup> إحدى الهيئات المنبثقة عن منظمة المؤتمر الإسلامي تم تأسيسه في 1403هـ، مقره جدة، يتكون من الفقهاء والعلماء والمفكرين في شتى المجالات المعرفية الفقهية والثقافية والعلمية والاقتصادية، أعضاؤه من مختلف أنحاء العالم الإسلامي.

<sup>3</sup> قندوز عبد الكريم أحمد، "تحليل لمعوقات سوق الصكوك بالمملكة العربية السعودية وأساليب تفعيلها: دراسة مقارنة لسوق الصكوك بالمملكة وسوق بدول مجلس التعاون الخليجي وسوق الصكوك الماليزية"، المؤتمر الأول لكليات إدارة الأعمال بجامعة دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية خلال الفترة 17-16 ربيع الثاني 1435هـ، الموافق 17-16 فبراير 2014، ص 3.

**2- تقسيم الصكوك بحسب قابليتها للتداول:** تنقسم الصكوك الإسلامية بحسب قابليتها للتداول إلى قسمين:

**2-1- الصكوك القابلة للتداول:** وهي الصكوك التي تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان ومنافع، وتشمل

صكوك الإجارة وصكوك: المشاركة، المضاربة، الوكالة بالاستثمار، والمزارعة، المساقاة وصكوك المؤسسة<sup>1</sup>.

**2-2- الصكوك الغير قابلة للتداول:** وهي التي لا يجوز تداولها لأنها قائمة على الدين، وما كان هذا

شأنه لا يجوز تداوله لأنه يفضي إلى تأجيل البدلين، وهذه الصكوك هي صكوك السلم وصكوك الاستصناع وصكوك المرابحة قبل بيع بضاعة المرابحة وتسليمها لمشتريها.

**3- تقسيم الصكوك بحسب طبيعة العقد:** وهي متنوعة، أدرجت ضمن ثلاث مجموعات: أدوات المشاركة

فأدوات البيوع ثم أدوات المنافع.

**3-1- أدوات المشاركة:** يقوم المتعاملين بإبرام عقد يشمل عدة صكوك، يمثل كل صك فيه حصة أو سهم

مشاركة في رأس مال مشروع، ويتم تعيين هيئة لإدارة المشاركة بحسب شروط نشر الإصدار مع الأخذ بعين الاعتبار الشروط الشرعية لعقد المشاركة ويتم تداول هذه الحصص في السوق الإسلامي وتحديد نوع المشاركة إذا كانت مستمرة أو متناقضة وذلك لقاء عائد حقيقي حسب نتيجة المشروع من ربح أو خسارة (المشاركة والمضاربة).

**3-2- أدوات البيوع (المرابحة والسلم والاستصناع):**

يقوم جهة معينة في السوق المالي بإصدار صكوك بيوع يمثل كل صك حصة في رأس مال المشروع

لتمويل السلع والبضائع كما في المرابحة وكما في حالة السلم المؤجلة والاستصناع وذلك لقاء عمولة لهذه الجهة وتتولى هذه الجهة متابعة المستحقات وتوزيع الأرباح الفعلية.

**3-3- أدوات المنافع:** وهي أدوات الإجارة التي تقوم على أساس عقد الإجارة المعروف في الفقه الإسلامي

والقابل للتداول بين المتعاملين ويمثل كل سند حصة في ملكية العقار مثلاً يستحق حامله بحسب نصيه في هذا العقار جزء من الإيرادات المتحقق، مثال تقوم جهة معينة بشراء أصول ثابتة مثل معدات وسيارات وتقوم بإصدار سندات تمثل مجموعها رأس مال هذه الأصول وتقوم بإدارتها من تأجير وصيانة وتأمين لقاء عمولة، من ثم تحويل صافي المتحقق لحاملي السندات أو الأسهم، وبعد تصنيف الصكوك نتناول خصائصها ودورها في الفرع اللاحق.

<sup>1</sup>قندوز عبد الكريم أحمد، تحليل لمعوقات سوق الصكوك بالمملكة العربية السعودية وأساليب تفعيلها، مرجع سابق، ص 5.

الفرع الثاني: خصائص ودور الصكوك الإسلامية<sup>1</sup>

**أولاً: الخصائص:** إن المتتبع لمفهوم الصكوك الإسلامية يجدها من أهم ابتكارات الهندسة المالية الإسلامية لما لها من مزايا غير متوفرة بالأسهم أو السندات التقليدية، حيث تميزت الصكوك الإسلامية بعدة خصائص من أهمها:

1- أنها وثائق تصدر باسم مالكيها بفئات متساوية القيمة لإثبات حقه فيما تمثله من حقوق في الأصول والمنافع الصادرة مقابلها فهي تمثل حصة شائعة في ملكية أصول أو منافع أو خدمات، يتعين توفيرها ولا تمثل ديناً على مصدرها لحاملي الصكوك وتصدر بعقد شرعي بضوابط شرعية بين طرفيها وآلية إصدارها وتداولها والعائد عليها.

2- تداول الصكوك بناء على الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها، فمالكيها يشاركون في غنمها حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار ويتحملون غرمها بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك.

3- أنها لا تقبل التجزئة في مواجهة الشركة وفي حالة أيلولة الصك الواحد لشخصين أو أكثر بسبب الإرث ونحوه، فلا بد من الاتفاق على من يمثل الصك أمام الشركة (شخص واحد).

4- إن مالك الصك مشارك في موجودات المشروع ولذلك له الحق في الرقابة، وحق رفع دعوى المسؤولية على الإداريين والحق في نصيب الأرباح والاحتياطي والتنازل عن الصك والتصرف فيه إلا ما يمنعه القانون أو التزم به خلال نشرة الإصدار وحق الشفعة وحق اقتسام موجودات المشروع عند تصفيته وتكون المسؤولية محددة بقدر قيمة الصكوك.

5- أنها تعتبر من أفضل الصيغ التمويلية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والقادرة على جذب أموال كبيرة لأجل تمويل الاستثمارات الضخمة وتحقيق الأرباح.

6- أداة تساعد على الشفافية وتحسين بنية المعلومات في السوق لأنه يتطلب العديد من الإجراءات، ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق، كما تعد قناة استثمارية جيدة للذين يريدون استثمار أموالهم في مشروعات كبرى قصد الحصول على أرباح بطرق شرعية، وفي نفس الوقت يرغبون بالحفاظ على إمكانية استرداد أموالهم عن طريق البيع في السوق الثانوية حال احتياجهم للسيولة.

7- تقدم أسلوباً جيداً لإدارة السيولة تستطيع به المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية أن تدير سيولتها فإن كانت لها فائض سيولة اشترت صكوكاً وإن كانت بحاجة للسيولة باعت صكوكاً،

<sup>1</sup> ساسية جدي، "دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية" دراسة حالة ماليزيا و السودان، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة 2014/2015 ص 140 وما فوق.

بالإضافة إلى أنها وسيلة للتوزيع العادل للثروة فإنها تمكن جميع المستثمرين من الانتفاع بالربح الحقيقي الناجم من المشروع بنسبة عادلة وبهذا تنتشر الثروة على نطاق واسع مما يؤدي إلى تزايد حجم تداول الصكوك وهو ما يساهم في تنشيط السوق المالي الإسلامي ورفع لقاؤه مما يبرز أهميتها.

### الفرع الثالث: أهمية الصكوك الإسلامية

إن الأهمية والهدف من إصدار الصكوك الإسلامية يتمثل في الدور الأساسي الذي تقوم به من خلال توفر عدة مزايا للمتعاملين في حقلها ويمكن تقسيم هذه المزايا وفق مستخدميها للآتي:

#### أولاً: أهمية الصكوك بالنسبة للمؤسسات الإسلامية

تكمن أهمية عمليات الصكوك بالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية في معالجة جملة من المشاكل التي تواجهها، والتي من شأنه دعم مسيرتها، وتتمثل هذه المشاكل في:

#### 1- التمويل القصير الأجل:

**1-1- السيولة:** ففي حالة السيولة الفائضة عن المشروعات القائمة والمخططة يقوم المصرف الإسلامي بشراء تلك الصكوك وفق معايير وضوابط معينة أما في حالة العجز السيولة، يقوم المصرف الإسلامي بتسييل بعض ما عنده في محافظ الصكوك وفق معايير وضوابط معينة، على أن يضبط عمليات البيع والشراء مجموعة من السياسات المالية والاستثمارية التي تحكم إدارة الخزينة في المصارف الإسلامية<sup>1</sup>.

**1-2- القدرة الائتمانية:** تحسين القدرة الائتمانية والهيكل التمويلي للمؤسسات المصدرة للصكوك من حيث أنها تتطلب التصنيف الائتماني للمحافظة بصورة مستقلة عن المؤسسة ذاتها، ومن ثم يكون تصنيفها الائتماني مرتفعاً، كما تساعد على تحقيق التنمية، وذلك لما توفره من مزايا تمويلية، مثل<sup>2</sup>، المساهمة في إنعاش الاقتصاد وذلك بالاستفادة من رؤوس الأموال التي تعزف عن المشاركة في الريا<sup>3</sup>، ونشر الوعي الادخاري بين الجمهور وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة الوعي الاستثماري.

**1-3- إدارة المخاطر:** ومن الأدوات التي يمكن أن تشكل أدوات ملائمة للتعامل مع مخاطر المصارف الإسلامية الصكوك الشرعية، وذلك لتنوعها مما يسمح بتشتيت المخاطر وتوزيعها، كما تسمح الصكوك بتشكيل حافظة استثمارية تلائم حاجات ورغبات المستثمرين، مما سيعمل على التخلص من التركيز الشديد في التمويل

<sup>1</sup>Amr Abou-zeid«La gestion des fonds de fonds islamique de capitale investissement pour le développement des pays arabes», op-cit, p 230.

<sup>2</sup> عمري صليحة وسعدان آسيا، "الصكوك الإسلامية: تطوراتها وآليات إدارة مخاطرها"، جامعة قالمة الملتقى الدولي الثاني للصناعة الإسلامية-الية ترشيد الصناعة المالية الإسلامية-يومي 9 و8 ديسمبر 2013، ص 8.

<sup>3</sup>Amr Abou-zeid«La gestion des fonds de fonds islamique de capitale investissement pour le développement des pays arabes», op-cit, p 230.

قصير الأجل المسيطر على أعمال المصارف الإسلامية، حيث يشكل الاستثمار قصير الأجل في المربحات 70% من أصول المصارف الإسلامية لذا يجب تفعيل الاستثمار الطويل الأجل.

**1-4- يعتبر مصدر تمويلي من خارج الميزانية:** إن عملية تصكيك أصول المنشأة المصدرة سوف يخفي رصيد الأصول من الميزانية العمومية، لأنه تم بيع الأصول إلى الشركة المتخصصة، ويحل محلها ثمنها الذي تدفعه إليها الشركة المتخصصة وفي نفس الوقت نخفض قيمة الاستهلاك، وبالتالي ترتفع قيمة الأصول في ميزانية المنشأة المصدرة، وهذا يزيد من قيمة معدل كفاية رأس المال.

**2- التمويل الطويل والمتوسط الأجل:** يمكن للمصارف الإسلامية أن تعيد التوازن لاستثماراتها من خلال توظيف الأموال المودعة لديها في صكوك استثمارية طويلة الأجل، فليس من الضروري أن تقوم المصارف بعمليات الاستثمار المباشر لهذه الأموال، فوجود الصكوك الاستثمارية الإسلامية ووجود مؤسسات متخصصة في استثمارها سوف يخفف عن المصارف الإسلامية تكاليف دراسات الجدوى والترتيبات الأولية للمشروعات، ما يمكن من تخفيف عبء متابعة المشروع وإدارته طالما أن هناك جهة تتولى توظيف هذه الأموال وإدارتها ومتابعتها وتفعيل البورصات العربية.

كما يمكنها إعادة التوازن لنشاطاته التمويلية وذلك من خلال المساهمة في آلية عمل الصناديق الاستثمارية الإسلامية سواء بطرح فكرة المشروع، أو تقديم دراسة الجدوى لهذه المشاريع، أو تكوين الصندوق وإدارته والمشاركة فيه.

### ثانيا: أهمية الصكوك بالنسبة للمستثمرين<sup>1</sup>:

- 1- تقليل التكاليف بسبب قلة الوسطاء والمخاطر المرتبطة بالورقة المالية المصدرة.
- 2- التصكيك بصفة عامة يتميز بتصنيف ائتماني عالي نتيجة دعمها بتدفقات مالية محددة عبر هياكل داخلية معرفة بدقة بالإضافة للمساندة الخارجية بفعل خدمات التحسين الائتماني وهذا قد لا يتوفر للسندات المصدرة بواسطة مؤسسات الأعمال الأخرى، بالإضافة إلى أن مبدأ البيع الفعلي للأصل من المنشأة إلى الشركة ذات الأغراض الخاصة في هيكل عملية التصكيك يتضمن أن المنشأة المصككة ليس لها الحق قانونيا في الرجوع لاستخدام التدفقات النقدية المتوقعة للأصل محل التصكيك.
- 3- تعطي الصكوك الإسلامية عوائد أعلى مقارنة بالأوراق المالية الحكومية والسندات ذات الآجال المتقاربة.

<sup>1</sup> برودي نعيمة، "التصكيك الإسلامي حجر الأساس لقيام سوق الأوراق المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص ، 21.

4- توفر عمليات التصكيك فرصا استثمارية متنوعة للأفراد والمؤسسات والحكومات بصورة تمكنهم من إدارة سيولتهم بصورة مريحة.

### ثالثا: أهمية الصكوك بالنسبة للاقتصاد الكلي:

**1- تنوع مصادر التمويل:** أي توسيع قاعدة المستثمرين بهدف تجميع رؤوس الأموال اللازمة والحصول على أصول جديدة، كما تعمل على الموائمة بين آجال الأصول والالتزامات لتوزيع المخاطر، والتقليل منها من خلال:

**1-1- تنوع وزيادة موارد الدولة وذلك بالصرف على المشاريع التنموية ومشاريع البنية التحتية في تقليل درجة سيطرة الجهاز المصرفي كمزود وحيد للتمويل، وبالتالي تقوي بنيتها التحتية، من هذه المؤسسات وكالات التصنيف، قيام الشركات ذات الطبيعة الخاصة بتقديم خدمات المحاسبة والمراجعة والرقابة الشرعية، بالإضافة إلى خدمات بنوك الاستثمار وغيرها من الجهات ذات الصلة بنشاط التصكيك فتلبي احتياجات الدولة بدلا من اللجوء إلى سندات الخزنة أو الدين العام.**

**1-2- إن التصكيك الإسلامي يشترط وجود الأصول قبل تصكيكها، الأمر الذي يحفظ لهذه الأصول قيمتها، وبالتالي فهو يربط الاقتصاد الحقيقي بالاقتصاد المالي ويقلل من الآثار التضخيمية واستقطاب الأموال الموجودة خارج الجهاز البنكي في سوق التمويل بغرض إرضاء المستثمر المحلي بدلا من انتقاله لاستهلاك هذه الخدمات في الخارج.**

**2- جذب المدخرات:** يحث النظام الاقتصادي في الإسلام على تعبئة المدخرات ويعتبره من الأهداف الأساسية له، ذلك إن الإسلام يدين اكتناز الأموال، ويطالب باستخدامها المنتج بما يحقق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية المرجوة منه، ولكن هذا الاستخدام المنتج قد لا يكون متاحا للأفراد، ما لؤالة حجم الأموال التي لديهم، أو لضعف قدراتهم الإنتاجية والإدارية.

**3- تمويل المشاريع الاستثمارية:** مازالت التنمية من أهم القضايا التي تطرح نفسها على شعوب العالم النامي، وعلى الرغم من شمول هذا المصطلح لجوانب متعددة إلا أن الجانب الاقتصادي يحتل المقام الأول في أولويات المنظرين وصناع القرار على حد سواء، لذلك فقد ركزت معظم الدراسات التنموية على التراكم الرأسمالي.

**4- الاستخدام الأمثل للموارد:** إن التحدي الرئيسي في مجال الصناعة المالية الإسلامية يكمن ليس في قدرة المبتكرات المالية على تعبئة الموارد المالية، وإنما في طريقة الاستخدام لهذه الموارد، يضر إذا جمعت تلك الموارد عن طريق ودائع أو أوراق مالية أو استثمارات عينية مباشرة، مادامت ستوجه نحو استثمارات فعلية يمكن أن تحدث أثرا تنمويا في البلدان الإسلامية، لذلك فإن كفاءة استخدام الموارد التمويلية التي تم جمعها عن طريق الصكوك الإسلامية توازي قدرتها على تعبئة هذه الموارد.

**5- حل مشكل المديونية:** تعتبر مشكلة المديونية من المشاكل التي تعاني منها كافة الدول الإسلامية، حيث نجد الديون الخارجية التي تكون لدول أجنبية أو مؤسسات دولية، أو أفراد أجانب، والديون الداخلية التي تكون للمواطنين والمؤسسات المحلية على الدولة أو الجهات السيادية المختلفة، فمن الأحسن إصدار الصكوك وتفاذي المشاكل.

**6- السياسة النقدية:** إتاحة الفرصة أمام البنوك المركزية لاستخدام لصكوك الإسلامية ضمن أطر السياسة النقدية وفقا للمنظور الإسلامي بما يساهم في امتصاص السيولة، ومن ثم خفض معدلات التضخم وإتاحة الفرصة أمام المؤسسات المالية الإسلامية لإدارة السيولة الفائضة لديها<sup>1</sup>.

**7- الإفصاح:** الصكوك أداة تساعد على الشفافية، وتحسين بنية المعلومات في السوق، لأنه يتطلب العديد من الإجراءات ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض، مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق يساعد على تنشيط السوق المالية الإسلامية وتجاوبها مع احتياجات المدخرين والمستثمرين والدولة بآليات تستبعد الفوائد المحرمة.

**8- الدمج بين أسواق الائتمان وأسواق رأس المال:** إن عملية التصكيك تؤدي إلى تنشيط سوق الائتمان وسوق رأس المال والمساعدة في تطوير الأسواق المحلية والعالمية من خلال إيجاد أوراق مالية إسلامية.

### المطلب الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية

يمكن أن يقدم التصكيك الإسلامي أنواعا متعددة من الصكوك الاستثمارية وفقا لاعتبارات متعددة، وفيما يلي سيتم استعراض الصكوك حسب الصيغة الشرعية التي يقوم عليها الصك وطبيعة العلاقة بين الأطراف المختلفة لهذا الصك<sup>2</sup>.

### الفرع الأول: أدوات المشاركة

#### أولا صكوك المشاركة

هي عقد يلتزم بمقتضاه شخصان أو أكثر بأن يساهم كل منهما في مشروع معين بتقديم حصة من المال لاستثمارها بهدف الربح، يقوم البنك أو المؤسسة بتقديم مبلغ من المال دفعة واحدة أو على دفعات، ويمثل هذا المبلغ مساهمة البنك أو المؤسسة المالية في المشاركة، كما يقوم العميل بتقديم مبلغ من المال يمثل مساهمته في المشاركة، ويقوم هذا التمويل أساسا على القاعدة الفقهية "الغنم بالغرم" ويتم تقسيم الأرباح بطريقة متفق عليها مسبقا واقتسام الخسائر بصورة تتناسب مع المساهمة في رأس المال، وفي هذه الحالة يمكن أن يدخل بنك، أو (شركة خاصة بممارسة هذا الأسلوب) في شراكة مع مشروع صغير أو عدة مشروعات صغيرة حيث يشارك كل منهما

<sup>1</sup> ساسية جدي، "دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية" دراسة حالة ماليزيا و السودان، مرجع سابق، ص 143-145.

<sup>2</sup> برودي نعيمة، "التصكيك الإسلامي حجر الأساس لقيام سوق للأوراق المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص - 2 فما فوق.

في رأس المال المملوك ويمكن أن يشارك في إدارة المشروع ويتم اقتسام الأرباح والخسائر طبقاً لمساهماتهم في رأس المال تتميز هذه الصيغة بقدرتها على تمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، وعرفت بأنها وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم أو تمويل نشاط على أساس المشاركة تقوم على أساليب المشاركة بمختلف صورها من المشاركة بالأموال، ثم المشاركة الحقيقية في الأرباح أو الخسائر أو المشاركة بالمال من جانب العمل والخبرة من جانب آخر، وهذا الأساس في المشاركة يعطى الضمان لتقليص خطر التعرض للخسائر، وهو صورة من صور التكافل والتعاون من خلال تخصيص جزء معين أرباح الشركة للمخاطر وبذلك يتنازل المساهمون عن نصيب ضئيل من أرباحهم لتغطية الخسارة التي تلحق بعض الصفقات في بعض السنوات، أما عن أهم خصائص هذه الصكوك فتتمثل في: شرعية وتفي بكافة متطلبات العقود الشرعية وذات مخاطر استثمارية متدنية لأنها مسنودة بأصول اقتصادية تتميز بربحية عالية وإدارة كفؤة وتتنوع في قطاعات اقتصادية مختلفة وذات ربحية عالية مقارنة بأوجه الاستثمار الأخرى ويمكن تسهيلها في أي لحظة في السوق المالي.

- استخدامها في تسوية المعاملات المالية كوسيلة دفع مضمونة السداد وتتخذ هذه الصكوك أشكالاً عدة منها<sup>1</sup>:

1- **صكوك المشاركة الدائمة**<sup>2</sup>: وهي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها، والمصدر لتلك الصكوك هو طالب المشاركة معه في مشروع معين أو نشاط محدد والمكتتبون هم الشركاء في عقد المشاركة وحصيلة الاكتتاب هي حصة المكتتبين في رأسمال المشاركة، وهي تشبه كثيراً نظام الأسهم العادية المباحة مع إمكانية دخول المصدر بنسبة معينة في رأسمال المشروع الباقي على شكل صكوك للاكتتاب سواء أكانت الإدارة للمصدر أو لحملة الصكوك أو لطرف ثالث محدد، كما توجد صكوك مشاركة مؤقتة وصكوك مشاركة منتهية بالتمليك.

2- **صكوك المضاربة (المقارضة)**: وهي عقد بين طرفين يقوم بمقتضاه رب المال (المالك المستفيد) بإعطاء مبلغ من المال للطرف الآخر (المضارب) من أجل استخدامه وفق اتفاق التعاقد بينهما، وهي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها، والمصدر لتلك الصكوك هو المضارب، والمكتتبون فيها هم أرباب المال، وحصيلة الاكتتاب هي رأس مال المضاربة ويملك حملة الصكوك موجودات المضاربة والحصة المتفق عليها من الربح لأرباب المال، ويتحملون الخسارة إن وقعت، ويسترد صاحب صك المضاربة قيمته تدريجياً من صافي أرباح الجهة المصدرة، بحيث تخصص نسبة منها لاستهلاك قيمة السند الأصلية، كما تعتبر من أفضل صيغ التمويل الإسلامي من حيث الاطمئنان التام لها شرعاً، وتتخذ صكوك المضاربة عدة أشكال قد تكون

<sup>1</sup> برودي نعيمة، "التصكيك الإسلامي حجر الأساس لقيام سوق للأوراق المالية الإسلامية"، مرجع سابق ذكره، ص. 3.

<sup>2</sup> ساسية جدي، "دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية" دراسة حالة ماليزيا والسودان، مرجع سابق، ص 146-147.

مقيدة: بمعنى وضع شروطا للمضارب يعمل في إطارها من قبل رب المال وهو ملزم باحترامها، كما قد تكون مطلقة: وهي أن يطلق رب المال يد المضارب للعمل في المال بما يراه محققا للمصلحة، كما قسمت صكوك المضاربة إلى عدة تقسيمات منها صكوك المضاربة طويلة الأجل (10 إلى 20 سنة)، وصكوك المضاربة لمشروع معين ويتفرع من هذا النوع عدة أنواع مختلفة وهي<sup>1</sup>:

**2-1- صكوك المضاربة المستردة بالتدريج:** حيث ترد قيمة الصكوك مع أرباحها في مدة زمنية محددة كنسبة من قيمة الصك كل سنة مثلا.

**2-2- صكوك المضاربة المستردة في آخر المشروع:** حيث ترد قيمة الصكوك بالإضافة إلى الأرباح أو الخسائر إن وجدت في آخر المشروع.

**2-3- صكوك المضاربة المنتهية بالتمليك:** وفيها يتم رد قيمة الصكوك من خلال التعويض عنها بجزء من المشروع تتميز صكوك المضاربة بمجموعة من الخصائص يمكن إدراجها فيما يلي: يمكن للحكومة شراء الصكوك من قبل طرف ثالث وذلك لتوفير للاطمئنان للمستثمرين ويمكن إصدار هذه الصكوك لتشمل كافة القطاعات الزراعية والصناعية والخدمية والعقارية وغيرها.

**3- صكوك الوكالة بالاستثمار:** هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار ويتم تعيين وكيل عن ملكية الصكوك لإدارتها، والمصدر لتلك الصكوك هو الوكيل بالاستثمار، والمكاتبون هم الموكلون، وحصيلة الاكتتاب هي المبلغ الموكل باستثماره، ويملك ملكية الصكوك ما تمثله من موجودات بغنمها وقرمها، ويستحقون ربح المشاركة إن وجدت والمصدر (الوكيل) يحصل إما على نسبة من البرح أو على مبلغ محدد، سواء حققت الشركة أرباحا أم لا.

### الفرع الثاني: أدوات البيوع

**أولا: صكوك المرابحة:** وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، تصبح هذه الأخيرة مملوكة لحملة الصكوك والمصدر لهذه الصكوك هو بائع سلعة المرابحة والمكاتبون فيها هم المشترون لها وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شرائها، ويملك ملاك الصكوك هذه السلعة بمجرد شرائها، وهم بذلك يستحقون ثم بيعها وأثبتت التقارير بأنها من أكثر الصيغ استخداما في المصارف الإسلامية، ويتمثل الربح لملاك هذه الصكوك في الفرق بين ثمن شراء السلعة ودفع مصروفاتها نقدا، والخلاصة أنه في عقد المرابحة يتحمل الممول المخاطرة الناتجة عن شراء السلعة والاحتفاظ بها لفترة معينة ثم بيعها بعد ذلك بعد إضافة مبلغ معين عليها كعائد مقابل المخاطرة،

<sup>1</sup> برودي نعيمة، "التصكيك الإسلامي حجر الأساس لقيام سوق للأوراق المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص 4.

وهكذا ينتج الربح من خدمة حقيقية تنطوي على مخاطرة، وفي حالة تعثر المستخدم النهائي فإن الممول لا يملك حق الرجوع إلا على البضاعة الممولة، ولا يمكن فرض رسوم أو جزاءات على أساس المبلغ القائم.

**ثانيا: صكوك السلع:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحاملي الصكوك، وتطرح الصكوك لجمع مبلغ لتسليمه إلى مورد لشراء سلعة منه، وتسلم بعد مدة ويكون حق حامل الصك مؤجلا إلى حين استلام السلع وبيعها، فتصفي الصكوك بالحصول على المبلغ الأصلي زائد الربح من بيع السلعة، ولأن صكوك السلم تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل والسلعة مؤجلة التسليم هي من قبيل الديون العينية لأنها موصوفة تثبت في الذمة لا تزال في ذمة البائع.

**ثالثا: صكوك الاستصناع:**<sup>1</sup> هي عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك ومصدرها هو الصانع (البائع) والمكاتبون فيها هم المشترين للعين المراد صنعها وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة المصنوع، ويملك ملاك الصكوك العين المصنوعة، كما يستحقون ثمن بيعها أو ثمن بيع العين المصنوعة في الاستصناع الموازي إن وجد وينطبق الاستصناع على تشييد المباني وبناء السفن والطائرات والجسور والطرق ومحطات توليد الطاقة الكهربائية والماء وغيرها، حيث يتم في نشرة الإصدار تحديد مواصفات المشروع وتكاليف إنشائه وثمان بيعه وطريقة الدفع، ويستحق ملاك الصكوك ثمن بيع المشروع، وهذا الثمن يتضمن تكلفة المشروع المتمثل في إصدار الصكوك بالإضافة إلى هامش ربح معين وتحدد آجال صكوك الاستصناع بالمدة اللازمة لتصنيع العين المبيعة استصناعا و قبض الثمن وتوزيعه على ملاك الصكوك وتمثل صكوك الاستصناع بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل.

### الفرع الثالث: أدوات المنافع

**أولا: صكوك الإجارة:** عبارة عن وثائق متساوية القيمة تمثل حصة شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات في مشروع استثماري يدر دخلا، فهذه الصكوك يتم طرحها بغرض جمع مبلغ لشراء عين وتأجيرها تأجيرا تشغيليا أو منتهايا بالتمليك، وتعتبر صكوك الإجارة صكوك ملكية شائعة في أعيان مؤجرة مملوكة لمالكي الصكوك، ويتم توزيع عائد الإجارة على الملاك حسب حصص ملكيتهم، وهي قابلة للتداول وتقدر قيمتها حسب قيمتها السوقية.

تتميز هذه الصكوك بمجموعة من الخصائص مما يجعلها مهمة في السوق التمويلية الإسلامية وأهم هذه الخصائص:

- **خضوعها لعوامل السوق:** تتأثر قيمتها السوقية بعوامل العرض والطلب فيه، بحيث إذا ارتفعت القيمة السوقية لتلك الأعيان، فإن قيمة الصكوك ترتفع تبعا لذلك، وتهبط قيمتها إذا انخفضت القيمة السوقية للأعيان التي تمثلها.

<sup>1</sup> برودي نعيمة، "التصكيك الإسلامي حجر الأساس لقيام سوق للأوراق المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص. 5.

- **مرونتها:** هذه الصكوك تتمتع بمرونة كبيرة، سواء من حيث المشروعات التي يمكن أن تمويلها، أو من حيث الجهات المستفيدة من التمويل، أو من حيث الوساطة المالية المتضمنة فيها، وأيضا الخيارات المتعددة التي تتاح لطالب التمويل من حيث أنواع الأملاك والمشروعات التي يكن تمويلها...

**ثانيا: صكوك المزارعة:** وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك الأرض الزراعية بغرض تمويل تكاليف الزراعية بموجب عقد المزارعة ويتشارك ملاكها في المحاصيل المنتجة<sup>1</sup>، ما يحدده العقد ويكون المصدر صاحب الأرض مالكها أو مالك منافعها، والمكاتبون فيها هم المزارعون في عقد المزارعة في عقد المزارعة (أصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم))، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة وقد يكون المصدر هو (المزارع) صاحب العمل، والمكاتبون هم أصحاب الأرض، ويملك ملاك الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض.

**ثالثا: صكوك المساقاة:** وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من المحصول وفق ما يحدده العقد، ويصدر هذه الصكوك مالك الأشجار محل التعاقد من أجل تمويل عمليات السقي والرعاية ويتشارك ملاكها في المحاصيل المنتجة بموجب عقد المساقاة المصدر لهذه الصكوك بين صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها) التي فيها الشجر، والمكاتبون فيها هم المساقون في عقد المساقاة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف العناية بالشجر.

2

**خامسا: صكوك الصناديق الاستثمارية:** يقسم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى وحدات أو حصص متساوية القيمة واقتناؤها يمثل ملكية حصة من رأس مال الصندوق، ويتم إدارة هذا الأخير عن طريق المضاربة أو المشاركة أو الوكالة وصكوك الوكالة بالاستثمار هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الكوك لإدارتها، من أجل الوصول إلى توزيع عادل والقضاء على الفقر.

**1- صكوك وقفية:** وهي وثائق متساوية القيمة نتجت من تجزئة المال المطلوب لإنشاء وقف جديد توثقها حجج ووقفية نمطية يحدد مضمونها في نشرة الإصدار ويتم استدعاء المحسنون للاكتتاب بمعنى يحدد المحسن مقدار المال الذي يريد أن يتبرع به في وجه مسمى من وجوه البر الذي تحدده نشرة الاكتتاب ويتم تعيين عدد الصكوك الوقفية الخيرية التي يرغب المتبرع بها ويمكن أن يكون الأصل الوقفي مغل لمنفعة مجانية كالمساجد والمستشفيات وتنقسم الصكوك الوقفية إلى:

<sup>1</sup> ساسية جدي، "دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية" دراسة حالة ماليزيا و السودان، مرجع سابق، ص. 150.

<sup>2</sup> برودي نعيمة، "التصكيك الإسلامي حجر الأساس لقيام سوق للأوراق المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص. 6.

**1-1- الأسهم الوقفية:** يعني شراء مجموعة من الأسهم حسب القدرة وحسب الفئات المحددة في المشروع الذي سينفق ريعه على أوجه الخير الذي أقيم المشروع من أجله وهي أسهم غير قابلة للتداول في البورصة لكن تحدد نصيب صاحبها في الوقف<sup>1</sup>، ويمكن لصاحبها سحبها أو التدخل في طريقة استثمارها.

**1-2- السندات الوقفية:** تقوم الفكرة على تقديم مشروع وقف لخدمة المجتمع وتحديد المبلغ اللازم ثم طرح سندات بغرض الاكتتاب لتجميع المال ثم إنشاء صندوق استثمار وقفي لإدارة هذه السندات.

**2- صكوك القرض الحسن:** تصدر من أي جهة كانت تستخدم حصيلتها في الإنفاق على وجوه البر والخير، فلا تعود بعائد مادي على مصدرها وجزاءه في الآخرة عند الله عز وجل كما تستطيع الحكومة إصدار هذه الصكوك لسد عجز الموازنة العامة، بالإضافة إلى هذه المنتجات ظهرت منتجات مستحدثة، سنقدمها في المطلب التالي.

### المطلب الثالث: المنتجات المالية المستحدثة

سيتم تناول هذه المنتجات ضمن النقاط التالية: المنتجات التمويلية، المشتقات الإسلامية والمنتجات المركبة.

#### الفرع الأول: المنتجات التمويلية:

كان من بين ما أفرزته جهود المهندسين الماليين مجموعة من المنتجات التمويلية والاستثمارية التي تلبى احتياجات ورغبات فئة معينة من المتعاملين في سوق النقد، وهي إما أن تكون منتجات تمويلية قائمة على المشاركة أو البيوع أو الإجارة وسوف نتعرض إلى عملية التوريق الإسلامي ثم نعرف الإجارة الموصوفة في الذمة وشهادات الإيداع الإسلامية.

**أولاً: التوريق الإسلامي:** قبل تعريف التوريق الإسلامي، نوضح أولاً الحكم الشرعي للتوريق التقليدي

**1- الحكم الشرعي:** يدخل التوريق التقليدي في باب بيع الديون، فإذا بيعت محفظة القروض لمن عليه الدين فيشترط الفقهاء لجواز ذلك أن تدفع قيمة الدين حالا (نقدا) لا على سبيل الآجل، فالتوريق بصورته الراهنة لا يجوز شرعا، فهو في حقيقته بيع كالي بكالي، كما أن محفظة القروض تباع بأقل من قيمتها، وهذا يقع في دائرة الربا المحرم فالتوريق الإسلامي أو التورق أو التصكيك هو عملية تمويلية متطورة، يتم تطبيقه في السوق المالية الإسلامية في صورة صكوك الإجارة والمشاركة والمضاربة، أما الديون فيمكن توريقها عند الإنشاء ولا تتداول، وهو ما يتم تطبيقه في صكوك المرابحة والسلم والاستصناع، وهذه الأخيرة يتم التعامل بها بكثرة وتتوسع يوما بعد يوم كما تستخدمها حتى

<sup>1</sup><http://www.kantakji.com/media/8027/m189.pdf> le 26/07/2017 à 21h30.

بعض الدول الغربية، للاستفادة من هذه التقنية المهمة والمساعدة في عمليات تحرير الأصول وتسليمها، فهي فرصا استثمارية متنوعة للمستثمرين تساعدهم في تنويع محافظهم الاستثمارية بصورة مثلي ومن هذا المنطلق بدأت حركة نشطة من البحوث والتطوير لتأصيل هذه التونية وإتاحتها في شكل إسلامي يلاءم الأهداف الكلية والجزئية.

2- **تعريف التورق:** يعرف التورق على أنه "تملك أصول بثمن مؤجل ثم بيعها بثمن حال لغير من اشترت منه، والتورق نسبة إلى الورق، وسمي بذلك لأن المشتري الذي يشتري السلعة لا يقصد السلعة إنما يقصد الورق وهو الفضة، أي أنه يريد النقود لا السلعة، فالتورق هو آلية تمويل تمكن المتورق أي طالب النقود من شراء سلعة بثمن آجل، ثم يقوم ببيعها بثمن حال إلى طرف آخر غير الذي اشترت منه قبلا، وبهذا يتحصل على التمويل اللازم من خلال بيع السلعة المملوكة حالا، على أن يقوم بتسديد ثمنها الآجل حسب ما تم الاتفاق عليه، ولتوضيح الفكرة سنعرض الحكم الشرعي للتورق.

3- **منهج التوريق الإسلامي:** إن عملية التوريق الإسلامي يمكنها تتبع أحد الطرق<sup>1</sup> التالية:

- تحويل الديون إلى أسهم، وبخاصة عندما تقوم بإصدار جديد ضمن ما تتيحه لوائحها وأنظمتها، فتصبح تلك الديون عبارة عن أسهم يمتلكها الدائنون وتمثل حصصا من موجودات الشركة ويسري ما يسري على أسهم الشركة.

- إذا كانت الشركة أو المؤسسة المالية تمتلك سلعا عينية كالسيارات أو آلات أو غيرها، وتريد التخلص منها، ومن كلفة تخزينها وصيانتها فيمكن عرضها على الدائنين لمبادلتها بديونهم التي هي على ذمة المؤسسة، ومن ثم ستحقق المؤسسة فائدين: التخلص من مخزون سلعي يمثل عبئا ماليا وكلفة دائمة على المؤسسة مع الوفاء بالدين وسقوط الالتزام عن ذمتها.

4- **أهمية التوريق في الصناعة المالية الإسلامية:** عملية التوريق الإسلامية تعد من الحلول العملية لتفعيل الأسواق المالية وأداة احترازية يستفاد منها في تطوير الأسواق المالية العربية الإسلامية وحمايتها من الأزمات المالية، فهي إحدى الأدوات المالية قصيرة الأجل الهامة التي يمكن الاستفادة بها في سوق النقد لتوفير متطلبات السيولة إلى جانب إدارة المخاطر بالصورة التي تحقق أهداف هذه المؤسسات.

**ثانيا: الإجارة الموصوفة في الذمة:** هي من بين المنتجات المالية التي نبتتها المؤسسات المالية الإسلامية لتلبية احتياجات معينة، وقد عرفت أنه عقود "يلتزم فيها المؤجر بتقديم منفعة يتم وصفها التام بصفات السلم سواء كان محلها منفعة عين أو منفعة شخص وليس شرطا فيها أن يكون المؤجر مالكا للمنفعة عند العقد بل تضاف

<sup>1</sup> ساسية جدي، "دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية" دراسة حالة ماليزيا و السودان، مرجع سابق، ص. 154-156.

للمستقبل ليكون على تملكها للتنفيذ"، فعقد الإجازة الموصوفة في الذمة شبيها بعقد السلم، واشترط الفقهاء لصحتها توافر شروط السلم<sup>1</sup>:

- 1- لا يفسخ العقد في الإجازة الموصوفة بتلف العين بخلاف الإجازة المعينة فإنها تنفسخ سواء هلكت العين قبل قبضها أو بعده، ويلزم المؤجر بتقديم عين مؤجرة بديلة عن العين الهالكة.
- 2- لا يتصور خيار العيب في الإجازة الموصوفة في الذمة، ويجب تقديم الخدمات التابعة للمنفعة.
- 3- عدم الحاجة إلى بيان التفاصيل بعد ذكر نوع المنفعة إذا كانت غير مؤثرة في المنفعة التي ستكون محلا للعقد.
- 4- إن هذا المبتكر يحقق ميزة الكفاءة في تعبئة المدخرات وميزة التخصيص الكفاء للموارد، وتحقيق السيولة والربحية والضمان لكافة أطراف العلاقة بشكل كفؤ وهو ما تهدف إليه الهندسة المالية.

### ثالثاً: شهادات الإيداع القابلة للتداول

1- تعريفها: شهادات الإيداع القابلة للتداول تصدر من قبل المصارف في مقابل الودائع الاستثمارية المودعة لديها، حيث تقوم على أساس المضاربة باعتبار حاملها رب المال والمصرف مضاربا بها.

2- مزاياها: يساهم هذا النوع من الشهادات المصرفية في:

1-2- توفير مصدر تمويل طويل الأجل في المؤسسات الإسلامية، وهو الأمر الذي يمنحها القدرة على تحقيق أهدافها الاقتصادية والاجتماعية كما ترتبط الموارد بالاستخدامات بتشغيل الأرصدة العاطلة حتى لا تكون عبئاً على صافي الأرباح.

2-2- وتعطي الحق لحاملها في الحصول على الربح قبل تاريخ استحقاق الورقة المالية وبالنسب المتفق عليها كما تعطيه الحق في بيعها من أجل الحصول على السيولة التي يحتاجها خلال مدة استحقاقها، قابلة للتداول بسبب مرونتها.

2-3- تساعد على توفير أسواق مالية إسلامية إذا تم استخدامها على نطاق واسع.

### الفرع الثاني: المشتقات المالية الإسلامية

تستخدم المشتقات المالية لتحقيق أهداف الهندسة المالية مثل التحوط وإدارة المخاطر والمراجحة والمضاربة وإدارة الأصول والخصوم من أجل تقليل المخاطر، إلا أنها في الحقيقة عظمت المخاطر ثم عملت على إدارتها

<sup>1</sup> سامي السويلم، "منتجات صكوك الإجازة"، بحث مقدم لمجلة إسرا للمالية الإسلامية، المجلد الأول، العدد الأول، ديسمبر 2010م، من ص. 93 إلى ص.

دائماً باستخدام الهندسة المالية، وهي بشكلها الحالي محرمة شرع لكن يمكن من خلال استخدام الهندسة المالية الإسلامية إيجاد بدائل للمشتقات المالية تحقق مزايا إدارة لمخاطر وتكون متوافقة وتوجيهات الشرع الإسلامي.

**أولاً: ضرورة تطوير مشتقات مالية إسلامية:** تبرز ضرورة الاستفادة من المشتقات المالية في النظام المالي الإسلامي، في أنها تقدم أدوات لإدارة المخاطر كما يكن الاستفادة من التوفير الكبير في تكاليف المعاملات وفي التكامل مع المنظومة المالية الدولية، والاستفادة من فرص استثمار الأموال الإسلامية، ومن فرص التمويل المتاحة في سوق رأس المال العالمي والذي تحتاج إليه الشركات والمؤسسات وكذلك حكومات الدول الإسلامية في تنمية اقتصادياتها مع توفير الضوابط الشرعية وتبرز الحاجة للمشتقات المالية الإسلامية على الرغم من الخلاف الفقهي الذي تثيره في جانبين<sup>1</sup>:

**1- الجانب الأول:** ضرورة تكيف المؤسسات المالية الإسلامية مع واقع النظام المالي العالمي والذي

من سماته الأساسية التقلبات في الأسعار بما فيها أسعار الفائدة وأسعار الأسهم والسندات وأسعار السلع والخدمات، وهو ما يستدعي القيام بعمل إيجابي اتجاه هذه التقلبات بدلاً من تكبدها لخسائر لم تكن بأي حال من الأحوال هي المتسبب فيها.

**2- الجانب الثاني:** يستدعي الحفاظ على استمرارية المؤسسات المالية الإسلامية وضمان منافستها

لنظيرتها وذلك بالأخذ بالابتكارات الجديدة أو إيجاد البدائل التي تحقق نفس المزايا لتلك التي تحقها الأدوات التقليدية وفي نفس الوقت تحقق ميزة المصدقية الشرعية من خلال التكيف الفقهي الأبعد عن الخلاف.

ويرى د/ محمد القري داغي أن خيار الشراء هو أشبه ما يكون ببيع العربون، وبيع العربون جائز عن الحنابلة على خلاف الجمهور وقياساً على حكم بيع العربون، يمكن القول بجواز عقود خيار الشراء، إذا سلمت من المخالفات.

**ثانياً: تكيف الخيارات في إطار بيع العربون مع خيار الشراء**

لقد تم تكيف عقود الخيارات في الشريعة الإسلامية وفق ما يلي:

**1- خيار الشراء وبيع العربون:** حيث يدخل الشخص في العقد اللزم، البيع أو الإجازة أو الاستصناع

ويشترط لنفسه حق الفسخ بإرادته المنفردة خلال مدة معلومة، وهو ما يتيح الفرصة للتحوط في الحصول على سلعة يؤمل الربح منها، وله الحق في عرض محل الخيار لطرف آخر خلال مدة العقد دون أن يكون هناك اقتران بالربح لأن ذلك يسقط الخيار، فالعربون يعتبر جزءاً من ثمن

<sup>1</sup> عبد الله صالح محمد أبو مسامح، "المشتقات المالية الإسلامية بين النظر والتطبيق"، الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 13 يوليو 2013م، ص. 21.

الساعة، يدفعه المشتري للبائع تعويضا عن حبسه لسبعته، حيث يدخل ضمن الثمن المتفق عليه في العقد في حالة التنفيذ، ويكون حقا للبائع إذا تنازل المشتري عن حقه في التنفيذ.

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

**2- خيار البيع هو التزام أو ضمان أو كفالة:** هل الالتزام أو الضمان يصلح لأن يكون مادة لعقود المعاوضات، الأرجح من آراء الفقهاء جواز أخذ الأجرة على الالتزام أو الضمان أو الكفالة، لقوة الأدلة خاصة مع وجود معاملات مالية تبتعد بالكفالة عن عقود التبرعات، ويتحقق من خلالها مصالح ومكاسب لطرفي المعاملة، وبما لا يخالف المقاصد الشرعية وقياسا على هذا الحكم يمكن القول بجواز خيار العرض أو الدفع إذا خلا من المخالفات الشرعية الأخرى فمالك الأوراق المالية الذي يدفع العمولة مقابل أن يكون له حق البيع في الفترة المتفق عليها يقوم بحماية ممتلكاته (من الأوراق المالية) بشراء التزام من الطرف الآخر بضمان هذه الأوراق بشرائها إذا رغب الطرف الأول، وكننتيجة لما سبق نصل إلى التكييف التالي: إمكانية قياس حكم عقود خيار الشراء على حكم العربون وحكم خيار البيع على حكم الالتزام أو الكفالة أو الضمان<sup>1</sup>، وهذا ينسجم مع تحقيق المقاصد الشرعية المتمثلة في دفع الضرر الحرج والمشقة، ففي تحريم العربون تضيق على الناس ومصالحهم، وسماح بإيقاع الضرر، والمتمثل في تفويت الفرص على البائع أو المؤجر، أو تعريض الأعيان والخدمات لتقلبات الأسعار وتدهورها كما أن مضاعفة مقدار العربون ضرر وحرج ومشقة، ولذلك ينبغي أن يلتزم العاقدان بما اتفقا عليه وهو مقدار العربون فقط.

**ثالثا: المستقبلات في إطار عقد الاستصناع:** المستقبلات من بين العقود التي يتم فيها تسليم البدلين في وقت لاحق، العقود بالتسويات النقدية، ويعتبر من قبيل القمار الظاهر إذا كان هذا مشروطا في العقد، ومن باب القمار في معناه إذا كانت التسوية غير مشروطة، الأمر الذي يحقق الغنم لطرف على حساب طرف آخر.

وقد تم تكييف المستقبلات على أساس الاستصناع الذي يمكن أن يتأخر فيه تسليم الثمن والمبيع في مجلس العقد.

<sup>1</sup> حدة رايس، زكية بوسنة، "التنظير الشرعي لمنتجات الهندسة المالية - الخيارات المالية"، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار المالي والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، يومي 6/5 ماي 2014م، الموافق لـ 6/5 رجب 1435هـ، بالتعاون بين جامعة سطيف، الجزائر وISRA، ص. 16.

**2-1- تكيف عقود المستقبلات في إطار عقد الاستصناع:** يعرف عقد الاستصناع بأنه "عقد مع صانع على عمل شيء معين في الذمة، وتكون العين المصنوعة ومادتها الأولية من الصانع، ويكون هذا المعقود عليه هو العمل فقط، لأن الاستصناع: طلب الصنع، وهو العمل فإذا كانت العين أو المادة الأولية كالأخشاب والجلود من المستصنع لا من الصانع، فإن العقد يكون إجارة لا استصناع" وهذا العقد يسد حاجة من حاجات المجتمع لم يكن مسموحاً بها من خلال عقد السلم وهي السماح بتأخر تسلم الثمن نقداً، خاصة عندما تكون العين المطلوب صنعها باهظة القيمة، يقول الشيخ مصطفى الزرقا: "ستبقى دوماً في كل عصر بعض سلع لا يتيسر أبداً أن تصنع أو تنتج قبل وجود مشتر معين ملتزم بشرائها، ففي مثل هذه السلع يمكن للمشتري شرعاً أن يتولى هو تمويل البائع" وقد قرر مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة عام 1412هـ عدم اشتراط تعجيل الثمن في الاستصناع.

**رابعاً: العقود الآجلة في إطار عقد السلم:** إذا ما كانت السلع طيبة مباحة، وكانت العقود لتي تمثلها أو الأسهم المتداولة تمثل شركات مشروعة، فإن العقود الآجلة والمستقبليات في هذه الحالة هي أشبه ما تكون بعقود السلم الجائزة شرعاً، فما مدى صحة هذا التكيف؟

لقد كيفت العقود الآجلة على أساس عقد السلم الذي يتفق فيه الطرفان على التعاقد على بيع بثمن معلوم يتأجل فيه تسليم السلعة الموصوفة بالذمة وصفاً مضبوطاً إلى أجل معلوم، على ألا يكون كلا البديلين مؤجلين.

هناك تشابه كبير بين عقد السلم والعقود الآجلة، حيث يوجد عقد بيع يتفق فيه الطرفان على التعاقد على بيع بثمن معلوم يتأجل فيه تسليم السلعة الموصوفة بالذمة مضبوطاً إلى أجل معلوم.

### الفرع الثالث: المنتجات المالية المركبة

**أولاً: تعريف العقود المالية المركبة:** العقد المركب: عقد واحد يحقق بمفرده ما تحققه عقود كثيرة من أغراض، ويشمل: العقود المتقابلة، العقود المجتمعة، العقود المختلفة والعقود المتجانسة ووضعت هذه العقود لتحقيق مصالح كل الأطراف.

**1- ضوابط العقود المالية المركبة:** تخضع العقود المالية المركبة المجموعة من الضوابط تتمثل فيما يلي:

- ألا يكون ذلك محل نهى في نص شرعي، كما في نهيه صلى الله عليه وسلم -عن البيعتين في بيعة، وعن الصفقتين في صفقة وألا يكون البيع حيلة ربوية، مثل الاتفاق على بيع العينة أو على الحيلة إلى ربا الفضل وألا يكون ذريعة إلى الربا، كما في الجمع بين القرض والمعاوضة.
- ألا يكون بين عقود متناقضة أو متضادة أو متنافرة في الأحكام والموجبات، كما في الجمع بين هبة عين وبيعها للموهوب، أو بين هبتها وإجارتها له، أو الجمع بين المضاربة وإقراض رأس مالها للمضارب وغيرها.

## 2- تطبيقات العقود المالية المركبة: يتم تطبيق العقود المالية المركبة في مجالات التمويل والاستثمار

بعدة أساليب وتتمثل العقود المركبة في إطار أساليب المشاركة وفي إطار أساليب البيوع مثل المربحة للأمر بالشراء، والإجارة المنتهية بالتملك، والمشاركة المتناقصة، اندماج المضاربة والمربحة، التأمين التعاوني المركب وغيرها من الأمثلة مثل:

### 2-1- عقد السلم الموازي: يتم وفق صيغة السلم نفسها حيث أن البنك يعتمد بعد إتمام عقد بيع السلم

الأول إلى تنفيذ عقد سلم موازي يكون فيه البنك هو البائع والعميل هو المشتري وبضاعة السلم تكون بمواصفات البضاعة في السلم الأول (لا يحق للبنك أن يجعل بضاعة السلم الأول بذاتها بضاعة السلم الموازي حتى لا يكون من قبيل بيع الدين بالدين) وأجل التسليم يكون بعد أجل السلم الأول حتى يتسنى للبنك قبض بضاعة السلم الأول.

### 2-2- الاستصناع الموازي: إذا لم يشترط المستصنع على الصانع أن يصنع بنفسه فيجوز للصانع أن

ينشئ عقد استصناع ثاني بشرط تنفيذ التزامه في العقد الأول ويسمى استصناع موازي.

شروط الاستصناع الموازي: اشترط أهل العلم شروطا خاصة الاستصناع الموازي إضافة إلى شروط

الاستصناع وذلك لئلا يكون الاستصناع الموازي حيلة إلى الربا، ومن تلك الشروط:

- أن يكون عقد المصرف مع المستصنع منفصلا عن عقده مع الصانع وأن يمتلك المصرف السلعة امتلاكاً حقيقياً، ويقبضها قبل بيعها إلى المستصنع وكذلك أن يتحمل المصرف نتيجة إبرامه عقد الاستصناع بصفته صانعا، كل تبعات المالك، ولا يحق له أن يحولها إلى العميل الآخر في الاستصناع الموازي.

### 2-3- بيع المربحة بالشراء (المربحة المركبة): يقوم هذا النموذج على إعادة هندسة بيع المربحة للأمر

بالشراء إذا وقع على سلعة بعد دخولها في ملك المأمور وحصول القبض المطلوب شرعا وهو بيع جائز بقرار من مجمع الفقه ومثاله: يقدم العميل طلب الشراء بعد تحديد مواصفات السلعة، ثم يقوم التاجر الذي ينوي تخصيص جزء من مبيعاته لتكون بالتقسيط بفتح حساب لدى المصرف الإسلامي كحصته في حساب المشاركة، ويقوم المصرف كذلك بإيداع مبلغ مماثل أو يزيد كحصته في حساب المشاركة، ويقوم المصرف كذلك بإيداع مبلغ مماثل أو يزيد كحصة المصرف في حساب المشارك، أما الأرباح التي يجنيها هذا الحساب المشترك توزع بين التاجر والمصرف بالاتفاق وتشكل المربحة للأمر بالشراء علاقة بين أطراف ثلاثة هي: البائع، المصرف، المشتري، المبيع أو على متعين، يشتري المصرف السلعة لوجود الأمر بالشراء ولولا ذلك لم يكن للمصرف أي نية بالشراء، وهذه الطريق يحقق المصرف عدة أهداف، فهو أولا يقلل التكاليف الإجرائية التي تتسم بها عمليات المربحة بالمقارنة مع البنوك التقليدية، ومن ثم يتعد عن الشبهات الشرعية المتعلقة بالقبض والحيازة ويكون أيضا مكملًا

لعمل التجار وليس منافسا لهم، قال تعالى: [يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لِمَ تَقُولُونَ مَا لَا تَفْعَلُونَ، كَبُرَ مَقْتًا عِنْدَ اللَّهِ أَنْ تَقُولُوا مَا لَا تَفْعَلُونَ] صدق الله العظيم، سورة الصف: الآيتين 2 و3.<sup>1</sup>

2-4- المؤشرات الإسلامية (مثال داو جونز لأسواق المال الإسلامية): يعطي داو جونز لأسواق المال، مثالا رائعا لهندسة مالية متقدمة، لكن التعامل بالمؤشر بشكله الحالي صورة من صور القمار، لكن الهندسة المالية الإسلامية قدمت بديلا مناسباً، حيث أنشئت مؤشرات تسيير على خطي الأسهم الخاضعة للشريعة الإسلامية في كل أنحاء العالم وبالتالي فهي تتيح للمستثمرين الإسلاميين أدوات شاملة مبنية على منظور استثماري عالمي حقيقي.

### المبحث الثالث: أساسيات الاستثمار في المحافظ المالية:

يعد الاستثمار أحد مكوني دالة الطلب الفعال في النظرية الاقتصادية إلى جانب متغير الاستهلاك، ويتسع مفهومه ليعطي مجالات واسعة من الأنشطة الاقتصادية، ويقصد بالاستثمار بشكل عام الإضافة الفعلية إلى الثروة المتراكمة عبر الزمن، الناتجة عن إرجاء أو تأجيل استهلاك حالي مؤكد مقابل استهلاك مستقبلي أكبر غير مؤكد. بمعنى آخر، هو تضحية بمنفعة حالية مؤكدة في سبيل الحصول على منفعة أكبر تشوبها نوازح المخاطرة وعدم اليقين بشأن الحصول عليها.

ويمكن التمييز في هذا الشأن بين نوعين من الاستثمارات، وهما الاستثمار الحقيقي والاستثمار المالي، يتمثل الاستثمار الحقيقي Real Investment في عملية الإنفاق على شراء وتكوين الأصول المستخدمة في العمليات الإنتاجية، مثل بناء المصانع واقتناء المعدات والآلات وشراء العقارات، تحقيقاً لأغراض الزيادة الإيجابية في الثروة. أما الإستثمار المالي فيقصد به كل يراد عملية منها شراء الأصول المالية من أسهم وسندات أو المتاجرة بالأدوات المالية المستحدثة. وفي واقع الأمر كلا النوعية هما وجهان لعملة واحدة.

ويرتبط الاستثمار المالي بنظرية تعظيم المنفعة والاختيارات ونظرية القرار وتشكل هذه الأخيرة في حالة عدم التأكد أساس نظرية إختيار الاستثمار وإدارة المحافظ ومن هنا نتطرق لماهية المحافظ الاستثمارية.

### المطلب الأول: ماهية المحافظ الاستثمارية

#### الفرع الأول: تعريف المحافظ الاستثمارية:

تمثل المحافظ الاستثمارية" توليفة من الأدوات الاستثمارية سواء كانت أدوات مالية (أسهم و سندات) أو كانت مكونة من أدوات حقيقية (عقارات / معادن نفيسة) حيث تهدف لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة في إدارة محفظة الأوراق المالية ، فهي أحد الأساليب الحديثة في إدارة

<sup>1</sup> ساسية جدي، "مور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية" دراسة حالة ماليزيا و السودان، مرجع سابق، ص. 160.

الأموال، وذلك وفقا لرغبات المستثمرين واحتياجاتهم الخدمية ودرجة تقبلهم للمخاطر لتحقيق المزايا التي لا يمكن تحقيقها منفردين مما يعود بالفائدة على المصرف أو على الشركة التي تؤسس المحافظ الاستثمارية وعلى المدخرين وعلى الاقتصاد الوطني ككل، وهي وسيلة لتمويل عمليات الاقتصاد الوطني عن طريق ربط المدخرات الوطنية بأسواق المال بما يحقق حماية للمستثمرين فهي وجدت خصيصا لخدمة فئة معينة من المستثمرين وبخاصة صغار المدخرين بإيجاد وسيلة لتنويع استثماراتهم بصورة لا تتاح إلا بوجود محفظة مالية كبيرة".

## الفرع الثاني: أنواع المحافظ الاستثمارية: تنقسم المحافظ الاستثمارية إلى ثلاثة أنواع:

### 1- محفظة النمو:

وهي المحفظة التي تسعى للحفاظ على نمو العائد وفي هذا النوع من المحافظ تكون معدلات النمو المعيار الأساسي لانتقاء الأدوات الاستثمارية (اعتماد الأدوات التي تحقق إيرادات رأسمالية تؤدي إلى نمو أموال المحفظة وزيادتها).

### 2- محفظة الدخل:

ترتكز محفظة الدخل على الأوراق المالية التي تعطي دخلا سنويا عاليا سواء كان مصدرها توزيعات الأرباح النقدية لحملة الأسهم أو الفوائد التي تدفع لحملة السندات حيث أن معظم الأشخاص الذين يفضلون هذه المحفظة إما أن يكونوا من صغار المستثمرين أو المستثمرين المحافظين المتجنبين للمخاطرة حتى لو كانت هذه الأخيرة تنطوي على عوائد أكبر.

### 3- محفظة المتوازنة:

وتهدف إلى تحقيق التوازن العام للاستثمارات الخاصة في مكوناتها وهو ما يمكن إنجازه من خلال ربط التوازنين القصير الأجل في مجال الدورات التي تنتصف بالتحول السريع إلى سيولة والطويل الأجل في مجال البحث عن التدفقات شبه الرتيبة للعوائد وهذا يتطلب توافقا دقيقا بين العائد والمخاطرة و بما يتجاوز حالات الإفراط في التحوط و المخاطرة

## المطلب الثاني: مبررات التنوع الاستثماري

تشتمل إدارة المخاطر في الاسواق المالية على منهج علمي متكامل للتعامل مع المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار في الاصول المالية، من خلال رصد قائمة المخاطر، وقياسها، وتحديد مسبباتها والاثار المترتبة

عنها، والإجراءات الكفيلة بالتخلص منها أو التخفيف من حدتها. وتتراوح أساليب التعامل مع المخاطرة بين التجنب التام للمخاطرة، والتنازل، والنقل، والتغطية والتنويع.<sup>1</sup>

1- **تجنب المخاطر:** ويكون ذلك بتفادي الاستثمار مبدئياً في عدة المشاريع موصوفة بخطورتها، ويتحقق ذلك برفض بعض المستثمرين قبول المخاطرة، والتعرض للخسارة. ورغم أن هذه الإجراءات يعد حلاً جذرياً في التعامل مع المخاطرة، إلا أنه يفوت على المستثمر فرصة تحقيق العوائد من العملية الاستثمارية.

2- **التنازل عن المخاطر:** تواجه المؤسسات والبنوك عامة مخاطر عديدة منها على وجه الخصوص ندرة السيولة وعدم القدرة على تحصيل الديون الواقعة على الغير ومخاطر عدم مردودية بعض الديون. وتعد تقنية التوريق إحدى الأشكال التي يحصل بها التنازل. وهي إجراء يمكن المؤسسة أو البنك من الحصول على التمويل، بالتنازل عن جزء أو كل قروضها المتجانسة وغير السائلة لهيئة خاصة مقابل إصدارها لأوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية.

3- **نقل المخاطر:** بمقتضى هذه الطريقة، يتم مواجهة الخطر بتحويله إلى طرف آخر، مقابل دفع عوض معين لهذا الطرف، مع احتفاظ صاحب الشيء موضوع الخطر الأصلي بملكته لهذا الشيء. ويعتبر التأمين إحدى الأدوات الشائعة في نقل المخاطر. وعادة ما تستخدم هذه الأداة في مواجهة المخاطر التي تكون فيها درجة احتمال وقوع الخطر ضئيلة بينما تكون الخسائر الناتجة عن وقوع هذا الخطر كبيرة.

4- **التغطية ضد المخاطر:** يستخدم مصطلح التغطية للدلالة على مركز مؤقت بديل عن مركز سوف يأخذه المستثمر مستقبلاً على أصل معين، ويتيح ذلك للمستثمر إزاحة خطر مركز ما بواسطة مركز آخر. وتحقق المشتقات المالية هدف التغطية ضد مخاطر التقلب في أسعار الأصول، سيما إذا توفرت التدفقات النقدية المتساوية من ناحية الحجم والمعاكسة لاتجاهات المخاطر الحالية. يكمن الفرق بين التأمين والتغطية في كون أن التغطية هي إجراء يسمح بنقل المخاطرة مع إمكانية التضحية بالربح. في حين ينطوي التأمين على دفع المستثمر لقسط محددة من النقود لإحدى شركات التأمين لتجنب الخسارة مع الاحتفاظ بإمكانية التعويض عن الأضرار في حالة وقوع نوع الخطر المؤمن عليه.

5- **تقليل الخطر:** يمثل التنويع إحدى الأساليب المساعدة في التخفيف من حدة التعرض للمخاطر الكلية المرافقة للاستثمار في الأسواق المالية. وذلك لأنه يضمن عدم تعرض كل الأجزاء في وقت واحد لمسبب الخطر. كما يحقق انتشار جيداً على المستوى المالي والجغرافي.

<sup>1</sup>. نوال بوعكاز، "حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمات المالية" (رسالة ماجستير غير منشورة، الجزائر: جامعة سطيف، 2011)، ص 138 فما فوق.

وتعتبر فكرة تنويع الاستثمارات تجسيدا عمليا للحكمة القائلة "لاتضع كل بيضك في سلة واحدة" Dont put all youreggs in one basket. فمن الخطأ تركيز كل الاستثمارات في أسهم شركة واحدة أو قطاع معين. ويقوم التنويع على فكرة مفادها أنه كلما زاد تنويع الاستثمارات التي تتضمنها المحفظة انخفضت المخاطرة التي يتعرض لها عائدتها. ويتوقف التنويع رياضيا على درجة الارتباط بين عوائد الأوراق المالية، حيث يتحقق التنويع بصورة مثلى مع انخفاض معامل الارتباط بين عوائد الأصول المكونة للمحفظة الاستثمارية.

وعلى أساس التعاريف السابقة يتضح أن التنويع هو عملية تخصيص ديناميكي للأصول المكونة للمحفظة، بحيث يسمح بمزج العديد من أدوات التوظيف معا لتكون محفظة متنوعة، ولهذه الاعتبارات، غدا التنويع أحد مرتكزات نظرية التمويل الحديثة.

### المطلب الثالث: أشكال التنويع الاستثماري للمحافظ

يأخذ تنويع محفظة الأوراق المالية عدة أشكال، لكل واحد مزايا ومحاذير، وأهمها ما يلي:

**2-1- التنويع المالي أو القطاعي:** يمكن للمستثمرين تحقيق تنويع جيد من خلال التوظيف في شركات تنشط في قطاعات أو نشاطات متفاوتة، وهذا ما يدعى بالتنويع القطاعي Sectoral Diversification. ويتضمن هذا الأخير تخصيص الموارد المالية في استثمارات لعدة شركات تنشط في قطاعات متميزة من حيث المردودية والمخاطر والظروف الداخلية والخارجية، ومل تتأثر كلها وفي نفس الوقت بعوامل المخاطرة، أو تأثرت بدرجة أقل وفي فترات متفاوتة، ويحظى هذا النوع من التنويع بأهمية كبرى لدى المستثمرين، لكونه يساهم في تخفيض الجزء الأكبر من المخاطر الكلية للمحفظة.

**2-2- التنويع الجغرافي Geographic Diversification:** ويقصد به التمتع في عدد من الأسواق المالية، وهو على نوعين، التنويع المحلي والتنويع الدولي، وينص التنويع المحلي Domestic Diversification على توزيع الموارد المالية للمحفظة على الأصول المنتهية إلى قطاعات وشركات محلية على أمل تقليص حدة المخاطر الخاصة (غير المنتظمة). أما التنويع الدولي International Diversification فيتضمن قرار المستثمر مزج الأصول المحلية والأجنبية معا بكيفية تسمح بالحصول على محفظة دولية قادرة على تذبذب المخاطرة المنتظمة التي لا يمكن التخلص منها بالتنويع المحلي، وذلك إذا كان معامل الارتباط بين العائد على الأصول المحلية والعائد على الأصول الأجنبية سالبا أو منعدما أو موجبا غير تام.

**2-3- تنويع جهة الإصدار:** يقصد به قرار المستثمر أو المؤسسة بعدم تركيز مخصصات المحفظة في ورقة مالية تصدرها شركة واحدة، وعلى ذلك، كلما توزعت الاستثمارات المكونة للمحفظة على أدوات استثمارية مختلفة ولشركات منتمة لقطاعات شتى قلت درجة مخاطرها، وفي هذا الصدد هناك أسلوبان للتنويع هما: التنويع الساذج والتنويع العقلاني.

## أ- التنوع الساذج:

من الراسخ في الأذهان أن توزيع الموارد المالية على عدد كبير من الأصول الاستثمارية أفضل من تخصيصها في أصل واحد أو في عدد قليل منها. ويستمد هذا الاعتقاد حقيقته من الحكمة الشعبية التي توصي "بعدم وضع كل البيض في سلة واحدة". وتدعى هذه السياسة في أدبيات الاستثمار المالي بأسلوب التنوع الساذج Diversification Naive. وهو أسلوب يتأسس على مبدأ تنوع الاستثمارات لتخفيض المخاطرة غير المنتظمة للمحفظة من خلال الاختيار العشوائي للأصول دون مراعاة للتغاير وطبيعة الارتباط بينها.<sup>1</sup>

ينسجم هذا الأسلوب من التنوع مع استراتيجية الاستثمار الساكنة Passive Strategy التي تعترف بفرضية السوق الكفوة، حيث تقتضي تلك الاستراتيجية الشراء والاحتفاظ Buy and Hold بالأدوات المالية دون متابعة تغيرات السوق أو محاولة إدخال تغييرات مستمرة على مكونات المحفظة بهدف تحقيق الأرباح غير العادية. وفي ظل هذا الاعتقاد يصبح الاستقرار في مكونات المحفظة سمة أساسية، ويتوقع أن يكون عائدها قريباً أو مماثلاً لعائد محفظة السوق. وهناك عدة اعتبارات لتكوين محفظة متنوعة تنوعاً بسيطاً، أهمها تحقيق مستوى ملائم من التنوع، وضمان درجة مقبولة من المخاطر، إضافة إلى توفير قدر معين من السيولة.

ورغم صحة الحكمة التنوعية المشار إليها ضمن حدود معينة، وقدرة التنوع الساذج على تخفيض المخاطر الكلية للمحفظة، فقد تواجه هذه السياسة التنوعية صعوبات جمة إن لم يكن مآلها الفشل، وذلك لكونها سياسة استثمارية تقوم على أساس غير علمي. فاختيار المستثمر لمحفظة استثمارية على أساس عشوائي قد ينتهي به المطاف إلى تكوين محفظة استثمارية مرتبطة ببعضها ارتباطاً موجباً، وبالتالي يتأخر تحقيق الهدف المنشود من التنوع وهو تقليل المخاطرة إلى أدنى حد. كما أن المبالغة في إضافة عدد من الأوراق المالية إلى المحفظة تفرض واقعاً معقداً تترتب عنه صعوبة في إدارة المحفظة ومتابعة أداء مكوناتها، وارتفاع تكاليف المعاملات والإحلال الدوري للأصول، فضلاً عن اتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة.<sup>2</sup>

## ب- التنوع العقلاني:

خلافًا للتنوع الساذج، يولي التنوع العقلاني Optimal Diversification أو تنوع ماركويتز Markowitz Diversification عناية خاصة بتشكيلة الأصول المكونة للمحافظ، ويتضمن تنوع مايكويتر "تقليل المخاطرة إلى أدنى حد دون التضحية بالعائد بتكوين محفظة استثمارية ذات ارتباطات ضعيفة". فإذا كان العائد على أحد الأصول يزيد بزيادة العائد على أصل آخر فإن الارتباط بينهما يكون موجباً، أما إذا كان العائد على هذا الأصل يقل بزيادة العائد على أصل آخر فيدل على وجود ارتباط سالب بينهما. وعند

<sup>1</sup> سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية (القاهرة: مكتبة عين شمس، 1998)، ص ص. 167-169.

<sup>2</sup> محمد مطر، فايز يتم، إدارة المحافظ الاستثمارية (الأردن: دار وائل للنشر، 2005)، ص ص. 182-183.

التغير في عائد الأصل مع ثبات عائد الأصل الآخر فإن ذلك يعبر عن استقلالية الأصلين عن بعضهما. ويرجع الاختلاف في درجات الارتباط بين عوائد الأصول إلى اختلاف الاستثمارات في طبيعتها، فمنها ما ينشط في أوقات معينة بينما تتركز استثمارات أخرى في الوقت نفسه، وهناك من الأنشطة ما يمتد تأثيرها إلى أنشطة استثمارية أخرى محدثة تخفيضا أو زيادة في ربحيتها، بينما تنشط استثمارات أخرى وتتطور أوضاعها بمنأى عن هذا التأثير. وعمل ضوء ذلك، فإن توزيع المستثمر الرشيد لموارده على استثمارات يقل الارتباط بينها كليل بتقليل المخاطرة الكلية لمحفظته، ومن هنا وجب الاختيار الدقيق لمكونات المحفظة بمراعاة درجة الارتباط بين الاستثمارات؛ فكلما كان معامل الارتباط بين عوائد الأصول ضعيفا، كان أثر التنويع قويا.

مما لا شك فيه أن زيادة درجة تنويع المحفظة، بإدخال مزيد من نوعيات الأصول متباينة المخاطر إلى المحفظة مع مراعاة طبيعة واتجاه معامل الارتباط بينها كليل بتخفيض مخاطرة المحفظة عن محفظة أخرى أقل تنوعا. ولذلك ينصح ماركويتز بالاهتمام بمعامل الارتباط في عملية اختيار المحافظ. فكلما قل معامل الارتباط انخفضت مخاطرة المحفظة، وتبدو أقل المحافظ تعرضا للمخاطرة تلك التي يكون معامل الارتباط بين عوائد أصولها سالب تام، تليها المحفظة ذات معامل الارتباط المدموم (الاستقلالية التالفة)، وأخيرا المحفظة ذات معامل الارتباط الموجب، ويفضل أن يكون موجبا غير تام. كما يشير في ذات الوقت إلى ضرورة أخذ بعين الاعتبار مساهمة كل أصل في تخفيض المخاطرة الكلية للمحفظة وليس النظر إلى مخاطرة كل أصل على حدة، ذلك لأن التباين المشترك للأصول أكثر أهمية من تباين كل أصل على حدة.

## 2-4- تنويع آجال الاستحقاق:

من الواجب أن يبحث المستثمر في تنوع آجال الاستحقاق للأوراق المالية، لتحقيق المرونة المطلوبة في إدارة المحفظة، وللتخطيط بشكل سليم للعلاقة بين التدفقات النقدية الواردة إلى المحفظة والالتزامات الأخرى التي تخصم منها. ويفرض اختلاف آجال أدوات الدين وتقلب معدلات الفائدة على المستثمرين توزيع مواردهم بين الأوراق المالية ذات الآجال القصيرة والطويلة بشكل يؤدي إلى الاستفادة من المزايا التي يتيحها كل صنف منهما على صعيد تقليل المخاطر وتحقيق السيولة وتعظيم العائد، فطالما أن تأثر السندات طويلة الأجل (من سبعة إلى 10 سنوات) بتقلبات سعر الفائدة أكبر من السندات قصيرة الأجل (من سنة إلى سنتين)، فإن تركيز الاستثمارات في هذه الأخيرة يؤدي إلى تجنب التقلب الشديد في أسعار تلك السندات، محققا أرباحا أو خسائر رأسمالية هامشية، لكن مع عوائد سنوية ذات تقلبات كبيرة. وفي المقابل، فإن تركيز الاستثمارات في سندات طويلة الأجل سوف يؤدي إلى تحقيق استقرار أكبر في العائد، إلا أن أسعار تلك السندات سوف تتعرض لتقلبات شديدة بمرور الزمن، مما يعرض حاملها لخسائر رأسمالية كبيرة إذا ما أقدم على بيعها.

ومن أهم أساليب تنويع آجال الاستحقاق: الأسلوب الهجومي، وأسلوب تدرج تواريخ الاستحقاق، والتركيز على الاستثمارات قصيرة وطويلة الأجل، ويقوم الأسلوب الهجومي على التحول المستمر من السندات قصيرة الأجل إلى السندات طويلة الأجل وفقا للظروف والتوقعات. بينما يقصد بتدرج تواريخ الاستحقاق توزيع مخصصات المحفظة على استثمارات ذات تاريخ استحقاق متدرج، ويعني الأسلوب الأخير استبعاد الأوراق المالية متوسطة الأجل وتشكيل المحفظة من استثمارات قصيرة وطويلة الأجل لجمعها بين السيولة والربحية.<sup>1</sup>

**2-5- التنوع حسب رسملة الشركات:** يتضمن هذا التنوع المزج بين الأوراق المالية للشركات ذات الرسملة الصغيرة والشركات ذات الرسملة الكبيرة، ويستمد هذا التنوع نجاعته من حقيقة أن قيم الأوراق المالية للشركات ذات الرسملة الصغيرة تشهد تذبذبا زائدا عن نظيرتها للشركات ذات الرسملة الكبيرة، لذلك فإن الارتباطات الضعيفة بين الصنفين من الشركات تؤكد على وجود فائدة متأتية من المزج بينهما، ويتضح ذلك في المدى الطويل، فأسهم الشركات الصغيرة والكبيرة تنتجان نتائج مختلفة، إذ تحقق الشركات صغيرة الحجم عادة عوائد أكبر خلال المراحل الأولى من الانتعاش الاقتصادي، بينما تأتي الشركات كبيرة الحجم في الصف الأول مع بلوغ الدورة الاقتصادية لمرحلة النضج، حيث تبدأ أسهما في تحقيق نتائج مماثلة لتلك التي تحقها الشركات الصغيرة والمتوسطة.

وتوفر التغطية الإعلامية للمحللين سببا آخر للاقتناع بتوفر الشركات الصغيرة على فرص توظيف متميزة، فمن بين 10000 شركة تتداول أسهما في كبريات البورصات الأمريكية، هناك فقط 1000 شركة قيادية تجلب انتباه محلي وملاحظي الأسواق، ومن هنا فإن الكثير من الشركات الصغيرة التي تتوفر على فرص ممتازة للتوظيف تظل بعيدة عن أنظار المحللين، ما يجعل التوظيفات الحذرة في هذه الشركات تعطي فرصا لشراء أوراق مالية لشركات ذات جودة عالية، وبتكلفة تقل بكثير عن تكلفة شراء الأوراق المالية للشركات الكبرى ذات الجودة المماثلة. والمغزى من ذلك أن إدراج أوراق مالية لشركات مختلفة من حيث الرسملة إلى المحفظة سيوفر مبادلة كفاءة بين العائد والمخاطرة.

### 3- مزايا التنوع وحدوده:

تنص النظرية الاقتصادية على أنه كلما زاد تنوع مكونات المحفظة كلما تراجع مستويات المخاطرة، وإذا كانت الحكمة الشعبية تقضي بعدم وضع كل البيض في سلة واحدة هي حكمة صحيحة بديها، فإنه مع ذلك يحق الاستفسار عن الأسباب التي تدفع المستثمر أو المحلل للبحث عن الأسس والبراهين النظرية الداعمة لاستراتيجية التنوع، ولا شك أن اهتمام المسيرين المحترفين بهذا الموضوع هو نابع في الأساس من رغبة ملحة

<sup>1</sup>هندي، منير ابراهيم أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، الأوراق المالية و صناديق الإستثمار، الاسكندرية المكتب العربي الحديث 2008 ص ص.

في معرفة ماهية التنويع، وركائز التنويع الجيد للمحفظة، والبحث عن الأسرار الكامنة وراء قدرة الأصول المختلفة والممزوجة معا على تخفيض المخاطرة الكلية للمحفظة.

وبعني ذلك أنه مهما زادت درجة تنويع الأصول المكونة للمحفظة فإن هناك مستوى من المخاطرة المحدد بالتباين المشترك بين هذه الأصول لا يمكن النزول دونه، ويعكس ذلك المستوى درجة المخاطرة المنتظمة للمحفظة التي لا يمكن التخلص منها نهائيا أو تخفيضها بالتنويع المحلي للمحفظة، ولأن معامل الارتباط بين عوائد الأصول مختلف عن الصفر في الحالة الثانية، فقد كانت مخاطرة المحفظة أكبر مقارنة بمخاطرة المحفظة في الحالة الأولى، حيث تم افتراض استقلالية الأصول عن بعضها، ويفهم مما يسبق أن المحفظة المتنوعة جيدا - Well-diversified Portfolio هي تلك المحفظة التي تكون مخاطرتها غير المنتظمة منعدمة عند مستوى معين من العائد. ولا يتحقق ذلك إلا بوجود ارتباط ضعيف بين الأصول المكونة للمحفظة.

## الفصل الأول: الإطار النظري للهندسة

### المالية والتكامل المالي

**تمهيد:** كلما توسعت أسواق المال، تشعبت أدوات الاستثمار المتداولة فيها، وتعددت مصادرها وخصائصها تبعاً لتزايد الحاجة الاستثمارية للمتدخلين، وتماشياً مع التطورات الاقتصادية التي شهدتها الحياة المالية المعاصرة، حيث انتقل تفكير المستثمرين من الاستثمار الفردي القائم على الاستثمار في أداة استثمارية واحدة إلى التفكير في الاستثمار المحفظي القائم على جمع الأدوات الاستثمارية المختلفة عائداً ومخاطرة مع بعضها، تعظيماً لمنافع التنوع الاستثماري للمحافظ على الصعيدين المحلي والدولي بهدف ترسيخ الروابط بين الأسواق المالية المحلية والعالمية لتحقيق التكامل بينها و الوصول إلى مكاسب متنوعة و منه قمنا بتقسيم الفصل إلى **مبحثين الأول** نتطرق فيه إلى الإطار النظري للهندسة المالية و **الثاني** لمصطلح التكامل المالي

### المبحث الأول: أساسيات حول الهندسة المالية

شهد العالم تغيرات اقتصادية ومالية نتيجة لتأثير العولمة والثورة التكنولوجية فأدى ذلك إلى توسع أنشطة الصناعة المالية والمصرفية واتسعت دائرة المخاطر وارتفعت التكاليف، فاندفعت المؤسسات إلى البحث عن منتجات مالية مبتكرة للتقليل من المخاطر وتخفيض التكاليف وكذلك تحقيق عوائد تسمح لهذه المؤسسات بالبقاء الاستمرارية ومواجهة المنافسة، ومن هنا نتطرق في هذا المبحث إلى ماهيتها ومنتجاتها لنستطيع فهم دورها في الأسواق المالية.

### المطلب الأول: ماهية الهندسة المالية:

نتطرق في هذا المطلب إلى تعريف الهندسة المالية، علاقتها بالابتكار المالي، أركانها، أهدافها ودورها في المؤسسات والأسواق المالية.

### الفرع الأول: تعريف الهندسة المالية:

إن كلمة هندسة مصطلح مشتق من كلمة انجليزية: "Engineering" وهي مجموعة الأنشطة الفكرية التي تساهم في تصميم العمل بطريقة عقلانية وعملية مع ضمان تكامل مختلف التنظيمات التي تساعد على تحقيقه، فظهور الهندسة المالية "financial engineering" كمفهوم جديد في عالم المال أتاح إمكانية استغلال أكثر من عائد من الصفقات اليومية للأدوات المالية وبالتالي فهي عملية تطويرية.

الهندسة المالية" مفهوم قديم قدم التعاملات المالية، لكنه يبدو حديثاً نسبياً من حيث المصطلح والتخصص.

إن معظم تعريف الهندسة المالية مستخلصة من وجهات نظر الباحثين الذين يطورون النماذج والنظريات، أو مصممي المنتجات المالية في المؤسسات المالية، لذلك هناك مجموعة من التعاريف للهندسة المالية :

**أولاً / تعريف الهندسة المالية من وجهة نظر الإدارة المالية بالمؤسسات :** بالنسبة لمؤسسة الأعمال فإن الهندسة المالية قد تكون تعبيراً مفيداً لوصف العملية الكمية التحليلية المصممة لتحسين العمليات المالية للمؤسسة وهذه قد تتضمن النشاطات التالية:

- تعظيم قيمة المنشأة وإدارة محفظة الأوراق المالية.

- التفاوض حول التمويل/ التحوط في الصفقات التي تنعكس مباشرة على قيمة ضريبة الشركة أخذاً بعين الاعتبار المخاطر التنظيمية والسياسية وتنظيم صفقات المبيعات والضرء بشكل يراعي مصالح كل من الزبون والشركة. وكل هذه النشاطات يمكن أن تتضمن استخدام النماذج الكمية، البرامج التقنية والمشتقات.

ثانياً / تعريف الهندسة المالية من وجهة نظر الأسواق المالية: من وجهة نظر الأسواق المالية فإن مصطلح الهندسة المالية يُستعمل لوصف تحليل البيانات المحصلة من السوق المالية بطريقة علمية. يأخذ مثل هذا التحليل عادة شكل الخوارزميات الرياضية أو النماذج المالية. وتستخدم الهندسة المالية كثيراً في السوق المالية (مع إجراء تعديلات عليها)، خاصة في تجارة العملات، تسعير الخيارات وأسهم المستقبلات... ويسمح استعمال أدوات وتقنيات الهندسة المالية للمهندسين الماليين لفهم أفضل للسوق المالية، ويعتبر هذا مهماً جداً بالنسبة للمتعاملين لأن دقة المعلومات وسرعتها أساسية في اتخاذ القرارات.

- يعرف بعض الاقتصاديين الهندسة المالية على أنها دراسة كيفية خلق وابتكار أدوات مالية وظيفية -سندات قابلة للتحويل، توكيلات، مقايضات. لكن هذا التعريف غير جامع لأن الهندسة قد تشمل إعادة تشكيل أو هيكل ما كان موجوداً من قبل، وليس بالضرورة خلق وابتكار ما هو جديد.

ثالثاً: التعريف الشامل للهندسة المالية : هناك مجموعة من التعاريف يمكن التعرض لبعض منها، نوجزها

فيما يلي:

- تعريف فينرتي (Finnerty 1988): تُعنى الهندسة المالية بتصميم وتطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة، وتقديم حلول خلاقة ومبدعة للمشكلات المالية.

- تعريف الجمعية الدولية للمهندسين الماليين (IAFE): تتضمن الهندسة المالية التطوير والتطبيق المبتكر للنظرية المالية والأدوات المالية لإيجاد حلول للمشاكل المالية المعقدة ولاستغلال الفرص المالية. فالهندسة المالية ليست أداة، بل هي المهنة التي تستعمل الأدوات. علماً أن الهندسة المالية تختلف عن التحليل المالي، فمصطلح "تحليل" يعني تشتيت الشيء لفهمه، أما مصطلح "هندسة" نقصد به بنية<sup>1</sup>.

لكن ما يلاحظ على هذا التعريف بأنه تعريف وظيفي أكثر منه أكاديمي.

- يعرف "بودي (ZviBodie)" الهندسة المالية بأنها "تطبيق القواعد العلمية للنماذج الرياضية في شكل قرارات حول التوفير، الاستثمار، الاقتراض، الإقراض وإدارة المخاطر".

<sup>1</sup> نوال بوعاز، "حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمات المالية" مرجع سابق ص 22

- يعرف الخبير الاستثماري "نشأت عبد العزيز" الهندسة المالية على أنها "تصميم وتطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة، وتقديم حلول خلاقة ومبدعة للمشكلات الاقتصادية والمالية، ولا يقتصر دورها على المنتجات الجديدة فحسب، بل يمتد كذلك إلى محاولات تطويع أدوات وأفكار قديمة لخدمة أهداف منشآت الأعمال".

- **تعريف جاكوبيك** : يعرف الإبداع الذي يعتبره قدرة على خلق وابتكار والذان يتطلبان من أجل التطور عوامل اجتماعية وثقافية مناسبة ، ثم النظر الذي يأخذ شكل مقدمة فعلية لما تم تطويره واكتشافه داخل المجال الاقتصادي والذي يأخذ شكل أفكار تعكس التقدم من جهة أخرى<sup>1</sup>.

- حسب "حسين كتيبي (Kotby 1990)" تُشير الهندسة المالية إلى "استعمال استراتيجيات إدارة المخاطر من أجل التحكم في كل أشكال المخاطر التي يمكن أن تواجه المؤسسة خلال حياتها".  
انطلاقاً مما سبق يمكننا في الأخير تعريف الهندسة المالية بأنها: "التصميم، والتطوير، والتنفيذ لأدوات وآليات مالية مبتكرة، والصياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل".  
وهو بذلك يشير إلى أن الهندسة المالية تتضمن ثلاثة أنواع من الأنشطة:

- أولاً: ابتكار أدوات مالية جديدة، مثل بطاقات الائتمان
- ثانياً: ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف الإجرائية لأعمال قائمة، مثل التبادل من خلال الشبكة العالمية.
- ثالثاً: ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع.

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

وعليه يمكن إجمال مفهوم الهندسة المالية بأنها ابتكار لحلول مالية، بواسطة التطبيق العملي لمبادئ علمية فهي تركز على عنصر الابتكار والتجديد من خلال تصميم ابتكار تطوير تقنيات، منتجات مالية وخدمات مفيدة، فهي بذلك تلبي احتياجات قائمة أو تستغل فرصاً أو موارد معطلة. وكونها مالية يحدد مجال الابتكار في الأنشطة الاقتصادية، سواء في التبادل أو التمويل.

<sup>1</sup> ساسية جدي، "دور الهندسة المالية في الصناعة المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص 23.

### الفرع الثاني: الابتكار المالي وعلاقته بالهندسة المالية:

يعني الابتكار لغة المبادرة إلى شيء والاسراع إليه أي الإقدام على فعل يسبق به صاحبه بقية الناس والتفكير الابتكاري يعني الوصول إلى نتائج ابداعية أما الابتكار اصطلاحا: فيعني عملية خلق أو انتاج شيء جديد على أن يكون أصيلا وملائما للواقع وذو مضمون ويحل مشكلة من المشكلات ويحض بالقبول الاجتماعي.

#### ماهية الابتكار المالي: أولا: مفهوم الابتكار المالي:<sup>1</sup>

يعني ببساطة كل ما هو جديد وغير مألوف وخارج عن حدود المعرفة السابقة فيرى بيتر دروكر بأن الابتكار المالي هو وظيفة محدودة من المشاريع وبأنها هي الوسائل التي تمكن صاحب المشروع من خلالها أن يبدع ا موارد جديدة تنتج ثروة أو يعطي للموارد المتاحة إمكانية وإضافة لخلق الثروة

أما الاقتصادي: جوزيف شومبيتر صاحب نظرية التنمية الاقتصادية يرى بأن الابتكار المالي يجب: <sup>2</sup>

أن يجلب إلى السوق منتجا جديدا متميزا عن غيره وله وزن في الأهمية وأن يقدم فنا إنتاجيا متقدما وأن يفتح أسواقا جديدة بينما يرى كل من فرنكلين ألين وغالين ياغو بأن الابتكار المالي هو أي تطوير جديد في نظام مالي وطني أو دولي

وعلى هذا الأساس نرى بما أن الابتكار هو عدم التقييد بحدود معينة فلا يجب تقييده بتعريف محدد والابتكار المالي هو ببساطة كل ما هو جديد وغير معروف في الأساليب المالية أو الأدوات أو المؤسسات أو الأوراق والتي تضع بدائل جديدة لمتخذي القرارات

ثانيا: أنواع الابتكارات المالية: ازداد الابتكار المالي تعقيدا وأصبح من الصعب فهم ما يحدث من وقت لآخر غير أنه لا يخرج من الأبعاد الثلاثة:

1 تحويل الأصول المالية إلى منتجات أكثر تطورا أو أقل وفقا لاحتياجات المستخدمين النهائيين من حيث المخاطر والاستثمار ضمن مدة معينة " مثل إبداع أدوات مالية مبتكرة وبسيطة وأدوات إدارة المحافظ الفردية أو الجماعية "

2 إيجاد آليات لتسعير الأدوات المالية " في السوق المنظمة أو غير المنظمة "

3 تطوير التكنولوجيا اللازمة لتداول هذه الأدوات وتوفير جميع المعلومات ذات الصلة وفي سنة 1986 وضع بنك التسويات الدولية نظاما لتصنيف الابتكارات المالية ثم جاء لولين وصنف الابتكار المالي في كتابه الابتكارات المالية في الخدمات المعرفية والشركات وبقي هذا إلى أن جاء **perez** 2002 وقدم تصنيفا آخر

<sup>1</sup>ساسة جدي، دور الهندسة المالية في الصناعة المالية الإسلامية، ص23

<sup>2</sup>سمير عبد الحميد رضوان، (مشتقات المالية ودورها في ادارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة ادواتها) دراسة مقارنة بين نظم الوضعية و احكام الشريعة الاسلامية دار النشر للجامعات القاهرة ص، 78.

ثالثا: تصنيف الابتكارات المالية: التصنيف الأول وهو تصنيف بنك التسويات الدولية مع إضافات لولين<sup>1</sup>.

ابتكارات نقل المخاطر: هي الابتكارات التي تقلل من المخاطر الكامنة أو تمكن حاملها من التحوط ضد

خطر معين مثل عقود مبادلة التعثر عند السداد CDS

ابتكارات تعزيز السيولة: هي الابتكارات لديها القدرة على زيادة سيولة الأوراق المالية والأصول مثلا

الأصول المورقة تجعل من الممكن بيع القروض في السوق الثانوية مما يوفر لمؤسسات الإقراض القدرة على تغيير

هيكل محفظتها

ابتكارات توليد الأسهم: هي أدوات تمنح خصائص الأسهم للموجودات حيث أن طبيعة خدمة الديون فيها

محددة سلفا كما يتم تحديد معدل العائد لأصل مالي بناء على أداء الجهة المصدرة مثل مبادلة الديون بالأسهم

ابتكارات التأمين: مثل عقود CDS حيث يدفع المشتري للبائع جزء من أقساط التأمين مقابل أن يتعهد

البائع بتعويض المشتري في حال حدوث خلل ما.

ابتكارات إدارة الأصول والخصوم: وذلك من خلال تقديم إدارة المخاطر وتوسيع فرص الإقراض أو تغيير

هيكل الخطر في الميزانية العمومية للبنك

الابتكارات التمويلية للمؤسسات المالية: مثل الرهون العقارية

ابتكارات توليد الائتمان: مثل توريق البنك لبعض قروضه

2 التصنيف الثاني: اقترح (perez) عام 2002 تصنيفا بديلا للابتكارات المالية وهو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم 1: تصنيف الابتكارات المالية

نوع الابتكار المالي	أمثلة
أدوات ابتكارية لمساعدة الأنشطة الحقيقية	قروض البنوك، رأس المال الاستثماري، وشركات المساهمة
أدوات لمساعدة الشركات على النمو أو التوسع	السندات
تحديث الخدمات المالية	التحويلات البرقية، فحص الحسابات الشخصية، أجهزة الصراف الآلي، الخدمات المصرفية الإلكترونية
أدوات هادفة للربح ونشر الاستثمار والمخاطر	صناديق الاستثمار، السندات والائتمانات، المشتقات وصناديق التحوط
أدوات لإعادة تمويل الالتزامات أو تعبئة الأصول	المبادلات، العقود الآجلة، عمليات الدمج وعمليات الاستحواذ
ابتكارات مشكوك فيها (محل تساؤل)	مراجعة العملات الأجنبية، الملاذات الضريبية، الصفقات خارج الميزانية.

المصدر: ساسية جدي دور الهندسة المالية في الصناعة المالية الإسلامية دراسة حالة، جامعة محمد خيضر، بسكرة 2014/2015

رابعا: قيمة الابتكار المالي وأهميته في الأسواق المالية:

إن الابتكار يتضمن التغيير والتغيير يتضمن عدم الاستقرار وهو غير مرغوب فيه بطبيعة الحال وهذا إن

دل على شيء فإنما يدل على أن الابتكار لا يطلب لذاته وليس هدفا في نفسه، بل هو وسيلة لتوليد قيمة مضافة

1 نوال بوعكاز حدود الهندسة المالية.....مرجع سابق ص5

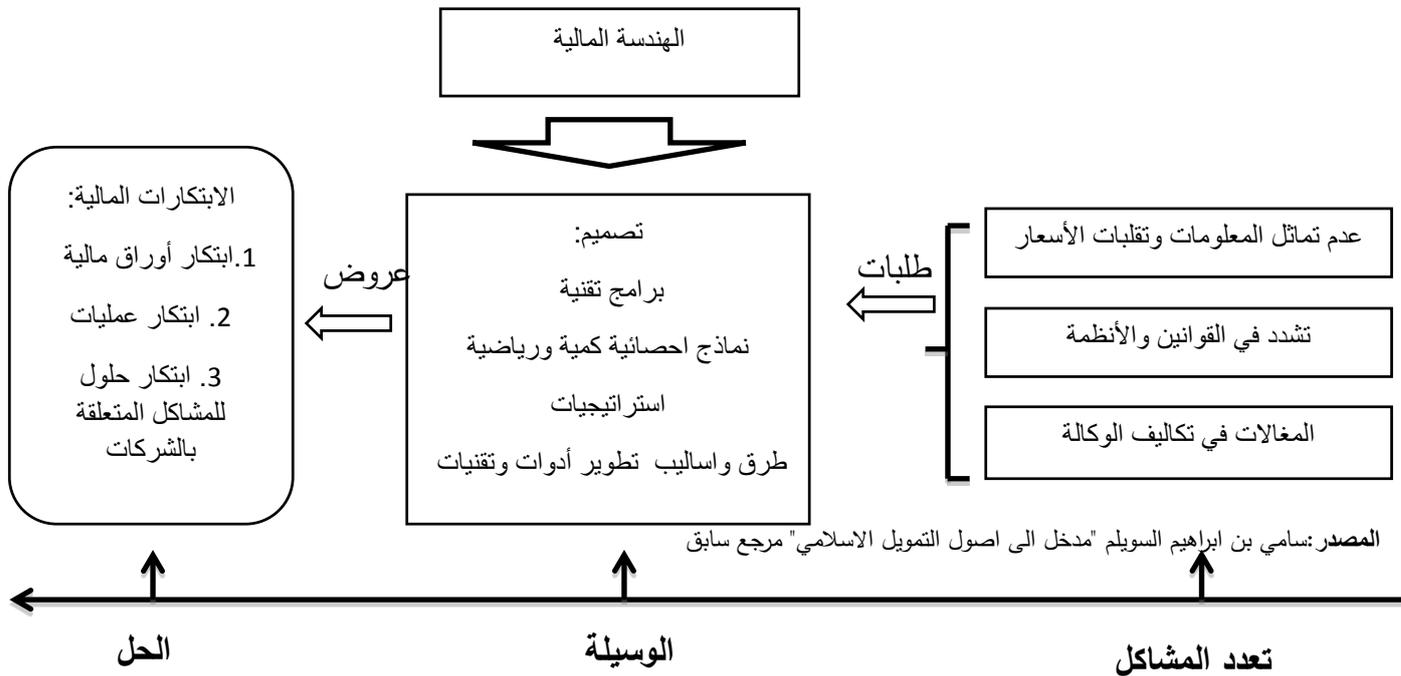
وهذه القيمة تعادل سلبيات عدم الاستقرار فسيكون هذا الابتكار محمودا عندما تكون آثاره المالية والاقتصادية إيجابية ولهذا كانت الابتكارات المالية محل انتقاد بسبب آثارها السلبية على الاقتصاد

### 1: علاقات الابتكار المالي بالهندسة المالية:

يرى ( MASON1991 ) بأن الابتكار المالي يجب أن يساهم في تحسين الأداء الاقتصادي من خلال ثلاث مداخل<sup>1</sup>: " تحقيق الكمال للسوق، تخفيض تكلفة المعاملات وتحسين السيولة وتخفيض تكلفة الوكالة " ويجب ميرتون على العلاقة بين الهندسة والابتكار فيقول " إن الهندسة هي وسيلة لتنفيذ الابتكار وهي منهج مصوغ في صورة نظام أو مجموعة من الأفكار والمبادئ تستخدمه مؤسسات أو شركات الخدمات المالية لإيجاد حلول أفضل لمشاكل مالية معنية تواجه عملائها، فالهندسة المالية والابتكار المالي هما عمليتان متكاملتان تعتمد كل واحدة منهما على الآخر، فالحاجة تدفع للابتكار والابتكار المالي يعتمد على الهندسة المالية لتوظيف النماذج، ثم تتم عملية طرحها أخيرا في الأسواق في صورة أدوات مالية وخدمات<sup>2</sup>.

لها فضل الأسبقية فالهندسة المالية هي مبادئ واستراتيجيات لتطوير الحلول المالية المبتكرة وعلى هذا الأساس نلخص العلاقة بين الهندسة والابتكار الماليين كما يلي:

### الشكل رقم 1: العلاقة بين الهندسة والابتكار الماليين



### 2: الابتكار المالي من المنظور الاسلامي

<sup>1</sup> منير ابراهيم هندي " الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام المشتقات والتوريق " ج1، دار المعارف الاسكندرية، مصر 1999، ص 19.

<sup>2</sup> نوال بوعكاز، مرجع سابق ذكره، ص 16.

قال الله تعالى ﴿قِيلَ لِلَّذِينَ اتَّقَوْا مَاذَا أَنْزَلَ رَبُّكُمْ قَالُوا خَيْرًا ۗ لِلَّذِينَ أَحْسَنُوا فِي هَذِهِ الدُّنْيَا حَسَنَةٌ ۗ وَلَدَارُ الْآخِرَةِ خَيْرٌ ۗ وَلَنِعْمَ دَارُ الْمُتَّقِينَ﴾ سورة النحل ﴿30﴾ توجه الآية الكريمة المسلمين بأن يكون شعارهم طلب خير الدنيا والآخرة، ذلك لأن الشريعة الإسلامية نظام متكامل للحياة<sup>1</sup> وهي بطبيعة الحال تقيد السلوك البشري وذلك بتحديد دائرة الممنوعات والمحرمات لكن في نفس الوقت تترك العنان لدائرة الحلال فالقيود تحفز الابتكار وتحث عليه والقيود أيضا وسيلة لاستكشاف الحقائق والدليل على ذلك أنه أحد أهم الحوافز وراء الابتكارات المالية كانت القيود التنظيمية للأنشطة والقوانين وقال عز وجل ﴿وَمِنْهُمْ مَّنْ يَقُولُ رَبَّنَا آتِنَا فِي الدُّنْيَا حَسَنَةً وَفِي الْآخِرَةِ حَسَنَةً وَقِنَا عَذَابَ النَّارِ \* أُولَٰئِكَ لَهُمْ نَصِيبٌ مِّمَّا كَسَبُوا ۗ وَاللَّهُ سَرِيعُ الْحِسَابِ﴾ سورة البقرة: ﴿الآيتين 201-202﴾ فعملية الابتكار في الإسلام يجب أن تقوم على منهجية مدروسة تتفق ووحدات زمانية تتناسب التطور والتقدم السريع في الأسواق من خلال منطلقات أهمها<sup>2</sup> ما يلي: توحيد المعايير المتبعة، إيجاد العناصر الكفأة وتأهيل العاملين، توفير السياسات الداعمة وتفعيل الإطار الاشرافي وتنظيمه.

### الفرع الثالث: أركان الهندسة المالية

#### أولاً: مجالات الهندسة المالية

**المجال الأول: حلول مبتكرة لمواجهة مشاكل التمويل:** يشمل هذا المجال ابتكار حلول خلاقة مبدعة للمشكلات المالية، التي تواجه منشآت الأعمال مثال(ابتكار استراتيجيات جديدة لإدارة المخاطر المالية، أو إعادة هيكلة المؤسسات: إعادة الهندسة وكذلك عملية تحويل الشركة من النمط المساهم إلى نمط الملكية الخاصة، كما تقدم هذه الحلول استراتيجيات مبتكرة لإدارة هيكل الأصول.

**المجال الثاني: تطوير أساليب مالية مستحدثة:** من شأن هذه الأساليب تخفيض تكاليف المعاملات فضلا عن الأساليب المبتكرة لاستخدام الكفاء للموارد المالية، وقد يأتي هذا التطور نتيجة لتغيرات تشريعية أو تنظيمية مثال: التسجيل على الرف والتعامل الالكتروني.

**المجال الثالث: تقديم أدوات مالية مبتكرة:** ويشمل تلك الأدوات التي تم تطويرها بالدرجة الأولى للوفاء باحتياجات المستثمرين والشركات المالية الكبيرة مثل الأسهم والسندات المستحدثة،<sup>3</sup> المشتقات والمشتقات المشتقة وغيرها كما ويستحيل لأي باحث مهما علا قده أن يتناول على سبيل الحصر كافة أدوات الهندسة المالية التي قدمتها مراكز البحث والابتكار غير أنه يمكن القول بأنها تنقسم إلى أدوات وعمليات مالية تقليدية مثل شهادات الايداع وأخرى مستحدثة من الأدوات المالية التقليدية وأخرى مبتكرة وخير مقال عنها هو المشتقات المالية، حيث

<sup>1</sup> سامي بن ابراهيم السويلم، "التحوط في التمويل الإسلامي" بنك التنمية الإسلامية المعهد الإسلامي لبحوث التدريب جدة، ص 108/107.

<sup>2</sup> نوال بوعكاز، مرجع سابق ذكره، ص 16.

أن الحديث عن الهندسة المالية ارتبط عند الباحثين في السنوات الأخيرة بالمشتقات وكأن الهندسة المالية هي المشتقات، وهذا ما دعانا إلى البحث عن فلسفة ومبادئ الهندسة المالية.

### ثانياً: مبادئ الهندسة المالية<sup>1</sup>

1- الأسس العامة للهندسة المالية: تقوم على الدعوة للابتكار والتجديد في جميع المجالات باستثناء العقائد الدينية بهدف توفير بدائل مختلفة تناسب أدوات واحتياجات المتعاملين وهذا ما بين بأن مجال الفكر الانساني هو الابداع وابتكار بدائل واشتقاق أدوات ووسائل جديدة، ولكن حتى تتجنب الهندسة المالية المخاطر في حالة عدم تقيدها، لابد من أن تعتمد على مجموعة من الأسس الخاصة.

2- الأسس الخاصة للهندسة المالية: هناك مسلمات أساسية في الهندسة المالية يمكن إيجازها فيما يلي:

- يجب أن يكون الربح حقيقي بعيداً عن الأنشطة الاقتصادية الوهمية أو غير الفعلية من مضاربات وتضخم في الأسعار وممارسات مالية غير عادية.
- يعتبر التمويل في مشروعات الأعمال نشاط وسيط بغرض الانتاج والتشغيل لتحقيق عائد مناسب يفوق تكلفة التمويل ويغطي المخاطر وبنود التكلفة.
- المنشآت المالية بمختلف أنواعها هي أجهزة وسيطة لخدمة عجلة الانتاج وتحقيق التوازن النقدي ليقابل التوازن في السوق الحقيقي.
- أن يكون المنتج أو العملية ابداعية حقا ومبتكراً جديداً.
- يجب أن تجعل الهندسة المالية الأسواق أكثر كفاءة وأن تزيد من ثروة حاملي الاسهم او مصدرها او حتى الوسطاء.
- يمكن تقسيم قرارات الادارة المالية لعدد من المجالات مثل: قرارات تحديد هيكل رأس المال من حيث الحجم ومصادر التمويل.
- تخصيص الأموال المتاحة على الاستخدامات من الأصول المختلفة لضمان الربحية أو حل المشكلات المالية وتحليل النشاط المالي.
- يجب قياس النتائج المترتبة على القرار المالي من حيث العائد والمخاطر والتكلفة في الأجلين الطويل والقصير.

### الفرع الرابع: أهداف الهندسة المالية:

تسعى الهندسة المالية إلى تحقيق أربعة أهداف أساسية تتمثل في: أولاً: **التحوط "Hedging"**: الغرض من التحوط هو التقليل من المخاطر التي يمكن أن تحدث، أو هو الاحتماء من خطر تقلبات الأسعار سواء كانت أسعار المواد الأولية والبضائع أم أسعار صرف العملات أم أسعار الأوراق المالية وذلك من خلال مجموعة من المنتجات المالية التي أبدعتها الهندسة المالية، وهناك استراتيجيتان:

<sup>1</sup> أساسية جدي، مرجع سابق، ص31.

**استراتيجية التحوط باستخدام مركز قصير "short hedge":** حيث تسمح هذه الاستراتيجية للمستثمر بأن يبيع أصلا ماليا أو سلعة وفق عقد ينفذ مستقبلا، فيتجنب مخاطر انخفاض الأسعار من خلال الاحتفاظ بمركز قصير في السوق المستقبلي، ويحقق ذلك الربح المتمثل في الفرق بين السعر السوقي للأصل أثناء التنفيذ (السعر المنخفض) وسعر البيع المتفق عليه في العقد (السعر المرتفع) مقال: عملية البيع على المكشوف حيث يقوم المستثمر الذي يتوقع انخفاض القيمة السوقية لأوراق معينة بافتراض تلك الأوراق من السمسار وبيعها في الوقت الحاضر، على أن يقوم بشرائها عند انخفاض قيمتها، ثم تسليمها للمقرض في الوقت المتفق عليه ويستفيد من الفرق بين السعرين.

**استراتيجية التحوط باستخدام مركز طويل "long hedge":** وتسمح هذه الاستراتيجية للمستثمر بأن يشتري أصلا ماليا أو سلعة وفق عقد ينفذ مستقبلا، فيتجنب مخاطر ارتفاع الأسعار من خلال الاحتفاظ بمركز طويل في السوق المستقبلي، ويحقق بذلك الربح المتمثل في الفرق بين السعر السوقي للأصل أثناء التنفيذ (السعر المرتفع) وسعر البيع المتفق عليه في العقد (السعر المنخفض).

**ثانيا: المضاربة speculation:** تعتبر المضاربة عملية تداول الأوراق المالية بهدف تحقيق الربح من توقعات الأسعار في المستقبل اعتمادا على المعلومات التي يجمعها المضارب ويحللها أو في بعض الأحيان يصنعها<sup>1</sup>، ولهذا يمكن النظر إلى المضاربة من وجهتي نظر مختلفين فمن جهة أخرى فغن المضاربون يقدمون خدمات مالية تتمثل في تحمل الخطر، بما أن المضارب يعتبر الطرف الذي تنتقل إليه هذه المخاطر.

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

**رابعا: إدارة الأصول والخصوم:** يمكن تعريف إدارة الأصول والخصوم على أنها: فن وعلم اختيار أفضل مزيج من الأصول لمحفظه أصول المنشأة وأفضل مزيج من الخصوم لمحفظه الخصوم.

وتوجد خمس مفاهيم أساسية لفهم إدارة الأصول والخصوم واستيعابها مثل:

\* السيولة، الهيكلة، حساسية أسعار الفائدة، الاستحقاق ومخاطر التوقف عن الدفع.

\* مقارنة البدائل المختلفة بين الملكية والديون: ما تعلق بالأوراق المالية التقليدية كالأسهم والسندات العادية أو حتى الأنواع الجديدة من الأوراق الهجينة

<sup>1</sup>. السيد متولي عبد القادر " الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير" دار الفكر، عمان ، 2010، ص 112..

### الفرع الخامس: دور الهندسة المالية في المؤسسات والأسواق:

تسعى الهندسة المالية إلى قيام المؤسسات برسم سياسات مالية قوية وابتكار منتجات وأدوات مالية جديدة وآليات واستراتيجيات مرنة تتفاعل وتستفيد من التغيرات في أسواق المال العالمية والاقليمية والمحلية مما تطلب من الادارات والمنشآت المالية الحديثة، إنشاء أقسام البحوث والتطوير في حقل المنتجات والأدوات المالية من أهم الأدوار التي تقوم بها الهندسة المالية ما يلي:

**أولاً: خلق المنافسة المالية:**<sup>1</sup> يقصد بالمنافسة المالية، قدرة الشركة على استخدام الأموال بكفاءة تجعلها تتفوق على المنافسين من خلال اختيار أفضل لمصادر التمويل وتشغيل أحسن لفرص الاستثمار المتاحة.

كما تقاس المنافسة المالية (القدرة التنافسية) بعدد من المؤشرات منها:

- انخفاض تكلفة التمويل وارتفاع عائد الاستثمار
- انخفاض مخاطر الاستثمار وارتفاع مؤشر السيولة
- زيادة القيمة السوقية (المبيعات للشركة) وتحسين العلاقات المالية بين الشركات والبنوك

**ثانياً: تمويل أهداف الشركات:** يعتبر التمويل عصب الشركة والطاقة المحركة لجميع الوظائف والأعمال إذ يساند وظائف الإنتاج ويحرك عجلته، غير أنه يجب التحقق من الاخت<sup>2</sup>يار السليم لمصادر التمويل بأقل تكلفة وتحديد مخاطر وقرار الاستثمار المثالي الذي يعطي عائداً مناسباً على الأموال المستثمرة ومخاطر محسوبة وتنافسية لأن التمويل هو الدورة الدموية في الشركات والمؤسسات يجب أن يضخ الأموال بدقة في القنوات المختلفة حتى يحقق الأهداف التشغيلية (التكتيكية) والأهداف الاستراتيجية (الاستثمارية).

**ثالثاً: إعادة هيكلة الشركات:** يعني مصطلح إعادة هيكلة الشركات بمفهومه العريض هو عملية تعديل أو تغيير في العمليات أو في أسلوب الإدارة أو هيكل رأس المال أو في شكل ملكية شركات الأعمال بصورة غير مألوفة ولذا نجد بأن المطلوب من الهندسة المالية هو " إعادة الهيكلة" وللهندسة المالية في إعادة هيكلة أساليبها كالتوسع بالاندماج والامتلاك وأسلوب آخر ظهر في الثمانينات هو تحويل الشركات (شركة المساهمة) إلى شركات خاصة ونقل ملكيتها من عدد كبير إلى عدد صغير من الملاك أو ما يعرف بالخصوصية وهناك عدة مظاهر لإعادة الهيكلة نذكر منها:

**1- الاندماج (mergers)** هو دمج مجموعة من الشركات مع بعضها البعض لتكون شركة شخصية اعتبارية جديدة، ويعني ذلك بالضرورة تقييم الأصول وأسعار الأسهم والسندات كتوطئة لعملية الاندماج، ومن أشكالها.

**1-1 الاندماج الأفقي (horizontal.m)** ويتضمن منشأتين تعملان في نفس النشاط ويكون هذا الاندماج لتحقيق مزايا الحجم الكبير وتخفيض التكاليف على ألا يكون هذا الاندماج نذير احتكام.

<sup>1</sup> نوال بو عكاز ....، مرجع سابق، ص.34

<sup>2</sup> منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر.....، مرجع سابق، ص.139.140

- 2-1 الاندماج الرأسي<sup>1</sup> ( vertical.m ) يتم بين شركتين تعملان في أنشطة تمثل مراحل إنتاج متتابعة (كإندماج شركة منتجة للمواد الخام مع الشركة الأخرى تنتج سلع نهائية تعتمد على هذه المواد) وهذه بهدف تحقيق الإستقرار في التدفقات النقدية نظرا للوفرات في المصاريف الإدارية والمبيعات.
- 3-1 الاندماج ( conglomerate.m ) وهو أسلوب يسمح بتتويج نشاط الشركة بهدف الحد من التقلبات التدفقات النقدية ، كما من شأنه أن يساهم في الصمود أمام التقلبات العالمية.

وعادة ما يحتاج هذا النوع من الاندماج إلى اختيار الأسلوب الأمثل وتحديد الإجراءات المرحلية

- 2 الامتلاك أو السيطرة ( publicofferings ) إن توسع بالامتلاك هو صورة من الصور السيطرة وتبدأ جهود التوسع بمحاولة امتلاك جزءا أو كل أسهم شركة أو امتلاك أصولها حيث لا تقتضي إجراءات التملك بشراء الأصول سوى موافقة أغلبية المساهمين على أساس أن السيطرة سليمة (friendlytake over) وفي حالة فشل محاولة السيطرة السليمة تلجأ الشركة للسيطرة السليمة وهذا ما يطلق عليه عناق الدب bearhug ويتم بالاتصال مباشرة بحملة الأسهم للشركة المستهدفة مباشرة دون إشعار لمجلس الإدارة.
- 3 الخصوصية: تعتبر الخصوصية من أرقى عمليات الهندسة المالية في المجال إعادة الهيكلة الشاملة للشركات إذا تمكن عددا قليلا من الأفراد من امتلاك الشركة بعد التخلص من مئات الآلاف من حملة أسهمها وذلك لحد أدنى من الموارد الذاتية المتاحة لهم، وإمكانية تحقيق أرباح غير عادية في الوقت الذي يشتري به السهم بقيمة قد تزيد كثيرا عن قيمته السوقية لكونها عملية تحقق مكاسبا للجميع.

**رابعا : تمويل الصادرات:** لقد أدى تنوع المخاطر في الصادرات وآثار تقلبات الصرف (أسعار العملات) إلى ضرورة استخدام الهندسة المالية بغرض تخفيض تكلفة التمويل ومخاطر وتوفير ضمانات الائتمان وتعتمد منتجات الهندسة المالية في تمويل الصادرات على: طبيعة المخاطر السياسية في الدولة المستوردة وطبيعة الصادرات والخدمات المعاونة، مصادر الصادرات، الخدمات وكذلك هيكل الائتمان، تكلفة التمويل وأسعار الفائدة المقترحة، كما تستخدم الهندسة المالية خليط من أسعار الفائدة و ضمانات الائتمان لتغطية المخاطر ويتم تمويل الصادرات إما مباشرة أو عن طريق خصم الكمبيالات وخطابات الضمان أو توفير مقابل أسعار الفائدة أو إعادة إقراض وتهتم الهندسة المالية بتوفير مصادر التمويل متعددة للصادرات بغرض بناء محفظة ذات ضمانات عالية ومخاطر متدنية وتمويل مناسب ويسمح ذلك باستخدام عدة عملات وعدة أسعار صرف وتغطية شاملة بمخاطر العملات المختلفة.

**خامسا: إدارة المخاطر:** ويقصد بها تلك العملية التي يتم من خلالها تعريف المخاطر وتحديدها وقياسها ومراقبتها والرقابة عليها وذلك بهدف ضمان ما يلي:

- أن عملية اتخاذ القرارات المتعلقة بتحمل المخاطر تتفق مع الأهداف الاستراتيجية للمؤسسة المالية.
- أن العائد المتوقع يتناسب مع درجة الخطر.

<sup>1</sup> منير ابراهيم هنيدي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر.....، مرجع سابق، ص.ص142.145

- أن تخصيص رأس المال والموارد يتناسب مع مستوى المخاطر .
- أن القرارات المتعلقة لتحمل مخاطر واضحة وسهلة الفهم.
- أن حوافز الأداء المطبقة في المؤسسة المالية منسجمة مع مستوى المخاطر .

**سادسا: إدارة السيولة:** نظرا لأهمية السيولة في أداء مختلف العمليات والأنشطة والوفاء بمختلف الالتزامات وجب على المؤسسات المالية أن توليها أهمية خاصة لأن نقص السيولة أو وجود فائض فيها لا يخدم المؤسسة حيث أنه في حالة ارتفاع نسبة السيولة عن السيولة المطلوبة يؤدي إلى ضياع فرص الربحية وبالتالي ضياع عوائد كان من الممكن الحصول عليها لو أن هذه الأموال كانت قد استثمرت كما يشير فائض السيولة إلى عدم كفاءة الإدارة النقدية، في المؤسسات المالية أما في حالة العجز في السيولة فهذا يؤدي بضياع فرص استثمار لا يمكن تعويضها واضطرار المؤسسة المالية أما في حالة العجز في السيولة فهذا يؤدي بضياع فرص استثمار لا يمكن تعويضها واضطرار المؤسسة المالية إلى التصرف في تسهيل مشروعات استثمارية قائمة قبل أجلها مما يؤدي إلى حدوث خسارة أو ضياع فرص ربحية كان يمكن تحقيقها في الظروف العادية.

## المطلب الثاني: آليات وأثار تطبيق الهندسة المالية

### الفرع الأول: آليات الهندسة المالية

**أولا: التسجيل على الرف (registration on the shelf):** كانت الطريقة التقليدية هي أن تتقدم منشأة ما من أجل طرح أوراق مالية للاكتتاب العام يجب أن تتقدم بطلب تسجيل لدى هيئة الأوراق المالية والبورصة وهذه الأخيرة تقع عليها مسؤولية تأكيد البيانات ومدى جودة الورقة المالية المطروحة للاكتتاب<sup>1</sup>.

الأوراق المالية والبورصات في الولايات المتحدة لوجهة نظر المهندسين الماليين وذلك من خلال تعديل أجري في عام 1982 بمقتضى القاعدة 415، والتي تسمح للمنشآت التي تصدر أوراقا مالية من حين إلى آخر وهي عادة منشآت كبيرة بأن تقدم طلب تسجيل رئيسي، يتضمن خطة زمنية لإصدار أوراق مالية ما، حيث تغطي الخطة فترة زمنية معينة على أن يتم الإصدار على دفعات، هذا ويقدم طلب التسجيل مصحوبا بالرسوم المقررة وتلتزم تلك القاعدة الجهة المصدرة.

**ثانيا: سمسار الخصم:** نجح المهندسون الماليون في تقديم صياغة بديلة لنشاط السمسرة التقليدية بهدف تخفيض التكلفة وهي سمسار الخصم<sup>2</sup>، ويقصد به بيت السمسرة الذي يقدم لعملائه خدمات محدودة، مستبعدا كثرة وتنوع خدمات السمسرة التقليدية مرتفعة التكاليف.

### 1- الحفظ والحماية: توفر للعميل خزائن خاصة لحفظ مستندات ملكية الأوراق المالية، وتقوم بكل العمليات

التي يريد العميل أن يقوم بها من شراء أو بيع فهو لا ينقل الأوراق في كل مرة يريد إبرام صفقة.

<sup>1</sup> مننديات "ستار تايمز" تاريخ الاطلاع 2017/02/25 على 18:30

مساء | <http://www.startimes.com/f.aspx?mode=f&member=2396481>

<sup>2</sup> منير ابراهيم هندي "الفكر الحديث في ادارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات" مرجع ساب ص 223.

- 2- توفير المعلومات: توفير للعميل أحدث المعلومات وفقا لتقارير خبراء مختصين.
- 3- خدمة الاتجار: يعتمد عليها العميل في بيع وشراء الأوراق وكذلك في عمليات المضاربة في سوق السلع.
- 4- النصح والمشورة: تقوم بيوت السمسرة التقليدية حتى بإدارة محفظة العميل.
- 5- الخدمات الإضافية: كتقديم الهدايا الفاخرة مثلا.

**ثالثا: البيع على المكشوف short serlling:** الأصل في المعاملات المالية أن تشتري الورقة المالية ثم تبيعها بهدف تحقيق الربح غير أن الهندسة المالية أوجدت عملية مغايرة وهي أن تقترض الأوراق المالية أولا ثم تبيعها وعندما تنخفض قيمتها في السوق يعاد شراء هذه الورقة ويسمى هذا النمط البيع على المكشوف ثم ترد بعد إلى مقرضها.

**رابعا: التداول الإلكتروني:** بعد 1971 حصل الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية على موافقة هيئة الأوراق المالية والبورصة على استخدام النظام الإلكتروني للتداول، يربط بين كافة المشاركين في النظام مهما كان موقعهم، فيقوم السمسار المفوض من طرف العميل بطرح الأسعار سواء كانت خاصة بشراء الأسهم أو بيعها، وذلك من خلال شبكة الإعلام الآلي والانترنت ومن أهم مزايا الاستثمار عبر الانترنت ومن أهم مزايا الاستثمار عبر الإنترنت<sup>1</sup>: - انخفاض تكاليف والاستثمار والسمسرة.

- سهولة وسرعة الاتصال والتسوية.

-المعلومات الواسعة.

### خامسا: السوق الموحدة:

فقد نشطت الهندسة المالية لتحقيق حلم السوق الموحد حيث وضعت أربع ركائز أساسية:

- مركزية التقارير عن كافة الصفقات التي تبرم في جميع الأسواق.
- مركزية المعلومات عن أسعار الشراء والبيع.
- المنافسة المفتوحة لكافة صناع السوق لكل ورقة.

**سادسا: المتاجرة بالحزمة أو متاجرة البرنامج:** كانت المتاجرة في أسواق رأس المال تجري على أسهم فردية بمعنى أوامر البيع والشراء لا يتضمن سوى أسهم منشأة معينة دون غيرها، وفي عام 1975 نشطت الهندسة المالية وقدمت عملية المتاجرة بالحزمة حيث يتضمن الأمر تشكيلة من أسهم عدد من المنشآت المقيدة في البورصة وهذه العمليات تناسب أكثر المؤسسات المتخصصة في الاستثمار.

**سابعا: الشراء الهامشي (Marginpurchases):** كل متعامل في البورصة سواء كان مستثمرا أم مضاربا يقوم بفتح حساب نقدي في شركة السمسرة يشبه الحساب الجاري لدى البنك التجاري أما الحساب

<sup>1</sup>محمود محمد الداغر "الاسواق المالية، مؤسسات، اسواق، بورصات" مرجع سابق ص 265

الهامشي فيشبه الحساب الجاري المدين حيث يوقع المستثمر عقدا يطلق عليه اتفاق عميل "ويمنح هذا الاتفاق شركة السمسة حق تقديم الأوراق المالية للبنوك التجارية كرهن أو كضمان للحصول على قروض ويشترط أن تكون هذه الأوراق اشترت باستخدام حساب هامشي.

### الفرع الثاني: حجم تطور الهندسة المالية

إن الأسواق المالية وتطورها حقيقة واقعية نظرا للتزايد المستمر لحجم المعاملات المالية، هذا وناهيك عن الأنواع والأصناف المتعددة للأدوات والمصدرة محليا ودوليا، فهذا التوسع سمح للمعاملات المالية بالتحكم حتى بالاقتصاد الحقيقي حيث زاد الابتكار المالي من زيادة الدين والذي أصطلح على تسميته بالرافعة المالية، وهذا التوسع في الدين له تفسيران :

**الأول:** هو إمكانية الحصول على كل ما تريده وفي وقت قصير.

**الثاني:** أنك تستطيع الحصول على ما تريده دون أو بمقابل ضئيل جدا، وهكذا انكسرت حواجز الحيطة والحكمة وباع تجار الدين كما وصفهم الباحث "هيمن مينسكي" منتجاتهم السامة ليس فقط للسذج والجهلة، بل وأيضا للشركات الجشعة والأفراد العقل أيضا.

### الجدول رقم 2: حجم عقود المشتقات المالية المتداولة عالميا من (1999-2003)

القطاع	العقود المتداولة عام 1999 (المليون)	النسبة	العقود المتداولة عام 2003 (بالمليون)	النسبة
مؤشرات الأسهم	521	%21.66	3.961	%48.83
معدلات الفائدة	793	%32.97	1.881	%23.19
الأسهم الفردية	670	%27.86	1.995	%0.96
العملات الأجنبية	41	%1.71	78	%0.96
إجمالي المشتقات المالية	2.025	%84.20	7.479	%92.20
المحاصيل الزراعية	137	%5.70	234	%2.88
منتجات الطاقة	117	%4.86	218	%2.69
المعادن غير النفيسة	71	%2.95	117	%1.44
المعادن النفيسة	55	%2.29	64	%0.79
إجمالي المشتقات العينية	380	%51.80	633	%7.80
إجمالي المشتقات	2.405	%100	8.112	%100

Source (revercher translation—from basic data—research center in hongkongexchanges : 2004 p1.

إن التداول المشار إليه هو الجاري في 62 بورصة بنهاية عام 2003م من بينهم 30 بورصة تختص بالمشنقات السلعية، ثلاثة عشر منها واقعة في قارة آسيا وقارة أوقيانيا وسبعة في الولايات المتحدة الأمريكية والبورصات الباقية في قارة أوروبا و32 بورصة تختص في المشنقات المالية.

### الفرع الثالث: المهارات الخاصة التي تتطلبها الهندسة المالية: <sup>1</sup>

يتطلب من المهندس المالي أن يكون شخصا واسع الاطلاع والمعرفة وأن يتميز بالمهارات الخاصة بمجال بحثه فعلى سبيل المثال المهندسين الماليين الذين يعملون في أسهم الخزنة ينبغي أن يكونوا على علم تام بهذه الأدوات والتي تستخدم لتحقيق أهداف التمويل، أما المهندسين الماليين الذين يعملون في مجال إدارة المخاطر فينبغي أن يكونوا ملمين بمنتجات المشنقات المالية فيمكن الإلمام بمجموعة من المهارات الآتية:

- 1- معرفة واسعة وواضحة بالأدوات وتطبيقها وفوائدها ومساوئها ودورها في التقليل من المخاطرة وزيادة العوائد.
- 2- فهم جيد للنظرية المالية: خلفية واسعة في علم الرياضيات والإحصاء والاقتصاد والطريقة التي من خلالها اعتماد هذه العلوم في موضوعها مالية متقدمة مثل بناء المحفظة المثالية وتسعير الخيارات ومقاييس التحوط وغيرها.
- 3- معرفة واسعة بالقانون الدولي والمحلي فيما يرتبط بالآليات المالية والأسواق.
- 4- خلفية قوية في معرفة قانون الضريبة العالمي والمحلي.
- 5- معرفة واسعة ببرمجيات الحاسوب والبيانات المختصة بتطوير تقنيات جديدة في علم المالية.
- 6- عقل مدرك واهتمام بحل الإرباك الذي قد يحصل.
- 7- التحليل المالي والتخطيط المالي (تنظيم وإعادة هيكلة المنظومة المالية وفق التغيرات البيئية وتقييم الاحتياجات الرأسمالية والزيادة في راس المال).
- 8- إدارة هيكل الأصول (النقدية - محفظة الأوراق المالية سريعة التسويق وأوراق القبض والمخزون والآلات والأصول الثابتة الأخرى).
- 9- إدارة هيكل التمويل (قرارات تمويل الأصول عن طريق القروض قصيرة الأجل والطويلة الأجل ونسب رأس المال للإقراض).
- 10- إدارة المنتجات المالية الجديدة ومشنقاتها.

### الفرع الرابع: أثار تطبيق الهندسة المالية

تتعدد أثار تطبيق الهندسة المالية على المتغيرات الاقتصادية حسب تأثير صناعة الابتكار والابداع المالي عليهما.

<sup>1</sup> ساسية جدي، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية، مرجع سابق ص.47

**أولاً: الهندسة المالية والسياسة النقدية:** يعتبر مينسكي «Minsky» من أوائل الذين درسوا أثر الابتكار المالي على فعالية السياسة النقدية، وهو يرى بأن الابتكارات المالية يمكن أن تؤدي إلى ضعف أثرها الاقتصادي وذلك للاعتبارات التالية<sup>1</sup>:

- يضعف أداء الاحتياطي الإلزامي ومعدل الفائدة نظراً لقدرة المؤسسات المالية على ابتكار أدوات تمكنها من تجاوز القيود السياسية النقدية مثل عمليات "إعادة الشراء" لحل مشكلة الاحتياطي الإلزامي.
- يمكن للبنوك الاقتراض من سوق العملات الأجنبية «Eurodollar» أو غيرها والحصول على السيولة دون حجز الاحتياطي الإلزامي والنتيجة هي نقص فعالية السياسة النقدية وضعف أثرها الاقتصادي.
- صعوبة مراقبة كل ما يحيط بالابتكار المالي وتوقع نتائجه من الناحية العملية، لأنه عملية مستمرة تضيف عنصر عدم اليقين إلى البيئة الاقتصادية والوسط الذي تعمل فيه البنوك المركزية، حيث نتحتم إلى الأخذ بعين الاعتبار التغيرات التي تحدث في الابتكار المالي.
- إن بعض الابتكارات المالية قد تغير من الطريقة التي يتأثر بها الاقتصاد نتيجة عمل السياسة النقدية، كما يحتمل أن تؤدي إلى التأثير على محتوى ومدلولات المؤشرات التي يستخدمها البنك المركزي للرقابة.
- الابتكار المالي سلاح ذو حدين فهو نافع ومفيد عندما يحقق المصالح المشروعة (رفع الكفاءة الاقتصادية والإنتاجية) وزيادة الرفاهية حيث هذه الأخيرة تعادل أو تغطي ما قد يحدث من عدم الاستقرار، لكن إذا خلى الابتكار من الإيجابيات وكان المقصود منه مجرد تجاوز الأنظمة وتخطي السياسات لزيادة الربحية فسوف يؤدي ذلك إلى عدم الاستقرار.
- حينما تتبنى البنوك المركزية سياسات تدعم هذا النوع من الابتكارات سوف يزداد الأمر سوءاً ومثالها موقف الاتحاد الاحتياطي الأمريكي من صندوق التحوط (LCTM) الذي تعثر عام 1998 حيث قرر التدخل لإنقاذه بالتعاون مع 14 من المؤسسات بتسهيل تمويلي يقدر بحوالي 3.6 مليار دولار لمنعه من الإفلاس، وهكذا تصبح المؤسسات المسؤولة عن استقرار الاقتصاد هي نفسها التي تعيق تحقيق أهدافها، وهكذا يمكن القول بأن الابتكار يساعد زيادة كفاءة النظام المالي وفي نفس الوقت يعقد الوسط الذي تعمل فيه السياسة النقدية.

إن الهندسة المالية هي الخروج عن السائد المستقر بابتكارها ومن ثم هي سبب لحدوث قدر من عدم الاستقرار وهذا لا يعني بالضرورة أنها عمل سلبي، بل هي سلاح ذو حدين، فبالنسبة للنمو الاقتصادي فهي تحقق النمو الاقتصادي إذا التزمت بمبادئها الأساسية:

- تطوير منتجات وأدوات قادرة على إدارة المخاطر بكفاءة.
- تقليل تكاليف المعاملات وخلق مراكز كبيرة الحجم في المعاملات وبكلفة أقل.

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سابق، ص 59

- تعزيز فرص تحقيق الأرباح وتحسين سيولة السوق بصورة عامة والمتعاملين بأدوات الهندسة المالية بصورة خاصة.

**ثانياً: الهندسة المالية والمؤسسات المالية:** ساهم التطور المذهل في تقنية المعلومة والأدوات التمويلية إلى تراجع الفوارق بين المؤسسات المالية المختلفة وقل دور الوساطة المالية فتراجع دور المصارف ويتأكد هذا الاتجاه في ظل الاندماجات بين أنواع مختلفة من المؤسسات المالية حتى تصبح محصلة الدمج ذوبان الفوارق بين المؤسسات ونظراً للقنود القانونية التي فرضت على المصارف نشأت الحاجة لتجاوز القنود وصارت البنوك تعتمد على أنشطة مالية تباين أصل نشاطها المصرفي كالخدمات المالية مقابل رسوم مقطوعة أو بطاقات الائتمان ... وغيرها.

لقد سمحت ابتكارات الهندسة المالية بتقسيم الأسواق المالية حسب نوعيتها وطبيعة الأوراق المالية (تقليدية أو حديثة) وتواريخ استحقاقها إلى أسواق النقد وأسواق رأس المال، حيث أن سوق المشتقات كان شبه معدوم قبل السبعينات من القرن الماضي لكنه نما بطريقة مضاعفة في مطلع الواحد والعشرين بعدما أقر الكونغرس الأمريكي تشريعاً عام 2000م يمنع تنظيم وتقييد أسواق المشتقات وقد تضاعف حجمها بأكثر من 6 مرات فانتقل من 100 ترليون دولار في 1998 إلى 330 سنة 2005 إلى 600 في 2008 وهكذا تمكن طالبوا الاستثمار من المتاجرة في الأوراق المحلية والدولية.<sup>1</sup>

ونمت هذه الأسواق في الدول المتقدمة وحتى الناشئة ويمكن تفسير اتجاه المستثمرين نحو أسواق المال العالمية لعدة مميزات سواء من حيث العائد أو من حيث الخطر والكفاءة.

ولقد ساعدت العولمة في تسارع ثورة المنتجات المالية الجديدة نظراً لعالمية الأسواق والتحرير المتسارع لرؤوس الأموال وتحرير الأسواق فضلاً عن التنافس بين المؤسسات المالية وتسابقها على الابتكارات المالية.

ولهذا السبب يرى بعض الباحثين من ضرورة الارتقاء بوعي المستثمرين من خلال تأسيس مؤسسات أمن مالي لتقييم الأدوات الاستثمارية المعروضة كما تشرح هذه المؤسسات الآثار التي تترتب عن الأزمات التي نشأت من جراء سوء استعمال هذه الأدوات الحديثة، وتوفير كل المعلومة الضرورية واللازمة.

### المطلب الثالث: منتجات الهندسة المالية:

#### الفرع الأول: أدوات الهندسة المالية في سوق النقد:

سوف نتطرق إلى أهم منتجات الهندسة المالية التي عرفها سوق النقد.

<sup>1</sup> حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا رشيد، محفوظ أحمد جودة " السوق المالية: بورصة الأسهم و السندات" دار زهران، عمان الأردن، 2013 ص248

**1- شهادة الإبداع القابلة للتداول:**

أدوات مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية تصدر في إحدى المؤسسات أو البنوك الدولية. أو بعملات أجنبية أخرى متداولة بالسوق الحرة مقابل الاحتفاظ بغطاء يقابلها من الأسهم المحلية، بالاتفاق مع شركة مصدرة محلية وذلك بإيداع الأوراق المالية الخاصة لدى بنك الإيداع أو بنك الإصدار ويتم تبادل هذه الشهادات كبديل للأوراق المالية الأصلية وهذه الشهادة لها كافة حقوق مالك السهم المحلي من حيث التوزيعات النقدية والعينية وبيع الأسهم... الخ<sup>1</sup>

**2- اتفاقية إعادة الشراء Repurchase agreement:**

تعتبر هذه الاتفاقيات أحد عقود المشتقات المالية في سوق النقد، تعتمد على وساطة بيوت السمسرة المتخصصة وهي بيع أوراق مالية أو أصول قابلة للتسبيل بسعر محدد مع التعهد بشرائها من المشتري في تاريخ محدد<sup>2</sup>، وسعر محدد يذكر في الاتفاقية، والتي تسمى باتفاقية (Repo) وغالبا ما تكون فترة الاستحقاق قصيرة الأجل لتمويل عجز مؤقت، وبذلك فهي منتج مبتكر لتسهيل الحصول على التمويل في أي وقت من الأوقات والهروب من قروض فائض الاحتياطي الإلزامي ويوجد نوعين من اتفاقية إعادة الشراء: الساكنة ومدتها ليلة واحدة وأخرى مستمرة بمعنى تتجدد يوميا إلى أن تلغى من قبل أحد الطرفين.

**3- عمليات التوريق:** يتعلق الأمر بتوريق القروض المصرفية ونقصد به إمكانية تحويل هذا النوع من الأصول المالية غير السائلة إلى أوراق مالية (أسهم وسندات) قابلة للتداول في أسواق رأس المال وهي أوراق تستند إلى ضمانات لقد تم اللجوء إلى التوريق لتصحيح الخلل الناجم عن التفاوت بين تاريخ استحقاق الموجودات والمطلوبات وتحويل المخاطر الائتمانية للديون إلى طرف آخر يحاول تجزئة وتفكيك هذه المخاطر بطريقة فاعلة<sup>3</sup>.

**الفرع الثاني: الأوراق المالية المستحدثة في سوق رأس المال:**

طور المهندسون الماليون للأوراق المالية التقليدية (الأسهم والسندات) إلى عديد من الأوراق المالية المستحدثة ومن أهم أنواع الأوراق المالية المبتكرة الصادرة عن الشركات المدرجة في البورصات المنظمة وغير المنظمة هي المشتقات المالية بأنواعها المختلفة التي سنتعرض إليها من خلال العناصر التالية:

<sup>1</sup> أساسية جدي، مرجع سابق، ص 59-60

<sup>2</sup> آمال لعمش "دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية دراسة نقدية لبعض المنتجات المصرفية الإسلامية" مذكرة ماجستير في العلوم

التجارية تخصص مالية ومحاسبة معقدة، جامعة فرحات عباس سطيف الجزائر، 2011/2012، ص 25

<sup>3</sup> أخلاص باقر النجار، "قراءة في مفردات التوريق" بحث مقدم مجلة العلوم الاقتصادية العدد 23 مجلد سادس كانون الثاني قسم العلوم المالية و المصرفية كلية الإدارة و الاقتصاد جامعة البصرة، 2009، ص 195.

## أولاً: المشتقات المالية:

تصنف بشكل الأوراق المالية المتداولة في سوق المال إلى مجموعتين أساسيتين: أدوات رئيسية وتتألف من الأسهم والسندات بشكل أساسي وهي عصب أسواق المال الحاضرة، كما يتطلب تداولها تسليم الأوراق التي تتضمنها الصفقة وتسديد قيمتها خلال فترة قصيرة وهناك أدوات مالية مشتقة وهي عبارة عن عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول (أسهم سندات، سلع، عملات... الخ) وذلك في نطاق المصطلح العلمي المسمى بالهندسة المالية.

**1- مفهوم المشتقات المالية:** عقود تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي، تتوقف قيمتها على قيمة الأصل المعني ويتضمن العقد تحديد سعر معين للتنفيذ المستقبلي وتحديد الكمية التي يطبق عليها السعر وتحديد الزمن الذي يسري فيه العقد وكذلك تحديد الشيء محل التعاقد، والذي قد يكون سعر الفائدة، ورقة مالية، مؤشر أسعار، سعر سلعة، سعر صرف أجنبي ومنها عرفت الباحثة المشتقات كما يلي: هي أدوات ليست لها قيمة ذاتية بل هي عملية اشتقاق لأدوات مالية تقليدية كالأسهم والسندات، وليست أصولاً مالية ولا عينية وإنما هي عقود يترتب عنها التزاما بين طرفين إحداهما بائع والآخر مشتري أي يترتب عليها حقا لطرف والتزاما على الطرف الآخر ومن خلال هذه التعاريف يمكن حوصلة الخصائص المميزة لهذه المشتقات.

**2- خصائص المشتقات المالية وأهميتها:**

- **طبيعة العمليات خارج الميزانية:** يجري التطبيق العملي على إثبات قيم الأدوات المالية التقليدية كالأسهم والسندات داخل الميزانية كخصوم أو أصول مما يسهل التعرف على أرباحها وتتبع تغيراتها أما الأدوات المشتقة التي تقتضي طبيعة التعامل في تداولها بقيم ضئيلة بصورة لا تعكس ما تتضمنه من قيم نقدية كامنة.
- **التعقيد:** غالبا ما يتم تصميمها من أجل الوفاء لأغراض خاصة، هذا ما يجعل وجود غموض حول كيفية استخدام أداة بعينها، وكيفية تقييمها وكيفية المحاسبة عنها.
- **السيولة:** عادة ما تتميز المشتقات بسيولة عالية غير أنه في الوقت نفسه يصعب أحيانا تسوية بعض عقود المشتقات في الأسواق المشتقة مما يصعب عملية تقييمها.
- **عدم وضوح القواعد المحاسبية:** إن التقدم السريع والنمو المتلاحق في مجال ابتكار واستخدام الأدوات المالية المشتقة والذي لا تواكبه استجابة محاسبية مماثلة وسريعة من أجل الرقابة على تلك الأدوات.

**3- أهمية المشتقات المالية:**

كان ابتكار عقود المشتقات وليد حاجة وضرورة وما يظهر ذلك هو الأهمية الاقتصادية لهذه العقود والتي تتمثل في تقديم خدمة التغطية<sup>1</sup> ضد مخاطر التغيرات السعرية وهي أيضا تتيح فرصا لتخطيط التدفقات

<sup>1</sup> منير ابراهيم هندي "فكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات جزء 2" توزيع منشأة المعارف بالاسكندرية 2003

النقدية فضلا عن إتاحة فرص استثمارية جديدة إلى جانب كونها أداة تنبؤ بالأسعار في السوق الحاضرة في تواريخ لاحقة، وأنها تسهم في سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية وتحقيق سمة الكمال للسوق.

### ثانيا: أسواق المشتقات المالية:

يتم تداول عقود المشتقات في أسواق المشتقات وهي إما أن تكون أسواقا منظمة أو غير منظمة بالإضافة إلى السوق المتنامية لأدوات إدارة المخاطر المالية التي تديرها مؤسسة التمويل الدولية وهي تدخل في إطار السوق المنظمة.

أ- **السوق المنظمة:** وتعرف أيضا بالسوق الآجل للبورصة، وتتسم بتوحيد شروط التعامل في عقود المشتقات، كذلك توحيد شروط التسليم والتسوية والحد الأقصى لعدد عقود المضاربة بالنسبة لكل أصل<sup>1</sup>، وتكون السوق مجهزة بغرفة مقاصة تسمح بتنظيم سيولة العقود وتضمن تغطية مخاطر الطرفين من خلال هامش مبدئي يمثل نسبة من قيمة العقد تتراوح بين 3 إلى 5% تودع لدى غرفة المقاصة، ويتم التعامل فيها إلا من طرف المعتمدين الذين تحكمهم قواعد التداول المحددة من طرف هذه البورصة.

ب- **السوق غير المنظمة:** إن العمليات في هذه السوق ليست نمطية بمعنى أنها القرارات يديرها الطرفين المعنيين بكل مرونة وهذا لا يعود بالإيجاب على المتدخلين الذي حددوا الصفقة على مقاسهم في حين يعتبر هذا أمرا سلبيا على السوق حيث ان التسوية تتم في مقصورة الأسواق غير المنظمة وهي الأكثر تأثيرا وتغيرا للقطاع المالي الدولي لكونها لا تخضع للرقابة ولأي هامش ضمان ولا تملك غرفة مقاصة: وهي تستخدم أدوات أكثر تعقيدا من المشتقات.

### ثالثا : المتدخلون في أسواق المشتقات المالية:

- 1- **المؤسسات:** تدخل المؤسسات سوق المشتقات من اجل تغطية المخاطر المرتبطة بنشاطها الإنتاجي والحصول على أرباح من خلال المضاربة إذ أن الأرباح في منتجات المشتقات لا تظهر في الميزانية<sup>2</sup>.
- 2- **المضاربون:** يدخلون هذه الأسواق لتحسين وضعيتهم ولتوسيع مراكزهم بمساعدة أثر الرفع المالي<sup>3</sup>، فيراهنون على تحركات الأسعار في المستقبل ويحققون مكاسب إذا تحققت توقعاتهم.
- 3- **المتحوظون:** هم تلك الأطراف التي تسعى لتخفيض المخاطر التي يتعرضون لها من جراء تقلب الأسعار والمشتقات تتيح لهم العمل في ظروف التأكد التام عن طريق تثبيت الأسعار ولكنها لا تضمن تحسين النتائج.

<sup>1</sup> محمود سحنون "مخاطر المشتقات المالية و مساهمتها في خلق الازمات" كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير جامعة منتوري قسنطينة جوان 2010 ص3 .

<sup>2</sup> محمود سحنون مرجع سابق ص3

<sup>3</sup> طارق عبد العال حماد "المشتقات المالية: المفاهيم ادارة المخاطر، محاسبة" الدار الجامعية الاسكندرية 2003

4- المراجعون: تلجأ هذه الأطراف للمشتقات عندما يكون هناك فرق في السعر الأصلي ما بين سوقين أو أكثر، وذلك بالشراء عن السوق المنخفض السعر في السوق المرتفع في نفس الوقت وبالتالي يحقق أرباحا مقبولة وعديمة المخاطرة وذلك بعقود مستقبلية دون دفع القيمة مباشرة.

5- مسيروا المحافظ: يدخل مسير المحافظ أسواق المشتقات من أجل البحث عن توسيع توظيفاتهم وتنويعها وبذلك يضمنون إذ خسروا قليلا من اليسار سيربحون كثيرا من اليمين في النهاية.

#### رابعا: أنواع الأدوات المشتقة:

يعتبر عام 1973م عام الثورة في تطوير عقود المشتقات وانتقالها إلى الأصول المالية بعد ان كان أمرها قاصرا قبل ذلك على العقود الآجلة والمستقبلية في السلع الزراعية والموارد الطبيعية كالذهب والفضة، كما اتجهت الخيارات للتداول في السوق المنظمة بعد أن كان تداولها قاصرا على السوق غير المنظمة وعلى الرغم من تنوع وتعدد المشتقات المالية وفقا لطبيعتها و مخاطرها إلا أنها تتمثل أساسا في العقود الآجلة، والعقود المستقبلية وعقود الخيارات وعقود المبادلة، كما أنه من المستحيل حصر كافة الأدوات المشتقة التي قدمتها مراكز البحوث والابتكارات وسوف نخص بالدراسة والتحليل كل من العقود المستقبلية والآجلة والمبادلات ونظرا لأهمية الخيارات المالية وكثرة التعامل بها في الأسواق العالمية وشدة رواجها ونجاحها.

#### 1- العقود الآجلة:

أ- مفهوم العقود الآجلة: تمثل العقود الآجلة اتفاق بين طرفين للتعامل على أصل ما على أساس سعر يتحدد عند التعاقد على أن يكون التسليم في تاريخ لاحق متفق عليه.

العقود الآجلة تتميز بما يلي:

- عقد بين طرفين يحتمل حصول أي منهم على مكاسب أو خسائر.
- تعرض أطراف العقد لمخاطر الائتمان في حالة عدم قدرة أحد الأطراف على الوفاء بالتزاماته.
- تلك العقود تمتاز بمرونة التفاوض بما يتفق وطرفي العقد وتمتاز بسهولة الاستخدام.

#### ب- أنواع العقود الآجلة وخصائصها:

1- العقود الآجلة لأسعار الفائدة: وتستخدم هذه العقود أيضا في الحماية ولكن ضد تقلبات أسعار الفائدة، وهنا يتم الاتفاق على سعر فائدة عن قرض معين يتم الحصول عليه في المستقبل ويتم تثبيت سعر الفائدة من تاريخ الاتفاق وحتى تاريخ التنفيذ.

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

3- خصائص العقود الآجلة: يمكن حصر السمات المميزة لهذه العقود<sup>1</sup> فيما يلي:

- تصعب المضاربة بهذه العقود لأن الغرض الأساسي منها هو الحماية من المخاطر في المستقبل وليس لها شكل نمطي نظرا لمرونة التفاوض بين الطرفين.
- يتم تحديد تاريخ الاستحقاق وسعر التنفيذ بدقة في هذا العقد وتعتبر عقود نهائية بمجرد التوقيع ولا يمكن الرجوع فيها أو تعديلها كما يتم التنفيذ في تاريخ التنفيذ وليس قبله.
- ينص العقد على دفع قيمة العقد وقت الاتفاق أو على دفع جزء من القيمة على أن يؤجل الباقي حتى تاريخ التسليم ويجب على البائع التسليم.
- يتفاوض الطرفان على السعر والجودة والصنف وغيره من الشروط المفصلة لكي تلاءم الطرفان، فهي مفصلة أكثر منها نمطية، فلا تتداول بالأسواق المنظمة أو الثانوية نظرا لخصوصيتها ولا يستطيع أحد الأطراف إلغاء العقد أو بيعه متى شاء ويقوم الطرفان بدفع مبلغ مقدم لإثبات حسن النية (الهامش التأميني).
- كما ظهرت أسواق الخيارات على العقود الآجلة وتطورت لتشمل على العقود السلعية الأمامية الزراعية والنفط والماشية والمعادن... كذلك الأذونات والسندات وودائع اليورو دولار والعملات ومؤشرات الأسهم المختلفة.
- إن للعقد الآجل نوعين من السعر: سعر التنفيذ والسعر الآجل وسعر التنفيذ هو توقع للسعر الآجل.

## 2- العقود المستقبلية:

- أ- تعريف العقود المستقبلية : يعرف العقد المستقبلي بأنه التزام متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم للآخر أو يستلم منه وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان وزمان محددين وبسعر محدد، كما عرفت بأنها عقود تعطي الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين بسعر محدد مسبقا على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل ويلتزم كل من الطرفين (البائع والمشتري) بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى المسمار الذي يتعامل معه، وذلك إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية بغرض حماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر بالوفاء بالتزاماته.

3- أنواع العقود المستقبلية<sup>1</sup>: هناك عدة أشكال من العقود المستقبلية وتختلف حسب محل العقد المتفق

عليه فقد يكون سلعة ملموسة وقد يكون العقد المستقبلي مرهونا بأداء مؤشر من المؤشرات أو متغير من المتغيرات الكلية:

- أ- العقود المستقبلية على السلع: يمثل هذا النوع من العقود التزاما من البائع بتسليم المشتري كمية متفق عليها من سلعة ما (الذهب، النفط، المحاصيل الزراعية... الخ) بمواصفات متفق عليها خلال موعد ما وذلك لقاء سعر معين متفق عليه، يلتزم المشتري بدفعه عند الاستلام.

<sup>1</sup> ابن رجم محمد خميسي "المنتجات المالية المشتقة: ادوات مستحدثة لتغطية المخاطر ام لصناعتها" الملتقى العلمي الاول حول الازمة المالية تو الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية يومي 22 و 21 أكتوبر 2009، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير جامعة فرحات عباس سطيف ، عدد 81، ص 5-6.

ب- العقود المستقبلية على المؤشرات: ويمثل العقد التزاما من الباع إلى المشتري بدفع مبلغ من الأموال مساوي إلى حاصل جراء قيمة قدرها مثلا \$100 بالمستوى الرقمي للمؤشر في التداول يوم تسوية العقد وذلك لقاء مبلغ يمثل سعر العقد وسداده في ذلك اليوم وهنا يتم الإكتفاء بالتسوية النقدية وفي عام 1982 حصلت إدارة السوق على تصريح يفيد التعامل في العقود المستقبلية على مؤشر ستاندراند بور 500 وS&P<sup>1</sup>، والعقود المستقبلية لمؤشرات الأسهم تتطوي على التزام بتسليم المشتري بمبلغ من النقود يساوي قيمة ثابتة (500) لمعظم المؤشرات يطلق عليها المضاعف مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم للتعامل على العقد (يوم التسليم) وسعر شراء العقد، ولقد سعت البورصات إلى ترميط عقود المؤشرات من نواحي عديدة مثل تحديد شهور التسليم وقيمة المؤشر تساوي 500 عموما، وليس هناك تسليم فعلي لأي عقد وإنما التسوية نقدية من خلال بيت التسوية.

ج- خيار العقود المستقبلية: هو عقد مستقبلي بتاريخ مماثل لتاريخ التسليم المنصوص عليه في العقد المستقبلي، ففي خيار الأسهم يحق لمشتري الخيار عدم تنفيذ العقد المستقبلي مقابل مكافأة التي يدفعها المحرر وتنقسم هذه العقود المستقبلية كالاتي: خيار الشراء أو البيع على العقود المستقبلية والعقود المستقبلية المصنوعة.

د- عقود العملات الأجنبية المستقبلية: بسبب وجود تغير دائم لأسعار تبادل العملات ما لم تكن تلك الأسعار متوازنة فسوف يفتح المجال للمراجحين لتحقيق الأرباح دون أن يتعرضوا للمخاطر وبما أن عملية مبادلة العملات ناتجة عن التغير الحاصل في أسعار التبادل للعملات هبوطا وصعودا والتي تساهم في تحقيق الأرباح للمراجحين (المستثمرين).

هـ- العقود المستقبلية على أسعار الفائدة : استخدمت هذه العقود بسبب التقلبات الحاصلة لأسعار على الأوراق المالية وهي بدورها تقسم إلى:

هـ-1- عقود الفائدة قصيرة الأجل **Short term interest rate contract**: ويتم المتاجرة بها في معظم الأسواق وبنفس المواصفات مثل سوق لندن، شيكاغو، سنغافورة، وتمكن هذه العقود البنوك من تثبيت أسعار استثماراتها بالإضافة إلى أنها تستطيع تقديمها لعملائها كوسائل تحوط عند ارتفاع سعر الفائدة للمقترضين و ضد انخفاض الفائدة للمستثمرين.

هـ-2- أدوات الخزينة المستقبلية **treasury bill futures**: وهي عقود لشراء أو بيع أدوات الخزينة ويتم تداولها بشكل رئيسي في سوق النقد العالمي (IMM) وأهم مواصفاتها أن قيمة العقد تساوي مليون دولار، ولمدة 13 أسبوع، وشهور التسليم هي مارس، جوان، سبتمبر، ديسمبر، ويحدث التسليم أيام الخميس من الأشهر المذكورة.

<sup>1</sup>ساسية جدي مرجع سابق ص 87-88

هـ-3- سندات الخزينة المستقبلية (CBOT Treasury bond Futures): يتم المتاجرة فيها في بورصة (CBOT) والسندات المتداولة هي التي تستحق خلال 20 سنة، وقيمة السند مائة ألف دولار وتحدد الفائدة بنسبة مئوية من القيمة الإسمية للسند.

### 3 - عقود المبادلات أو المقايضات SWAPS: <sup>1</sup>

أ- تعريف عقود المبادلة: المبادلة هي اتفاق تعاقدية يتم بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق، ويتعهد المتعاقدين بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما للطرف الآخر وذلك دون إخلال بالتزام أي منهما اتجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يملكها، وتسمى الأطراف التي توافق على الدخول في المبادلة .

يتم التعامل بهذا النوع من العقود في أسواق المال وذلك بسبب اختلاف ملاءة المقترضين من جهة، واختلاف توقعات المتعاملين في هذه الأسواق من مقرضين ومستثمرين حول تقلب أسعار الفائدة السوقية والمخاطر الناجمة عن ذلك والتي قد تؤدي إلى الإفلاس Bankruptcy من جهة ثانية.

#### ب- أنواع عقود المبادلة:

ب-1- عقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة: وهو النوع الأكثر انتشارا في هذه المبادلات، وفيه يوافق أحد الأطراف الداخل في المبادلة على أن يدفع سلسلة معدلات الفائدة الثابتة وفي نفس الوقت يتسلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة العائمة، في المقابل يوافق الطرف الآخر الداخل في عقد المبادلة على استلام سلسلة من معدلات الفائدة العائمة، وذلك وفقا لمعدل مرجعي، ويتحدد هذا المعدل في كثير من الأحيان وفقا لمعدل الفائدة للتعاملات بين المصارف.

ب-2- عقود مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير وغير المقيد Caps: وهي عبارة عن عقود مبادلة تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ولكنها في نفس الوقت غير مقيد بحدود دنيا أو عليا.

ب-3- عقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد Floors: وهي عقود مبادلات تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ولكنها في نفس الوقت محدد بحد معين.

ب-4- عقود المبادلة المختلطة Collars: تقوم هذه العقود على اتخاذ مركز طويل من خلال شراء عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد Cap وفي نفس الوقت بيع عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد.

<sup>1</sup> منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في ادارة المخاطر.....، الجزء 2 مرجع سابق.ص.214

## ب-5- عقود مبادلة العملات Currency swaps:

تمثل عملية المبادلة بين عمليتين معينتين، في شراء أحدهما ولتكن العملة X وبيع الأخرى لتكن العملة Y على أساس السعر الفوري لكل منهما، وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر المبادلة (الآجل) والذي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة السائدة حينئذ على الإيداع والإقراض بالنسبة لكل من العمليتين.

## 4 - عقود الخيار

في هذا المبحث، نتعرض إلى مفهوم الخيارات وتنظيم أسواقها بالإضافة إلى نماذج التسعيرة واستراتيجيات إدارة المخاطر.

**ماهية عقود الخيار:** تقوم فلسفة عقود الخيار على هدف أن تضع بيد المستثمرين والمتعاملين أداة تمكنهم من تطبيق تصوراتهم وتوقعاتهم من خلال استخدام ممارسة حقوق البيع والشراء.

**1- تعريف عقود الخيار OPTION CONTRACT:** ويعرف عقد الخيار بأنه اتفاق بين طرفين، يمنح بموجبه الحق لأحد الطرفين في شراء أو بيع أصلاً معيناً أو أداة مالية بسعر محدد وخلال فترة معينة من الطرف الثاني، قد تكون الأداة المالية سهم أو سند أو سعر فائدة أو سعر عملة أو عقد مستقبلي أو مؤشر أو أي أداة مالية متداولة في الأسواق العالمية وهذا يعني أن هناك طرفان للعقد، الطرف الأول مشتري حق الخيار، والطرف الثاني هو بائعه، ويكون لمشتري حق الخيار الحرية في ممارسة هذا الحق أو عدم ممارسته، وطبعاً بالمقابل عليه أن يدفع بسبب الميزات التي يتمتع بها من جراء هذا الحق، المكافأة أو العلاوة<sup>1</sup>.

**2- أنواع عقود الخيار:** يوجد عدة أنواع لعقود الخيار في أسواق الخيار، ونستطيع أن نقول أن من أهم هذه العقود عقود خيار الشراء، عقود اختيار البيع، ومن ثم يليها الخيار على أسعار الفائدة، وخيارات مؤشرات السوق، وغيرها من العقود المستجدة عن عقود الخيار.

**1-2- عقود خيار الشراء Call option:** في عقود شراء الخيار يوجد طرفين، مشتري حق الخيار Buyer or holder ويملك الحق في أن يشتري من الطرف الثاني أصلاً معيناً وبسعر محدد (سعر التنفيذ) وخلال فترة محددة، وله مطلق الحرية في ممارسة هذا الحق أو عدم ممارسته، ويلزم المحرر بالتنفيذ إذا طلب منه ذلك، وثمان هذا الحق الذي يحدده سعر السوق يسمى العلاوة أو المكافأة التي يدفعها المشتري إلى الطرف الثاني الذي يطلق عليه محرر الخيار.

**2-2- خيار البيع put option:** هو عبارة عن عقد بين طرفين، محرر العقد (البائع) ومشتري الخيار، بموجب هذا العقد يمنح المحرر لمشتري الحق في أن يبيع عدد معين من أصل معين أو لا يبيع.

<sup>1</sup> منير ابراهيم هندي "فكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء 3 عقود الخيارات" منشأة المعارف بالإسكندرية، مصر 2007، ص 6

### 2-3- خيار مؤشرات السوق Option on market indexes: التعامل في سوق خيار المؤشرات لا

يختلف عن سوق خيار الأسهم الفردية، لأن بنود العقد وإجراءات التنفيذ واحدة، أما الاختلاف فيكون في أن المؤشر ينطوي على تشكيلة من الأسهم، لذا يطلب من طرف العقد تحديد المؤشر المتعاقد عليه، وكذلك تحديد إن كان التعاقد على عقد واحد أو مضاعف عقد المؤشر.

### 2-4- خيار أسعار الفائدة: إن شراء خيار لسعر الفائدة يعطي للمشتري الحق ليس الالتزام باستلام أداة مالية

بسعر فائدة متفق عليه في وقت محدد مستقبلاً، حيث يدفع المشتري مقابل هذا الحق علاوة للبائع.

### 2-5- خيار السوفكس SOFFEX: السوفكس هو نوع من عقود الخيار والذي يعني الخيارات المالية

المستقبلية السويسرية ويتم هذا النوع من العقود وفقاً لنمط معين بالنسبة لحجم العقد يتضمن كل عقد 5 أسهم أو سندات أو هذا يعني أن ثمن الخيار يساوي ثمن كل خيار مضروباً بالعدد 5، أي كل مكافأة عن سهم تضرب بالعدد 5 للعقد الواحد، أما بالنسبة لممارسة العقد أو تنفيذه فيكون عبارة عن القيمة<sup>1</sup>، التي يدفعها المشتري لشراء أو بيع الأسهم محل العقد.

### 3- خصائص وأهمية عقود الخيار:

#### أ- خصائص عقود الخيار:

- عقد ممارسة الحق يتم دفع قيمة العقد بالكامل بصرف النظر عن ثمن الخيار.
- في حالة لم تتم ممارسة الحق فإن مشتري الحق يخسر ثمن الخيار فقط (خسارة محدودة).
- عقد الخيار يحدد بفترة زمنية محددة - عادة ثلاثة أشهر - ففي حالة ثبات سعر الأصل فإن قيمة الخيار تتناقض بمرور الزمن وتصبح صفراً في نهاية المدة.

- يحق لصاحب عقد الخيار بيعه للغير بثمن يتناسب مع الغرض والطلب عليه في الأسواق المالية للأصل محل العقد، حيث أن عقود الخيار قابلة للتداول ويوجد علاقة فردية بين سعر الأصل في السوق وثمان عقد الخيار.

- لا يدفع صاحب عقد الخيار إلا ثمن العقد أي ثمن الخيار ولا يدفع ثمن كامل الصفقة إلا إذا قرر تنفيذها، وبذلك يمكن لصاحب العقد بعقد صفقات كبيرة في المستقبل.

#### ب- أهمية عقود الخيار: نجحت وانتشرت عقود الخيار بسبب العولمة الاقتصادية وانفتاح أسواق الاستثمار

في السنوات الأخيرة على النحو الذي جعلها أقرب من أن تكون سوقاً واحدة، إضافة إلى التوجه العالمي نحو التسهيل المالي بهدف تحفيز تدفق الاستثمارات الدولية عبر القارات المختلفة وهذا ما أعطى الأهمية الخاصة لهذه العقود والتي تتناسب مع مختلف احتياجات المتعاملين مستثمرين كانوا أم متحوظين:

- إن شراء حقوق الخيار بالنسبة للمستثمر أو المتحوظ يمنحه الفرصة في الاستفادة من ارتفاع الأسعار ويحميه من مخاطر انخفاض الأسعار.

<sup>1</sup> منير ابراهيم هندي "ادارة المخاطر، الجزء الثالث: عقود الخيارات" مرجع سابق، ص 443.

- يستطيع المستثمر عمل تأمين على استثماراته وذلك بشراء خيار هبوط على الأسهم التي يمتلكها، بحيث لو انخفض سعر السهم الذي يملكه، يبيع خيار الهبوط وبذلك يعوض عليه الخسارة أو حتى جزء من تلك الخسارة.
- بالنسبة لأصحاب القرارات المالية في الشركات العالمية والمؤسسات المالية أصبح استعمال حقوق الخيار من أهم منتجات الأسواق الحديثة التي تحمي المستثمر.
- إن حقوق الخيار تقدم للمضارب قوة رافعة كبيرة، بحيث يستطيع الحصول على حق شراء موجودات مالية كبيرة وتحقيق أرباح كبيرة بمبالغ صغيرة والتي تمثل حق الخيار.
- لقد قدمت حقوق الخيار بعدا جديدا للأدوات المالية، حيث أصبح بالإمكان المتاجرة بتقلبات الأسعار نفسها والمتاجرة بمؤشرات أسواق المال.

### المبحث الثاني: الخلفية النظرية للتكامل المالي للأسواق الأوراق المالية

خلال العقدين المنصرمين، شاهد العالم تزايدا في توجه المجموعة الدولية نحو الإقليمية، وما فتئت تخطو خطوات حثيثة لبلوغ العالمية، كما أصبحت الدول الكبرى، تلوذ بمحيطها الإقليمي وتوسعه في مفارقة عجيبة، وهو ما لم يقتصر على القارتين الأمريكية والأوروبية فحسب، بل تعدى ذلك إلى آسيا وإفريقيا. والأسواق المالية كجزء من معادلة التحول، فقد شهدت استقطابا محموما ونزعة قوية نحو التكامل مع المنظومة المالية العالمية، إلى درجة أصبحت معها تشكل سوقا عالمية واحدة، متناغمة الأسعار، متماثلة المنتجات، ومتناسقة السياسات والتشريعات. وقد زاد من ذلك التوجه، اقتناع صناع القرار الدولي والإقليمي بأهمية التكامل المالي للأسواق في جذب التدفقات الرأسمالية، وإشاعة أجواء المنافسة، ونقل التكنولوجيا والمعرفة، وسط سعي المستثمرين لتعظيم المكاسب من خلال التنويع الدولي للمحافظ المالية.

#### المطلب الأول: مفهوم التكامل المالي

لقد أصبح مفهوم التكامل المالي *Financial Integration* بشكل عام، والتكامل الدولي للأسواق المالية على نحو خاص مصطلحا مألوفا في الأدبيات المالية المعاصرة، بفضل امتداد أفكار العولمة إلى سائر الاقتصادات.

**تعريف لهذا المصطلح:** أن السوق المحلية تكون مندمجة في السوق المالية العالمية ومتكاملة معها إذا كانت الأصول المتماثلة في كلا السوقين لها نفس الأسعار، فلو كانت عوائد الأصول المتماثلة مرتبطة ارتباطا تاما نتيجة الاندماج التام للسوقين، فإنه يتوقع أن تؤدي المستويات المتشابهة للمخاطر لأصول المتجانسة إلى جعل أسعارها متماثلة بغض النظر عن مكان تداولها. ومن ثم، فإن التمثيل المألوف لتكامل الأسواق المالية يتحدد بتعادل معدلات العائد على الأصول المالية المتماثلة، حيث تغيب الفوارق بين علاوات مخاطرها، وتصبح أسعارها

متأخمة. حتى نصل إلى وضع يكون التنوع الدولي غير مفيد في ظل وجود الارتباطات القوية بين الأسواق المتكاملة.<sup>1</sup>

- المفاهيم الأساسية المرتبطة بمصطلح التكامل المالي للأسواق: لا ينفصل تكامل الأسواق المالية عن جزئيات النظرية والواقع الاقتصادي. فهو عملية تتولد وتتطور نتيجة تفاعل العديد من متغيرات نظرية الاقتصاد السياسي في إطارها الدولي.

#### - التكامل المالي والتكامل الاقتصادي:

يرتبط التكامل الاقتصادي مع الاقتصاد العالمي بمفهوم الانفتاح الاقتصادي إلى درجة يصعب الفصل بينهما. ومع ذلك تؤكد الأدبيات على وجود فارق جد دقيق بين الاثنين، فالثاني يشير ببُعديه التجاري والمالي إلى حرية حركة السلع والخدمات ورؤوس الأموال المادية والمالية أما التكامل الاقتصادي فهو حالة أعم من الانفتاح الاقتصادي، فإضافة إلى انطوائه على مقومات التحرير التجاري والنقدي والمالي، ينص التكامل الاقتصادي على التقليل من الحواجز التجارية بين الأسواق.

#### - التكامل، الانفتاح والتحرير المالي:

يعرف الانفتاح المالي على أنه وضع يتيح للمستثمرين الأجانب المقيمين وغير المقيمين إمكانية النفاذ والخروج بحرية من الأسواق المالية المحلية والدولية، وحق تملك وتداول جزء أو كل الأصول الثابتة والمنقولة للشركات، وحق تحويل رؤوس الأموال والعائدات الناجمة عن الاستثمار والحاصل، أن سياسة التحرير أو الانفتاح المالي ما هي إلا شرط أولي لعملية التكامل المالي؛ فلا يتحقق التكامل بين اقتصادات تكون أسواقها المالية موصدة في وجه الاستثمارات الأجنبية.

#### - التكامل المالي والاتحاد النقدي:

يمكن تعريف الاتحاد النقدي على أنه جملة من الترتيبات تقود إلى توحيد العملة النقدية بين مجموعة من الأقطار الواقعة في إقليم جغرافي معين، وإرساء مؤسسات نقدية ومالية ذات طابع مركزي وفوق سيادي للإشراف على إصدار ومراقبة تداول العملة الموحدة. ويستمد التكامل أو الاتحاد النقدي مفهومه وجوهره من نظرية منطقة العملة أو النقد المثلى ويعتبر التكامل أو الاتحاد النقدي جزء من سيرورة طويلة وثمرتها للتكامل الاقتصادي والمالي.

#### المطلب الثاني: نظريات وأسس التكامل المالي

##### الفرع الأول: نظريات تكامل الاسواق المالية:<sup>2</sup>

يقوم مفهوم تكامل الأسواق المالية على نظريتين معروفتين، وهما قانون السعر الواحد وغياب فرص المراجعة وينص قانون السعر الواحد على أنه في ظل وضع تغيب فيه تكاليف الصفقات والضرائب، ينبغي أن

<sup>1</sup> بن دحان الياس الازهر، " دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي"، دراسة حالة، مذكرة ماجستير، العلوم الاقتصادية، 2013/2012 جامعة محمد خيضر، بسكرة ص. 115

<sup>2</sup> Kais Fadhlaoui. "Diversification Internationale et Integration Financière.L'Intérêt des Marchés Emergents," Document de Travail.Université de Picardie Jules Verne، Amiens، Picardie، France (Avril 2006)، p. 20

يكون للأدوات المالية المتماثلة العوائد والمخاطر نفس السعر في كل الأسواق المالية التي تتداول فيها هذه الأدوات. بعبارة أدق، إذا كانت هناك سوقان ماليتان أو أكثر متكاملتين، فإن الأصول متماثلة التدفقات النقدية ينبغي أن تمنح نفس العائد في كلتا السوقين. وفي حالة التكامل، تصبح لكل الأصول متماثلة المخاطر ودرجة النضج إمكانية توليد نفس العوائد عبر مختلف الأسواق. وإضافة إلى ذلك، فإنه مع غياب الحواجز التي تكون سببا في المخاطر القطرية وفروق علاوات الصرف، يتوقع أن تحقق الأصول المالية التي لها نفس مستوى المخاطر والسيولة عوائد متماثلة، بغض النظر عن جنسية المكان الذي تتداول فيه.<sup>1</sup> وإن لم يتحقق هذا القانون عندئذ تبرز فرصة التكسب من خلال شراء الأصل الأرخص وبيع الأصل الأكثر غلاء ويعمل نشاط المراجعة على تضيق الفروقات السعرية، التي تستمر نظريا إلى حد تصبح معه الأسعار واحدة في كلتا السوقين.

وفي موضوع متصل، وظف Tam & Tam نموذجا غير تقليدي لتمثيل قانون السعر الواحد، من خلال نمذجة العلاقة بين خصائص الأصول وتسعيرها بواسطة نموذج معياري لتقييم الأصول. وتستند الفكرة الأساسية للنموذج إلى أن القيم الأساسية للأصول هي انعكاس لربحيته وتوقعات نموها. وبذلك، يعتمد مقياس تكامل الأسواق المالية على تقييمات معيارية لتلك الأصول، والمتضمنة لمضاعف الربحية (Dividend-price) (DP) وتكون الأسواق أكثر تكاملا عندما تصبح نسب التقييم متساوية أو تميل للاقترب من بعضها، فعلى مستوى السوق المحلية، تفترض النظرية الاقتصادية تمتع الشركات المنتمية لنفس الصناعة بنفس أساسيات التقييم، وذلك لأنها تستخدم نموذجا تكنولوجيا وإنتاجية وسياسات تشغيلية متشابهة وتواجه ظروف سوقية مماثلة، ومن ثم فهي مفتوحة على فرص نمو متشابهة. وينبغي أن تقود المنافسة داخل الصناعة في آخر المطاف إلى مستويات مخاطرة ومعدلات عوائد مماثلة لمختلف الشركات. وكذلك اتضح أن الشركات في نفس الصناعة تشهد عادة متوسط معدلات عائد مماثلة. وفي السياق الدولي، تتأني العولمة من الأنشطة الاقتصادية والمالية المتنامية عبر الحدود، ومن التطورات في تكنولوجيا المعلومات. ولقد ساهمت هذه العوامل بشكل أساسي في تقليص أهمية العوامل الخاصة للسوق المالية المحلية. فأصبحت أساسيات السوق المالية محددة بالعوامل العالمية الماكرو اقتصادية والمالية مع تزايد أنشطة المبادلات الدولية و التحويل التكنولوجي بين الأسواق، و يتجلى من تعريف تكامل الأسواق المالية في سياق معلوم في المستويات المتماثلة لتقييم الورقة المالية و يمكن توقع أن القطاعات الصناعية يتوقع أن تتكامل بنفس الدرجة، بسبب تشابهها في الخصائص الخاصة بالصناعة. فمثلا، بعض القطاعات (الصناعات) مثل العناية الصحية والمنافع يمكن أن تكون منضبطة بشكل جيد وغير قابلة للتداول في الواقع. أما القطاعات الأخرى مثل قطاع الغاز فيمكن أن تكون خاضعة للتأثير القوي للدورة التجارية المحلية. وبالنسبة لهذه الصناعات، يعد تحقيق التكامل بين الأسواق صعبا نسبيا مقارنة بحالة الصناعات التي تكون لها تبعية أقل للعوامل الخاصة بالصناعة. والتكامل المالي على مستوى الصناعة لبعض القطاعات المهيمنة أو أغلبية القطاعات تقود التكامل المالي على المستوى الكلي.

## الفرع الثاني: أسس تكامل الأسواق المالية:

ينظر عادة إلى مسألة نشوء تكامل الأسواق المالية من خلال نقطتين في غاية الأهمية، ومن قابلية إحلال الأصول وحركية رأس المال. فالتكامل المالي الدولي وفقا لذلك، يكون قويا عندما يتحقق هذان الشرطان. لكن للأسف، غالبا ما يشير الأدب المالي إلى حالتين متطرفتين من التكامل المالي، وهما حالة التكامل التام والانفصال التام. ولا شك أن هاتين الحالتين تبقيان مجرد حالتين نظريتين، حيث تتموقع الأسواق المالية بين هذين الحدين من التكامل.

- حركية رأس المال *Capital Mobility*:<sup>1</sup>

تتطوي حركية رأس المال على تكافؤ فرص وصول كل الأعوان إلى جميع الأصول، حيث يتحرك رأس المال دون حواجز جغرافية. فالسوق تكون أكثر تكاملا لما يختفي التمييز الضريبي. وتعتمد حركية رأس المال على عاملين: رشادة المتعاملين والمعاملة العادلة. وفي النظرية الاقتصادية، يعد المتعامل متعاملا اقتصاديا يسعى لتعظيم منفعته المتوقعة. كما يتصف بالتنفصيل الذي يجعله يسعى لبلوغ الخيارات المتاحة من خلال القيود السائدة. فالحركية تأخذ مجراها فقط إذا كان بمقدور المتعاملين التحرك ولهم فرصة التحرك.

الشرط الثاني لحركية رأس المال يتمثل في المعاملة العادلة. وهذه العدالة تتضمن مقدرة المتعامل على التحرك بحرية من سوق لأخرى دون تحمل تكلفة أعلى من تلك التي يفترض أن يتحملها لو بقي في نفس السوق المالية. وستكون الحركية أكثر أهمية عندما تنتفي المعاملة التمييزية. ويمكن أن تتخذ الحواجز على الحركية عدة أشكال مثل الرقابة على الصرف، والضريبة وتكاليف الصفقات.

وهناك ثلاث أصناف من العراقيل تعيق حركية رأس المال. يتضمن الصنف الأول وضع الانفصال حسب تكلفة النفاذ. وترتبط التكلفة بوجود إما تكاليف الصفقات أو رسوم متغيرة تبعا للمستثمرين (مثل فرض تكاليف على غير المقيمين بمعدلات أعلى من تلك المطبقة على المقيمين)، أو بوجود تكاليف الحصول على المعلومات (كمناجح المستثمر المحلي فرصة الحصول على المعلومات بسهولة أكبر فيما يتعلق بالسندات المحلية مقارنة بالسندات الأجنبية).

ويتضمن الصنف الثاني للعراقيل وضع الانفصال حسب المنطقة، ويفترض تمتع مستثمري منطقة معينة بفرصة الحصول على الأصول المتداولة في منطقتهم دون سواها من المناطق الأخرى. وهي حالة متطرفة من وضع الانفصال السابق، وفيها تكون تكاليف النفاذ المحتملة من قبل مستثمري منطقة ما عالية بما يكفي لثنيهم عن الخروج منها.

الصنف الثالث، فيتضمن وضع الانفصال حسب المتعاملين، ويدعي وجود صنفين من المستثمرين في كل بلد. الصنف الأول يتمتع بفرصة النفاذ دون قيود إلى الأسواق الدولية، بينما الصنف الثاني من المتعاملين مقيد ولا يسمح له بالتعامل إلا في سوقه الوطنية.

<sup>1</sup>Kais Fadhlou. "Diversification Internationale et Integration Financière.L'Intérêt des Marchés Emergents" Op Cit.p45

- إمكانية الإحلال (الاستبدال) *Substitutability* :

يكون أصلان بديلان لبعضهما من غير الممكن التمييز بينهما ممن ناحية المخاطرة المرتبطة بكليهما. وعند توازن الأسواق والحركية التامة لرأس المال، تكون معدلات العوائد المتوقعة لهذين الأصلين متطابقة وينطوي إحلال الأصول على إمكانية التحرك *Mobility* سواء داخل منطقة نقدية واحدة من أصل محلي لآخر أو التحرك على المستوى الدولي استبدالاً للمواطن المفاضلة. وتتسع إمكانية الإحلال (الاستبدال) لتشمل المفاضلة بين فرص الاستثمار المتاحة للمستثمرين.

وبالنسبة لإدارة المحافظ الدولية، تكون ورقتين قابلتين للاستبدال إذا كانت مساهمتها في تدنئة مخاطرة المحفظة على قدر واحد، مهما كانت تركيبتها. وفي هذا الإطار، فإن مكافأة كل أصل هي العامل الوحيد في مفاضلة المستثمر. وكلما كانت هناك الكثير من الأصول القابلة للاستبدال، كلما كانت خصائصها متشابهة أكبر إجمالاً إذا كانت الأصول قادرة على التحرك بشكل مطلق وقابلة للإحلال، فسيتمتع المستثمرون نحو الأوراق المالية التي تمنح أكفاً ثنائية للعائد والمخاطرة. ووفق هذا التوصيف، تكون الأسواق المالية الدولية أكثر تكاملاً عندما تكون الأصول المتداولة أكثر حركية وأكبر قابلية للاستبدال. وقد أدت آليات نمطية المنتجات المالية، والسهولة التي تتدفق بها المعلومات والحركية المتنامية للمستثمرين إلى تدويل عملياتهم. واستغلت فرص المراجعة فوراً من المستثمرين. وفي ظل غياب فرص المراجعة يحافظ قانون السعر الواحد على قيمته. فالأصلان اللذان لهما نفس الخصائص ولكنهما ينتميان إلى دولتين مختلفتين سيكون لهما بالضرورة سعر واحد.

في السوق التامة حيث تتحرك الأصول كفاية وتتمتع بقابلية للاستبدال، ينبغي أن يكون قانون السعر الواحد محققاً. لكن للأسف، هناك تشوهات لا حصر لها في عمل الأسواق، وعدداً من العوامل يمكن أن تكون مصادر لانفصال الأسواق. وتؤثر تلك التشوهات بشكل معتبر على تقييم المخاطرة المنتظمة. وتحديد هذه الحواجز مهم للغاية في فهم استراتيجيات التنويع الدولي للمحافظ. وتتخذ التشوهات في الأسواق الأشكال التالية:

- تكاليف الصفقات المرتبطة بالصفقات الدولية مثل تكاليف النقل والاتصالات.
- المخاطر المختلفة الناشئة عن الاستثمار الأجنبي كخطر الصرف، والتغيرات التشريعية.
- عدم تكافؤ الأصول المالية المحلية والأجنبية فيما يتعلق بآجال الاستحقاق، العوائد والمخاطر.
- المعاملة الضريبية التمييزية، كالضريبة على الاستثمارات الرأسمالية، والرقابة على معدلات الصرف.
- وكخلاصة، يمكن أن ينشأ التكامل المالي بين الأسواق وتزداد درجته عندما تتجه الأسواق للتحرر والتخلص من القيود الحمائية المفروضة على حركية رأس المال وتتداول الأصول المالية بين الأسواق.

## المطلب الثالث: مزايا وتكاليف ومتطلبات التكامل المالي لأسواق الأوراق المالية

شجع التحرير المالي للأسواق المالية الوطنية على إزالة القيود المفروضة على الاستثمار الأجنبي وحركات رؤوس الأموال. وقد قاد ذلك إلى إحداث تغييرات جوهرية في البيئة المالية، ممهداً لظهور التكامل المالي. ورافق تزايد درجة التكامل لأسواق رأس المال العالمية نمواً معتبراً في التدفقات الرأسمالية الخاصة نحو الدول الناشئة

والنامية. وإلى غاية أزمة أكتوبر 1987، كان التركيز منصبا على التأثيرات الايجابية للتحرير والتكامل المالي. فالنفاذ إلى الأسواق الرأسمالية العالمية يمكن المستثمرين من تعظيم فرص تنويع المحافظ وإمكانية تحقيق معدلات عوائد مرتفعة. ومن وجهة نظر الدول المستقبلية، هناك أيضا مكاسب ضخمة يمكن تحقيقها. فالدخول إلى أسواق رؤوس الأموال الدولية يسمح للدول بالافتراض لتلبية الحاجات الاستهلاكية في أوقات الصدمات المعاكسة، والتخصيص الجيد للموارد وتعزيز فرص النمو والثروة.

### الفرع الأول: مزايا تكامل الاسواق المالية:

تقوم الحجج التحليلية المؤيدة للانفتاح والتكامل المالي على أربعة اعتبارات أساسية هي: مكاسب التنويع الدولي للمخاطرة على صعيد صقل الاستهلاك، والتأثير الايجابي للتدفقات الرأسمالية على الاستثمار المحلي والنمو، وتعزيز الانضباط الاقتصادي الكلي ورفع الكفاءة، وكذلك تعميق استقرار النظام المالي المحلي في ظل الاختراق المصرفي الأجنبي.

### أولا: تقاسم وتنويع المخاطر الدولية<sup>1</sup>

يوفر التكامل المالي الدولي للمستثمرين الدوليين والمحليين خيارات متعددة لتقاسم وتنويع المخاطر عبر عدد من الدول، وضمان فعالية أكبر في إدارة المحافظ مقارنة بما تسمح به الترتيبات المحلية. ويمكن للمستثمرين في إطار ظاهرة تدويل الأسواق المالية تحقيق مكافآت معتبرة ومداخل مستقرة من وراء الاستثمار في الأصول المالية المصدرة في دول أخرى تشهد نموا اقتصاديا، وتقادي التذبذب في الاقتصاد الوطني والتغطية ضد التأثيرات المضادة لأدائه المتقلب.

ويكتمل دور تقاسم المخاطر وتنويع المحافظ عبر مختلف المناطق من خلال وجود التنوع في الأدوات المالية وأصول الملكية المشتركة: كالأسهم، والاستثمارات المباشرة الأجنبية، وعقود التأمين، إضافة إلى الأوراق المالية المشتقة القائمة على هذه الأصول المتداولة دوليا. كذلك، تساعد الابتكارات التكنولوجية والمالية ونمطية المنتجات المالية بتوسيع فرص الاستثمار والتنويع.<sup>2</sup>

### ثانيا: التخصيص الأمثل لرأس المال (الكفاءة الاقتصادية):

وفيما يتعلق بالكفاءة الاقتصادية، يؤدي التكامل المالي الدولي للأسواق إلى تخصيص أمثل للموارد الإنتاجية ولرؤوس الأموال. وتتحقق الكفاءة التخصيصية للأسواق تبعا لانخفاض تكاليف المعاملات وتحسن جودة الخدمات. ويحث انخفاض التكاليف على ممارسة المراجعة بسهولة وبسرعة، مما يحسن كفاءة تخصيص الموارد التي تعتمد على حجم، ومكونات، وجودة التدفقات الرأسمالية.

أما الرابطة الثانية وهي الموجودة بين التكامل المالي والإنتاجية. إذ يرفع التكامل المالي درجة الإفصاح عن المعلومات في الوقت المناسب، ويخفض التكاليف والحواجز على الابتكارات المالية بفعل المنافسة بين

<sup>1</sup> طارق محمد خليل الاعرج، الاسواق المالية، مقرر دراسي ادارة المصارف منشورات كلية الإدارة والاقتصاد، الاكاديمية العربية المفتوحة الدانيمارك بدون سنة نشر ص 20.

المستثمرين ما يساهم في زيادة الإنتاجية. وتمكن الرابطة الثالثة لتأثيرات التكامل على التخصيص في تشجيع الشركات على تحسين إنتاجيتها والسعي نحو تخفيض المخاطرة المرتبطة بالاستثمارات القائمة.

ويشجع التكامل المالي على تدفق الأموال الباحثة عن استغلال الفرص الاستثمارية المتاحة في بعض المناطق. ويتحقق ذلك كلما سهل التكامل المالي من إمكانية الوصول إلى فرص الاستثمار في هذه المناطق، شريطة أن تكون أكثر إنتاجية مقارنة بمناطقهم. ومع مزيد من الأموال المتدفقة، تصبح التنمية المالية في هذه الأقطار ممكنة التحقيق.

### ثالثا : دعم الاستثمار المحلي والنمو:

إن القدرة على جذب الموارد الدولية في ظل توفر فرص النفاذ يمكنها التأثير إيجابا على الاستثمار المحلي والنمو. وفي عدد من الدول النامية، تواجه القدرة على الادخار لقيود مستوى الدخل المتدني. وطالما أن العائد الحدي من الاستثمار لا بد أن يساوي على الأقل تكلفة الرأسمال المقترض، فإن التدفقات الواردة للموارد الأجنبية الصافية يمكن أن تكمل الادخار المحلي، وترفع مستويات الرأسمال المادي لكل عامل، وتساعد البلد المستقبل على رفع معدل نموه الاقتصادي وتحسين جودة الحياة. ويمكن أن تزداد هذه المكاسب أكبر لا سيما في بعض الأصناف من التدفقات الرأسمالية الواردة، وبخاصة الاستثمار الأجنبي المباشر.

وبالإضافة إلى الأثر المباشر على النمو، يمكن أن يكون للاستثمار الأجنبي المباشر تأثيرات غير مباشرة في المدى الطويل. فيمكن أن يسهل عملية تحويل أو نشر المعرفة التكنولوجية والإدارية وخاصة في شكل نوعيات جديدة للمدخلات الرأسمالية وتحسين مهارات تكوين القوة العاملة كنتيجة لتأثيرات "التعلم من خلال التجربة"، والاستثمار في التعليم الرسمي، وتدريب القوى العاملة

### رابعا: تعزيز الانضباط الاقتصادي الكلي:

لقد تأكد أنه بارتفاع المكافآت على السياسات الجيدة والعقوبات على السياسات السيئة، أن التدفق الحر للرأسمال عبر الحدود يمكن أن يدفع الدول لإتباع سياسات اقتصادية كلية أكثر انضباطا، تترجم في استقرار اقتصادي كلي، وبالتالي التقليل من إمكانيات الوقوع في الأخطاء. وكلما تمت ترجمة انضباط السياسات الكلية إلى استقرار اقتصادي كلي أكبر فيمكن رفع معدلات النمو الاقتصادية مثلما تؤكد أدبيات نظرية النمو الداخلي، وتكمن الحجة وراء ذلك أن التحرير المالي الخارجي يمكن اعتباره إشارة عن رغبة الدولة لتبني سياسات اقتصادية متينة من خلال تخفيض عجز الميزانية والإبقاء على استعمال ضريبة التضخم ومنه يمكن أن يشجع فتح حساب رأسمال على الاستقرار الماكرو اقتصادي والمالي وضمان تخصيص أكفأ للموارد ورفع معدلات النمو الاقتصادي

### خامسا : زيادة كفاءة النظام المصرفي والاستقرار المالي:

تتمثل الحجة الداعمة للانفتاح المالي في مساعدته على زيادة عمق Depth واتساع Breadth الأسواق المالية المحلية، متسببا في رفع درجة كفاءة عملية الوساطة المالية، بتخفيض التكاليف والأرباح الزائدة المرتبطة

بالأسواق الاحتكارية. وبدورها، تؤدي الكفاءة المرتفعة إلى تدنية معدلات الفائدة المرتفعة في النشاط المصرفي، وتخفيض تكلفة الاستثمار وتحسين تخصيص الموارد، وبالتالي رفع معدلات النمو الاقتصادي

### سادسا : تحسين كفاءة الأسواق المالية:

يتوقع أن يوفر التحرير المالي للأسواق المالية فرصا أكبر لولوج المستثمرين الأجانب إلى الأسواق المالية المحلية وما يستتبعه من زيادة في مستويات السيولة وشفافية المعاملات والتنافسية السعرية. وهي عناصر بلا شك تعمل على تحسين الكفاءة المعلوماتية، ويمكن رصد علاقة التحرير بالكفاءة من واقع نظرتين:

### النظرة الأولى : ترى أن التحرر يسمح بتحسين مستوى الكفاءة المعلوماتية في ثلاث مؤشرات اقتصادية

ومالية وهي :

- جودة المؤسسات والمعلومات والتشريعات حيث تعمل هذه العوامل بقوة على تحسين كفاءة الأسواق ، إذ يطالب المستثمرون الأجانب في الغالب تعويض تدفقاتهم الرأسمالية إلى الأسواق الناشئة والنامية عالية من شفافية السوق وجودة مرتفعة من الإفصاح المالي ، وينبغي أيضا تعزيزي شروط الاستثمار وقوانين الحماية للملاك الصغار ، ويتضمن ذلك تطبيق معايير المحاسبة الدولية وتشريعات التداول الملائمة ، إضافة إلى تطوير مؤسسات جديدة لضمان الأداء الجيد للأسواق المالية

- سيولة السوق عندما تتنامى التدفقات الرأسمالية الأجنبية بعد إزالة عراقيل الاستثمار فإن أوضاع السيولة في الأسواق الناشئة والنامية تزداد بشكل معتب ، مما يوفر للمستثمرين المحليين والأجانب إمكانية استغلال فرص المراجعة الممكنة ، وحالما تتلاشى هذه الأخيرة ستقترب أسعار السوق إلى مستوياتها الكفوة ، مع ملاحظة أن السيولة المتزايدة تسرع من اقتراب السوق من الكفاءة بما أن تعديلات الأسعار المعلومات الجديدة تكون فورية وبصفة تامة.

- حجم وعمق السوق يمكن أن يؤدي الارتفاع في حجم الرسملة وعمق السوق إلى رفع مستوى كفاءة السوق ، فتبني نظام التسعير الالكتروني ، والذي لم يكن سائدا في الأسواق الناشئة والنامية قبل تحرير الأسواق المالية ، يساهم بشكل هام في تخفيض تكاليف الصفقات وتسريع الاستيعاب التام للمعلومات الجديدة من طرف الأسعار ، وتتضاءل مصادر اللاكفاءة أيضا عندما يتخصص المتعاملون في أنشطة السوق وتزداد معرفتهم المالية.

علاوة على ذلك يترافق هذا التكامل عادة مع إصلاحات هيكلية ومؤسسية تضمن تنافسية السوق.

وتعنى أغلب هذه الإصلاحات بنظام الصفقات ، ونشر المعلومات وتوحيد قواعد وإجراءات التداول وفقا للمعايير الدولية ، وتشجع ظواهر أخرى مثل تأثير التعليم من ناحية المعرفة والتكنولوجيا على تعزيز أثر التكامل المالي على تطوير السوق المحلية ، والشيء نفسه بالنسبة لزيادة الإدراجات المتبادلة وزيادة رأس المال ، وكل هذه العناصر تساهم في تحسين الكفاءة الشاملة للسوق المالية.

**النظرة الثانية:** ترى أن تحرير الأسواق المالية يقود أيضا إلى اللاكفاءة المعلوماتية، ويمكن تفسير هذه النتيجة بالشكل التالي: وجود مستثمرين أكثر في الأسواق المحلية و كنتيجة لعدم التماثل المعلوماتي يمكن أن يوسع من إنحرافات الأسعار عن قيمها الأساسية، علاوة على ذلك يمكن أن تتحول السيولة العالية المرافقة للحركة الحرة للتدفقات الرأسمالية إلى عائق في سبيل تحقيق كفاءة السوق بسبب أنها تولد فقعات المضاربة (مثل العوائد المرتبطة إيجابيا عند بداية تكون الفقاعة، والعوائد المرتبطة سلبا عقب انفجارها)، فضلا عن أن تكثيف السلوكيات غير الرشيدة للمشاركين في السوق (سلوك القطيع، التداول المضارباتي) في فترة ما بعد التحرير يمكن أن يعرقل أو يبطل اقتراب السوق من وضع الكفاءة المعلوماتية.

### الفرع الثاني: تكاليف تكامل الأسواق المالية

لقد دفعت تجربة العقدين الماضيين الاقتصاديين وصناع القرار إلى الاعتراف بأنه إضافة إلى المكاسب المحتملة، يمكن أن يولد التكامل المالي العالمي وانفتاح الأسواق المالية تكاليف معتبرة ومخاطر جسيمة على هيكل الاقتصاد الكلي، وخاصة في حالة عدم التمكن من إرساء الإطار المؤسسي والتشريعي الكفيل بتعظيم مزايا التكامل وضمان سلامة اقتصاد البلد. وتتضمن هذه التكاليف درجة عالية من التمرکز للتدفقات الرأسمالية وضعف الحصول على التمويل بالنسبة للدول الصغيرة، سواء بصفة دائمة أو عندما تكون بحاجة إليه مؤقتا؛ والتخصيص المحلي غير الملائم لهذه التدفقات التي يمكن أن تقيد تأثيرات النمو وتضاعف من التثوهات المحلية الموجودة من قبل وفقدان الاستقرار الماكرو اقتصادي؛ إضافة إلى الحركات الدورية للتدفقات الرأسمالية قصيرة المدى؛ ورفع درجة تذبذب التدفقات الرأسمالية التي ترجع إلى تأثيرات سلوك القطيع والعدوى؛ والمخاطر المرتبطة باختراقات البنوك الأجنبية للسوق المحلية<sup>1</sup>.

### أولا: تمرکز التدفقات الرأسمالية و ضعف إمكانية الوصول إليها:

هناك دليل تاريخي متوافر يبين أن فترات الطفرة في التدفقات الرأسمالية تميل للتمرکز في عدد ضئيل من الدول المستقبلية. والتزايد المثير للتدفقات الرأسمالية في أوائل التسعينيات توجه أساسا نحو عدد ضئيل من الدول ذات الدخل الكبير والمتوسط في أمريكا اللاتينية وآسيا. وفي حين انخفضت الحصة الإجمالية للتدفقات الرأسمالية الخاصة المتجهة نحو الدول محدودة الدخل خلال التسعينيات، فإن النسبة المتجهة نحو الدول العشرة المستقبلية ذات الدخل الكبير فتتامت بشكل ملحوظ، ونسبة ضئيلة من رأسمال اتجهت نحو الدول الإفريقية وأغلبية ما يتدفق نحو المنطقة منحصر في عدد قليل من الدول مثل أنغولا، نيجيريا وجنوب إفريقيا ذات الموارد الطبيعية المهمة. وبالتالي فإن عدد من الدول النامية تبدو منفصلة عن أسواق رأس المال العالمية، رغم انفتاح حساب رأسمالها.

<sup>1</sup>Pierre-Richard Agénor, Peter K. Montiel, Development Macroeconomics, 3' ed. (UK: Princeton University Press, 2008), pp. 489 – 494.

**ثانيا : التخصيص المحلي السيء للتدفقات الرأسمالية:**

رغم أن التدفقات الواردة من رأس المال المرتبطة بفتح الحساب الرأسمالي يمكن أن تزيد الاستثمار المحلي، فإن تأثيرها على النمو في الأجل الطويل يمكن أن يكون محدودا لاسيما إذا كانت تلك التدفقات مستعملة لأغراض المضاربة والاستثمارات المحلية متدنية الجودة، مثل الاستثمارات في قطاع العقارات. فالاستثمارات منخفضة الإنتاجية في القطاع غير القابل للتجارة يمكن أن يخفض خلال الزمن قدرة الاقتصاد على التصدير ويؤدي إلى تأجيل الاضطرابات الخارجية.

ويمكن أن يكون التخصيص السيء للتدفقات الرأسمالية الواردة نتيجة للتشوهات الموجودة مسبقا في المنظومة المالية المحلية. وفي الدول التي تعاني بنوكها من هشاشة وإشرافها ضعيف على المنظومة المالية، يمكن للوساطة المباشرة أو غير المباشرة للمبالغ المالية الهامة المحتفظ بها في المنظومة البنكية زيادة مشكلات الخطر المعنوي المرتبط بتأمين الوديعة.

**ثالثا : انتعاش التدفقات الدورية قصيرة الأجل:**

تعاني الاقتصادات النامية الصغيرة من انفصال عن أسواق رأس المال العالمية. ومع ذلك يتمتع البعض منها بقدرة كبيرة للوصول إلى هذه الأسواق، على غرار البلدان المنتجة للنفط. ويمكن أن تتحول وفرة الموارد إلى مشكلة عدم التماثل. وتستطيع هذه البلدان الاقتراض فقط في الأوقات الجيدة، في حين يمكن أن تواجه قيودا عليا للاقتراض في الأوقات السيئة. وبالتالي يمكن أن يكون تدبير الموارد المالية دوريا. وفي مثل هذه الظروف، يمكن لأحد الادعاء بمكاسب النفاذ إلى أسواق رأس المال العالمية، والقدرة على الاقتراض لتلبية الاستهلاك مقابل مواجهة الصدمات الزمنية المتناقضة، وذلك ببساطة وهم. إذ قد يتولد عن الطبيعة الدورية تأثير مضاد وعدم استقرار اقتصادي كلية والصدمات الملائمة يمكن أن تجذب تدفقات رأسمالية ضخمة وتشجع على الاستهلاك والإنفاق بمستويات غير مستقرة في المدى الطويل، بحيرة الدول على تبني التعديل المبالغ حال حدوث الصدمة المضادة.

**رابعا : سيادة سلوك القطيع والعدوى وتذبذب التدفقات الرأسمالية:**

يمكن أن يصاحب الدرجة العالية للانفتاح المالي مستويات عالية من التذبذب في التدفقات الرأسمالية وقيم الأصول، وخروج طارئ وهائل لرؤوس الأموال قصيرة الأجل بالتزامن مع تزايد الضغوط التضخمية على العملة المحلية. وإمكانية الانسحاب الهائل للتدفقات الرأسمالية قصيرة الأجل يزيد من المخاطرة التي يمكن أن تكلف المقترضين هروب للسيولة. وكلما كان مستوى الدين قصير الأجل مرتبطا بالاحتياجات الدولية للبلد المقترض، فإن خطر هروب السيولة سيتفاقم. والمستوى العالي للديون قصيرة الأجل للنظام المالي تتسبب أيضا في مخاطر الخروج المفاجئ للبنوك ورؤوس الأموال الساخنة المرتبطة بحمى المضاربات العشوائية من السوق المحلية، مما يرهن السياسة النقدية والمالية للبلد لأثر العوامل الخارجية، ويعجل بحدوث أزمات مالية دورية.

### خامسا : مخاطر دخول بنوك أجنبية:

فوجود بنوك أجنبية سيساهم بشكل ضئيل في الرفع الشامل لكفاءة القطاع المالي. وبالسماح للدرجة العالية من التخصيص الائتماني للشركات الصغيرة، سيكون لها تأثير مضاد على المخرجات، والتوظيف وتوزيع الدخل، يمكن أن ينشأ عن دخول البنوك الأجنبية التي لها تكاليف تشغيلية متدنية ضغوطا على البنوك المحلية للاندماج من أجل الحفاظ على التنافسية.

كما يمكن أن لا يؤدي دخول البنوك الأجنبية إلى تعزيز استقرار النظام البنكي المحلي، لأن وجودها لن يجعل الأزمات البنكية الدورية أقل حدوثا على الأرجح.

### سادسا : فقدان الاستقرار الاقتصادي الكلي:

يمكن أن يكون للتدفقات الرأسمالية الضخمة الواردة نتيجة الانفتاح المالي تأثيرات اقتصادية كلية غير مرغوب فيها تظال ميزان المدفوعات<sup>1</sup>، متضمنة توسعا نقديا سريعا (نتيجة لصعوبة وتكلفة سياسات التعقيم المتبعة)، وضغوطا تضخمية ناتجة عن تأثير التدفقات الرأسمالية الواردة على الإنفاق المحلي، وارتفاعا لمعدل الصرف الحقيقي وتوسع العجز في الحساب الجاري. وفي ظل معدل الصرف المرن، يتجه العجز الخارجي إلى تخفيض قيمة العملة، والذي يمكن احتمالا أن يؤدي إلى إعادة ترتيب الأسعار النسبية والحث على حركات التصحيح الذاتية للتدفقات التجارية. بالمقابل، في ظل نظام معدل الصرف الثابت، فإن الخسائر في التنافسية والاختلالات الخارجية المتنامية يمكن أن تأتي على الثقة في نجاعة وقابلية البقاء لنظام الربط، وبالتالي التعجيل بوقوع أزمات العملة وتساعد حالات عدم الاستقرار المالي.

وفي المحصلة، أيا كان الجدل القائم حول أهمية التكامل المالي، فإن أغلب الدراسات التي أنجزت حول هذا الموضوع قد أشارت إلى أن أكثر الأسواق تطورا هي تلك التي تشهد اندماجا متعاضدا ومدروسا في المنظومة المالية العالمية.

### الفرع الثالث : التكامل المالي ومتطلباته الأساسية

يتوقف تحقيق التكامل المالي لأهدافه الحيوية وتعظيم مكاسبه وتفاذي مخاطره الديناميكية على استيفاء عدد من المتطلبات الأساسية. ولعل تعزيز قوى السوق والأطر التشريعية والمؤسسية إحدى تلك المتطلبات.

**أولا : تعزيز قوى السوق:** تتركز سيرورة تكامل أسواق رأس المال الدولية غالبا على سلوكيات السلطات العمومية، لا سيما فيما يتعلق بسن التشريعات والقوانين الخاصة بتحرير الأسواق المالية من القيود. غير أن ذلك لا يمنع من الإشارة إلى أنه في حالة وفرت البيئة التشريعية والقانونية الشرط الضروري للتكامل، فيمكن أن يساهم المتعاملون في ترقية التكامل المالي. وفي الواقع، فإن تحقيق المستوى الأمثل للتكامل المالي يتطلب تداخلا بين قوى السوق، والسلوك الجماعي والسلوك العمومي.

ووفقاً لمبدأ اقتصاد السوق المنفتح و المعزز بالمنافسة التامة، فإن المحدد الأول للتكامل المالي هو قوى السوق التي تتيح للمتعاملين الإستفادة مباشرة من التكلفة المنخفضة لرأس المال كنتيجة للمنافسة المتزايدة، كما توفر لهم فرصة الوصول على عدد كبير من الأدوات المالية و الفرص المزيدة لتتبع المحفظة، و يمكن أن يستغل مزودو الخدمات المالية اقتصادات الحجم التي توفرها الأسواق الكبير، و في المحصلة، تعمل قوى السوق على إلغاء عدم الكفاة و التشوهات المرتبطة بإفصال الأسواق غير أن هناك حالات تكون في قوى السوق غير كافية بمفردها لإزالة عدم الكفاءة، فيصبح السلوك الجماعي للمتعاملين ضرورياً لإتمام و مساندة دور السوق الحرة.

### ثانياً: دعم تكنولوجيا الاتصالات والمعلومات:

أحدثت التطورات التكنولوجية في عالم الاتصالات والمعلومات ثورة هائلة في مجال إنتاج وتبادل المعلومات دون حدود مكانية أو قيود زمانية واعتبارات تقنية. وقد ساهم ذلك في ربط المتعاملين وجعل البنوك والأنشطة المصرفية وأسواق العملات والأسهم ورؤوس الأموال الدولية أكثر تكاملاً من أي وقت مضى. ولا غرابة أن تتسارع وتيرة عولمة الأسواق المالية خلال تسعينيات القرن العشرين مع انطلاق خدمات الانترنت وتعميمها على كافة المراكز المالية العالمية. وقد أتاح هذا الواقع الجديد للمستثمرين مع بزوغ أنظمة التداول الحديثة الأكثر كفاءة والأقل كلفة إمكانية تنفيذ أوامر البيع والشراء للأوراق المالية خلال ثوان، كذلك أتاح لهم ذلك فرصاً عديدة لتتبع استثماراتهم، أمام كثافة الخيارات المطروحة وتراجع تكاليف إجراء الصفقات ووفرة المعلومات بشكل فوري. وفي خطوة متقدمة، تبنت العديد من البورصات حالياً إلغاء مقصورتها واستبدلت السوق بنظام التعامل الإلكتروني المحض. وبالإضافة إلى ذلك، شوهد في السنوات الأخيرة اتجاهها نحو قيام العديد من التحالفات بين المراكز المالية للتوقي ضد المنافسة الدولية. ومكنت هذه التغييرات من ممارسة التجارة وتزايد درجة تكامل البورصات<sup>1</sup>. من هنا، فإن استتباب التكنولوجيات الحديثة للتداول في الأسواق المالية المحلية يعزز أكثر من حظوظها للتكامل الإقليمي والدولي ويقرب موقعها من المستثمر الدولي.

### ثالثاً: بناء القدرات المؤسسية:

لا يقل هذا المطلب أهمية عن مطلب بناء البنية الأساسية في مجال دعم تكنولوجيا المعلومات والاتصالات. إذ يفرض التحرير والانفتاح المالي على الدول الناشئة والنامية تبني تشريعات جديدة وأطر مؤسسية وتنظيمية قوية للتعاظم مع الواقع الجديد الذي يضم كيانات مختلفة تتطلب معاملة غير تقليدية. وتشتمل هذه التجديدات على تبني برنامج إصلاح هيكلي لاستتباب ديناميكيات السوق الحر، والتي تقود إلى إزالة كافة القيود والعراقيل على الأنشطة الاقتصادية، كأنشطة الشركاء الأجانب، وإيفاء الممارسات المتسببة في تشوه آلية السعر، ذلك لأن غياب بيئة مشجعة على ممارسة الأعمال يمكن أن يدفع بالتكامل المالي مع الاقتصاد العالمي إلى طريق مسدود، قد يترتب عنه إجماع الاستثمار الأجنبي من دخول السوق المحلية وهروباً لرؤوس الأموال نحو اقتصادات وأسواق تتمتع بأطر تشريعية ومؤسسية جذابة.

ومن أجل تقوية قدرة الدولة على تعظيم منافع التكامل و إستدامتها ، و إمتصاص التدفقات الرأسمالية ينبغي عليها بلوغ مستوى معين من التطور المالي والمؤسسي ويحتاج نظامها المالي لعب دور الوسيط بين التدفقات الرأسمالية ، والسماح بنفاذها لتمويل الاستثمار المنتج وإعطاء الملاك والشركات القدرة على تنويع محافظهم دعماً لمرونتهم، وتؤكد التجارب أن نجاح التكامل المالي وتحرير الأسواق المالية كان مدعوماً بسياسات مالية ونقدية متينة قادرة على وقاية الاقتصاد الحقيقي من تأثيرات تذبذب التدفقات الرأسمالية.

خلاصة يتوقف التكامل بين الأسواق المالية على طبيعة الهياكل والخصائص البنوية للأسواق المتكاملة ، فتشابه البورصات من الناحية البنوية والإمكانات يجعل من فرص التكامل بينها وإمكانية الاستفادة على صعيد تنويع المحافظ محدوداً ، ذلك لأن التكامل إنما يحصل لحاجة كل بورصة إلى سمة غير متوفرة فيها لكنها متاحة في أسواق أخرى يجري العمل على توثيق الروابط بها ، وبالتالي فإن انخفاض درجة التشابه البنوية بين الأسواق المالية وتنوعها ، شرط ضروري لتحقيق الاستفادة من تكاملها.

**الفصل الثاني : دور الهندسة المالية في تعزيز التكامل في  
الأسواق المالية (دراسة حالة ماليزيا)**

**تمهيد:** لقد شهدت الأسواق المالية خلال عقد الثمانينيات إصلاحات عميقة. وكان المحفز الرئيسي لذلك هو الاتجاه نحو انفتاح مالي أكبر. وتمخضت عن هذه الإصلاحات تغييرات جذرية في المجال المالي، حيث حدثت طفرة في مجال ابتكار الأدوات المالية والأوراق المالية في العقدين اللاحقين، كما ظهرت الحاجة إلى تعزيز العلاقات بين الأسواق المحلية والعالمية لإرساء قاعدة صلبة لعولمة أسواق رؤوس الأموال ومن ثم ساعدت ظاهرة التكامل المالي في تقارب السلوكيات العالمية للأسواق المالية. ويترجم ذلك بتزايد الارتباطات بينها وكذلك بالتذبذب الكبير لقيم الأصول، وقد أثر ذلك على المكاسب المنتظرة من التنويع الدولية للمحافظ. ومن الأهمية بمكان الأخذ بعين الاعتبار هذا التطور عند إعداد استراتيجيات إدارة المحفظة على المستوى الدولي وسنتطرق في هذا الفصل إلى مبحثين الأول يبين تأثير الهندسة المالية على التكامل المالي والثاني نتطرق فيه لدراسة حالة السوق المالي الماليزي و تقييم تجربته في عولمة سوقه المالي.

### المبحث الأول: دور الهندسة المالية في تعزيز التكامل في الأسواق المالية.

نقوم في هذا المبحث بتحليل مفهومي التنويع الدولي و عولمة الأسواق المالي النهج الذي تسعى إليه اقتصاديات الدول الناشئة كل في مطلب على حده ثم أخيرا نستعرض أهم النماذج و التحالفات بين البورصات

**المطلب الأول: جدلية التنويع الدولي والتكامل المالي**

يعد التنويع الدولي من المواضيع التي لاقت اهتمام المستثمرين منذ أمد بعيد، لكونه أداة فعالة في تعظيم عائد المحفظة الدولية وتدنئة مخاطرها من خلال تمكينه للمستثمرين من توظيف جزء من مخصصات المحفظة في أصول أجنبية. وتعد هذه المكاسب حصيلة للارتباطات الضعيفة أو المعدومة بين مختلف الأسواق الوطنية، وتسمح هذه الارتباطات الضعيفة بين الأسواق الوطنية بتعظيم تلك المكاسب<sup>1</sup>.

وإذا كان التكامل المالي يجعل التنويع الدولي للمحافظ من جهة أكثر فعالية، بإتاحته للمستثمرين إمكانيات الانتقال من سوق لأخرى في ظل تطور وتعقد شبكة الاتصالات، فإنه يزيد من الارتباطات بين الأسواق المالية الوطنية، مساهما في تخفيض مكاسب التنويع على الصعيد الدولي. ويؤكد هذا الطرح على أن الأثر الإجمالي للتكامل المالي على مكاسب التنويع الدولي للمحافظ لا يزال يكتنفه الغموض، وسواء كانت مكاسب التنويع الدولي للمحافظ الاستثمارية تتجلى في تدنية المخاطر و/ أو تحقيق العوائد الإضافية، فإن إظهار المكاسب المتوقعة من التنويع الدولي في ظل فرضية التكامل المالي المعزز بالارتباطات بين الأسواق المالية يحتاج إلى فهم أكبر بالتطرق إلى مبرراته، مخاطره، أشكاله واستراتيجياته لأنه حلقة الربط بين ابتكارات الهندسة المالية والتكامل المالي.

<sup>1</sup>Kais Fadhlaoui. "Diversification Internationale et Integration Financière. L'Intérêt des Marchés Emergents," Op.Cit.pp.16-18

### الفرع الأول : مفهوم التنويع الدولي:

لقد حسمت النظرية الحديثة للمحفظة فائدة التنويع في تخفيض المخاطرة من خلال توسيع عمليات الاستثمار في الأصول المالية المتاحة، وإذا كانت مزايا التنويع على المستوى المحلي جلية للعيان ولا تقبل النقاش، فإن الحديث عن مزايا التنويع الدولي أصبح حينئذ قضية مسلمة. إذ يتيح الاستثمار الدولي إمكانيات إضافية للاستفادة من مزايا التنويع، فطالما أن الأصول المتداولة في شتى الأسواق المالية الدولية تشهد عادة ضعفا في الترابط فيما بينها، فإن من الممكن تخفيض درجة مخاطرة المحفظة إلى أدنى مستوياتها دون الحد من إمكانيات الكسب، وذلك بضم الأصول المحلية والأجنبية إلى بعضها البعض بدل حصر الاستثمار في الأصول المحلية. ولقد تبنى المستثمرون التنويع الدولي منذ أمد بعيد كاستراتيجية فعالة لتعظيم مردودية محافظهم، ولذلك كانت المنافع المتأتية منه محل اهتمام العديد من الباحثين، من بينهم Grubel, Levy & Sarnat, Solnik, Lessard, De santis & Bruno. وقد بين هؤلاء الباحثون تباعا تفوق التنويع الدولي على التنويع المحلي فيما يتعلق بتعظيم العائد أو تدنية المخاطرة. ولذلك استفاد المستثمرون الأمريكيون من هذا الواقع دون الاستثمار مباشرة في الأسواق الدولية، بسبب كثرة إدراجات الشركات الأجنبية ذات الرسملة الكبيرة في أسواق الأسهم الأمريكية، وتنوع الأدوات المالية الأمر الذي وفر فرصا عديدة للمستثمر الأمريكي لتنويع محفظته الدولية.

### الفرع الثاني : مبررات التنويع الدولي:

يشغل تنويع المخاطر أهمية خاصة للمستثمرين. إذ يعتبر من العناصر الثابتة في استراتيجية الاستثمار الدولي، ويأتي معامل الارتباط بين عوائد الاستثمارات الدولية في مقدمة الدوافع التي تسوغ للاستثمار الدولي بحثا عن فرص لتعظيم العوائد أو تقليل المخاطر التي تترتب أكثر بالاستثمار المحلي، فعندما تتضمن المحفظة أصولا مالية مملوكة لشركات ومؤسسات تنشط في دول مختلفة، من المتوقع أن يصبح معامل الارتباط بين عوائدها أقل من مثيله في محفظة أخرى تتضمن أصولا مالية لشركات تنشط في دولة أخرى.

يتحدد معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أصل معين بمعدل العائد الخالي من المخاطر وبعلوّة المخاطر، ومن الممكن أن يختلف معدل العائد الخالي من المخاطر من دولة لأخرى، فذلك المعدل هو معدل فائدة بدل الانتظار - شأنه شأن معدل الفائدة على أدوات الخزنة - يتأثر كباقي العوامل الاقتصادية بمعدل النمو الاقتصادي ومعدل التضخم السائد في الدولة وحجم الطلب والعرض النقدي، ومن الطبيعي أن يتباين من دولة لأخرى كما تتباين متغيراته، وبالنسبة لعلوّة المخاطر، فتتحدد على ضوء المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة التي يتعرض لها عائد الورقة المالية، كمخاطر السوق، والمخاطر التشغيلية والمخاطر المالية ومخاطر السيولة ومخاطر الائتمان، ولما كانت هذه المتغيرات لها خصوصياتها في كل دولة ومستقلة عن بعضها، فإن ارتباط أوضاع

التوزيعات والمخاطر للمنشآت العاملة في دول مختلفة من الضروري أن يكون ضعيفا مقارنة بما يمكن أن يكون عليه الوضع في دولة واحدة. ولكل ذلك، كانت أسعار الأوراق المادية وعوائدها المتوقعة مختلفة في كل دولة. ويجعل ذلك المخاطر التي يتعرض لها عائد محفظة منوعة تنوعا دوليا أقل من مثيلتها لمحفظة مكونة فقط من أسهم شركات تعمل في دولة واحدة.

أورده Solnik من دلائل تؤكد إسهام التنوع الدولي الجيد في التخلص كلية من المخاطر غير المنتظمة وتقليل المخاطر المنتظمة للمحفظة الدولية.

ويضيف Francis مبررات أخرى، فميزة التنوع الدولي تتأتى من وجود حواجز وقيود على الاستثمار؛ فلو كانت الأوضاع الاقتصادية والظروف السياسية والاجتماعية التي تمر بها الاقتصادات والقطاعات أو الصناعات الرئيسية والشركات متماثلة -وذلك افتراض جانبا للواقع- لما كان للتنوع الدولي أي تأثير على تخفيض المخاطر، ولانعدام أي حافز للاستثمار في الأسواق المالية الدولية طلبا للتنوع، وبسبب الاختلافات الموجودة بين الأسواق والدول، على غرار التفاوت في معدلات النمو الاقتصادي ومراحل التنمية الاقتصادية والتحركات التاريخية لأسعار، تميل معاملات الارتباط بين عوائد الاستثمارات الفردية المكونة للمحفظة المنوعة دوليا للانخفاض.

### الفرع الثالث : قياس مردودية التنوع الدولي:

يختلف عائد الاستثمار على المحافظ الدولية عن عائد الاستثمار على المحافظ المحلية، في كون أن المستثمر في الحالة الأولى لا يشتري فقط الأصول المالية، بل يشتري أيضا عملات الدول الأجنبية التي يستثمر فيها. وحيث أن توزيع الموارد المالية للمحفظة الدولية يتم على عدة بلدان وعلى عدد من الأصول في كل بلد من تلك البلدان.

وعند قياس مردودية المحفظة الدولية تبرز إلى السطح مسألة تحليل الفعالية كشكل من أشكال الرقابة المباشرة على أداء وكفاءة المديرين في الإدارة المشتركة للأموال، وانتقاء الأصول وتخصيص الرأسمال المستثمر بين مختلف الأدوات المالية المتداولة في شتى البلدان. ولهذا الغرض، كان من الضروري مقارنة أداء المحافظ الدولية مع مثيلتها الوطنية، وحتى تكون المحفظة الدولية أكثر أهمية من المحفظة (المرجعية)، يجب أن يكون خطرها أدنى عند معدل عائد مساو لمعدل عائد المحفظة الوطنية أو يفوقه، وتشير نتيجة المقارنة -ربما أو خسارة- إلى أثر سياسة التنوع الدولي International Diversification effect ويقاس ذلك الأثر عادة بالفرق

النسبي بين مخاطرة المحفظة المتنوعة دولياً ومخاطرة المحفظة الوطنية، أو بالفرق النسبي بين عائد المحفظة المتنوعة دولياً وعائد المحفظة الوطنية.<sup>1</sup>

وكخلاصة، لكي تتحقق مكاسب التنويع الدولي ينبغي أن تكون مردودية المحفظة الدولية أعلى من مردودية المحفظة الوطنية، ويتوقف ذلك على الشرطين التاليين: إما أن يكون ناتج المعادلة الأولى سالباً  $IDE_1 \propto 0$  بما يعبر عن انخفاض في درجة مخاطرة المحفظة المتنوعة دولياً عن نظيرتها للمحفظة الوطنية  $\sigma p_1 \propto \sigma p_n$ ، أو أن يكون ناتج المعادلة الثانية موجبا  $IDE_2 > 0$  في تعبير عن تحسن عائد المحفظة المتنوعة دولياً مقارنة بنظيره للمحفظة الوطنية  $Rp_1 > Rp_n$ . وبخلاف ذلك يكون الناتج خسائر. وهو احتمال غير وارد أساساً طالما أنه يتناقض مع المبدأ الكلي للتنويع، فالتجارب توضح أن مخاطرة المحفظة الدولية غالباً ما تكون أدنى من مخاطرة المحفظة الوطنية مع تحقيق نفس مستوى العائد.

وبتطبيق الطريقتين السابقتين على بيانات مؤشر سوق الأسهم المتطورة الصادر عن Morgan (MSCI) Stanley Capital International والمؤشر العالمي لمؤسسة التمويل الدولية الذي يقيس أداء الأسواق المالية النامية لفترة 1985-2002، قام Driessen&Laeven بحساب مزايا التنويع الإقليمي والعالمي في عينة مكونة من 52 دولة متطورة ونامية، وعلى ضوء نتائج التحسن في نسبة شارب والعائد المتوقع لكل منطقة جغرافية، توصل الباحثان إلى حقيقة وهي أن متوسط مكاسب التنويع الإقليمي في دول منطقة أوروبا الشرقية كانت كبيرة حتى في ظل وجود قيد البيع على المكشوف، وبينما ارتفع متوسط العائد الشهري المتوقع على الاستثمار في هذه الدول بنحو 0.3%، فإن النتائج لم تظهر أي تحسن في العائد المتوقع على الاستثمار في باقي المناطق تحت قيد البيع على المكشوف، وبالنسبة لغالبية الدول، تفوقت مكاسب التنويع العالمي على مكاسب التنويع الإقليمي، محققة نسب زيادة قدرها 3.3% في العائد الشهري المتوقع.

#### الفرع الرابع: مخاطر التنويع الدولي:

يمكن أن يفيد التنويع الدولي في تخفيض درجة التعرض للمخاطر الكلية وبخاصة المخاطر المنتظمة، لجهة أي أنه يمكن المستثمرين من توسيع قاعدة التوظيفات التي تسمح بالاستثمار في طائفة واسعة من الأصول المالية الدولية التي لها معامل ارتباط ضعيف مع الأصول المحلية، غير أن التفكير في التنويع الدولي يستلزم الأخذ بعين الاعتبار المخاطر الإضافية المحتملة، فالاستثمار الدولي عادة ما يكون باستخدام العملات الأجنبية، التي قد تتحول إلى قيد على حرية المستثمر الأجنبي في تحويل استثماراته والأرباح الناتجة عنها إلى عملته الوطنية، أو تصفيتها والخروج كلية من السوق الأجنبية، فضلاً عن إمكانية تعرضه لخسائر كبيرة من جراء تقلبات أسعار الصرف عند إجراء ذلك التحويل، وتتراوح تلك المخاطر بين مخاطر الصرف أو العملة والمخاطر السياسية

<sup>1</sup> وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الثاني (بيروت: دار المنهل اللبناني - مكتبة رأس النبع، 2003)، ص. 230.

ومخاطر السيولة وتكاليف المعاملات. وطالما أن تنوع مكونات المحفظة يكون على نطاق واسع، فإن مخاطرة المحفظة الدولية غالبا ما تقل عن نظيرتها للمحفظة الوطنية، وهذا ما يجعل الحد الكفء للمحافظ الدولية سائدا (أكبر عائدا، أو أقل مخاطرة) على مثيله للمحافظ المحلية.

أ- **المخاطر السياسية Political Risks:** ويقصد به عدم تأكيد المستثمر بشأن إمكانية تحويل العملة الأجنبية إلى عملته المحلية، وتأخذ أشكالا عدة، كمصادرة الحكومة ملكية الأصول المالية، والتعديلات الضريبية، وفرض قيود على التحويلات المالية والنقدية، ولا تطرح هذه المخاطر بشكل جدي في الدول المتطورة، مقارنة بالبلدان الناشئة والنامية، حيث يمكن أن تكون آثار هذه المخاطر على إدارة المحفظة الدولية جسيمة.

ب- **مخاطرة سعر الصرف Exchange Rate Risk:** وتعني عدم التأكد بشأن سعر صرف العملة الأجنبية، إذ تتعرض المحفظة الدولية لهذه المخاطرة من باب أن جزءا كبيرا من الاستثمارات الأجنبية يتم بعملات أجنبية مختلفة<sup>1</sup>، ورغم أن ارتفاع سعر صرف العملة الأجنبية التي يتعامل بها المستثمر الأجنبي قد يحقق له أرباحا إضافية إذا رغب في تحويل جزء من استثماراته أو أرباحه إلى ما يكافؤها بعملته المحلية، إلا أن انخفاض سعر الصرف العملة الأجنبية للسوق التي يستثمر فيها مقابل عملته المحلية قد يؤدي إلى خسارة جزء من استثماراته.

ولا تشكل هذه المخاطر فرقا بالنسبة للمحافظ الدولية التي تقوم على استراتيجية التنوع الدولي بالاستثمار في الأوراق المالية للشركات الكبرى المقيدة في الأسواق المالية المحلية، إذ التقييم عندئذ يكون بالعملية المحلية. وحتى يأخذ بعين الاعتبار المخلفات السلبية لمخاطرة سعر الصرف Exchange Rate Risk، تبدي المحفظة الدولية أداء أفضل قياسا بأداء المحفظة الوطنية من ناحية المخاطرة، فالفائدة المتأتية من التنوع الدولي تبقى قائمة حتى في ظل مخاطرة الصرف، باعتبار أن حيازة أصول تتداول في عدة أسواق أجنبية هي في الواقع حيازة لسلة متنوعة من العملات، وذلك في حد ذاته تنوع استثماري، وبذلك فإن تقلبات أسعار هذه العملات فيما بينها ستلغي آثارها تقريبا مما ينتج عنه خطر صرف محدود.<sup>2</sup>

ج- **مخاطر أخرى:** تتمثل المخاطر الأخرى للاستثمار الأجنبي في مخاطر السيولة Liquidity Risk، حيث تعاني الأسواق الصغيرة من سيولة ضعيفة، مما يعني صعوبة في بيع الأصول المالية في حالة الضرورة دون تقديم خصم، هذا إلى جانب مخاطر نقص المعلومات عن الشركات المقيدة في البورصات الأجنبية، وعدم

<sup>1</sup> منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص. 473.

<sup>2</sup> ملاك، رجع سابق، ص ص. 238-239.

تجانس المعلومات المحاسبية بين مختلف البلدان مما يفرض صعوبة في تقييم تلك المعلومات. ويضاف إلى ذلك ارتفاع متوسط تكاليف إجراء الصفقات وتصفية موجودات المحفظة الدولية.<sup>1</sup>

ومع ذلك من المفيد التفكير في وضع سياسة للتغطية من هذه المخاطر، باستخدام إحدى آليات التحوط كالخيارات والعقود الآجلة والعقود المستقبلية، واحتساب تكاليفها التي ستخضع من عائد المحفظة في نهاية المطاف.

### الفرع الخامس: أشكال التنوع الدولي واستراتيجياته:

تكون المحافظ الدولية عادة بكيفية تضاهي تلك التي تكون بها المحافظ الوطنية، حيث يوزع الرأسمال بين مختلف الأسواق الأجنبية تبعاً لأهميتها النسبية، وبصفة عامة، لتجسيد استراتيجية التنوع الدولي في الأسواق المالية الدولية هناك طريقتان هما: الاستثمار المباشر في الأسواق الأجنبية، والاستثمار غير المباشر.

تشير الطريقة الأولى إلى التعامل والحيازة المباشرة للمستثمر الأجنبي لتشكيله من الأصول المالية المتداولة في الأسواق المالية الأجنبية، باستعمال شيء من العملات الأجنبية، وتتخذ هذه الطريقة شكلين: الاستثمار بالشراء المباشر للمستثمرين للأوراق المالية (الأسهم والسندات) المسجلة في البورصة المحلية في البلد المضيف، أو الاستثمار غير المباشر عن طريق صناديق الاستثمار المحلية المشتركة indirect Purchase through Domestic Mutual Funds والمدرجة في البورصات الأجنبية، ومع ذلك أن العوائد المترتبة عن هذه الطريقة ذات قيمة، خاصة إذا كانت الأصول المستهدفة من التنوع الدولي ذات جودة عالية وارتباطات ضعيفة بين عوائدها، إلا أن المخاطر المترتبة عن كذا طريقة لا يمكن أن تغيب عن حسابات المستثمر الحصيف<sup>2</sup>. فحتى لو كان خطر الصرف ضعيفاً أو معدوماً، فقد يكون الاستثمار في الخارج عديم الجدوى من الناحية العملية، ومكلفاً وأكثر خطورة من الاستثمار في السوق الوطنية، فعندما نقرر تنفيذ استثمارات مباشرة في الخارج لا بد من الحصول على فكرة واضحة حول المزايا المطلوبة والوقت الكافي لمتابعة تطور الأسواق الأجنبية وظروفها، وإجراء الاتصالات اللازمة لعقد الصفقات، هذا إذا لم تكن هناك مخاطر المصادرة ومنع التحويل إلى الخارج، لذلك قد يكون من المستحسن تقادي الاستثمارات المباشرة في أدوات التوظيف بالعملات الأجنبية، حيث يؤثر خطر الصرف في نفس الوقت على رأس المال والعوائد، ويتطلب إدارة هذا الخطر وقتاً وكفاءات وتكاليف إضافية، فإذا لم يقدم كل استثمار أجنبي مئات الآلاف من الوحدات بالعملة الأجنبية، ستصبح تكاليف الصفقات مرتفعة، ليس فحسب عند الشراء والبيع، بل حتى عند تحصيل التوزيعات أو الفوائد.

وبالنسبة لأغلبية المستثمرين الباحثين عن التنوع الدولي، تعد أفضل أدوات التوظيف المطروحة أمامهم تلك المتاحة في السوق المحلية ومن ثم تقتضي الطريقة الثانية للتنوع الدولي تحول المستثمر إلى الاستثمار في

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص ص. 239-240.

<sup>2</sup> السعيد، "الأسواق المالية الناشئة..."، مرجع سابق، ص ص. 37-38.

الأصول المالية الأجنبية المقيدة والمتداولة في السوق المحلية دون حاجة لاستعمال العملات الأجنبية، أو الذهاب بعيدا إلى السوق الأجنبية، وفي مثل هذه المعاملات تنتقل الأصول المالية من سوقها المحلية إلى حيث يقطن المستثمر الأجنبي، ما يجعل المخاطر المحتملة للاستثمار في الخارج منعدمة، ويمكن التمييز في هذا الصدد بين عدد من البدائل المطروحة للاستثمار في قيم الشركات الأجنبية<sup>1</sup>، أولى تلك البدائل التقليدية وأكثرها شيوعا هي الاستثمارات الوطنية، ويتم بقيام المستثمر بشراء الأوراق المالية الأجنبية للحكومات والشركات المقيدة في الأسواق المحلية المنظمة وغير المنظمة. كأن يشتري المستثمر الأمريكي سهم شركة بريطانية مدرجة في بورصة نيويورك.

أما البديل الثاني فيتضمن شراء المستثمر شهادات الإيداع المتداولة في الأسواق المحلية أو الدولية، ومن أصنافها شهادات الإيداع الأمريكية المتداولة في السوق الأمريكية (ADRs) American Depository Receipts، وشهادات الإيداع الأوروبية (GDRs) European Depository Receipts المتداولة فقط في الأسواق الأوروبية، وشهادات الإيداع الدولية (GDRs) International Depository Receipts، المتداولة على نطاق دولي، ويمكن لهذه الشهادات أن تكون دعائم للاستثمارات الأجنبية في القيم المستهدفة، لجهة أنها تسمح بالحصول على تنويع دولي عملي بتكلفة أقل، وإنجاز الصفقات بالعملة الوطنية، ومن ثم تفادي التعرض لخطر الصرف، فضلا عن توفيرها للحصانة القضائية ضد غالبية القواعد والإجراءات الوطنية المطبقة من طرف الهيئات المشرفة على البورصات المحلية لحماية المدخرات، وإمكانية النفاذ إلى الأسواق الجذابة (رغم تداول بعضها في أسواق جد محدودة على غرار (ADR و EDR) عبر الالتفاف حول تشريعات الاستثمار المباشر في أسهم شركاتها إلا من خلال شهادات الإيداع.<sup>2</sup>

ويتمثل البديل الثالث في شراء وثائق الاستثمار المحلية المتخصصة في التعامل على أسهم الشركات الأجنبية، وهناك العديد من تلك الصناديق، مثل الهيئات الدولية للتوظيف الجماعي في القيم المنقولة OPCVM، والصناديق الدولية المشتركة للتوظيف FCP (على غرار الصندوق الياباني فيديليتي Fidelity Japan Fund أو الصندوق الشامل الحذر). وتقتصر هذه الصناديق استثمارات أجنبية تمنح نفس المستوى من الخبرة المهنية كتلك التي تتمتع بها الصناديق الوطنية، كما تمنح المستثمرين تشكيلة واسعة من منتجات الاستثمار الأجنبي، وهذه

<sup>1</sup> هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ص. 480-483.

<sup>2</sup> تمثل شهادة الإيداع أصلا ماليا قابل للتداول في الأسواق المحلية المنظمة وغير المنظمة، يصدر عن أحد البنوك المحلية، ويعطي لحامله الحق في ملكية غير مباشرة لعدد من أسهم إحدى الشركات الأجنبية، حيث تودع تلك الأسهم لدى بنك مراسل في الدولة الأجنبية التي تعمل بها الشركة. وتقع على عاتق هذا البنك مهمة تحصيل التوزيعات ودفع الضرائب المستحقة للدولة التي تعمل بها الشركة، وإعادة استثمار الفوائد أو دفع قيمتها إلى المستثمر بعملته، فضلا عن تزويده بالتقارير المالية عن أداء الشركة المصدرة للأسهم، وفي الوقت الراهن هناك ما يربو عن 2300 شركة أجنبية تابعة لنحو 50 دولة تتداول أسهمها في الولايات المتحدة تحت شكل ADR، ونفس الإجراء المعمول به في بورصة باريس مع EDR، أنظر: هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص. 481.

البدائل تتسم بمزايا عملية، كإخفاض تكلفتها وتدني مخاطرها مقارنة بتلك التي تتضمنها الاستثمارات المباشرة في الخارج. إذ يتولى الصندوق الدولي تحصيل التوزيعات ومواجهة خطر الصرف وتكوين محفظة دولية جيدة التنوع. أما البديل الأخير فيتمثل في الاستثمار في أسهم الشركات المتعددة الجنسيات، وبالنسبة للمستثمر الأوروبي، لا يعد التنوع الدولي عن طريق حيازة الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المتعددة الجنسيات الأوروبية ذا جدوى، فمع أن الشركات الأوروبية ذات الأنشطة الكبرى في الخارج، لها إمكانية الحصول على مكاسب معتبرة، إلا أن الجزء الأكبر من أعبائها ونفقاتها (وبخاصة أعباء اليد العاملة) يتقرر محليا، زيادة على تركيز عملياتها بدرجة أكبر داخل الوطن، ونتيجة لذلك فإن تطور هذه الشركات الأوروبية الحائزة على الأنشطة الكبرى في الخارج استراتيجية فعالة في العموم مقارنة بالاستثمار في الشركات المتعددة الجنسيات غير الأوروبية.

ومع مرور الوقت تتضاءل مزايا التنوع الدولي، فالتطورات التكنولوجية في مجال الاتصالات قد حسنت بشكل كبير جودة المعلومات حول الشركات الأجنبية، وبتزايد الأسواق الجديدة وتمديد ساعات عمل البورصات زادت إمكانيات النفاذ إلى الاستثمارات الأجنبية، ومن ثم فإن مشاركة العدد المتزايد من المستثمرين الدوليين المزودين بالمعلومات قد قلص من احتمال الحصول على عوائد غير عادية والتعرض للمخاطرة الإضافية المرتبطة بالاستثمارات الأجنبية، ورغم انخفاض هذا الاحتمال، فإن الارتباط الضعيف نسبيا بين عوائد الأسواق المالية الآسيوية والأسواق الناشئة بالنسبة لعوائد الأسواق الوطنية قد جعل من الاستثمارات الدولية أداة جذابة للتنوع المحفظي مقارنة بالاستثمار في الأسواق الوطنية، ومهما قيل، يظل التنوع الدولي عن طريق الاستثمار المباشر في الأدوات المتداولة في الأسواق الدولية إحدى البدائل المطروحة بقوة لتحسين شروط الاستثمار المباشر في الأدوات المتداولة في الأسواق الدولية إحدى البدائل المطروحة بقوة لتحسين شروط الاستثمار الدولي في المحافظ.

وعدا عن ذلك، فإن التفكير في الاستثمار في الأسواق الدولية يفرض على المستثمر الدولي التعاطي مع سؤال وجيه حول ماهية الاستراتيجيات الاستثمارية الجديرة بالتنفيذ في الأسواق الأجنبية، ولا شك أن الإجابة عن هذا السؤال تتوقف على ما إذا كانت السوق المستهدفة سوقا كفؤة ومتطورة أم أنها سوقا ناشئة فبالنسبة للأسواق التي تتسم بقدر من الكفاءة يكون أمام مدير المحفظة الخيار بين تبني استراتيجية الاستثمار الساكنة أو الاستراتيجية النشطة، أما في الأسواق الناشئة التي تفتقد إلى سمة الكفاءة فلا بديل من اعتماد الاستراتيجية النشطة. ويكون مدير المحفظة هنا ملزما باتخاذ أربعة قرارات أساسية، إذ يتعلق القرار الأول بتحديد الحجم المرغوب من المخاطر، ووضع خطة التخصيص الاستراتيجي للأصول، واتخاذ التدابير اللازمة لإنفاذ خطة التخصيص التكتيكي لمواجهة احتمالات حدوث التقلبات السعرية في المدى القريب، كالتحول من الاستثمار في الأسهم إلى السندات أو العكس، أو التحول من الأسهم الهجومية إلى الأسهم الدفاعية أو العكس.

ثاني القرارات هو اختبار الدولة الأجنبية، وعادة ما يفضل المستثمر الدولي توظيف موارده في الأسواق الأجنبية الأقل كفاءة وذلك لوجود إمكانية كبيرة لتحقيق الأرباح غير العادية على غرار الأسواق الناشئة، لكن قد يكون ذلك سلاحاً ذو حدين، فتلك الإمكانية تقابلها إمكانية التعرض لخسائر رأسمالية معتبرة نتيجة للتقلبات السعرية الحادة التي تتميز بها هذه الأسواق، ويتعلق القرار الثالث بسعر صرف عملة الدولة الأجنبية وتزايد جاذبية السوق الأجنبية إذا كان سعر صرف الدولة المعنية مستقرًا، أو إذا كان في الإمكان التحوط من تقلباتها إذا كانت تلك العملة متداولة في أسواق النقد الدولية. والقرار الأخير يعني باختبار الأوراق المالية من خلال التحليل الأساسي والفني لمردوديتها و مخاطرتها قياساً بالفرص الاستثمارية المتاحة.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: التكامل المالي في أسواق الأوراق المالية بين الأسواق المتطورة والناشئة:

لقد ترتب عن تزايد ظواهر إزالة القيود وتحرير أسواق رؤوس الأموال موجة من تكامل الاقتصاديات في العالم أجمع. وصاحب ذلك ارتباط مؤشرات البورصات على نحو أكبر، وتراجعا لمكاسب التنوع الدولي، الذي أخذت أهميته في الثلاثي شينا فشيئا في الأسواق المتطورة، الأمر الذي دفع المستثمرين للتوجه نحو الأسواق الناشئة، التي تشهد نموا مرتفعا وانفصالا، سواء فيما بينها أو مع الأسواق المتطورة، وبصرف النظر عن هذا الوعي المتنامي بأهمية أسواق رؤوس الأموال الناشئة، وطالما أن الأسواق المالية الناشئة تنشط حاليا في ظروف تشريعية ومؤسسية وثقافية ونفسية مشابهة تقريبا لتلك التي تعمل فيها البورصات المتطورة، فإن هناك حاجة للتطرق للمزيد من أجل فهم جيد لعديد القضايا المرتبطة بعملية تكامل الأسواق المالية بين الاقتصاديات المتطورة والناشئة والتي تعتبر نتيجة لفكرة عولمة أسواق الأوراق المالية و العوامل الدافعة لها .

### الفرع الأول: عولمة أسواق الأوراق المالية

لقد كان التوجه نحو فكرة عولمة الأسواق المالية محصلة قرارات واعية من قبل الحكومات لتحريرها. كما كان أيضا حصيلة التطورات الفنية في مجال تكنولوجيا الاتصال ومعالجة المعلومات التي سهلت التكامل في الخدمات المالية، بإتاحتها لأنظمة التداول المتطورة والعبارة للحدود وشبكات المقاصة الالكترونية ذات الأطراف اللامتناهية. وكان من نتائج هذه التكنولوجيات المتطورة انخفاض تكاليف العمليات وانسياب المعلومات بسهولة بين الأطراف المتعاملة، ومزيديا من التداخل بين الاقتصاديات والترابط بين الأسواق واستمرارية في نشاطها، حيث أصبح بالإمكان استمرار عمل الأسواق دون توقف.

ونال الإبداع والهندسة المالية أيضا حصتها من مسارات التحول والتحرير المالي في الدول الرأسمالية. حيث ساهمت المنافسة بين المؤسسات المالية الدولية في ظهور حزمة مستحدثة من الأدوات المالية وانتشار التعامل كما على نطاق واسع، كإحدى الاستراتيجيات المطروحة للوقاية من المخاطر المالية الناشئة عن التطورات

<sup>1</sup> هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص. 479-480.

الاقتصادية التي سادت حقبة السبعينيات. فكانت العقود المستقبلية والخيارات والقروض عائمة الفائدة والتوريق المصرفي للديون نماذج لهذه الأدوات. كذلك أدى شيوع المخاطرة في الأسواق المحلية إلى بروز فكرة التنوع الدولي للمحافظ، التي يتم تركيبها من مزيج من الأصول المالية متباينة المخاطر والمتداولة في شق الأسواق الدولية، هدف تخفيض مستوى المخاطر أو تعظيماً للعوائد.

إن ما تقدم من إرهافات شكل بداية لقيام التكامل بين الأسواق المالية الدولية والناشئة، ورسم بذلك مشهداً مالياً عالمياً وإقليمياً ارتسمت ملامحه مع قيام سلطات الإشراف على الأسواق المالية في مختلف دول العالم بعقد اتفاقيات الربط والتحالف، وإن كان ذلك بدوافع متفاوتة.

### الفرع الثاني: العوامل الدافعة نحو عولمة أسواق رؤوس الأموال.

التبادل بين الأسواق، والاندماجات و الاستحواذات بين الشركات، والتحالفات والشراكات بين البورصات، وترتيبات التعاون وتنسيق التشريعات، وتوحيد المعايير المحاسبية ومتطلبات الإدراج، وتأهيل الوسطاء الماليين، وتأدية التعاملات إحدى ملامح استراتيجية العولمة المالية في الوقت الراهن. وقد تأتت عولمة أسواق رؤوس الأموال كنتيجة حتمية لجملة من الظواهر أبرزها:

#### 1.1. التحرر من القيود *Dérégulation*:

يتصدر تحرير أسواق العملات الأجنبية والمنافسة العالمية قائمة العوامل التي ساهمت في إجبار الحكومات على تحرير مؤسساتها المالية ومختلف أسواقها المالية والأنشطة المنفذة فيها من القيود، سيما تلك المتعلقة بالعمليات الأجنبية، وذلك لوضع مؤسساتها المالية في مواجهة المنافسة العالمية. ويقصد بتحرير المؤسسات *Institutional Deregulation* إزالة القيود المفروضة على الأنشطة المالية للمؤسسات المحلية والأجنبية. أما تحرير الأسواق *Market Deregulation* فيشير إلى تحرير التركيبة الأساسية للسوق المالية. وقد اتخذ هذا النوع من التحرير شكل تحرير القيود المفروضة على معدلات الفائدة، والعمولات المحددة على تبادل الأوراق المالية، إلى جانب فتح الأسواق المالية الوطنية للمستثمرين الأجانب من أسواق مالية أخرى ليشمل<sup>1</sup>:

- إلغاء قيود الرقابة على الصرف وحركة النقد والتحرير المتسارع للأسواق المالية الوطنية، وزيادة درجة الاعتماد المتبادل بخاصة مع الأسواق الرأسمالية الخارجية كأسواق اليورو *Euromarkets*؛
- تخفيض أو إلغاء الضرائب على نواتج الاستثمار المالي، وضرائب التحويل المفروضة على المستثمرين الأجانب؛
- تخفيض القيود على تعامل المستثمرين الأجانب بالأوراق المالية المحلية بيعاً وشراءً وإصداراً.

<sup>1</sup> عقل مفلح، وجهات نظر مصرفية الجزء الثاني البنك العربي الاردن، 2000 ص 74/75.

## 1. 2. التطورات الفنية في تكنولوجيا المعلومات والربط الإلكتروني:

أحدثت التطورات الفنية في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات ثورة هائلة في مجال إنتاج وتبادل المعلومات دون حدود مكانية وزمانية أو اعتبارات تقنية. وقد ساهم ذلك في عولمة الاقتصادات وربط المتعاملين وجعل الأنشطة المصرفية وأسواق العملات ورؤوس الأموال الدولية أكثر تكاملاً من أي وقت مضى. ومع هذه التطورات، حل الفضاء الافتراضي للمعلومات تدريجياً محل الفضاء الجغرافي، كما أصبح نشر المعلومات المالية على المستوى العالمي ونقل ملكية الأصول ممكناً في زمن حقيقي. ولا غرابة أن تتسارع وتيرة عولمة الأسواق المالية خلال تسعينيات القرن العشرين مع انطلاق خدمات الإنترنت وتعميمها على كافة المراكز المالية العالمية. وقد أتاح هذا الواقع الجديد للمستثمرين إمكانية تنفيذ أوامر البيع والشراء للأوراق المالية خلال ثوان، ومتابعة مجريات الأسواق العالمية، كما أتاح أيضاً فرصاً عديدة لتتبع المحافظ المالية، أمام كثافة الخيارات المطروحة، وتراجع تكاليف إجراء الصفقات ووفرة المعلومات الآنية.

1. 3. تزايد الابتكارات المالية والمنافسة وأنشطة المراجعة: عرف عقد السبعينيات بعقد الابتكارات المالية والتجديد في الأدوات المالية التي جذبت الكثير من المستثمرين، لمزاياها في التغطية من مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية وتحقيق الأرباح الرأسمالية، علاوة على إتاحتها لمساحة واسعة للاختيار والتنويع. فما فتئت الصناعة المالية تنتج مشتقات ومستقبلات ومبادلات وخيارات كان لها الأثر الكبير في تعميق الروابط بين الأسواق المالية وتدويل أنشطتها. وعمل المضاربون في مرحلة ما على التعريف بتلك المنتجات من خلال تكثيف أنشطة المراجعة بين المراكز المالية في ظل التطور الهائل في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات. وبدورها، ساعدت عمليات المراجعة المكثفة بين الأسواق على تحقيق وحدة السوق المالية العالمية الكبرى و تلاشي الفوارق السعرية<sup>1</sup>.

1. 4. مؤسسة الأسواق المالية : أدى التغير في تركيبة المستثمرين الفاعلين في الأسواق المالية العالمية إلى إحداث تطورات هامة في نواح عدة من الأسواق المالية. فانتقال مقاليد السيطرة على الاستثمار المالي من المستثمرين الأفراد الذين لهم ميل أكثر لتوجيه استثماراتهم نحو الأسواق المحلية إلى المستثمرين المؤسسيين، مثل صناديق التقاعد، وشركات التأمين، وصناديق المنافع المشتركة، مكن من التحول نحو الأسواق المالية الخارجية لتدويل الأنشطة الاستثمارية المالية بهدف تنويع المحافظ، وبالتالي التخلص من المخاطر القطرية. واتخذت هذه الظاهرة شكل مأسسة الأسواق المالية Institutionalization of Financial Markets. ومن العوامل المسوغة للتحول في سلوك الاستثمار لدى المستثمرين المؤسسيين نحو الاستثمار الدولي تزايد مردودية الاستثمار في الأسواق المالية العالمية، في ظل انتشار القناعة بعدم تكامل هذه الأسواق على نحو تام. لهذا

<sup>1</sup>، الأعرج، طارق محمد خليل "الأسواق المالية" مقرر دراسي لطلبة الدكتوراه، إدارة المصارف، منشورات كلية الإدارة والاقتصاد، الأكاديمية العربية المفتوحة بالدمار، بدون سنة النشر، ص 22.

<sup>2</sup>عقل، مفلح، مرجع سابق، ص 76.

فإن تضمين المحفظة الاستثمارية بعدد من الأصول المتداولة في أسواق عدة غير متكاملة من شأنه تحسين عوائد الاستثمار دون زيادة المخاطرة<sup>1</sup>. وهكذا فإن كثافة العمليات الاستثمارية في الأسواق الخارجية وضع هذه الأخيرة على عتبة مستقبل جديد من التكامل والترابط.

**1. 5. إعادة هيكلة صناعة الخدمات المصرفية:** لقد ترتب عن تحول الاقتصادات الرأسمالية من اقتصاد الوساطة إلى اقتصاد السوق المالية في أواخر القرن العشرين إعادة هندسة الصناعة المصرفية. فبعد أن كان نشاط البنوك التجارية منحصرًا في قبول الودائع ومنح التسهيلات الائتمانية لفائدة الفعاليات الاقتصادية مقابل فائدة، حدث تحول جوهري في نشاطها، حيث أخذت تلك البنوك تفكر مليًا في توسيع دائرة أعمالها، بتنوع نشاطها المصرفي محليًا ودوليًا مع اشتداد موجة التحرير المالي. وقد فرض التقسيم الجديد للعمل المصرفي على البنوك دخول الأسواق المالية المحلية والدولية كطرف في عمليات التداول، سمح بتعظيم أرباح التعامل بالأوراق المالية وعمليات إدارة الأصول. وكان من نتائج ذلك تزايد أرباحها الناجمة عن عمليات خارج الميزانية، وتغيرًا في هيكلية الخصوم والأصول المكونة لميزانياتها. وإلى جانب ذلك، شهدت الأسواق المالية ولوج فاعلين جدد في صناعة المشهد المالي والاستثماري، على غرار المؤسسات المالية غير المصرفية، مثل شركات التأمين وصناديق التقاعد وصناديق الاستثمار التي أصبحت منافسًا قويًا للبنوك التجارية، التي لم تجد بدا من الانسحاق وراء عمليات الاندماج والاستحواذ العالمية كخيار استراتيجي لتعزيز مكانتها وتنافسيتها، ما أدى إلى تقارب الأسواق المالية وتكاملها.

**1. 6. وفرة رؤوس الأموال ونمو سوق السندات وشهادات الإيداع الدولية:** انجر عن عمليات التحرير المالي الدولي تزايدًا لتدفقات رؤوس الأموال عبر الحدود، وانتعاشًا في أنشطة أسواق الصرف الأجنبي، مما ساهم في تسارع وتيرة عولمة الأسواق المالية، في ظل تحسن بيئة الاستثمار في الدول المضيفة، ووفرة رؤوس الأموال في أسواق الدول المتقدمة، الباحثة عن فرص الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة والنامية التي تتسم بمعدلات عائد مرتفعة ومؤشرات نمو واعدة.

وساهم نمو سوق السندات الدولية عامة وسوق السندات الحكومية خاصة الي غاية عقد التسعينيات من القرن العشرين في تسارع عولمة الأسواق المالية. فقد أصبح الكتاب الجمهور المحلي والدولي في إصدارات السندات وشهادات الإيداع الدولية يجذب شرائح واسعة من المجتمعات وحكومات الدول النامية والناشئة، بعد أن اتجهت معدلات الربح في قطاعات الإنتاج الحقيقي للانخفاض مقابل صعود معدلات الربح المتولدة عن الاستثمار المالي في السندات وشهادات الإيداع. وقد زادت مستويات الادخار المحلي والدولي في تعاضم الرأسمالية المالية التي تميزت بانفصال دائرة الاقتصاد الحقيقي عن دائرة الاقتصاد النقدي والمالي<sup>2</sup>.

<sup>2</sup>الأعرج، طارق محمد خليل، مرجع سابق، ص ص. 21 - 22.

**المطلب الثالث :** نماذج عالمية وإقليمية لتجارب التكامل والربط والتحالف بين بورصات الأوراق المالية الدولية : راجت فكرة الربط والتكامل بين البورصات الدولية في أعقاب المد الجارف لتيار العولمة والتحرير المالي مع مطلع تسعينيات القرن الماضي. وقد اتخذت ترتيبات الربط والتعاون والتنسيق بين البورصات على اختلاف درجات تكاملها أربع صور أساسية من الأكثر تكاملاً إلى الأقل وهي كالتالي:

(أ) تنسيق الأنظمة وتوحيد معاملات المقاصة والتسوية<sup>1</sup>

(ب) التسجيل (التداول) عبر الحدود

(ج) الإدراج المشترك للشركات.

(د) إستراتيجية التحالفات

**الفرع الأول : تنسيق الأنظمة وتوحيد معاملات المقاصة والتسوية:**

تتم عمليات التداول من خلال منصة مركزية تهيئ فرص التعامل بصورة جماعية في الأوراق المالية للشركات المتواجدة ضمن نطاق البلدان المتكاملة ، وتتفق البورصات المشاركة في هذه المنصة على شروط الإدراج وتحدد الإجراءات المنظمةة لعمليات التداول وشروط عضوية الوسطاء ويتم التداول عبر هذه المنصة من خلال أسلوبين :

1/ منصة ذات نظام مركزي : وتشرف عليها لجنة مكونة من ممثلين عن البورصات الأعضاء وتتولى إدارة هذه المنصة وتسيير تعاملاتها أحد البورصات الأعضاء أو هيئة إعتبارية ، ويسمح هذا النموذج بالإبقاء على النظم واللوائح المطبقة داخل بورصات الأعضاء في حين يوضع نظام جديد للتداول خاص بهذه المنصة.

2/ نظام توجيه الطلبات : لا يحتاج هذا النموذج إلى نظام مركزي للتداول ويكفي الإتفاق على نظام معين للتداول أو إيجاد نقطة إتصال مشتركة بينها وتشارك كافة البورصات الأعضاء في إدارة هذه المنصة و التي تكون على شكل هيئة إعتبارية.

غير أن قيام مثل هكذا منصة يتطلب توحيد وتنسيق واسع النطاق للتشريعات والقواعد والأنظمة المنظمة لعمليات التداول بالأوراق المالية.

من الأمثلة الأكثر شيوعاً عن تكامل أسواق الأوراق المالية عبر التنسيق واسع النطاق للتشريعات وتوحيد معاملات المقاصة والتسوية وقواعد التداول والإدراج، تجربة اتحاد بورصات أمستردام وبروكسل وباريس، التي توجت في سبتمبر 2000 بإقامة السوق المالية الأوروبية الموحدة "يورونكست" Euronext. وفي أكتوبر 2001 فتحت هذه البورصة أبوابها للمستثمرين من كل بلد من البلدان الأعضاء لتداول جميع أسهم الشركات المدرجة في البورصات الثلاث من منصة واحدة تجمع عمليات الاكتتاب والتداول والمقاصة والتسوية. وقد تدعمت البورصة

<sup>1</sup> بن دحان الياس الأزهر ، مرجع سابق ، ص116/120

بانضمام بورصات أخرى عالمية، على غرار بورصة نيويورك. وفي هذا السياق، استبدل الاتحاد أسلوب التعامل بالمقصورة بتعامل الشاشة<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني : التسجيل (التداول) عبر الحدود:

يسمح التسجيل عبر الحدود بتسجيل وتداول الأوراق المالية المقيدة لدى بورصة محلية في البورصات الأجنبية. وتخضع الأوراق المالية المسجلة عبر الحدود للقواعد واللوائح السارية على البورصات المحلية. ويمكن للبورصات تسهيل هذه العملية من خلال فتح أبوابها للأوراق المالية المسجلة في البورصات الأجنبية على أساس المراسلة<sup>2</sup>. ويستوجب هذا النموذج قبول عضوية الأعضاء في البورصات الأجنبية داخل البورصة المحلية ليمسح لمؤسسات الوساطة المالية الأجنبية التعامل داخل البورصة المحلية والأجنبية بشكل مباشر وفي ذات الوقت، و يطبق هذا النموذج من خلال طريقتين :

أ- العضوية عن بعد : يقوم المستودع المركزي للأوراق المالية بفتح حسابين للأعضاء عن بعد أحدهما حساب نقدي والآخر للأوراق المالية أو يقوم مباشرة بفتح حساب للمستودع المركزي ببلدهم الأصلي ويمكن إبرام اتفاقية موحدة للحفظ المركزي للتقليل من المشاكل التي تعيق عملية التسوية في ظل اختلاف ممارسات التسوية والمقاصة بين مختلف بورصات العالم ويتكون أعضاء التسوية والمقاصة في حالة العضوية عن بعد من المستودعات المركزية.

ب- عن طريق الوسيط المحلي: ويشترط في هذه الحالة على الوسطاء الأجانب التعامل داخل البورصة المحلية من خلال الوسطاء المحليين إلا أن الإخلال بالالتزامات يتحملها الوسيط الأجنبي والبورصة التي يتبعها، ويستند هذا النموذج في تداولاته إلى وجود اتفاقية تبرم بين الوسطاء المحليين والأجانب من جهة وبين البورصات وهيئات التسوية والمقاصة في كلتا البلدين من جهة أخرى، وتتم تسوية الأوراق المالية بواسطة هيئة التسوية والمقاصة والحفظ المركزي في بلد التعامل.

وتستند هذه الطريقة إلى استخدام الصحف الدولية الكبرى لنشر المعلومات عن الأوراق المالية، كما يدفع هذا النموذج إلى رفع القيود التشريعية لسقف تملك الأجانب لأسهم الشركات المحلية المدرجة في البورصات كما يساهم هذا النموذج في زيادة حجم التدفقات الاستثمارات المالية الأجنبية بشكل كبير وتدعم التكنولوجيا.

**الفرع الثالث : الإدراج المشترك (المتبادل) للشركات:** يستخدم هذا الإجراء في شتى أنحاء العالم لتحقيق التكامل بين أسواق الأوراق المالية. وتستفيد الشركات المدرجة من هذه التقنية سيما إذا تم الإدراج في بورصات متطورة. فزيادة على كونه يتيح للشركات إمكانية تعبئة رؤوس الأموال اللازمة بتكاليف منخفضة وبشروط مناسبة، يساهم

<sup>1</sup>مجلة التعاون الاقتصادي بين الدول الإسلامية، تحالفات أسواق الأوراق المالية والسبل المسكنة لإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة مقاصة للأسهم والسندات " مركز أنقرة (2004)، ص. 40.

<sup>2</sup>المرجع نفسه، ص 41.

الإدراج المشترك أيضا في تعميق الأسواق و تحسين الممارسات التجارية للشركات المدرجة، وترقية وضعها التنافسي من خلال التعلم من تجربة التعامل في البورصات الأجنبية والاحتكاك بالشركات العالمية الخاضعة لأنظمة متطورة ومعايير إفصاح شفافة.

كذلك، يمكن للبورصات الناشئة والنامية الرغبة في إقامة روابط متينة مع الأسواق المالية الإقليمية والعالمية، في ظل عدم قدرها على تنسيق قواعدها وأنظمة التداول والمقاصة، تشجيع الإدراج المشترك للشركات المقيدة في البورصات العالمية. ويوفر عليها ذلك مشقة الاطلاع على القوانين وبذل تكاليف ضخمة لمواءمة أنظمتها وبنائها التحتية للحصول على منصة تداول مشتركة. غير أن هذه الآلية تثير بعض التحديات للشركات متوسطة وصغيرة الحجم؛ ذلك أنه يتعين عليها استثمار قدر معتبر من الأموال والوقت لجمع المعلومات عن قواعد الإدراج في أكثر من سوق، والاستجابة لمتطلباته مع ما يتطلبه من دفع رسوم إدراج متعددة.

بالرغم من التكاليف الإضافية لعملية الإدراج المشترك فإنها :

- تسمح بتوفر أموال يمكن ألا تتاح في البورصات المحلية.
- تجذب عملية الإدراج المشترك الاستثمارات العالمية إلى شركات محلية.
- زيادة عمق البورصة المحلية من خلال إدراج مشترك لشركات أجنبية.

وكمثال على الإدراج المشترك :

- يتم تداول أغلب أسهم شركات أمريكا اللاتينية في بورصة نيويورك.
- تضم بورصة لندن شركات أجنبية لأكثر من 60 دولة.

ويبين الجدول 03 بعض تجارب التكامل والربط بين البورصات الدولية من خلال آلية الإدراج المشترك الدولي.

**الفرع الرابع : التحالفات Alliances:** <sup>1</sup>تسعى التحالفات الإقليمية واتفاقيات الشراكة بين البورصات إلى تحقيق عدد من المهام والأهداف، كإيجاد منصة تداول مشتركة، وتوحيد إجراءات المقاصة والتسوية ومعايير الإدراج، وتأهيل الوسطاء الماليين وأنظمة إدارة المخاطر، وتبادل المعلومات والتكنولوجيا. وفيما يلي نماذج عن الرابطة الدولية والإقليمية الطوعية التي تدعم التعاون بين أسواق الأوراق المالية:

- **الاتحاد العالمي للبورصات:** أنشئ الاتحاد في عام 1961 ويضم اثنتا عشرة مكوّن من 60 بورصة متطورة وناشئة من شتى أنحاء العالم. ويعد الاتحاد العالمي للبورصات World Federation of Stock Exchanges أكبر منظمة تداول للأسواق المالية. ويعمل كمرجع في عملية توحيد قواعد التداول العابر للحدود والعروض العامة والمقاصة والتسوية بين الدول الأعضاء، وكدعامة للهيئات العامة للأسواق المالية الوطنية عن طريق توفير ملتقى للاتصال وتبادل الخبرات. كما تساند هذه المؤسسة الأسواق الناشئة في تطويرها وفقا للمعايير العالمية.

<sup>1</sup> بن دحان الياس الأزهر ، مرجع سابق ، ص125

- اتحاد البورصات الأوروبية PESE: وهو رابطة لبورصات الاتحاد الاقتصادي الأوروبي زائد سويسرا وبعض دول أوروبا الشرقية (لايفيا، لتوانيا، بوخارست....).

- اتحاد البورصات الأوروبية والآسيوية (Federation of Euro-Asian Exchanges (FEAS): يصبو هذا الاتحاد الذي أسس في عام 1995 بعضوية 21 بورصة، إلى إيجاد بيئة سوقية تسودها العدالة والكفاءة والشفافية، مع عدد أقل من القيود على التعاملات العابرة للحدود بين الأعضاء في الاتحاد وباقي مناطق العالم. ولتحقيق ذلك يسعى الاتحاد إلى توحيد القواعد والأنظمة وتبني التكنولوجيات الحديثة للتداول والتسوية، والتشجيع على تطوير الأسواق المالية للبلدان الأعضاء، وتوفير الإدراج المشترك وفرص تداول الأوراق المصدرة داخل أسواق البلدان الأعضاء في الاتحاد، الذي يضم بورصات: عمان، بلغاريا، دكا، مصر، اسطنبول، كراتشي، لاهور، اوكرانيا، طهران، وبورصات أخرى.

- اتحاد جنوب اسيا لأسواق الأوراق المالية: Federation of southAsian stock Exchanges

تأسس هذا الإتحاد في جانفي 2000 من قبل كل من بورصة سيرلانكا، بورصة باكستان، بورصة نيبال، بورصة الهند، بورصة بوتان، بورصة، بورصة بنغلادش، وتبقى العضوية مفتوحة أمام كافة البورصات من بلدان جنوب اسيا ويهدف هذا الإتحاد إلى:

- تشجيع التعاون بين الأعضاء ورفع من مستوى أداء الإتحاد.
- التنسيق فيما بين البورصات الأعضاء والسعي نحو توحيد المعايير والإجراءات.
- تمثيل البورصات الأعضاء في المحافل الدولية.
- دعم عمليات التسجيل عبر الحدود بين الدول الأعضاء بهدف تطوير أداؤها.
- منظمة البورصات الإفريقية: <sup>1</sup> (African Stock Exchange Association (ASEA) وتتكون من مصر، بوتسوانا، المغرب، تترانيا، جوهانسبرغ، اوغندا، زامبيا، زمبابوي، سوزيلاند.

ومن بين المنظمات الدولية الأخرى، لجنة المعايير المحاسبية الدولية، والمنظمة الدولية لهيئات أسواق الأوراق المالية (IOSCO)، ومجلس مشرعي الأوراق المالية لدول أمريكا (COSRA). وتعمل هذه الهيئات الدولية معا لتطوير المعايير الدولية لتوحيد وتكامل الأسواق المالية.

وهناك أيضا مساعي حديثة تبذل من قبل الدول المتطورة على غرار الولايات المتحدة لتأسيس بورصة عالمية موحدة للأسهم (Global Equity Market (GEM) تشتمل على البورصات المتطورة والناشئة والنامية.

<sup>1</sup> بن دحان الياس الأزهر، مرجع سابق، ص 126

## المبحث الثاني: تجربة ماليزيا في سوق الأوراق المالية وتكاملها مع الأسواق المالية العالمية

شهد الاقتصاد الماليزي قفزة نوعية خلال النصف الثاني من القرن العشرين، حيث ساهمت عدة ظروف بالنهوض بالاقتصاد المحلي للوصول به على مصاف اقتصاديات الدول المتقدمة، وتعد التجربة الاقتصادية الماليزية حديثة نسبياً، غير أن نموذجها في تحقيق التنمية الاقتصادية لبلادها جديرة بالدراسة، ومما يجب الانتباه إليه هو اعتماد ماليزيا على مبادئ الاقتصاد مزدوج تقليدي إسلامي، حيث بدأت ظواهره مع فكر صندوق الحج (تابون حاجي)<sup>1</sup>، ثم بدأ العمل بعد ذلك على تطوير وسائله وأدواته، مما كان له الأثر الإيجابي في دخول ماليزيا لمرحلة جديدة من النمو والتطور.

إن سوق الأوراق المالية الماليزية من الأسواق المالية الناشئة، الرائدة في إصدار الأدوات المالية المبتكرة وخاصة منها المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وهذا ما يجعلها ضمن الأسواق القليلة التي تحظى بالاهتمام والمتابعة، لما تقدمه من تطور مستمر في الأدوات والعمليات المالية المستحدثة التقليدية منها والإسلامية، سيتم تقسيم المبحث إلى ثلاث مطالب فالأول منها نخص به النظام المالي في ماليزيا والمطلب الثاني نتحدث عن سوق الأوراق المالية المزدوجة في ماليزيا أما المطلب الثالث سنقدم من خلاله تقييماً لسوق الأوراق المالية في ماليزيا.

## المطلب الأول: تطور وهيكل الاقتصادي الماليزي

يشكل النظام المالي العصب النابض في الاقتصاد الماليزي وخاصة النظام الإسلامي فهيكّل النظام المالي الماليزي يتميز بالازدواجية نظام تقليدي وآخر إسلامي وهو نظام يتكون من مؤسسات تتفرع بدورها إلى قطاع مصرفي وآخر غير مصرفي فالمؤسسات المصرفية تضم: بنوك الاستثماري (بنوك التاجر وشركات التمويل) والبنوك الإسلامية والتجارية وقطاع غير مصرفي يشمل المؤسسات المالية غير المصرفية وسوق المال وسوف نتعرض لهذه الأدوات بعد عرض نبذة مختصرة عن مراحل تطور الاقتصاد الماليزي ثم نتناول المؤسسات المالية بعد تقديم سوق المال في ماليزيا.

## الفرع الأول: التطور الاقتصادي في ماليزيا

استطاعت ماليزيا أن تحقق طفرة تنموية، استحققت عن جدارة أن يطلق عليها "معجزة"، فقد استطاعت أن تتحول من مجتمع زراعي متخلف بعد الاستقلال عن بريطانيا عام 1957<sup>2</sup>، إلى مجتمع متطور صناعياً، فضلاً عن نجاحها في القضاء على الصدمات العرقية التي حدثت في أواخر الستينات بين الملايو والصينيين، حيث عملت على خلق تجانس واستقرار وطني بين العرقيات الموجودة بأرضها وسوف نلخص تطورها في مرحلتين:

<sup>1</sup> عبد الرحمان بن سانية، "قراءة في بعض تجارب الانطلاق الاقتصادي بالدول النامية"، مجلة الواحات للبحوث والدراسات العدد 11 لسنة 2011، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير المركز الجامعي بغرداية، الجزائر، ص. 60، من ص 59 إلى ص 92.

<sup>2</sup> Ahmid Ali and others «Islamic Finance instruments and Markets»، Qatar center authority، bloomsbury، 2010، p. 193.

**أولاً: المرحلة الأولى:** اتجهت التنمية في ماليزيا في السبعينات للاعتماد على القطاع العام والبدء بعمليات التصنيع، حيث تم التركيز على صناعة المكونات الالكترونية وتميزت هذه الصناعة بكثافة اليد العاملة مما ساهم في تخفيض البطالة وتحسين توزيع الدخل والثروات، وكان لشركات البترول دورا هاما في دفع السياسة الاقتصادية الجديدة حيث كونت ما يشبه الشركات القابضة للسيطرة على جل الشركات المملوكة سابقا للشركات الإنجليزية والصينية، وقد تحقق ذلك مع نهاية السبعينات حيث بلغ نمو الاقتصادي الماليزي السنوي معدل 6.6% خلال الفترة 1950 إلى 2000 وكانت نسبة الاستثمار الخاص إلى الناتج المحلي الخام قفزت من 9% سنة 1950 إلى 20% سنة 1990 في حين تراجعت الزراعة من 29% سنة 1970 إلى 18% سنة 1990 لتفسح المجال للمواد المصنعة حيث تضاعفت مساهمتها من 13% إلى 27% خلال نفس الفترة في حين عزز قطاع الخدمات دوره في دعم النمو من 36% إلى 42% سنة 1990، لتتحول ماليزيا من بلد زراعي مصدر للمواد الأولية إلى دولة مصدرة للمواد المصنعة، في حين عرفت نسبة التضخم استقرار بين 1% و 5% والإدخار الداخلي شهد ارتفاعا من 25% إلى 40% من الناتج المحلي الخام، أما الاستثمار الأجنبي المباشر تضاعف من 3% إلى 6% سنة 1990 والجدير بالذكر نسبة الفقر التي تراجعت من 50% سنة 1970 إلى 8% سنة 2000.

**ثانياً: المرحلة الثانية:** وتمتد من 1990 إلى 2020 وهي الفترة التي عرفت فيها ماليزيا قفزة نوعية في جميع المجالات وهي خطة تنموية سميت بالخطة الاستراتيجية 2020 والتي تطمح إلى تصنيف ماليزيا كدولة صناعية متقدمة بحلول 2020 مع مضاعفة متوسط دخل المواطن الماليزي إلى أربعة أضعاف مما كان عليه في سنة 1991، حيث بلغ مجمل الدخل الخام 287.9 مليار دولار سنة 2011، كما من أهدافها السعي لتحقيق ناتج إجمالي خام 920 مليار رينجيت ماليزي مع نهاية هذه الخطة، وذلك تطلب معدل نمو سنوي يقدر بأكثر من 7% لمدة 30 سنة بعمر هذه الخطة<sup>1</sup>، ولتحقيق هذه الخطة، تطمح الحكومة إلى تنويع صادراتها وزيادة مداخيلها، فقطاع السياحة يساهم بما يزيد على 11 مليار دولار سنويا، كما تعمل ماليزيا على أن تكون مركزا لعلوم الحاسوب في العالم، بالإضافة للتعليم والرعاية الصحية والتكنولوجيا الحديثة للمؤسسات، خاصة في الميدان المالي، ونظام الإنترنت والطب المرئي إلى غيرها من الأنشطة الحديثة، وهذا ما يحتم على ماليزيا توفير الظروف الملائمة والرقى بالتنمية الاقتصادية للبلاد.

### ثالثاً: ماليزيا والأزمات الاقتصادية والمالية:

لقد كانت ماليزيا أحد دول جنوب شرق آسيا التي تعرضت إلى الأزمة المالية التي حدثت في تسعينات القرن الماضي وجاء في تقرير التنمية البشرية الصادر عن البرنامج الإنمائي للأمم المتحدة لعام 2001، بأن

<sup>1</sup> حاج إبراهيم عبد الرحمان وخير الناس ربيع، "مسيرة الاقتصاد الإسلامي في ماليزيا من خلال أفكار د/ محمد مهاتير"، محور: التجارب الاقتصادية

الناجحة في العالم الإسلامي والدروس المستفادة ص 11، على الموقع: <http://iepedia.com/arab/wp-content/uploads/2011/03/.pdf>

consulté le 04/09/2014 à 23h14

التجربة الماليزية كانت متميزة في مواجهة أزمة جنوب شرق آسيا الشهيرة التي شهدتها العام 1997، حيث لم تعبأ بتحذيرات الصندوق والبنك الدوليين وأخذت تعالج أزمتها من خلال أجنحة وطنية فرضت من خلالها قيودا صارمة على سياستها النقدية، معطية البنك المركزي صلاحيات واسعة لتنفيذ ما يراه لصالح مواجهة هروب النقد الأجنبي إلى الخارج<sup>1</sup>، واستجلاب حصيلة الصادرات بالنقد الأجنبي إلى الداخل فخرجت من كبوتها المالية أكثر قوة خلال عامين فقط، لتواصل مسيرة التنمية، أما فيما يتعلق بأزمة 2008 فقد أشارت محافظة البنك المركزي الماليزي زيتي أكثر ضرورة الفصل بين ظروف الأزميتين وأوضحت بأن البنك المركزي الماليزي قد قام بضمان جميع الودائع في ماليزيا، وقد طمأن المستثمرين إلى أن النظام المصرفي قوي وقادر على الصمود أمام الاضطرابات المالية، بالإضافة إلى أن البنوك لازالت تمارس مسؤولية الإقراض.

### الفرع الثاني: المؤسسات المالية:

تضم نظامين أحدهما بنكي والثاني غير بنكي.

#### 1- نشأة سوق الأوراق المالية الماليزية وتطورها

يرجع تاريخ ظهور سوق أوراق مالية في ماليزيا، إلى سنة 1930 حيث أسست جمعية سماسرة بورصة سنغافورة، أول جمعية منظمة، رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية أما تأسيس سوق للأوراق المالية بالمفهوم الحديث تأخر حتى عام 1960 بتأسيس بورصة الملايو، وتتشكل من غرفتين للتعامل في نفس الأوراق المالية المدرجة: واحدة في سنغافورة وأخرى في كوالالمبور، وشكلت سوق واحدة يتم الربط بينهما بخطوط الهاتف والفاكس سنة 1973 واستمر عمل البورصة وأداء وظائفها ككيان مشترك، ليتم التقسيم الفعلي للبورصة ويتم تشكيل كلا من: بورصة كوالالمبور للأوراق المالية برهاد بماليزيا إلى اسم "بورصة ماليزيا برهاد" وهذا قصد تجديد هياكل البورصة والتطلع لمواكبة متطلبات وتوجهات السوق بصفة عامة.

في 18 مارس 2005 تم تسجيل بورصة ماليزيا في الجدول الأساسي لسوق الأوراق المالية الماليزية برهاد وعملت الحكومة الماليزية على الارتقاء بهذا السوق والدفع به إلى الأمام وجعله للتنمية والعنصر الرئيس في تمويل الاقتصاد المحلي، مما أدى إلى اعتماد برنامج الخطة الرئيسية لسوق الأوراق المالية الماليزي «Malysian Capital Market plan» وقد انتهت المراحل التالية للوصول إلى ذلك:

- المرحلة الأولى: من 2001 إلى 2004 عملت ماليزيا في هذه الفترة على تقوية الوسطاء ومؤسسات الاستثمار المحلي.

<sup>1</sup> سناء عبد الكريم الخناق، "حركة المؤسسات المالية ودورها في التصدي للأزمات المالية التجربة الماليزية جامعة ملايا-ماليزيا"، ص. 7. <http://iepedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/11/38.pdf> consulté le 01/06/2014 à 16h50

- المرحلة الثانية: من 2004 إلى 2006 وتميزت هذه المرحلة بتعزيز وتقوية القطاعات الأساسية، وجعلها أكثر تنافسية والعمل أكثر على جعل سوق الأوراق المالية بصفة تدريجية قابلة للانفتاح.
- المرحلة الثالثة: 2006 إلى 2010 وتعد آخر مرحلة وتتميز بالانفتاح على الأسواق والشركات الأجنبية، مع تحسين مؤسسات السوق المحلي والمرافق الملحقة بها، وذلك لمواجهة التحديات الدولية في مختلف جوانبها.

ومن بين العوامل التي زادت في نمو وتطور هذه السوق:

- نمو الصناديق المالية الإسلامية، وزيادة حجم سوق الأسهم المالية الإسلامية المتداولة، بالإضافة لاستحداث لمنتجات مبتكرة مثل الأدوات التمويلية كالكوك الاستثمارية، بالإضافة إلى ظهور مؤسسات جديدة، مثل مؤسسات التصنيف مؤسسات لوضع المؤشرات المتوافقة مع منتجات سوق الأوراق المالية الإسلامية، وتوحيد المعايير الشرعية للمنتجات وآلية الرقابة عليها.

#### المطلب الأول: النظام المالي الماليزي:

النظام المالي الماليزي يتميز بالازدواجية من حيث اعتماده نظام تقليدي وآخر إسلامي وهو نظام يتكون من مؤسسات تنفرع بدورها إلى قطاع مصرفي وآخر غير مصرفي.

#### الفرع الأول: المؤسسات المالية

تضم نظامين أحدهما بنكي والثاني غير بنكي.

**أولاً: النظام البنكي:** يمثل المحرك الرئيسي للموارد المالية وهو مصدر تمويلي من أجل دعم النشاطات الاقتصادية على رأسه البنك المركزي (نغاراً ماليزياً) إذ يمثل قمة الهيكل المالي والبنكي في الدولة يليه مجموعة من البنوك: التجارية، الإسلامية، شركات التمويل<sup>1</sup> بنوك التاجر وبيوت الخصر وتتمثل أهداف البنك المركزي الرئيسية حسب تعريفها في قانون بنك ماليزيا المركزي لعام 1958 في: إصدار العملة وحفظ الاحتياطيات التي تضمن قيمة العملة والقيام بدور صاحب البنك والمستشار المالي للحكومة؛ وتعزيز الاستقرار المالي والهيكل المالي السليم وتعزيز التشغيل الموثوق والكفاءة والسلس للأنظمة الوطنية للمدفوعات والتسويات وضمان توجيه سياسة أنظمة المدفوعات والتسويات لصالح ماليزيا والتأثير في الوضع الائتماني لصالح ماليزيا، كما يدير البنك أيضاً لوائح التحكم في تبادل النقد الأجنبي في الدولة ويقوم بدور الملجأ الأخير للإقراض

تعمل البنوك بما فيها الإسلامية من خلال شبكة من أكثر من 2200 فرع في أنحاء ماليزيا، وتتواجد ست مجموعات بنكية ماليزية في 18 دولة من خلال فروع ومكاتب تمثيلية ومؤسسات تابعة ومشروعات مشتركة كما أن هناك أيضاً 21 بنكا أجنبياً يقيم مكاتب تمثيلية في ماليزيا يوفر خدمات ربط و تسهيل تبادل المعلومات

<sup>1</sup>عاطف وليم اندراوس "السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق" مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005م، ص205.

بين أصحاب الأعمال في ماليزيا ونظرانهم، كما أدى إنشاء بنوك إسلامية إلى تحسين قدرة المؤسسات المالية في ماليزيا على تقديم خدمات أفضل لعملائها من خلال مجموعة أوسع من النشاطات المالية والاستشارية على مستوى الخدمات التي توفرها البنوك الدولية.

### ثانياً: مؤسسات الوساطة المالية (النظام غير البنكي)

يقوم الوسطاء الماليون من غير البنوك، اللذين يضمون المؤسسات المالية للتنمية وشركات تأمين صناديق الادخار والمعاشات والقائمين على التكافل، بدور مكمل للمؤسسات البنكية في تحريك المدخرات وتلبية الاحتياجات المالية للاقتصاد ويوجد في ماليزيا العديد من المؤسسات المالية للتنمية التي تم إنشاؤها لتحقيق أهداف محددة في تنمية القطاعات الاقتصادية الاستراتيجية وتعزيزها، بما في ذلك قطاعات التصنيع والصادرات، والمشاريع الصغيرة والمتوسطة إلى جانب قطاعات الزراعة والبنية التحتية والملاحة البحرية، تقوم هذه المؤسسات المالية بتوفير مجموعة من الخدمات المالية وغير المالية لدعم تنمية القطاعات الاستراتيجية وتشمل: منح قروض متوسطة وطويلة الأجل وضمانات قروض ومجموعة من الخدمات الاستشارية المالية والتجارية التكميلية.

### الفرع الثاني: سوق المال الماليزي:

ويشمل سوقين سوق رأس المال وسوق النقد وكل منهما يتفرع إلى سوق تقليدي وآخر إسلامي أما سوق رأس المال فيضم سوق الأوراق المالية الماليزية، المكون من سوق الأوراق المالية التقليدية إلى جانب سوق الأوراق المالية الإسلامية للأصول المتوسطة والطويلة الأجل، وسوق الميزداك *MESDAQ*، والبورصة المالية للمشتقات، ومركز لبوان *LABUAN* وكباقي الأسواق فهو يضم سوقين واحدة سوق منظمة، وأخرى غير منظمة لاسيما مسوق السندات<sup>2</sup> الذي يعتبر هذا الأخير من أهم الأسواق لتوفير الأموال الاستثمارية المتوسطة أو الطويلة الأجل لمختلف المشاريع التنموية الماليزية، وتتعدد الأدوات المتداولة فيها، من أسهم وسندات تقليدية وحكومية وأسهم وصكوك إسلامية وسندات الشركات الخاصة وشهادات صناديق الاستثمار ومشتقات وغيرها.

**أولاً: سوق النقد الإسلامي في ماليزيا:** كان إنشاء بنك إسلام ماليزيا في عام 1983 م بمثابة الخطوة الأولى نحو إطلاق العمل المصرفي الإسلامي ثم طرحت فكرة إنشاء سوق إسلامي بين المصارف عام 1994 كحل قصير الأجل يهدف إلى توفير مصدر جاهز لتمويل الاستثمارات قصيرة الأجل وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، ومن المتوقع أن تساعد هذه السوق المصارف الإسلامية وغيرها من المصارف المشتركة في النظام المصرفي الإسلامي وعلى هذا الأساس أصدر بنك نيجارا ماليزيا *BNM* (البنك الماليزي المركزي) بعض المبادئ التوجيهية في 18 ديسمبر 1993 بهدف تسهيل نشأة السوق النقدي الإسلامي على نحو لائق وصحيح مما يؤدي بالضرورة إلى الحفاظ على آلية التمويل والسيولة سعياً لتعزيز الاستقرار في النظام المصرفي و كان ذلك بتأسيس

<sup>1</sup> عاطف وليم أندراوس، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها" دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2006م.

<sup>2</sup> نبيل خليل طه سمور، "سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق (دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا)"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية: غزة، 2007، ص84.

أول بنك إسلامي ماليزي وهو بنك إسلام ماليزيا برهاد تبع ذلك تأسيس شركة تأمين تكافلي إسلامي ماليزيا عام 1984 بعد صدور قانون العمل المصرفي اللاروي في عام 1993، التي تلقت مساندة من قبل الحكومة الماليزية حيث سمح البنك المركزي الماليزي بفتح التأمين الإسلامي في العام نفسه، إضافة إلى ظهور النوافذ الإسلامية في البنوك التجارية التقليدية الربوية بإدخال الخدمات الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية<sup>1</sup>. وينشط فيه 17 بنكا إسلاميا و10 نوافذ إسلامية و6 مؤسسات تنمية مالية تقدم خدمات بنكية إسلامية و3 بنوك إسلامية دولية أو بقدر تنوع مؤسساته تنوعت أدوات التعامل المعتمدة فيه إلى عدة أنواع منها:

- الاستثمار من خلال المضاربة بين المصارف

- قبول الودائع بين المصارف:

- الإصدارات الاستثمارية الحكومية (GII)

- صكوك بنك نيجارا القابلة للتداول (BNNN)

- اتفاقيات البيع وإعادة الشراء (SBBA)

- سندات كاجاماس للمضاربة (SMC)

- الكمبيالات الإسلامية المقبولة<sup>2</sup> LAB

المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية الماليزية (التقليدية والإسلامية)

الفرع الأول: أقسام سوق الأوراق المالية الماليزية:

أولا: أقسام سوق الأوراق المالية الماليزية التقليدية

**1-1 سوق الملكية:** تمثل سوق الملكية (الأسهم) في ماليزيا أهم سوق يوفر للمستثمرين فرص كبيرة في تنمية وزيادة رؤوس أموالهم، كما توفر فرصة الاستثمار الطويل الأجل وتملك جزءا من أصول الشركة المقيدة بالبورصة والحصول على جزء من أرباحها في نهاية السنة أو تحمل الخسارة إن تحققت.

**1-1-1 الأسهم العادية:** تعد من أخطر رؤوس أموال الشركة، وتضمن لمالكها حقوقا من ملكية جزء من الشركة وحق في جزء من الأرباح الموزعة وحق التصويت في الجمعية العمومية للشركة وحق انتخاب وإقالة المديرين وواجبات المالكين في تحمل الخسائر الناتجة عن عمل الشركة، وفي حالة تصفية الشركة يأتي حملة الأسهم العادية كآخر طرف يتم تسوية مستحقاتهم.

**1-1-2 الأسهم الممتازة:** وهي تعطي لحاملها الحق في الأولوية في الحصول على أرباح الشركة مع تحديد نسبة ثابتة لها عند الإصدار عند رغبتها في جمع مدخرات المستثمرين، لتمويل مشروعات جديدة أو مواجهة بعض الصعوبات المالية، مقابل سقوط حق حملتها في التصويت كما لهم الحق في الترتيب مقارنة مع

<sup>2</sup> نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق ص100

<sup>2</sup> ساسية جدي "دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية مرجع سابق ص188-192

حملة الأسهم العادية عند تصفية الشركة، ويمكن تنوعها في سوق الأوراق المالية الماليزية إلى<sup>1</sup> الأسهم الممتازة المشاركة، الأسهم الممتازة التراكمية، الأسهم الممتازة الغير تراكمية، الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء، الأسهم الممتازة القابلة للتحويل ووحدات الاستثمار العقاري.

**1-2 سوق السندات:** عرفت سوق السندات في ماليزيا، تطورا ملحوظا من حيث حجم السوق ونوعية الأدوات المستعملة؛ حيث تركز هذه السوق على تنوع القاعدة المالية بشكل جيد لتلبية الاحتياجات المتغيرة للاقتصاد الماليزي اتخذت الحكومة إجراءات متضافرة لتطوير هذه السوق، ويعكس ذلك نجاح هذه الجهود في النمو الكبير لسوق السندات حيث بلغت في غاية ديسمبر 2010 مايقوق 763 مليار رينجت ماليزي أي 97 % من الناتج الداخلي الخام واعتبارها كواحدة من أسرع أسواق السندات نموا في آسيا ويتم تداول كلا من السندات الحكومية ومسندات الشركات في ماليزيا "وهي:

**1-2-1 السندات الحكومية:** يقوم بإصدارها البنك المركزي الماليزي عادة تاريخ استحقاقها طويلة الأجل، وتصدر لفترات متباينة حسب الظروف التي يمر بها اقتصاد البلد وحالة العجز في ميزانية الدولة، وتعد هذه السندات أكثر الأصول المالية سيولة في سوق رأس المال الماليزي وبدأ إصدار هذا النوع من السندات من الحكومة الماليزية في أواخر السبعينيات بهدف تمويل المشاريع التنموية للحكومة طويلة الأجل، كما تم إصدار سندات حكومية متوافقة مع الشريعة الإسلامية أيضا".

**1-2-2 سندات الشركات :** وهي تلك السندات التي تصدر عن القطاع الخاص بغرض تمويل المشاريع الاستثمارية وشهد إصدار هذا النوع من السندات تزييدا في السنوات الأخيرة في ماليزيا وخاصة بظهور السندات الإسلامية<sup>2</sup>.

**1-3 سوق المشتقات:** بدأت صناعة المشتقات تتجلى في ماليزيا سنة 1980 مع إنشاء لبورصة كوالالمبور للسلع، وكانت عقود المستقبلات المتداولة في ذلك الوقت؛ هي عقود المستقبلات للمطاط والكاكاو وزيت النخيل الخام؛ لتتداول بعدها سائر العقود من مستقبلات وخيارات وعقود آجلة.

- دخلت بورصة ماليزيا برهاد في شركة استراتيجية مع بورصة شيكاغو التجاري CME حيث تمتلك هذه الأخيرة ل 25 % من رأس مال البورصة الماليزية للمشتقات برهاد والباقي تمتلكه بورصة ماليزيا برهاد، بهدف تحسين فرص عرض المشتقات الماليزية عالميا، ضلا عن التوزيع العالمي لمنتجات بورصة ماليزيا وكان ذلك في 17 سبتمبر 2009، وتنقسم سوق عقود المشتقات والخيارات إلى الأقسام التالية:

<sup>1</sup>سعيدة حرفوش، "سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق" رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة المدينة، الجزائر، 2009، ص151.

<sup>2</sup> عاطف وليم اندرواس، "السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول الاقتصادي السوق"، مرجع سابق، ص237.

**1-3-1 عقود الخيارات:** وهو يقتصر على نوع وحيد ويتمثل في عقود خيار الأسهم وهي عقود الخيار لمؤشر كوالالمبور<sup>1</sup> (OKLI).

**1-3-2 عقود المستقبلات:** توجد العقود التالية:

- **عقود مستقبلات السلع:** وتنقسم إلى عقود مستقبلات الزيت النخيل الخام (FCPO)، وعقود مستقبلات الزيت النخيل الخام بالدولار (FUPO)، وعقود مستقبلات الدخول الخام (FPKO)

- **عقود المستقبلات المالية:** وتحتوي على عقود مستقبلات لمعدل الاقتراض بين معدل السندات كوالالمبور لمدة ثلاثة أشهر (FKB3)، وعقود مستقبلات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة ثلاث سنوات (FMG3)، وعقود مستقبلات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة خمس سنوات (FMG5).

**1-4: مركز لبوان للتعاملات المالية الدولية. lubuan International Financial Exchange INC:**

في سنة 1990 تم إنشاء مركز لبوان للتعاملات المالية الخارجية (الأوفشور) وتم البدء بالتعامل في سوق لبوان الدولي للأوراق المالية في 23 نوفمبر 2000 LFX وقد جاء إنشاء هذا المركز ليكمل أنشطة السوق المالي المحلي، ويخضع لإشراف البورصة الماليزية برهاد، كما أنه يتمتع بمعاملات في جمع الأموال بسهولة ويسر، وبإعفاء من قيود الصرف الأجنبي، وتكلفة التعاملات منخفضة.

**ثانياً: أقسام سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:** أنشأت بورصة ماليزيا سوق للأوراق المالية الإسلامية، وهذا بغية تطوير أسواق رأس المال المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والمنتجات والأدوات المتداولة فيها ويمكن تقسيم سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية إلى سوق الملكية وتضم (سوق السلع وسوق الأسهم الإسلامية)، سوق الصكوك وسوق المشتقات<sup>2</sup>.

**1-2 سوق الملكية الإسلامية:** تشغل الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وما يتعلق بشهادات حق الشراء من الأسهم الجديدة ووحدات صناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق الاستثمار المالي العقاري وصناديق التبادل التجاري والتي يتم إصدارها من طرف الشركات التي تم تصنيف أوراقها المالية على أعا متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية وسوق السلع.

- **سوق السلع:** ويتداول فيها جميع السلع التي يتاجر فيها وفق الأحكام الشرعية، وهذا من أجل تسهيل المعاملات التجارية والمالية وكذلك عمليات الاستثمار.

- **سوق الأسهم الإسلامية:** ويتم تداول فيها جميع الأسهم المتوافقة مع مبادئ الشريعة، والتي تم الموافقة عليها من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية، وتتوفر فيها للمعايير والخصائص المحدودة من قبلها وهي تمثل نسبته 64 % من القيمة السوقية للبورصة، وهذا حتى 31 ديسمبر 2010 .

<sup>1</sup> نصية مسعودة، "نحو نموذج اسلامي لسوق رأس المال، تجربة ماليزيا نموذجا"، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2012/2013، ص 246.

<sup>2</sup> ساسية جدي، مرجع سابق، ص 195

**صناديق الاستثمار الإسلامية:** هي الصناديق التي تتولى تجميع أموال صغار المستثمرين فضلاً عن كبارهم في صورة وحدات استثمارية، يعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والاختصاص لتوظيفها في الشركات المعترف بها من اللجنة الاستشارية الشرعية وفقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية وتضم 144 صندوق إسلامي في سنة 2013 مثل صناديق الصكوك.

**مؤشر الشريعة:** تبنت سوق الأوراق المالية برهاد المعروفة حالياً بورصة ماليزيا بإصدار مؤشر يقيس حركة أسعار الأسهم الإسلامية سمي ب أو *sharia index(klse)* في 17 أبريل 1999، و يضم جميع الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة، المدرجة في الجدول الرئيسي للبورصة الماليزية بالإضافة إلى ذلك تصدر هيئة الأوراق المالية للقائمة الرسمية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة القابلة للتداول في البورصة المالية الماليزية يوجد نوعان من مؤشر الشريعة في البورصة الماليزية هما:

المؤشر الشرعي كوالالمبور *"Kuala Lumpur Shariah Index-KLSI"*

والمؤشر الإسلامي الماليزي لرشيد حسين المحدودة داو جونز *Dow Jones - Malaysia Index* <sup>1</sup>، كما استبدلت ماليزيا مؤشر كوالالمبور بـ *FTSE Bursa Malaysia EMAS Shariah Index* و *«FTSE Bursa Malaysia Hirjah Shariah Index»*

**2-2 سوق الصكوك:** وهي من أهم أقسام السوق الإسلامية للأوراق المالية، وهذا لكونها تصدر بالعملة المحلية الرينجيت Ringgit الماليزي أو بالعملات الأجنبية، مصدره من قبل هيئات محلية أو دولية، مقيدة أو غير مقيدة، ويتم طلب تسجيل الصكوك الجديدة لدى البورصة الماليزية وتنقسم إلى:

**-الصكوك:** تعد التجربة الماليزية السباقة لإصدار الصكوك الإسلامية، وتعرف بأنها "عبارة عن شهادات متساوية القيمة وغير مجزأة في ملكية الأموال الاستثمارية، تحكمها مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية ومصادق عليها من الاستشارية الشرعية" ويتم إصدار هذه الصكوك من طرف الشركات الخاصة وتخضع لرقابة هذه اللجنة، أما الصكوك الإسلامية الحكومية فتخضع لرقابة البنك المركزي الماليزي وتقسّم هذه الصكوك من حيث عقودها<sup>2</sup> إلى ما يلي:

**أولاً:** الصكوك الإسلامية "عقود المدائيات" وهي ثلاثة أنواع: صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة، صكوك الاستصناع وصكوك الإجارة.

**ثانياً:** الصكوك الإسلامية "عقود المشاركات" وهي نوعين: صكوك المضاربة وصكوك المشاركة. -الأدوات المالية الإسلامية المركبة: وهي تلك الأدوات الإسلامية المبتكرة والتي تتوافق مع أحكام الشريعة وتدمج بين أداتين أو أكثر، وهذا حتى يتمكن المتعاملين من حماية رؤوس أموالهم وأدواتهم الاستثمارية وهي تركز إلى أصول أو المعاملات ذات علاقة بالسلع.

<sup>1</sup> أساسية جدي، مرجع سابق، ص 200.

## 2- 3خدمات الوساطة

- سمسارة إسلامية للبورصة: في التجربة الماليزية، توفر بعض شركات السمسارة خدمة السمسرة الإسلامية، والتي تساعد جمهور المسلمين وغيرهم للاستثمار في الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية، والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ومن أهم شركات السمسرة الإسلامية المشهورة في ماليزيا هو بنك إسلام برهاد ماليزيا - *BIMB PTB SECURITIES* و *SECURTTIESSDN BHD*

## الفرع الثاني: الهيئات الرقابية في سوق الأوراق المالية الماليزية:

تعمل البورصة الماليزية كمنظم لسوق الأوراق المالية الماليزية المحدودة، وبورصة المشتقات، كما لديها واجب مراقبة التعاملات، وضمان تسوية المبادلات بشكل منظم في الأوراق المالية المودعة لبورصة ماليزيا، من خلال مراقبتها المخصصة لهذا الغرض، ومن الجهات الرقابية الهامة العاملة في سوق رأس المال الماليزي نجد:

أولاً: هيئة الأوراق المالية الماليزية: تعد هيئة الأوراق المالية الماليزية، الهيئة الرقابية العليا والوحيدة لسوق الأوراق المالية الماليزية، وترتبط مباشرة بوزارة المالية الماليزية، وتقدم تقاريرها وسابقاً للبرلمان كل سنة<sup>1</sup>.

أنشأت في 1 مارس 1993 تحت قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية المعروف وقدم من خلال وظائفها إلى حماية المستثمرين بالإضافة إلى المهام التنظيمية الموكلة لهذه الهيئة، فهي ملزمة أيضاً بموجب القانون تشجيع وتعزيز تنمية سوق الأوراق المالية وسوق عقود المستقبلات في ماليزيا بالإضافة إلى مهام أخرى منها:

- تسجيل نشرة الاكتتاب «prospectus» لكافة الشركات المدرجة في قائمة البورصة الماليزية للأوراق المالية؛ بالإضافة للإشراف على السجلات وعمليات التبادل ومراقبة أنشطة البورصات وبيت المقاصة والإيداع المركزي.

- الموافقة على إصدار سندات الشركات، ومراقبة الشؤون المرتبطة بمجال الحيازة والاندماج للشركات بماليزيا، زيادة على رقابتها للأنظمة المتعلقة بصناديق الاستثمار، كما يساعدها على القيام بمهامها هيئات فرعية.

## ثانياً: الهيئات الرقابية الفرعية لسوق الأوراق المالية الماليزية: تتكون الجهات الفرعية المساندة لعمل

هيئة الأوراق المالية الماليزية التي تخضع لرقابة وزارة المالية الماليزية، في مجموعة من الجهات الفرعية تساعدها في تأدية وظائفها، وتتكون هذه الجهات من البورصة الماليزية برهاد والمؤسسات التابعة لها، وأهمها: بورصة ماليزيا للأوراق المالية برهاد، بورصة المقاصة للأوراق المالية برهاد، بورصة الإيداع برهاد، بورصة المشتقات برهاد، بورصة المقاصة للمشتقات برهاد، بورصة السندات برهاد، مركز لبوان للتعاملات المالية الدولية، بورصة ماليزيا للمعلومات برهاد، بورصة ماليزيا للخدمات الإسلامية برهاد.

## ثالثاً: اللجنة الشرعية الماليزية: جاء إنشاء اللجنة الاستشارية الشرعية مكان مجمع دراسة الأدوات المالية

الإسلامية في 16 ماي 1996، وذلك بتعيين من وزارة المالية الماليزية، لتؤدي دورها ومهامها التنظيمية والرسمية وتقوم اللجنة بالعديد من المهام والأدوار في مجال الرقابة وتقدم الاستشارات والتوعية والتوجيه وإصدار القرارات

<sup>1</sup>نصبة مسعودة، مرجع سابق، ص 248.

من جهة، كما لها مهام تفعيل وتطوير الأدوات المالية فمن أهم الوظائف التي تقوم بها هذه اللجنة نذكر منها ما يلي:

- تكييف الأدوات المالية التقليدية وفقا لأحكام الشريعة واستحداث للأدوات المالية الشرعية.
- الضوابط الشرعية لإصدار الأوراق الإسلامية: تم تقرير أربعة معايير شرعية أساسية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية.
- خطوات فرز الأوراق المالية الشرعية: استخراج المعلومات المالية وتقييم نشاطات الشركة ومعايير ادراج الأوراق المالية.
- إصدار القرارات في القضايا الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية والرقابة.
- الإجابة على الأسئلة والاستفسارات وتوعية الأطراف الفاعلة في السوق وتقديم الاستشارة والمراجعة<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: خصائص التجربة الماليزية

شهد الاقتصاد الماليزي قفزة نوعية خلال النصف الثاني من القرن العشرين، حيث ساهمت عدة ظروف بالنهوض بالاقتصاد المحلي للوصول به إلى مصاف اقتصاديات الدول المتقدمة<sup>2</sup>، وتعد التجربة الاقتصادية الماليزية بالحديثة نسبيا، غير أن نموذجها في تحقيق التنمية الاقتصادية لبلادها جديرة بالدراسة، ومما يجب الانتباه هو اعتماد ماليزيا على مبادئ الاقتصاد الإسلامي حيث بدأت ظهوره مع فكر صندوق الحج (تابون حاجي) ثم بدأ العمل بعد ذلك على تطوير وسائله وأدواته، مما كان له الأثر الإيجابي في دخول ماليزيا لمرحلة جديدة من النمو والتطور. إن سوق الأوراق المالية الماليزية من الأسواق المالية الناشئة والرائدة في إصدار الأدوات المالية المبتكرة وخاصة منها المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وهذا ما يجعلها ضمن الأسواق القليلة التي تحظى بالاهتمام والمتابعة، لما تقدمه من تطور مستمر في الأدوات والعمليات المالية التقليدية والإسلامية المستحدثة،

### الفرع الأول: الانفتاح المالي ومواجهة الأزمات:

وسنخص بالدراسة الفترة التي تمتد من 1990 إلى 2020، وهي الفترة التي شهدت فيها ماليزيا قفزة نوعية في جميع المجالات، وهي خطة تنموية سميت بالخطة الاستراتيجية 2020 والتي تطمح إلى تصنيف ماليزيا كدولة صناعية متقدمة بحلول أجل هذه الخطة، مع مضاعفة متوسط دخل المواطن الماليزي إلى أربعة أضعاف مما عليه في سنة 1991 حيث بلغ مجمل الدخل الخام 287.9 مليار دولار سنة 2011، كما من أهدافها السعي لتحقيق ناتج إجمالي خام إلى 920 مليار رينجيت ماليزي مع غاية هذه الخطة، وذلك يتطلب معدل نمو سنوي يقدر بأكثر من 7% لمدة 30 سنة بعمر هذه الخطة أو لتحقيق هذه الخطة، تطمح الحكومة إلى تنويع صادراتها وزيادة مداخلها، فقطاع السياحة يساهم بما يزيد على 11 مليار دولار سنويا، كما تعمل ماليزيا على أن تكون مركزا لعلوم الحاسوب في العالم، بالإضافة للتعليم والرعاية الصحية والتكنولوجيا الحديثة للمؤسسات، خاصة في

<sup>1</sup>نصبة مسعودة، مرجع سابق، ص 270.

<sup>2</sup>ساسةجدي، مرجع سابق، ص 203-206.

الميدان المالي، ونظام الإنترنت والطب المرئي إلى غيرها من الأنشطة الحديثة<sup>1</sup> وهذا ما يحتم على ماليزيا توفير الظروف الملائمة والرقي بالتنمية الاقتصادية للبلاد.

وتعد آخر مرحلة وتتميز بالانفتاح على الأسواق والشركات الأجنبية، مع تحسين مؤسسات السوق المحلي والمرافق الملحقة بها، وذلك لمواجهة التحديات الدولية في مختلف جوانبها. ومن بين العوامل التي زادت في نمو وتطور هذه السوق:

نمو الصناديق المالية الإسلامية، وزيادة حجم سوق الأسهم المالية الإسلامية المتداولة، بالإضافة لاستحداث لمنتجات مبتكرة مثل الأدوات التمويلية كالصكوك الاستثمارية؛ بالإضافة إلى ظهور لمؤسسات جديدة، مثل مؤسسات التصنيف ومؤسسات لوضع المؤشرات المتوافقة مع منتجات سوق الأوراق المالية الإسلامية، وتوحيد المعايير الشرعية للمنتجات والية الرقابة عليها.

### - استجابة ماليزيا ازاء الأزمات الاقتصادية والمالية:

لقد كانت ماليزيا احد دول جنوب شرق آسيا التي تعرضت إلى الأزمة المالية التي حدثت في تسعينيات القرن الماضي وجاء في تقرير التنمية البشرية الصادر عن البرنامج الإنمائي للأمم المتحدة لعام 2001، بأن التجربة الماليزية كانت متميزة في مواجهة أزمة جنوب شرق آسيا الشهيرة التي شهدها العام 1997، حيث لم تعبأ بتحذيرات الصندوق والبنك الدوليين وأخذت تعالج أزمته من خلال أجندة وطنية فرضت من خلالها قيوداً صارمة على سياستها النقدية، معطية البنك المركزي صلاحيات واسعة لتنفيذ ما يراه لصالح مواجهة هروب النقد الأجنبي إلى الخارج<sup>2</sup>، واستجلاب حصيلة الصادرات بالنقد الأجنبي إلى الداخل فخرجت من كبوتها المالية أكثر قوة خلال عامين فقط، لتواصل مسيرة التنمية، أما فيما يتعلق بأزمة 2008 فقد أشارت محافظة البنك المركزي الماليزي زيتي أكثر ضرورة الفصل بين ظروف الأزمته وأوضح أن البنك المركزي الماليزي قد قام بضمان<sup>3</sup>، جميع الودائع في ماليزيا، وقد طمأن المستثمرين إلى أن النظام المصرفي قوي وقادر على الصمود أمام الاضطرابات المالية، بالإضافة إلى أن البنوك لازالت تمارس مسؤولية الإقراض. وقد أعلنت الحكومة حزمة من الحوافز لدفع النمو وتشجيع الإنفاق وتهدف جميع هذه التدابير إلى دعم الاقتصاد وتعزيز الثقة به وأضافت من جانبها نحن لسنا في ركود، ونحن لا نتوقع أن يحدث الركود عندنا وقد اتخذنا إجراءات في وقت مبكر جدا لاحتواء مخاطر الأزمة.

### الفرع الثاني: مميزات التجربة الماليزية

#### أولاً: التطور المستمر للإصدارات وتداولها

شهدت ماليزيا خلال الفترة 2008-2012 تركيزها على إصدار الصكوك وسيطرة واضحة من حيث القيمة والحجم مقارنة باقي الدول الأخرى، إذ قدرت إصداراتها ب97.08 بليون دولار أي ما نسبته 74.01 % من إجمالي

<sup>2</sup> سناء عبد الكريم الخناق، "حوكمة المؤسسات المالية و دورها في التصدي للأزمات المالية التجربة الماليزية ملايا-ماليزيا" مرجع سابق ص7.

الإصدارات وهذا يعود بالأساس لوجود سوق قوية للأوراق المالية منظمة و مهيكلة، وهيئة للأوراق المالية تعمل على الموافقة على هذه الإصدارات، فكانت إصدارات متنوعة بين حكومية وخاصة وبين محلية ودولية ومن بين أهم العوامل التي ساعدت على النمو السريع في إصدار الصكوك في ماليزيا: زيادة تفضيل المنتجات التي تصدر وفق مبادئ الشريعة، وقد ساهم في ذلك ظهور البنوك الإسلامية وتطوي سوق رأس المال الإسلامية فيما بعد؛ كذلك السياسة الحكومية المدعومة بتوفير الإطار التشريعي والقانوني الملائم لتطوير إصدار الصكوك ووتيرة انجاز المشروعات التي ساهمت في زيادة الطلب على أنواع الصكوك تعتبر كنتيجة مباشرة لدعم الحكومة حتى تصبح ماليزيا مركز للاقتصاد الإسلامي.

## الجدول رقم 3: أهم إصدارات ماليزيا

السنة	أهم الإصدارات في ماليزيا
1990	صدرت شركة Shell MDS SdnBhd الأجنبية وغير اسلامية، أول صك اسلامي بقيمة 192 مليون رينجت، بصيغة بثمان آجل
1997	أطلقت شركة KHAZANAH الماليزية أول صكوك مرابحة من قبل الحكومة محاولة منها ايجاد بديل للسندات التقليدية المحلية و معرفة مدى استجابة السوق لهذا النوع من المنتجات.
2000	تعيين مستشار شرعي مستقل من طرف لجنة مراقبة عمليات سوق الأوراق المالية الماليزية، مصدري الصكوك.
2001	أصدرت شركة KUMPULAN GUTHRIE Bhd صكوك الاجارة بمبلغ 150 مليون دولار أمريكي، و تمثل أولى الصكوك التي تم تصنيفها قبل اصدارها، و كانت مدرجة في مركز ليون لبوان الدولي للتبادل (LFX)
2002	أطلقت الحكومة الماليزية صكوك اجارة دولية حسب أحكام الشريعة الاسلامية، بمبلغ 600 مليون دولار أمريكي، كأول صكوك اسلامية سيادية تم اصدارها في العالم.
2003	أصدرت شركة Ambang SENTOSA SdnBhd صكوك اسلامية مدعومة بأصول، وفق صيغة الاستصناع مع خصم تكاليف اصدار هذه الصكوك من ميزانية الحكومة لسنة 2004.
2004	- اصدار صكوك استصناع في قطاع الطاقة من طرف SKS Power SdnBhd كما تم اصدار صكوك اجارة دولية لشركة خاصة SARAWAK لمدة 5 سنوات بمبلغ 350 مليون دولار أمريكي، و تم بيعها في سوق لبوان للتداول. - اصدار صكوك اجارة محلية في سوق الأوراق المالية الاسلامية الماليزية، بقيمة 160 م.ر.م لشركة انكرس المحدودة. - أصدرت International Finance Corporation مؤسسة مالية تابعة للبنك الدولي، صكوك عالمية من (البيع بثمان آجال) بقيمة 500 مليون RM.
2005	صدارت شبه سيادية للبنك الدولي بالعملة المحلية- الرنجيت الماليزي- للصكوك اسلامية بقيمة 760 مليون RM.
2006	- اطلاق مؤشر دولي للصكوك الاسلامية في كوالا لمبور، DowjonescitiGroupSukuk Index، و هذا المؤشر يقيس عمل الصكوك الاسلامية ذات الايراد الثابت، التي تحكمها ضوابط الاستثمار الشرعي. - اصدار صكوك مشاركة قابلة للتبادل موافقة للشريعة الاسلامية من قبل شركة KHAZANAH NATIONAL bhd بقيمة 750 مليون دولار أمريكي، و ادراجها للتداول في بورصة هونغ كونغ.

2007	- اصدار لأول صكوك متنوعة من طرف شركة MALAKOFF C.Bhd بقيمة 1.7 بليون رينجت ماليزي. - اصدار صكوك اسلامية بقيمة 19 مليار رينجت ماليزي من قبل شركة Binariang GSM SdnBhd - اصدار أكبر صكوك للتبادل بقيمة 850 مليون دولار أمريكي من قبل KHAZANAH NATIONAL Bhd
2008	اصدار لأول صكوك من طرف شركة ذات الغرض الخاص، ممولة من طرف بنك التنمية الاسلامية من طرف شركة TADAUN Services Bhd بقيمة 01 مليار رينجت ماليزي.
2009	- اصدار صكوك اسلامية بعملة أجنبية من طرف شركة NasionalBhdPetroliom بقيمة 105 مليار دولار أمريكي.
2010	- ارتفع اصدار صكوك المشاركة والاجارة والمراوحة بقيمة 71 مليار رينجت مقارنة بالسندات 32 مليار رينجت
2011	- حققت الصكوك الاسلامية نموا هائلا حيث ارتفعت حصتها في السوق الى النحو 42% من اجمالي السندات المستحقة في ماليزيا نهاية 2011
2012	- أكثر من 136 اصدارا متنوعا بقيمة تجاوزت 36.1 مليار دولار وهو رقم قياسي جديد.
2013	- استحوذت على 68.8 من اجمالي اصدارات الصكوك الاسلامية حول العالم في عام 2013 لتصل الى حوالي أكثر من 266 مليار رنجيت ماليزي بما يعادل حوالي 82.4 مليار أمريكي.
2014	- اصدار البنك المركزي الماليزيا (بنك نيجارا) ما يزيد على 3.4 مليارات دولار من الصكوك قصيرة الأجل قصيرة الأجل وتم طرح نحو 931 مليون دولار تقريبا من قبل هيئات حكومية وهما دانا انفرا ناسيونالبيرهاد (787.6 مليون دولار) وكاجاماسبيرهاد (144.5 مليون دولار). - ارتفعت حصة صكوك الوكالة والوكالة بالاستثمار الى 23.4% في يوليو (يونيو 2014: 10.1%) بدعم من البنك الاسلامي للتنمية والمؤسسة الدولية لإدارة السيولة الاسلامية.

ساسة جدي، "دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية دراسة حالة ماليزيا والسودان

من خلال الجدول تنوعت إصدارات الصكوك بين مرابحة واستنصاع وإجارة ومشاركة وكانت حصة القطاع الحكومي تمثل غالبية إصدارات الصكوك حيث شكلت حصة تزيد عن 60 في المائة سنويا خلال السنوات القليلة الماضية أما إصدارات الشركات فأغلبها من قطاعات الخدمات المالية والعقارات والطاقة والمرافق<sup>1</sup>.

مؤشرات نمو سوق الأوراق المالية في ماليزيا من 2008 إلى 2012 م

الجدول رقم 4: تطور سوق الأوراق المالية في ماليزيا من 2008 إلى 2012 م

الوحدة بليون رنجت ماليزي (BILLION RM)	2008	2009	2010	2011	2012
اجمالي الناتج المحلي	639.9	629.9	676.7	711.4	751.5
رسملة السوق (أسهم وسندات)	664	999	1275	1285	1466
قيمة تداول الأسهم والسندات	313	303	390	329	334
قيمة تداول المشتقات	155	123	132	132	214
معدل رسملة السوق %	103.80	158.50	188.40	180.60	195
معدل رسملة السوق الاسلامية من اجمالي السوق المالية %	95	122.93	122.70	133.23	133.09
عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الاسلامية من اجمالي الأسهم %	87	88.00	88.00	89.00	89.00
تداول المشتقات الى الناتج المحلي %	24.20	19.50	19.50	21.30	28.40
معدل حجم التداول السوقي %	48.90	48.10	57.60	46.20	44.40

ساسية جدي ، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية دراسة حالة ماليزيا والسودان

1- معدل رسملة السوق مؤثر القيمة السوقية (*Marketcapitalisation*) = القيمة السوقية للأسهم المدرجة

في سوق الأوراق المالية/الناتج المحلي الإجمالي من خلال الجدول ارتفعت قيمة هذا المؤشر من 103.80% إلى 195% سنة 2012 وهذا ما يعكس مدى قدرة سوق الأوراق المالية على تعبئة الموارد وتمويل الاقتصاد.

2- معدل حجم التداول = قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق الإجمالي الناتج المحلي وهو يعكس مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني تطور ليصل إلى 57.6% في عام 2010 وبقي أن نشير في الأخير أن هذه المؤشرات رغم انخفاضها الطفيف في عام 2012 وفي السنوات الأخرى إلا أنها تعكس مدى نمو سوق الأوراق المالية في ماليزيا.

3- نلاحظ سيطرة السوق المالي الإسلامي في تمويل قطاعات ماليزيا خاصة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والتي فاقت في جميع السنوات 87% ويعزز هذا الطرح مساهمة سوق رأس المال الإسلامي في أكثر من 95% من رملة السوق ككل في فترة الدراسة وهذا ما يدل على دعم هذه السوق للتنمية الاقتصادية والناتج المحلي.

4- أن التعامل بالمشتقات المالية في ماليزيا متطور.

ومن خلال ما سبق يمكن القول بأن التداولات والتعاملات في سوق رأس المال الإسلامي تؤثر على أداء سوق المال في ماليزيا ككل وخاصة الصكوك والأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

## ثانياً: إيجابيات التجربة الماليزية

## 1- دور الدولة الرئيسي في دعم الاقتصاد:

لقد حققت الدولة التنمية، العدالة الاجتماعية، تأهيل الموارد البشرية وترجم هذا اقتصادياً من خلال إقامة نظام اقتصادي مزدوج بين النظام الإسلامي والرأسمالي فكانت سوق مالية متطورة قوية التنظيم والإشراف والإطار القانوني والحكومة مما أضفى عليها طابع الكفاءة والشفافية.

إن البنك المركزي الماليزي يضع نصب عينيه تطوير النظام المالي الإسلامي منذ ثلاثة عقود معتبراً أن هذا النظام جزء لا يتجزأ من النظام المالي الدولي، وهذا ما جعله يتبوأ المركز الدولي للزعامة المالية والمركز التربوي في المالية الإسلامية -الهيكل التنظيمية نجدها في ماليزيا تقريباً مكتملة مقارنة بالدول الأخرى وكل ذلك قد تحقق عبر الخبرات والمهارات التي اكتسبها الماليزيون في مجال المصارف الإسلامية وأسواق المال الإسلامية.

2- الريادة:- يحسب لها إقامة أول سوق نقدي إسلامي بين البنوك وإدارة السيولة.

- لديها سوق أولية عميقة وسوق ثانوية نشطة ونظام تسوية فعال.

- يمتاز النظام الاقتصادي الماليزي بعض التطبيقات والمؤسسات المالية كنظام التكافل كنهج إسلامي لشركات العين وصندوق الزكاة، وكذلك صندوق الحج.

## 3 -هيكل النظام المالي

تم إنشاء نظام بنكي مزدوج إسلامي وتقليدي يسيران بشكل متوازي. وقد حقق هذا النظام نجاحاً ملحوظاً أيضاً، حتى أن الأزمة الاقتصادية الأخيرة نفسها أظهرت أهمية البنك الإسلامي ولم يقتصر النشاط الاقتصادي الإسلامي على البنوك بل تعداها إلى مشاريع مالية أخرى مثل سوق المال الإسلامي وسوق المشتقات المالية الإسلامية وشركات التكافل وإعادة التكافل وصناديق الاستثمار وغيرها وبهذا نستنتج بأن النظام المالي الإسلامي إن لم يكن بديلاً للنظام الرأسمالي كان الجزء المكمل له كما توجد في ماليزيا سوق أوراق مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية بنسبة تفوق 88%، والدولة هي أكبر مصدر للصكوك الإسلامية في العالم، كما يوجد بما يزيد عن 13 صندوق استثمار جماعي إسلامي كخطوة أساسية نحو تجسير الفجوة وتوثيق العلاقات بين اقتصاديات بلدان الشرق الأوسط وجنوب شرق آسيا في هذا المجال كما تسمح الحكومة الماليزية بملكية الأجانب بنسبة 100% لشركات إدارة الصناديق الإسلامية وذلك تماشياً مع سعيها إلى اجتذاب المزيد من الفاعلين الرئيسيين في مجال الصناديق.

## 4- العالمية

التجربة الماليزية في الأوراق المالية الإسلامية هي الوحيدة التي عبرت الحدود إلى أسواق مالية خارجية بنسبة تراوحت بين 12% إلى 15% وهي أكبر سوق سندات إسلامي حيث تم فيه إصدار ثلاثة أرباع الصكوك الإسلامية العالمية على مدى العقد الماضي<sup>1</sup>، ومنتجاتها مرنة وجذابة للمستثمرين والمصدرين العالميين. أضحى النظام المالي الإسلامي في ماليزيا النموذج الأمثل للاقتصاد الإسلامي المتطور وساعده على هذا التنامي الاقتصادي الكبير وجوده في بيئة تتصف بالمزيد من الحرية والتنافس، وذلك تماشيًا مع الاندماج المتزايد بين النظام المالي الإسلامي الماليزي والساحة المالية الإسلامية العالمية. إن النظام المالي الإسلامي استطاع التأثير في النظام التقليدي في المعاملات الإسلامية وتفوق عليه من ناحية الصلاحية والسلامة في ظل الأزمة المالية وساهم إدراج المشتقات المالية كمنتج من منتجات الهندسة المالية في سوق الأوراق المالية بشكل ايجابي في نمو وفاعلية هذه الأخيرة وجذب الاستثمار الأجنبي. - الأدوات الإسلامية المستخدمة في أسواق المال في تطور مستمر وسوق المال الماليزية من حيث الحجم تعتبر كبيرة للغاية وأن المصارف الإسلامية الماليزية تساهم فيها بنسبة عالية تصل في المتوسط الى 25%.

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سابق، ص 286.

## خاتمة:

تعتبر الهندسة المالية عن العملية التي يتم من خلالها تطوير منتجات مالية قائمة أو ابتكارات أخرى تلبية مختلف الاحتياجات التمويلية والاستثمارية أما التطبيق الخاطيء لها يؤدي الى حدوث أزمات.

ان تميز الأسواق المالية العالمية بالتطور الديناميكي وبتحرير الصفقات المالية، وبإزالة القيود على التدفقات الرأسمالية البينية، علاوة على تطور المنتجات المالية، وتناغم الممارسات والسياسات والتشريعات وقواعد حوكمة الشركات قد فرض مفهوم تكامل الأسواق المالية العالمية ورغم أنه لا يختلف اثنان حول مزايا ومكاسب التنوع الدولي للمحافظ الذي هو نتيجة التكامل المالي إلا أن بريقها الأول قد أخذ في التلاشي أمام اتجاه الأسواق المالية الدولية الناضجة لتعزيز التكامل في ما بينها خلال العقود الأخيرة، على خلفية تنامي جهود التحرير المالي. مما دفع الى التوجه نحو الأسواق المالية الناشئة التي تنطوي على إمكانيات النمو، وتعاني في الوقت ذاته من ضعف في مؤشرات التكامل، سواء فيما بينها أو مع الأسواق المتطورة وهذا ما جعلنا نختار نموذج من الاسواق الناشئة (التجربة الماليزية) .

أظهر النموذج الماليزي بأن النظام المالي المزوج (إسلامي تقليدي) هيكل متين متكامل ل يتميز بالتوازن؛ كما أثبت صموده وخاصة صناعة الهندسة المالية الإسلامية أمام أزمة 2008. حيث تميز سوق الأوراق الماليزي بالتطور والتجديد والنمو المدروس والانتشار المحلي والدولي والدعم من قبل الحكومة والسلطات النقدية والمؤسسات المالية، غير أنها لازالت بحاجة الى إزالة المعوقات خاصة فيما يخص الأوراق المالية الاسلامية.

على ضوء ما سبق و النتائج المتوصل إليها نقترح إجراء الدراسات التالية

= دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير البورصات العربية

= سبل تطوير الصيرفة الإسلامية في البنوك التقليدية في الجزائر

قائمة المصادر والمراجع:

الكتب باللغة العربية:

- ايهاب الدسوقي، إقتصاديات كفاءة البورصة القاهرة دار النهضة العربية 2000.
- سامي بن ابراهيم السويلم، "التحوط في التمويل الاسلامي" البنك الإسلامي للتنمية كمركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي جامعة الملك عبد العزيز، جمادى الأولى 1432 ق/أفريل 2011
- سمير عبد الحميد رضوان،(مشتقات المالية ودورها في ادارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة ادواتها) دراسة مقارنة بين نظم الوضعية وأحكام الشريعة الاسلامية دار النشر للجامعات القاهرة.
- السيد متولي عبد القادر " الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير " دار الفكر، عمان، 2010.
- طارق عبد العال حماد" المشتقات المالية: المفاهيم في ادارة المخاطر، محاسبة" الدار الجامعية الاسكندرية 2003.
- عاطف وليم اندراوس "السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق" مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2005م،
- عاطف وليم أندراوس، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2006م.
- عبد الكريم قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق" مؤسسة الرسالة ناشرون، لبنان، 2008.
- عقل مفح، وجهات نظر مصرفية الجزء الثاني البنك العربي الاردن، 2000.
- محمود محمد الداغر "الاسواق المالية، مؤسسات، أسواق، بورصات " دار الشروق للنشر والتوزيع عمان، الأردن، 2007.
- منير ابراهيم هندي "الفكر الحديث في ادارة المخاطر، الجزء3، عقود الخيارات " منشأة المعارف بالإسكندرية، مصر، 2007.
- منير ابراهيم هندي " الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام المشتقات والتوريق " ج1، دار المعارف الاسكندرية، مصر 1999
- منير ابراهيم هندي "الفكر الحديث في ادارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات جزء2 " توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية 2003
- نوزاد الهيبي، مقدمة في الأسواق المالية (ليبيا، طرابلس: أكاديمية الدراسات العليا والبحوث التطبيقية، 1998).
- صلاح الدين حسن السيسى، بورصات الأوراق المالية (القاهرة: عالم الكتب، 2003).
- لطفي، امين السيد احمد التحليل المالي لأغراض تقييم و مراجعة الاداء و الاستثمار في البورصة الاسكندرية الدار الجامعية 2005.
- مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الطبعة الثالثة (الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية، 2003).
- محفوظ جبار، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، الجزء الثاني (الجزائر: دار هومة، 2002).
- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية: المفاهيم، إدارة المخاطر (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2001)
- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات: مدخل إلى الهندسة المالية (الإسكندرية: الدار الجامعية، 1998)
- سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية (القاهرة: مكتبة عين شمس، 1998)
- محمد مطر، فايز يتم، إدارة المحافظ الاستثمارية (الأردن: دار وائل للنشر، 2005)
- سمير عبد الحميد رضوان،(مشتقات المالية ودورها في ادارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة ادواتها) دراسة مقارنة بين نظم الوضعية و احكام الشريعة الاسلامية دار النشر للجامعات القاهرة
- حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا رشيد، محفوظ أحمد جودة " السوق المالية : بورصة الأسهم و السندات" دار زهران، عمان الأردن، 2013
- وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الثاني (بيروت: دار المنهل اللبناني -مكتبة رأس النبع، 2003).

- آمال لعمش، "دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية دراسة نقدية لبعض المنتجات المصرفية الإسلامية" مذكرة ماجستير في العلوم التجارية تخصص مالية ومحاسبة معمقة، جامعة فرحات عباس سطيف الجزائر، 2012/2011.
- بن عيسى عبد القادر، "أثر استخدام المشتقات المالية ومساهماتها في أحداث الازمة المالية العالمية دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية الفترة الممتدة من جانفي 2006 الى غاية ديسمبر 2010" مذكرة الماجستير، علوم التسيير، تخصص مالية السوق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة 2012/2011.
- ساسية جدي، دور الهندسة المالية في الصناعة المالية الإسلامية دراسة حالة (ماليزيا والسودان) رسالة ماجستير جامعة محمد خيضر، بسكرة 2015/2014.
- سعيدة حرفوش، "سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق" رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة المدية، الجزائر، 2009.
- سناء عبد الكريم الخناق، "حوكمة المؤسسات المالية ودورها في التصدي للأزمات المالية التجربة الماليزية ملايا-ماليزيا" 2014.
- محمود سحنون "مخاطر المشتقات المالية ومساهماتها في خلق الازمات" كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة منتوري قسنطينة، جوان 2010.
- نبيل خليل طه سمور، "سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق (دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا)"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية: غزة، 2007.
- نصيبة مسعودة، "نحو نموذج اسلامي لسوق رأس المال، تجربة ماليزيا نموذجا"، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2013/2012.
- نوال بوعكاز، "حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمة" مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص دراسات مالية ومحاسبة معمقة، جامعة فرحات عباس، سطيف 2011/2010.
- سامية زيطاري، "ديناميكية أسواق الأوراق المالية الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية" (أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2004).
- محمد غزال، "دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية"، رسالة ماجستير، تخصص: اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر.
- دحان الياس الازهر، "دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي"، دراسة حالة، مذكرة ماجستير، العلوم الاقتصادية 2013/2012 جامعة محمد خيضر، بسكرة.

#### المجلات والدوريات والملتقيات والمطبوعات:

- الأعرح، طارق محمد خليل، "الأسواق المالية"، مقرر دراسي لطلبة الدكتوراه، إدارة المصارف، منشورات كلية الادارة والاقتصاد، الأكاديمية العربية المفتوحة بالدنمارك بدون سنة النشر.
- بن رجم محمد خميسي، "المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها" الملتقى العلمي الأول حول الازمة المالية والاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية يومي 22 و 21 أكتوبر 2009، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة فرحات عباس، سطيف، عدد 81.
- صلاح الدين محمد امين "الابداع المالي في الاسواق المالية البنك الضامن نموذج إطار معرفي وصفي" مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 5، مؤتمر الكلية، في سنة 2013.
- طارق محمد خليل الأعرح، الأسواق المالية، مقرر دراسي ادارة المصارف منشورات كلية الإدارة والاقتصاد، الأكاديمية العربية المفتوحة الدنمارك بدون سنة نشر.

## قائمة المصادر والمراجع

- مجلة التعاون الاقتصادي بين الدول الإسلامية، تحالفات أسواق الأوراق المالية والسبل المسكنة لإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة مقاصة للأسهم والسندات"، مركز أنقرة، (2004).
- هالة حلمي السعيد، الأسواق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة: مسح مرجعي، سلسلة رسائل البنك الصناعي، العدد 58 (سبتمبر 1999).
- عبد الرؤوف رابعة، سامي حطاب، "التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية"، ورقة عمل مقدمة خلال ندوة الأسواق المالية المنظمة من طرف هيئة الأسواق المالية والسلع، بورصة أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة ديسمبر 2005
- برودي نعيمة، "التصكيك الإسلامي حجر الأساس لقيام سوق الأوراق المالية الإسلامية"، جامعة قالمة الملتقى الدولي الثاني للصناعة الإسلامية-الية ترشيد الصناعة المالية الإسلامية-يومي 9 و8 ديسمبر 2013
- قندوز عبد الكريم أحمد، "تحليل لمعوقات سوق الصكوك بالمملكة العربية السعودية وأساليب تفعيلها: دراسة مقارنة لسوق الصكوك بالمملكة وسوق بدول مجلس التعاون الخليجي وسوق الصكوك الماليزية"، المؤتمر الأول لكليات إدارة الأعمال بجامعة دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية خلال الفترة 17-16 ربيع الثاني 1435هـ، الموافق 17-16 فبراير 2014
- عماري صليحة وسعدان آسيا، "الصكوك الإسلامية: تطوراتها وآليات إدارة مخاطرها"، جامعة قالمة الملتقى الدولي الثاني للصناعة الإسلامية-الية ترشيد الصناعة المالية الإسلامية-يومي 9 و8 ديسمبر 2013
- عبد الله صالح محمد أبو مسامح، "المشتقات المالية الإسلامية بين النظر والتطبيق"، الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 13 يوليو 2013
- حدة رايس، زكية بوسنة، "التنظير الشرعي لمنتجات الهندسة المالية-الخيارات المالية"، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار المالي والهندسة المالية بين الصناعية المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، يومي 6/5 ماي 2014م، الموافق لـ 6/5 رجب 1435هـ، بالتعاون بين جامعة سطيف، الجزائر.
- بن رجم محمد خميسي "المنتجات المالية المشتقة: ادوات مستحدثة لتغطية المخاطر ام لصناعتها" الملتقى العلمي الاول حول الازمة المالية والاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية يومي 22و21 أكتوبر 2009، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير جامعة فرحات عباس سطيف
- عبد الرحمان بن سانية، "قراءة في بعض تجارب الانطلاق الاقتصادي بالدول النامية"، مجلة الواحات للبحوث والدراسات العدد 11 لسنة 2011، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير المركز الجامعي بغرداية، الجزائر.
- عبد الكريم احمد قندوز، "الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي مؤتمر كلية العلوم الادارية الدولي الرابع اتجاهات عالمية (الازمة الاقتصادية العالمية من منظور إسلامي جامعة الكويت كلية العلوم الادارية والاجتماعية 15-16 ديسمبر 2010)".
- اخلاص باقر النجار، "قراءة في مفردات التوريق"، بحث مقدم مجلة العلوم الاقتصادية، العدد23، مجلد سادس كانون الثاني، قسم العلوم المالية والمصرفية كلية الادارة والاقتصاد جامعة البصرة، 2009.

### مراجع باللغة الأجنبية:

- Kais Fadhlaoui. "Diversification Internationale et Integration Financière. L'Intérêt des Marchés Emergents," Document de Travail. Université de Picardie Jules Verne, Amiens, Picardie, France (Avril 2006).
- Michel BARNIER (un Jour Nouveau sur les Marchés de Produits Dérivés) , revue de la Stabilité Financier, 14 (Produit Dérivés : Innovation Financière et stabilité ), Banque de France, Juillet 2010.
- Pierre-Richard Agénor, Peter K. Montiel, Development Macroeconomics, 3' ed. (UK: Princeton University Press, 2008).
- Jean Barreau, Jacqueline Delehay. **Gestion Financière**, 10<sup>e</sup>, Edition (Paris : dunod, 2001).
- Alain Martinet. **Lexiques de gestion**, 5<sup>e</sup>, Edition (Paris : Dalloz, 2000).
- Aimé Scannavino, **Les Marchés Financiers Internationaux** (Paris : Dunod, 1999)
- Amr Abou-zeid «La gestion des fonds de fonds islamique de capitale investissement pour le développement des pays arabes», université paris dauphine
- Ahmid Ali and others «Islamic Finance instruments and Markets», Qatar center authority, bloomsbury, 2010

مواقع من الويب:

Sites internet :

- <http://ec.europa.eu/economy-financepublications> .
- <http://www.mida.gov.my/arabic2/index.php?page=banking-system>
- <http://www.startimes.com/f.aspx?mode=f&member=2396481>
- <http://www.kantakji.com/media/8027/m189.pdf> le 26/07/201
- <http://www.startimes.com/f.aspx?mode=f&member>