

الاستثمار بأدوات الهندسة المالية في الأسواق المالية

د. ميدون ميساني

ملحقة قصر الشلالة

جامعة ابن خلدون - تيارت-

الملخص: الهدف من هذه الدراسة هو تحليل طبيعة أدوات الهندسة المالية والابتكارات المالية الحديثة التي ساهمت في نقل وتوزيع المخاطر من أجل توفير عنصر السيولة في السوق الثانوية. ومن ناحية أخرى، تسلط هذه الورقة الضوء على صياغة منتجات مبتكرة لحل المشاكل المالية لتلبية احتياجات المستخدمين والميول من الأموال فيما يتعلق المخاطرة وفترة الاستحقاق والعائد. ليس هناك شك في أن مفهوم الهندسة المالية موضوع قديم قدم التعاملات المالية، ولكن يبدو مصطلح حديث نسبياً من حيث التخصص، فإن معظم تعاريف الهندسة المالية مستوحاة من وجهات نظر الباحثين الذين يطورون النماذج والنظريات، أو مصممي المنتجات المالية في المؤسسات المالية أو الأسواق المالية.

الكلمات المفتاحية: أدوات الهندسة المالية، المشتقات المالية، عقود الخيارات، الأسواق المالية، التوريق.

Abstract : The aim of this study is to analyze the nature of financial engineering tools and modern financial innovations that have contributed to the transfer and distribution of risk in order to provide an element of liquidity in the secondary market. On the other hand, this paper shed light on crafting innovative products to solve financial problems to meet the needs of users and the tendencies of the funds with respect to risk and term to maturity and yield. There is no doubt that the concept of financial engineering theme as old as financial transactions, but it seems a relatively recent term in terms of specialization, most of the definitions of financial engineering inspired by the views of the researchers who are developing models and theories, or designers of financial products in the financial institutions or the financial markets.

Keywords : Financial engineering Tools, financial derivatives, options contracts, financial markets, securitization.

مقدمة: ساهمت تكنولوجيا الاتصالات وانعكاساتها على أسواق المال مع عصر العولمة إلى تغيرات عميقة قادت تبلورت في الثورة الحادثة في عالمي الاستثمار والتمويل وإلى ابتكار أدوات استثمارية جديدة غير الأدوات التقليدية السائدة، حيث ساهمت بنقل وتوزيع المخاطر، مما يساعد في توفير عنصر السيولة في السوق الثانوي. ويمكن فهم المشتقات المالية بمقارنتها بالأدوات المالية الأولية الأصلية، فالأدوات المالية الأصلية تشمل الأدوات التي تظهر في صلب الميزانية والتي يترتب على اقتنائها حدوث تدفق نقدي ومن أمثلتها الأسهم والسندات.. وعلى خلافه، فإن معظم المشتقات المالية هي من أدوات خارج الميزانية وفي الغالب لا ينشأ عنها أي تدفق نقدي مبدئي.

وعليه فإن المشتقات المالية هي عبارة عن عقود فرعية تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع....) لينشأ عنها أدوات استثمارية مشتقة. تمثل مجموعة وسائل لإدارة المخاطر مثل مبادلات أسعار الفائدة، العقود المستقبلية، عقود الخيارات وغير ذلك من الأدوات المالية التي صارت اليوم تسمى بالهندسة المالية.

الإشكالية: تتمثل إشكالية البحث في السؤال التالي:

ما هي أهم أدوات الهندسة المالية وما دورها في الأسواق المالية و مخاطرها؟

فرضيات البحث: سنقدم بعض الفرضيات للإجابة على الإشكالية، ويمكن أن تكون صحيحة أو خاطئة.

- الهندسة المالية صناعة قديمة قدم التعاملات المالية، ولكن يبدو حديثاً نسبياً من حيث المصطلح.

- المشتقات المالية من أهم مخرجات الهندسة المالية.
- المناخ الاستثماري يساعد الأدوات الحديثة الخاصة بالهندسة المالية بالعمل بأكثر كفاءة وبأقل مخاطر
- أهمية الدراسة:** نسعى من وراء دراستنا ومناقشتنا في هذا البحث المتواضع إلى إبراز حقائق ومفاهيم ومعلومات لا بد للطلاب المثقف معرفتها، وعليه تكمن أهمية الدراسة في:
- الوقوف على حقيقة المصطلحات والمفاهيم التالية:
- الهندسة المالية والمشتقات المالية.
- تبيان الهدف من وراء لعمل أدوات الهندسة المالية و أهم مبادئها.
- التعرف على المخاطر إلي تنجر من وراء الاستثمار بها.

الهدف من الدراسة:

تهدف من خلال الدراسة إلى الإجابة على الإشكالية المطروحة ومحاولة إعطاء فكرة وتوضيحات فيما يتعلق الهندسة المالية ودورها الفعال في اكتشاف أساليب والطرق الجديدة للتمويل وكذلك كيفية الاستثمار بها. المنهج المتبع: اعتمدنا في دراستنا المنهج الوصفي في سرد بعض الحقائق والمعلومات الضرورية والمهمة في موضوعنا هذا، والتي تتعلق أساساً بمفاهيم حول الاستثمار بأدوات الهندسة المالية في الأسواق المالية وأهم المشتقات المستخدمة في هذا الإطار.

منهجية البحث: لقد اعتمدنا منهجية بسيطة تتكون من ثلاث مباحث، يتناول المبحث الأول عموميات حول الهندسة المالية، وفي المبحث الثاني الهندسة المالية وأهم أدواتها، أما في المبحث الثالث تطرقنا إلى: المناخ الاستثماري والشروط النظرية لإنشاء سوق أوراق مالية فعالة، وقد سبق هذه المباحث مقدمة وفي الأخير انتهينا بخاتمة حاولنا من خلالها التوصل إلى بعض النتائج.

1. مفهوم الهندسة المالية: تُعرف الهندسة المالية في خلال مفهوم علم التمويل المعاصر، بأنها مجموعة العمليات والأنشطة التي تهدف إلى التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، وتكوين حلول إبداعية لمشاكل التمويل، ومن التعريف السابق، يتبين أن الهندسة المالية تشتمل على ثلاثة أنشطة هي:

1.1. تصميم أدوات مالية مبتكرة، مثل بطاقة الائتمان، وأنواع جديدة من السندات والأسهم، وتصميم عقود تحوط مبتكرة.

2.1. تطوير الأدوات المالية، أي تلبية هذه الأدوات المبتكرة لحاجات تمويلية جديدة، أو التغيير الجذري في العقود الحالية لزيادة كفاءتها فيما يخص المخاطرة وفترة الاستحقاق والعائد.

3.1. تنفيذ الأدوات المالية المبتكرة، أي ابتكار إجراءات تنفيذية مبتكرة من شأنها أن تكون منخفضة التكلفة ومرنة وعملية.

والهندسة المالية تعتبر بمثابة أهم ابتكارا لذي يخدم التمويل المعاصرة و يهدف إلى تحقيق الكفاءة في المنتجات المالية المعاصرة وتطويرها في ظل الاحتياجات المالية والتي تتصف بأنها متعددة ومتنوعة. وتكمن أهمية الهندسة المالية وخصوصاً في عالمنا المعاصر بأنها تقوم بالموازنة بين عدة أهداف ومن ثم تصميم أدوات مبتكرة تستوعب كل هذه الأهداف معاً، وهذه المهمة ليست باليسيرة حيث تحتاج إلى تضافر جهود على شكل تنظيمي بين الاقتصاديين والمصرفيين والمحاسبين وأصحاب الخبرة والكفاءة في الرياضيات والإحصاء.. الخ للخروج بمبتكرات فعالة من بينها المشتقات المالية.

2. الهندسة المالية كاستثمار: الهندسة المالية تشتمل تصميم أدوات مالية مبتكرة، مثل بطاقة الائتمان، وأنواع جديدة من السندات والأسهم، وتصميم عقود تحوط مبتكرة، وتطوير الأدوات المالية لحاجات تمويلية جديدة، أو التغيير الجذري في العقود الحالية لزيادة كفاءتها فيما يخص المخاطرة وفترة الاستحقاق والعائد، بالإضافة إلى تنفيذ

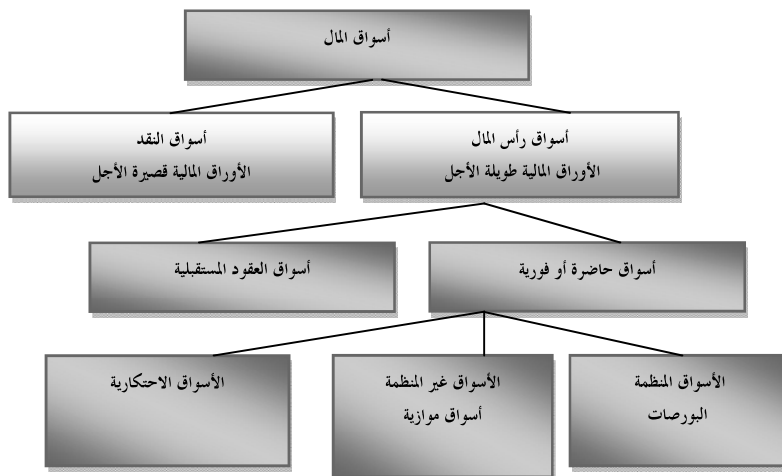
الأدوات المالية المبتكرة، أي ابتكار إجراءات تنفيذية مبتكرة من شأنها أن تكون منخفضة التكلفة ومرنة وعملية ومن أهم مبتكرات الهندسة المالية هي المشتقات وأسواق وبورصات المشتقات.

3. يمكن تقسيم المشاركين في أسواق المشتقات إلى مجموعتين:

الفئة الأولى: هي المستخدمون النهائيون **ENDS USERS** الذين يدخلون هذه الأسواق لتحقيق أهداف معينة تتصل بالتحوط وتكوين المراكز المالية والمضاربة.

وتشتمل هذه الفئة على مجموعة واسعة من المؤسسات مثل: المصارف وبيوت الأوراق المالية وشركات التأمين وصناديق الاستثمار وغيرها.

الفئة الثانية: هي فئة الوسطاء **INTERMEDIARIES** أو المتعاملين **DEALERS** الذين يلعبون احتياجات المستخدمين النهائيين للمشتقات باستخدام هذه الأدوات الجديدة في الأسواق وذلك في مقابل جني إيرادات في شكل رسوم الصفقات وهوامش عروض البيع والشراء بالإضافة إلى الاستفادة من مراكزهم المالية الخاصة * ويبين الشكل التالي تصنيف الأوراق المالية على أساس مكونات أسواق المال:



المصدر: هندي، منير ابراهيم، 2006، الأوراق المالية وأسواق المال، (منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر)، ص 6. في البداية يجب الإشارة إلى أن المشتقات المالية التي قدمتها مبتكرات الهندسة المالية في الفكر المالي الحديث تتعدد وتتنوع أنواعها بحسب طبيعة تداولها في بيئة أسواق المال بشكل عام، إذ إن هناك أنواعاً منها يتم تداولها في أسواق غير منظمة، وأنواع يتم تداولها في أسواق منظمة، في حين أن هناك أنواعاً تتم ممارستها في كلا النوعين من الأسواق غير المنظمة والمنظمة⁽¹⁾.

4. **تعريف البورصة:** "سوق مستثمرة ثابتة المكان، تقام في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال، والسماسرة، ومساعدوهم؛ للتعامل في الأوراق المالية وفقاً لنظم ولوائح محددة"⁽²⁾.

اشهر بورصات المشتقات المالية في العلم:

1.1.4 في الولايات المتحدة الأمريكية:

- بورصة مجلس شيكاغو للتجارة: تأسست عام 1948 وتعتبر من أقدم بورصات العام الخاصة بالعقود المستقبلية.
- بورصة شيكاغو التجارية: أول بورصة في العالم الخاصة بالعقود الخاصة بأسعار الفائدة وإلي استعملت برنامج التداول الإلكتروني في العالم.

2.1.4 في أوروبا:

بورصة يورونكست **euro next /live**: تأسست سنة 1982 ومقرها **UK** وتجمع بين 03 بورصات للمشتقات في كل من باريس - بروكسل وأمستردام.
بورصة **EUREX** ومقرها فرانكفورت الألمانية وتختص بعقود المستقبلية والخيارات.

3.1.4 في آسيا :

بورصة KEX وهي الأكبر من حيث المعاملات بالمشتقات في العالم

2.4. أشهر بورصات المشتقات الخاصة بالسلع في العالم :

بورصة *intercontinental* : تتولي التداول في العقود المستقبلية الخاصة بالنفط والغاز ووقود الطائرات... الخ.

5. **تعريف المشتقات:** تعرف الأدوات المالية المشتقة على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كأسهم أو السندات أو السلع، ومن أبرز أشكالها عقود المستقبلات، العقود الآجلة، عقود المقايضة وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة.⁽³⁾

1.5. تتعدد المشتقات المالية وتشتمل على:

عقود الخيارات **OPTIONS**

العقود المستقبلية **FUTURE CONTRACTS**

العقود الآجلة **FORWARD CONTRACTS**

وعقود المبادلة **SWAPS**

مزيج من اثنين من هذه العقود وهو ما يسمى بمشتقات المشتقات **DERIVATIVES ON DERIVATIVES**

مثل عقود المبادلات الخيارية **SWAPTIONS**

2.5. **موضوع هذه العقود يشمل العناصر التالية:**

منتجات و سلع حقيقية **REAL COMMODITIES**

مؤشرات معينة مثل سعر الصرف **EXCHANGE RATE**

سعر الفائدة **INTEREST RATE**

أوراق مالية **SECURITIES** من أسهم وسندات

عملات أجنبية **FOREIGN CURRENCIES** أو حتى تدفق نقدي ما لا يخف علي احد ان المخاطرة عاملاً يلزم الاستثمار عموماً إلا أنها أعلى ما تكون في الاستثمار في المشتقات المالية وينشأ ارتفاع مخاطر الاستثمار في المشتقات المالية من حالة عدم التأكد **UNCERTAINTY** الحيطه بأسعارها كونها تعتمد أساساً على التوقعات المستقبلية ومدى تحقق فرص حصولها.

6. **أكثر أنواع المشتقات تداولاً في الأسواق المالية ثلاثة هي:**

عقود الخيارات . **OPTIONS**

العقود المستقبلية. **FUTURE CONTRACTS** عقود المبادلات أو المقايضات **SWAPS**

7. **أنواع المشتقات:**

يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من المشتقات:

1.7. **عقود الاختيار:** تعتبر عقود الاختيار من أهم مشتقات الأصول المالية التي تتداول في أسواق الاختيار، والتي قد تكون أسواق مستقلة، أو جزء من السوق الحاضرة، وانتشرت عقود الاختيار في السنوات الأخيرة بهدف حماية المستثمر ضد مخاطر تغير الأسعار.

1.1.7. **تعريف عقود الاختيار:** يمكن تعريف عقود الاختيار كما يلي:

- **التعريف الأول:** عقود الاختيار تمثل ورقة مالية ذات سمة خاصة، يعطي هذا العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة، ويطلق عليه الاختيار الأمريكي، أو في تاريخ محدد ويسمى الاختيار الأوروبي بسعر متفق عليه مقدماً.

ويضمن عقد الاختيار لحامله حقاً وليس التزاماً، أي أن حامل عقد الاختيار لديه حق الاختيار في شراء أو بيع الأسهم المتفق عليها حسب نوع العقد، ولكنه غير ملزم بالشراء أو البيع إذا لم يرغب في ذلك، أي أن لديه

الحرية في تنفيذ هذا العقد من عدمه، وعند حلول موعد التنفيذ، فإن اختيار حامل عقد الاختيار قد لا ينفذ، فإن مفعول العقد ينتهي دون أي التزام عليه، أما إذا قام بتنفيذه فإن على محرر العقد أن يستجيب لذلك لأن العقد يصبح ملزماً.

- **التعريف الثاني:** اتفاق للمتاجرة على زمن مستقبل متفق عليه، وبسعر محدد يعرف بسعر التنفيذ، وهو يعطي الحق لأحد الطرفين في بيع وشراء عدد معين من الأوراق المالية من الطرف الآخر بسعر متفق عليه مقدماً.⁽⁵⁾

2.1.7. أنوع عقود الاختيار: قبل المرور إلى أنواع عقود الاختيار يجب توضيح بعض العناصر هي.

- 1- خيار الشراء **Call Option**: وهو عبارة عن عقد بين طرفين، محرر العقد (البائع) ومشتري الخيار. بموجب هذا العقد يمنح المحرر للمشتري الحق في الاختيار بين أن يشتري عدد معين من أصل معين أو لا يشتري.
- 2- خيار البيع **Put Option**: وهو عبارة عن عقد بين طرفين، محرر العقد (البائع) ومشتري الخيار. بموجب هذا العقد يمنح المحرر للمشتري الحق في أن يبيع عدد معين من أصل معين أو لا يبيع⁽⁶⁾.

3.1.7 حسب تاريخ تنفيذ العقد: عقود الخيار الأمريكية، عقود الخيار الأوروبية.

- عقود الخيار الأمريكية **American Options**: وهي عبارة عن عقود يجوز للمشتري بموجبها تنفيذ العقد في أي وقت يشاء خلال سريان العقد.

- عقود الخيار الأوروبية **European Options**: وهي عبارة عن عقود لا يجوز للمشتري بموجبها تنفيذ العقد إلا في يوم الاستحقاق (تاريخ انتهاء صلاحية العقد).

ومن الجدير ذكره في هذا السياق، بأن هذه العقود لا تدل مسمياتها على مكان التداول، بل تدل على خاصية تاريخ التنفيذ. ويُلاحظ أن معظم حقوق الخيارات تكون أمريكية.

وعلى الرغم من أن الخيار الأمريكي قابل للتنفيذ في وقت، فقد تبين من خلال الواقع العملي أن مشتري الخيار نادراً ما يقوم بتنفيذ الخيار قبل التاريخ المحدد على اعتبار أنه بإمكانه بيعه في السوق لطرف ثالث. ومن هنا غالباً ما تكون قيمة الخيار الأمريكي أعلى من قيمة الخيار الأوروبي..

8. العقود المستقبلية: يتم التطرق هنا إلى مختلف تعريف العقود المستقبلية، ومختلف أنواعها.

1.8 . تعريف العقود المستقبلية: يمكن تعريف العقود المستقبلية كما يلي:

- **التعريف الأول:** "تعد العقود المستقبلية من الأدوات الحديثة في مجال الاستثمار المالي، فهي تشبه العقود الآجلة قديماً، وتمثل هذه الأدوات تعاقدًا بين طرفين، أحدهما بائع والآخر مشتري، بغرض تسليم السلعة أو الأصل في تاريخ لاحق متفق عليه⁽⁷⁾"

- **التعريف الثاني:** ويعرف العقد المستقبلي أيضاً على أنه عقد يلزم الطرفين المتعاقدين على تسليم أو استلام سلعة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية، بسعر متفق عليه في تاريخ محدد، وكما هو الحال في عقود الخيارات، يعد العقد المستقبلي بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول، وتتمتع بسيولة عالية، ولذا يتم استخدامها في كل من أغراض المضاربة والتحوط، حيث يمكن للمستثمر بسهولة أن يبيع العقد في أي وقت بالسعر السائد في السوق، وفي هذه الحالة سيلزم المشتري الجديد بمضمون العقد بطبيعة الحال⁽⁸⁾.

ويقتضي التعاقد في العقود المستقبلية مجموعة من الشروط هي.⁽⁹⁾

- **وحدة التعامل:** وهي الكمية والوحدة التي بموجبها يتم إبرام العقد، ففي مجلس شيكاغو يتضمن مثلاً العقد الواحد للتعامل في القمح 500 بوشل*، في الولايات المتحدة الأمريكية العقد على الأذونات الخزائنة تبلغ قيمته 1 مليون دولار في مقابل 100000 دولار للعقد على سندات الخزائنة.

- شروط التسليم: وتتضمن الأشهر التي يتم فيها التعامل على العقد، والفترة الزمنية خلال الشهر الذي ينبغي أن يتم فيه التسليم والمواصفات الواجب توافرها بالسلعة موضوع التعامل من حيث النوعية والجودة ووسيلة التسليم التي يتم بموجبها تسليم الأصل.

- حدوث تقلبات الأسعار: تعمل أسواق العقود المستقبلية بنظام حدوث التقلبات السعرية، حيث تفرض حدا أدنى وحدا أقصى، وذلك حسب العقد محل التعاقد وذلك كل يوم، وفي اليوم الموالي يتم التعامل بأعلى سعر وصل إليه العقد في اليوم المعني، ويستثنى من ذلك نوع واحد من العقود لا يطبق عليه نظام الحدود وهي العقود على مؤشرات السوق.

- نظام الهوامش: نظرا لما ترتب عليه التعاقدات من مخاطر عدم القدرة على الوفاء، يفرض هامش مبدئي يودعه أطراف التعاقد لدى بيت السمسرة الذي يتعاملون معه، ويكون في صورة نقدية، وفي صورة أدوات الخزنة أو سندات حكومية... الخ.

- التسوية السعرية اليومية: تتميز العقود المستقبلية بإجراء تسوية يومية لمراكز أطراف التعاقد مع كل تغير في سعر العقد الجديد، بل أن بيت التسوية نفسه يقوم بإحلال العقد بعقد جديد، وسعر العقد الجديد يتحدد على أساس التسوية والذي ينشر في صحف المال عن العقود المماثلة.

2.8. أنواع العقود المستقبلية: من بين العقود المستقبلية نذكر ما يلي:

- عقود مستقبلية على أسعار الفائدة: هي العقود التي تتم بين مشتري العقد وبائع العقد، أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن التي تم عنها الاتفاق في البداية، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة.

- **العقود المستقبلية التي تنصب على مؤشرات السوق:** هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محدد مسبقا، وتكون قيمة النقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثانية تحددها البورصة مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم يتعامل في العقد وسعر شراء العقد.

- عقود مستقبلية على سلع: هو بمثابة عقد بين الطرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الطرف الثاني مقدارا محددًا من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد.

9. **الفرق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة:** هناك فروق جوهرية بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة، يمكن حصرها فيما يلي:

- **مخاطر عدم القدرة على الوفاء:** العقود الآجلة لا توفر عنصر الحماية لطرفي التعاقد ضد مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزامات العقد، فالعقود الآجلة لا تتداول في سوق منظمة توفر سبل الحماية، على عكس العقود المستقبلية والتي توفر الحماية لطرفي التعاقد نتيجة لتداولها في السوق المنظمة وما تفرضه هذه السوق على المتعاملين.

- **مخاطر عدم القدرة على التخلص من التزامات العقد المستقبلي:** يمكن لأي طرف فيه التخلص من التزاماته بموجب الاتصال بسمسار وإبداء الرغبة في إقفال مركزه، والأمر يختلف تماما مع العقد الآجل، فالانسحاب من التعاقد يتطلب إعادة التفاوض مع الطرف الآخر أو التفاوض مع طرف ثالث بشأن عقد آخر يأخذ فيه مركزا عكسيا من طرف الراغب في الانسحاب ويطلق عليه مخاطر تسويق العقد.

- **تكلفة المعاملات:** تتمثل تكلفة المعاملات في أي تكاليف نقدية مصاحبة للعقد كعمولة السمسرة والضرائب، هذه التكاليف تكون أقل كثيرا عندما يكون للعقد سوق منظم يتداول فيه، بما يعني أن العقود المستقبلية تكون أقل تكلفة مقارنة مع العقود الآجلة في إتمام المعاملات.

- **التسوية اليومية للعقد:** في العقود المستقبلية يتم تسوية مراكز الأطراف يوميا على أساس سعر التسوية، أما في حالة العقود الآجلة فإن التسوية تتم مرة واحدة في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد، ومن ثمة فإن الفروق السعرية المحملة تكون كبيرة نسبيا.

10. **الأوراق الممجنة Hybrid Instruments:** تعرف الأوراق المهجنة بأنها أوراق مالية جديدة، لم تعد تتميز وبشكل قاطع بين الصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية أي السندات وأدوات حقوق الملكية أي الأسهم، بل

مزجت بين خصائص وسمات كل منهما⁽¹⁰⁾، وعليه فإن للأوراق المهجنة لها بعض صفات ومميزات الأسهم بمختلف أنواعها، وكما تحمل في نفس الوقت بعض مميزات وصفات السندات، وبالتالي لا يمكن اعتبارها أسهما ولا سندات حيث أنها خليط بينهما.

1.10. أنواع الأوراق المهجنة:

يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من الأوراق المهجنة

2.10. الأسهم الممتازة: ويمكن تعريفها كما يلي:

- **التعريف الأول:** "جزء من الملكية ولكن ليست حقيقية، حيث أنه لا يجوز لصاحب السهم الممتاز التصويت في الجمعية العمومية".

- **التعريف الثاني:** "مستند ملكية له قيمة اسمية، الدفترية، سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة⁽¹¹⁾".

11. المقايضات:

1.11. مفهوم عقود المبادلة (المقايضة): هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية، فعلى سبيل المثال الطرف (أ) يوافق على دفع معدل فائدة ثابت على مبلغ معين (فرضاً مليون دولار) كل سنة لمدة خمس سنوات وذلك لطرف آخر وليكن (ب)، والطرف (ب) سوف يدفع معدل فائدة عائم (أي سوقي ويعتمد على تفاعل قوى العرض والطلب) على نفس المبلغ المحدد وهو مليون دولار وذلك كل سنة لمدة خمس سنوات، وترتبط التدفقات النقدية التي يدخل فيها أطراف العقد عادة بأداة دين أو بقيمة عملات أجنبية.

ويمكن إرجاع منشأ عقود المبادلات إلى عام 1970 عندما طور تجار العملة مبادلات العملة كوسيلة لتجنب الرقابة البريطانية على تحركات العملات الأجنبية.

2.11. أنواع عقود المبادلات:

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

ب- **مبادلة العملات:** يتضمن في أبسط صوره مبادلة أصل قرض ومدفوعات فائدة ثابتة على قرض بعملية ما بأصل قرض ومدفوعات ثابتة على القرض مكافئ تقريباً بعملية أخرى. ويمكن استخدام مبادلة العملة في تحويل قرض بعملية ما إلى قرض بعملية أخرى.

ج- **أنواع المبادلات الأخرى:** إن المبادلة في صورتها الأكثر عمومية هي عقد يتضمن تبادلًا لتدفقات نقدية وفقاً لصيغة تعتمد على قيمة أو أكثر من المتغيرات ولذلك لا يوجد حد لعدد أنواع المبادلات المختلفة التي يمكن ابتكارها. ومن بين أنواع عقود المبادلات، نجد: مبادلة الاستحقاق المستمر ومبادلة استحقاق الخزنة. مبادلة أصل الدين ومبادلة حقوق الملكية. المبادلات السلعية...

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

علاوةً للبائع للاستفادة من هذا الحق، وبذلك يكون قد حصل على ضمان بأن سعر الفائدة الذي سيدفعه على مبلغ معين قد تم تثبيته سلفاً، وذلك مقابل سداد علاوة معينة تؤمّنه ضد مخاطر تحرك سعر الفائدة في غير صالحه. والطرف البائع لعقود المبادلة الخيارية إما أن يكون بنكاً تجارياً أو بنك استثمار، وتحمل هذه البنوك مخاطر تغيرات أسعار الفائدة مقابل الحصول على علاوة الخيار.

12. التوريق: وقد وصف البعض المشتقات المالية بأنها السبب الرئيسي في الازمة المالية لسنة 2008 بسبب التوريق أ- **تعريف التوريق Securitization** : يعني التوريق "تحويل أصول مالية غير سائلة مثل القروض والأصول الأخرى إلى أوراق مالية (أسهم وسندات) قابلة للتداول في أسواق رأس المال، وهي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة، ولا تستند إلى مجرد القدرة المتوقعة للمدين على السداد من خلال التزامه العام بالوفاء بالدين(12).

- ومن أهم ما أنتجته الهندسة المالية المشتقات المالية، التي هي عبارة عن عقود مالية فرعية مشتقة من عقود أساسية، بحيث تتمثل في: العقود المستقبلية، عقود الخيارات وعقود المبادلات، والتي ساهمت مساهمة بالغة في تأجيج شرارة الأزمة المالية، حيث أدت إلى زيادة أحجام الإقراض (القروض العقارية من اجل تحقيق الربح السريع والتحوط ضد المخاطر، ونظراً لارتفاع أسعار العقارات أدى ذلك إلى تزايد الطلب على المنتجات الجديدة فارتفعت أسعارها مقيمة بقيم خيالية مشكلة فقاعات مرشحة للانفجار، وهو ما حصل فعلاً معلنة عن اندلاع الأزمة.

- يعتبر التوريق فن تمويلي لعب دوراً أساسياً في تأجيج شرارة الأزمة المالية، فهو يتمثل في تحويل أصول مالية غير سائلة مثل القروض والأصول الأخرى إلى أوراق مالية (أسهم وسندات) قابلة للتداول في أسواق رأس المال، ولقد لعب التوريق دوراً هاماً في الأزمة فقد استخدمت البنوك هذه التقنية بغرض بيع الديون وتوفير السيولة للتوسع في عمليات الإقراض مما أدى إلى تضخم قيمة الديون واشتعال نيران الأزمة بسبب عجز الأفراد عن سداد القروض العقارية وهاوي أسعار العقارات. وبالتالي شبت نيران الأزمة وتأججت لتلتهم المؤسسات المالية ذاتها لتعلن عن إفلاسها الواحدة تلو الأخرى.

الخاتمة : في عصرنا الحالي نجد أن موضوع الاستثمار أصبح يأخذ حصة الأسد في الدراسات الاقتصادية نظراً لما لهذا الموضوع من انعكاسات على جميع الميادين، ومن خلال زيادة التبادلات التجارية والاقتصادية وتطورها اتسعت مجالات الاستثمار وبالأخص في المشتقات المالية إلى تعد أهم منتجات الهندسة المالية . وبالتدقيق في عمق الأزمة المالية العالمية تبرز ضخامة سوق المشتقات المالية، حيث ارتفعت قيمتها إلى 480 تريليون دولار، بما يعني أن قيمتها تعادل 10 أضعاف الناتج المحلي الإجمالي العالمي. وبالتالي فالاستثمار بأدوات الهندسة المالية أصبح من أجدديات التعاملات المالية في الأسواق المالية الحديثة.

ويمكن تلخيص نتائج هذا البحث في النقاط التالية:

تعتبر المشتقات المالية عقوداً كسائر العقود الأخرى، ومن ثم يترتب عليها حق لطرف والتزام على آخر.

تشتق هذه العقود قيمتها من أصول أخرى بمعنى أن قيمتها تتوقف على قيمة أصول أخرى.

لا يوجد في المشتقات المالية عائد مستحق على الاستثمار.

تستخدم المشتقات المالية عادة بغرض إدارة المخاطر والتحوط منها .

على الرغم من الخاصية السابقة للمشتقات إلا أن المشتقات نفسها تتسم بقدر كبير من المخاطر.

لا يترتب على عقود المشتقات انتقال ملكية أصول ولا تسليم ولا تسلم بل إن الأمر لا يستوجب في هذه العقود أن يكون البائع مالكا لما يبيع ولا المشتري مالكا للمال الذي يشتري به.

يترتب على عقود المشتقات حصول طرف على فروق أسعار.

لا تخرج عقود المشتقات عن كونها مراهنه محضه من جانب الطرفين.

تعد المشتقات أحد أدوات المتاجرة في المخاطر.

أن عقود المشتقات المالية ليس لها أي علاقة بالإنتاج أو التجارة في أي سلع أو خدمات فعلية.

المولموش والحالات

1-<http://WWW.alept.COM/2009/08/22/article.265314.html>

- 2- أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعية، 2003، ص: 211.
- 3- خالد وهيب الراوي، الاستثمار، مفاهيم تحليل إستراتيجية، عمان، دار المسيرة، 1998، ص: 309.
- 4- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص: 332 333.
- 5- محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 413.
- 6- أحمد صالح عطية، مرجع سبق ذكره، 2003، ص: 234.
- 7- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 684.
- 8- إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الأوراق المالية د/ محمد سويلم (ص - 267).
- 9- منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المؤسسة العربية المصرفية، البحرين، 1993، ص: ب.
- 10- مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، دار غريب، القاهرة، 2001، ص 237.
- محمد براق، تسيير المحافظ، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، -2003. المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2002.
- محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، 2005.
- يوسف؛ حسام الدين نبيل محمد. عوائق تطبيق التوريق في المصارف السودانية. PhD Thesis. 2007 .