

المحاضرة 2

ابتكارات الهندسة المالية و استخداماتها

أ.سعاد صديقي

ابتكارات الهندسة هي المالية هي كل الأدوات التي يستخدمها المهندس المالي لتحقيق اهداف المؤسسة أو العميل التي تم ذكرها ، وتتكون من شقين هما التوريق و المشتقات المالية التي تتغير حسب مختلف الاقتصاديين، ولذا قسمت منتجات الهندسة المالية بين منتجين هما التوريق و المشتقات المالية ، وبالمقابلة يمكن الكشف عن المنتجين من حيث الفكرة والتأصيل والهيكله والآثار .

1-التوريق:

1-1-تعريف التوريق: securitizations

التوريق أو التسنييد هو أدوات مالية مستحدثة في السوق المالية ، وهو اصطلاح يستعمل عندما يتم تحويل أصول مالية غير سائلة مثل القروض و الاصول الاخرى غير السائلة الى أوراق مالية (أسهم و سندات) قابلة للتداول في أسواق رأس المال ، وهي أوراق تستند الى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة ، ولا تستند الى مجرد القدرة المتوقعة للمدين على السداد من خلال التزامه العام بالوفاء بالدين.

وهو أداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول ، ووضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانيا ، ثم عرضه على الجمهور من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية ، تقليلا للمخاطر ، وضمانا للتدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك .

لذلك يتمثل مصطلح التوريق أو التسنييد في تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول أي تحويل الديون من المقرض الأساسي إلى مقرضين آخرين .

أو بمعنى آخر : فإن التوريق المصرفي عبارة عن تحويل الحقوق المالية التي تمثل مجموعة من الديون عقارية ومنقولة إلى أوراق مالية مضمونة بتلك الديون قابلة للتداول . فهي في الحقيقة بيع للديون لغير من هي عليهم .

وقد شاع هذا المصطلح " التوريق المصرفي " في الأوساط المالية التقليدية، ويمكن مقابله بمصطلح " التصكيك " في المؤسسات المالية الإسلامية ، وهو وإن كان الغرض متقاربا إلا أن المضمون متباين إلى حد كبير أو هكذا ينبغي أن يكون .

المحاضرة 2

ابتكارات الهندسة المالية و استخداماتها

أ.سعاد صديقي

ويقصد بالتصكيك عملية تحويل جزء أو مجموعة من الأصول - غير السائلة والمدرة لدخل يمكن التنبؤ به - التي تمتلكها المؤسسة إلى أوراق مالية قائمة على الشراكة في منافع هذه الأصول خلال فترة معينة، فالتصكيك يعني تحويل أو تقسيم أصل أو أكثر إلي صكوك : أي وثائق اسمية أو لحاملها متساوية القيمة تمثل حقوق ملكية شائعة في أعيان أو منافع أو خدمات ، قابلة للتداول، ويشترك حملتها في الأرباح والخسائر، تصدر وفق شروط محددة، ووفق نشرة إصدار .

إذ يساعد التوريق في توزيع المخاطر الائتمانية على قاعدة عريضة من الدائنين كما يساهم بإيجاد سوق يسد حاجة القطاعات الى تمويل طويل الاجل مثل تمويل الرهن العقاري والمؤسسات التمويلية الأخرى الأمر الذي يؤدي الى تنشيط السوق المالية واتساعها عبر تعبئة الموارد المالية المختلفة وتنويع الادوات الاستثمارية المعروضة فيها. غير أن نقل المخاطر من القروض المفردة وتجميعها وتوزيعها على حائزي الأوراق والجهات الضامنة. دفع بتضاءل الاهتمام بالتقييم الموضوعي للمخاطر , كما تضاءلت دقة تقييم الضمانات.

1-2- تطور التوريق:

إذا ذكر التوريق تذكر الرهون العقارية ويذكر بيع الديون وهذا يساوي الأزمة المالية العالمية التي عصفت بالبنوك الدولية والشركات العملاقة ، بل عصفت باقتصاديات الدول ؛ لأن التوريق وسيلة أو أداة مالية أدت إلى هذه الأزمة المالية العالمية .

وقد شهدت أسواق التمويل الدولي خلال السنوات التسع الماضية وحتى يومنا هذا نمواً ملحوظاً كماً ونوعاً في الذمم المدينة (أو الديون) القابلة للتوريق التي طرحتها مؤسسات مالية وغير مالية ، لاسيما المصارف منها ، وقد أصبح التوريق وسيلة أساسية لدى هذه المؤسسات لزيادة حجم سيولتها المالية من خلال تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة.

وقد تطورت أسواق التوريق الدولية مع تطور أنواع الأصول المورقة لاسيما تلك التي تتصل بقطاع تمويل المستهلك بالإضافة إلى تطور أنواع المؤسسات المشاركة في الأسواق، ولعل عملية التوريق قد ظهرت جذورها الأولى مع تفجر أزمة المديونية الخارجية العالمية عام 1982م في معظم دول العالم الثالث وتداعي دول العالم إلى تدارس الحلول الملائمة لمشكلة المديونية هذه .

كما أن عملية التوريق وجدت جذورها كذلك في مسابرة التبدل الجذري الحاصل منذ الثمانينات في أسلوب التمويل الدولي حيث تم التحويل وبشكل متسارع من صيغة القرض المصرفي إلى صيغة

المحاضرة 2

ابتكارات الهندسة المالية و استخداماتها

أ.سعاد صديقي

الأوراق المالية لاسيما السندات منها، وهكذا أصبح القرض المصرفي مجرد تمويل جسري مؤقت إلى حين تسمح السوق المقترض من تأمين احتياجاته التمويلية عبر السندات الدولية وغيرها من إصدارات الأوراق المالية .

وقد كانت بداية التوريق في البورصات المالية الأمريكية ، وكان غرضها حل مشكلة القروض الإسكانية العقارية ثم تحولت أداة للوفاء بمتطلبات كفاية رأس المال ، ثم لم يطل بمنتج التوريق العهد حتى انتشر في أوروبا وبخاصة في بريطانيا وفرنسا ثم إلى كندا وأستراليا ونيوزلندا والسويد.

وقد بدأ بروز التوريق كظاهرة بشكل خاص في نهاية الثمانينات بالولايات المتحدة، وتشير الإحصاءات إلى أن سوق التوريق قد ناهز 500 بليون دولار عام 1994 في الولايات المتحدة، وقدرت قيمة القروض المورقة بالسندات الأوروبية Euro Bonds في العام ذاته في أوروبا بمبلغ مماثل ، وتشير التقديرات إلى أن السنوات القليلة المتبقية على نهاية القرن ستشهد حلول آجال سندات دين في السوق الأوروبي بمعدل 200 بليون دولار سنويا. وهذا الذي حصل فعلا .

وبدأ هذا المنتج يأخذ دوره في السنوات الأخيرة في الشرق الأوسط ، وشهد بداية عام 2008 م توسعا كبيرا في أسواق الشرق الأوسط وخاصة منطقة الخليج العربي التي تشهد فورة عقارية ضخمة تدعم هذا النشاط العقاري الذي لم يسبق له مثيل في هذه المنطقة من العالم ، كما شهدت الأسواق الجديدة والتي تشمل أوروبا الشرقية والوسطى وشمال إفريقيا 20 صفقة توريق في النصف الأول من عام 2008 م بقيمة إجمالية بلغت 5.8 مليار دولار أغلبها في روسيا وتركيا وفقا لتقرير " براق قره أوغلو "المحلل في وكالة موديز للتصنيف الائتماني.

ووفقا لمركز دبي المالي العالمي فقد اتجهت الشركات في الخليج إلى جمع حوالي 250 مليار دولار عن طريق إصدار أوراق مالية بضمان أصول في عام 2010م ، وذلك لتلبية طلب متنام على تمويل العقارات والبنية التحتية. وإن حجم مبيعات الديون بضمان قروض عقارية وأصول في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا يبلغ نحو 2.5 مليار دولار حتى الآن ، مضيفا أن مشروعات مزمعة بأكثر من تريليون دولار في الخليج وحده ربما تضاعف هذا الرقم 100 م .

ومن تقدير الخبراء أنه قد صاحب ظهور الأزمة الاقتصادية المالية نشوء الصكوك الإسلامية التي قامت على الفكرة ذاتها وهي توفير السيولة إلا أن هيكلتها وفلسفتها تقوم على أسس مختلفة اختلافا كبيرا كما أنها لم تتعرض للخسائر بسبب فلسفتها الإسلامية . وهذا ما استدعى بحث الصكوك الإسلامية مع التوريق للمقارنة والتقييم ، وقد كان من الخير لمنطقة الخليج والدول العربية عامة أن هذا المنتج القائم

المحاضرة 2

ابتكارات الهندسة المالية و استخداماتها

أ.سعاد صديقي

علي توريق الديون لم يتمكن من اقتصاديات المنطقة ، وإنما هو في بداياته ومع ذلك فقد عمل عمله البليغ في الاقتصاد الذي تعاني من آثاره وويلاته اقتصاديات المنطقة وتثن ألما تحت وطأته .

1-3- العناصر الرئيسية في عقد التوريق وخصائصه :

يقوم التوريق على العناصر الرئيسية التالية :

(1) **المقترض سواء كان شخصا طبيعيا أو اعتباريا** : وقد يكون الغرض من الاقتراض هو مواجهة التعثر المالي أو إعادة الهيكلة ، أو الاستعانة بالأموال المقترضة للوفاء بديون حل تاريخ استحقاقها ، وإحلال دين القرض طويل الأجل محل هذه الديون .

(2) **الأصول موضوع التوريق** : يتجسد الدين في صورة سندات مديونية ، والأصول الضامنة للدين محل التوريق دائما ما تكون أصولا ذات قيمة مرتفعة ؛ لذلك غالبا ما تكون حقوق رهن رسمي للبنك على عقارات أو منقولات يملكها الراهن الذي يدين للبنك.

(3) **خطوات تسبق عملية التوريق** : يسبق إجراء عملية التوريق خطوات متعددة تنتهي باتفاق البنك الذي ينشد الحصول على سيولة نقدية سريعة لديونه مقابل نقل ملكية الأصول ، وتتمثل الخطوات التمهيدية لذلك في قيام البنك أو المؤسسة المالية باستطلاع رأي عملائه المدينين فيما ينوي عمله في شأن توريق ديونهم ، وفي حالة موافقتهم فإن على البنك تنظيم تفاصيل العلاقة الجديدة بين المدينين والدائن الجديد .

هناك أيضاً العديد من المهام التي تتم في إطار عمليات التوريق ، والتي تحتاج لعناية وتخصص ، وفي مقدمتها : التقييم الواقعي لقيمة الأصول ، وتحديد السعر الملائم للأوراق المالية المزمع طرحها للاكتتاب ، والتخطيط لبرامج الترويج للاكتتاب ، وإعداد الدراسات الخاصة بالتدفقات النقدية ، ... الخ .

(4) **إدارة الأصول** : على الرغم من انتقال ملكية الأصول الضامنة للوفاء بقيمة الأوراق المالية المصدرة من الذمة المالية للبنك القائم بالتوريق للدائنين الجدد، فإن الممارسة العملية أثبتت أنه في معظم الصفقات يناط بهذا البنك مهام إدارة واستثمار محفظة هذه الأصول وضماناتها أثناء إنجاز أو تنفيذ عمليات التوريق .

المحاضرة 2

ابتكارات الهندسة المالية و استخداماتها

أ.سعاد صديقي

5-تحويل الديون:

ومعظم عمليات التوريق التي تجريها البنوك والمؤسسات المالية التقليدية حول العالم تتم مقابل الديون التي في ذمة عملائها (المدينون)، بحيث تقوم البنوك والمؤسسات المالية بتحويل هذه الديون التي لديها إلى أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية Marketable Securities والاستفادة من حصيلة بيع هذه الأوراق لتوفير سيولة جديدة يمكن استخدامها في تقديم تمويل جديد، أو توظيفها في مجالات استثمارية مربحة .

6-وجود تكلفة الدين:

وتنفذ عمليات توريق الديون مؤسسات مالية دولية ضخمة غالبا ما تكون تابعة أو منبثقة عن مؤسسات مصرفية أو بنوك أجنبية، وتعتبر إنكلترا من أكثر دول العالم تميزا في عمليات التوريق، ويتم تنفيذ هذه العمليات عن طريق قيام هذه المؤسسات المالية الكبرى بشراء ديون الشركات المحلية بإحدى العملات الأجنبية، مضافا إليها تكلفة خدمة الدين، بعد خصمها بمعدل خصم مناسب يتم الاتفاق عليه، ومن ثم تحويل هذه الديون إلى أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق العالمية .

وتسدد قيمة هذه الديون بالكامل إلى الجهة الدائنة (البنك المحلي مثلا)، وفي الوقت نفسه تتم إعادة هيكلة سداد تلك الديون، وعادة ما يكون لفترة أطول، مع منح فترة سماح تتناسب مع ظروف المدينين، كما يشترط لتنفيذ تلك العمليات قيام الدائن (البنك أو المؤسسة المالية) بضمان الأوراق المالية التي يتم إصدارها في كل عملية .

1-4-أساليب التوريق :

يتم التوريق بأحد الأساليب الثلاثة الآتية :

1 - استبدال الدين :

إن تحقيق عملية التوريق من خلال هذا الأسلوب يسمح باستبدال الحقوق والالتزامات الأصلية بأخرى جديدة ، غير أنه يقتضي الحصول على موافقة جميع الأطراف ذات الصلة بالقرض على إمكانية تحويله كلياً أو جزئياً - إلى ورقة مالية.

2 - التنازل :

المحاضرة 2

ابتكارات الهندسة المالية و استخداماتها

أ.سعاد صديقي

ومؤداه التنازل عن الأصول لصالح الدائنين أو المقرضين ، ويشيع استخدام هذا الأسلوب في توريق الذمم الناشئة عن بيع بعض الأصول أو إيجارها ، ففي عقدي الإيجار والبيع يتم الاستمرار في دفع الأقساط إلى الممول الأصلي الذي يقوم بدوره إما بتحويلها إلى مشتري الذمم المدينة أو تسديدها ضمن سلسلة من الحوالات متفق عليها عند التعاقد على التوريق وبالمقابل يقوم باسترداد المبلغ من المؤجرين .

3 - المشاركة الجزئية :

يتضمن هذا الأسلوب بيع الذمم المدينة من قبل الدائن الأصلي إلى مصرف متخصص بشراء الذمم وتمويلها ، ولا يتحمل بائع الدين بعدها أي مسؤولية فيما لو عجز المدين عن التسديد ، لذلك يجب على مشتري الدين التأكد من أهلية المدين وجدارته الائتمانية ويلاحظ أن هناك طرقا عديدة لحماية هذا المشتري تتراوح بين حصوله على ضمانات عقارية وحقوق إدارة الدين كوصي عليها .

1-5-أطراف عملية التوريق :

بناء على ما سبق يمكن بيان الأطراف المعنية في عملية التوريق كما يلي:

1 - مصدر الصك الاستثماري (منشأ الأصل):

وهو من يستخدم حصيلة الاكتتاب ، ومصدر الصك قد يكون شركة أو فردا أو حكومة أو مؤسسة مالية، وقد ينوب عن المصدر في تنظيم عملية الإصدار مؤسسة مالية ذات غرض خاص SPV مقابل أجر أو عمولة تحددها نشرة الإصدار .

2 - وكيل الإصدار:

وهو مؤسسة مالية وسيطة ذات غرض خاص SPV تتولى عملية الإصدار، وتقوم باتخاذ جميع إجراءات التوريق نيابة عن المصدر مقابل أجر أو عمولة تحددها نشرة الإصدار، وتكون العلاقة بين المصدر ووكيل الإصدار على أساس عقد الوكالة بأجر .

3 - المشتري (المستثمر أو المستثمرون) :

و قد يكون بنكا أو مؤسسة مالية محلية أو عالمية كبرى ذات ملاءة مالية عالية، حيث إن مثل هذه المؤسسات قد تتمتع بمعدلات سيولة مرتفعة غير مستغلة، مما يشجعها على الدخول في عمليات توريق بهدف استغلال هذه السيولة الفائضة في عمليات تحقق عوائد مرتفعة نسبيا .

المحاضرة 2

ابتكارات الهندسة المالية و استخداماتها

أ.سعاد صديقي

4 - أمين الاستثمار :

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

5 - وكالات التصنيف العالمية :

تقوم هذه الوكالات بدور أساسي في تصنيف الإصدارات المالية التي تطرح في أسواق رأس المال، وتحديد السعر العادل للأوراق المالية المصدرة، وأهم هذه الوكالات: Moody's , Fitch , Poor & Standard، كما توجد في الوقت الحالي وكالات تصنيف إسلامية تقدم إلى جانب ذلك خدمة تصنيف الجودة الشرعية، مثل: الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف IIRA ومقرها البحرين، وكذلك الوكالة الماليزية للتصنيف RAM .

1-6- أهداف التوريق :

لعل السبب الرئيسي الذي يدفع المؤسسات المالية للالتجاء لعمليات التوريق يتمثل في التحرر من قيود الميزانية العمومية حيث تقضي القواعد المحاسبية والمالية مراعاة مبدأ كفاية رأس المال ، وتدبير مخصصات لمقابلة الديون المشكوك فيها ، وهو ما يعرقل أنشطة التمويل بشكل عام ، ويبطئ بالضرورة من دورة رأس المال ، ويقلل بالتبعية من ربحية البنك .

والتوريق في هذه الحالة يعد بديلا مناسباً حيث يسمح بتدوير جزء من الأصول السائلة الناجمة عن توريق أصوله غير السائلة الضامنة لديونه لدى الغير دون أن يحتم ذلك زيادة في الجزء المخصص للمخاطر في ميزانية البنك ، أي دون الحاجة لمخصصات مناظرة في الميزانية العمومية .

إلى جانب هذا ، أو بالتوازي معه ، ثمة مجموعة من الدوافع والأهداف لعمليات التوريق في مقدمتها ما يلي :

(1) رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها ، عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرة أخرى . مما يساعد على توسيع حجم الأعمال للمنشآت بدون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية .

المحاضرة 2

ابتكارات الهندسة المالية و استخداماتها

أ.سعاد صديقي

- (2) تسهيل تدفق التمويل لعمليات الائتمان بضمان الرهون العقارية ، وبشروط وأسعار أفضل وفترات سداد أطول .
- (3) تقليل مخاطر الائتمان للأصول ، من خلال توزيع المخاطر المالية على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة .
- (4) انحسار احتمالات تعرض المستثمرين للأخطار المالية ، وإنعاش سوق الديون الراكدة .
- (5) تخفيف وطأة المديونية ، مما يساعد في تحقيق معدلات أعلى لكفاية رأس المال .
- (6) تنشيط السوق الأولية في بعض القطاعات الاقتصادية مثل العقارات والسيارات .
- (7) تنشيط سوق المال من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة ، وتنويع المعروض فيها من منتجات مالية ، وتنشيط سوق تداول السندات .
- (8) التوريق 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.
- (9) توفير العملات الأجنبية في حالة التوريق عبر الحدود ، فيما لو أمكن التعامل مع إحدى المؤسسات المهمة بتحويلات العاملين في الخارج ، أو بطاقات الائتمان وغيرها الفوائد .

2- المشتقات المالية: Derivatives financial

في ظل الأنظمة الاقتصادية وتطور للمشتقات المالية التي شهدت نمواً سريعاً خلال العقود الماضية، مما ساعد على جذب أطراف عديدة للتعامل به ويأتي في مقدمتها المؤسسات التي استخدمت المشتقات المالية على نطاق واسع في مجال تغطية المحافظة الاستثمارية بالإضافة إلى تحقيق دخل إضافي، فالبنك التجاري قد يستخدمها لإدارة مخاطر محفظة قروضه، كما يمكن للبنك الاستثماري استخدام المشتقات المالية لإدارة المخاطر التي يدتكبها عند الاكتتاب في الأوراق المالية ويستخدمها المستثمرون (مثل شركة التأمين، صناديق التحوط) للتخفيف من المخاطر المالية التي يتعرض لها. تتعدد هذه الأدوات غير أن هناك أربعة أنواع رئيسية والمتمثلة في العقود الأجل، العقود المستقبلية، عقود الخيار وعقود المبادلة.

تعد المشتقات المالية أكثر الموضوعات جدلاً وتنوعاً، بما لا يمكن إحصاء أثارها سلباً وإيجاباً في النشاط الاقتصادي وعلى المستوى الكلي، تلك الأدوات التي نضحت عن الفكر المالي واقتحمت

المحاضرة 2

ابتكارات الهندسة المالية و استخداماتها

أ.سعاد صديقي

البورصات ، ولم يعد باحث مهما علا مقامه أن يلم بها جميعا، وإن أتفق على جمعها في العقود الآجلة، وعقود الخيارات، والعقود المستقبلية وعقود المبادلات في اطار الهندسة المالية.

2-1- تعريفات المشتقات المالية:

فيما يلي أهم التعريفات التي أعطيت للمشتقات المالية:

يقصد بالمشتقات المالية العقود التي تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد) والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية... وتسمح المشتقات للمستثمر تحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل موضوع العقد، ومن أهم المشتقات عقود الاختبار، العقود المستقبلية، عقود المبادلات.

من التعريفات التي تناولتها المؤسسات الدولية فيما يتعلق بالمشتقات المالية: المشتقات المالية عبارة عن عقود مالية تتعلق ببند خارج الميزانية وتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الموجودات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها.

في حين عرفها صاحب كتاب "مقدمة المشتقات" بأنها أدوات تشق عائداها من أوراق مالية أخرى، بمعنى أن أدائها يتوقف على أصول أخرى"

والجدير بالذكر أن أسواق المشتقات قد بدأ ظهورها بشكل ما منذ قرون إلا أن نموها كانت سريعا في الآونة الأخيرة إذ يجري حاليا استخدامها على نطاق واسع من قبل المستثمرين الذين يحترفون التعامل في هذه الأسواق ومن قبل الأفراد أيضا.

2-2- تطور المشتقات المالية:

وقد تطورت المشتقات المالية كنتيجة لابتكارات الهندسة المالية على أثر انهيار اتفاقية " بريتون وودز" وما نجم عنها من تقلبات في أسعار الصرف والمعدلات العالية في مستوى التضخم في بداية عقد الثمانينات وما صاحبها من ظروف ارتفاع معدل أسعار الفائدة قصيرة الأجل. والانهيارات المتتالية في أسواق الأوراق المالية العالمية في ظل المنافسة الشديدة بين المؤسسات المالية والمصرفية في سباقها المحموم الأمر الذي دفع هذه المؤسسات عبر دوائر البحث والابتكار لخلق أدوات مالية جديدة لإدارة المخاطر وتقديم الحلول لمشاكل التمويل والقفز فوق القيود التي تفرضها السياسات النقدية.

المحاضرة 2

ابتكارات الهندسة المالية و استخداماتها

أ.سعاد صديقي

وظهرت المشتقات المالية في إطار الابتكار المالي مثلها ممثل التوريق ولكنها تشتق قيمتها من الأسعار الحاضرة للأصول المالية أو العينية محل التعاقد، السندات، الأسهم، النقد الأجنبي، الذهب، وغيرها من السلع، وهي تعطي الحق لمالكها شراء أو بيع موجود (نقدي، مالي، حقيقي) بسعر محدد وبكميات محددة عبر مدة معينة وتكتسب قبولها بواسطة قيمة الأصول .

2-3- خصائص عقود المشتقات:

تتسم عقود المشتقات المالية بالعديد من الخصائص التي تميزها عما عداها من الأدوات المالية الأخرى وفيما يلي استعراض لأبرز الخصائص:

- طبيعة عملياتها خارج الميزانية، التعقيد، السيولة، عدم وضوح القواعد المحاسبية، المخاطر الناشئة عن التعامل في عقود المشتقات.

- من جهة أخرى فهي تسمح بالتغطية ضد المخاطر.

المحاضرة 2

ابتكارات الهندسة المالية و استخداماتها

أ.سعاد صديقي

- أداة لاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر، من أبرز عقود المشتقات كذلك أنها تزود المتعاملين بالمعلومات عما سيكون عليه سعر الأصل الذي أبرم عليها العقد في السوق الحاضر بين تاريخ التسليم، لذا يقال أنها أداة جيدة لاستكشاف السعر، أي استكشاف المستوى الذي يمكن أن يكون عليها السعر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم.

- إتاحة فرصة أفضل للتخطيط للتدفقات النقدية في سوق العقود المستقبلية.

- إتاحة استثمارية للمضاربين للمضاربة و الاستفادة من فروقات السعر.

- تسيير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد.

- سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية.

- يتحقق الكمال للسوق لو أنه توفر للمتعاملين على كافة الأصول المالية التي تناسب مع أهدافهم، سواء من حيث العائد أو المخاطر، وعلى الرغم من أن الكمال على هذا النحو هو أمر يستحيل تحقيقه، فإنه بفضل عقود المشتقات أصبح من الممكن عمل توليفات من عقود المشتقات وأوراق مالية متداولة في السوق الحاضر في ظلها يحقق المستثمر مستويات فريدة من العائد والمخاطر لا تحققها أية ورقة مالية متداولة.

2-4- المتعاملون في المشتقات المالية:

الذين يستخدمون المشتقات المالية في عالمنا المعاصر هم بطبيعة الحال المنتجون والمستهلكون والمستثمرون والمصدرون، والمتحوظون والمضاربون، والبنوك و المؤسسات المالية.

وقد اتجه بعض الكتاب الغربيين إلى تصنيف المتعاملون في المشتقات المالية إلى فئتين فقط:

• الفئة الأولى:

هي فئة المستخدمين النهائيين الذين يدخلون في هذه الأسواق لتحقيق أهداف تتصل بالتحوط وتكوين المراكز المالية والمضاربة ، وتشتمل هذه الفئة على مجموعة واسعة من المؤسسات مثل المصارف، المؤسسات المالية، سوق الأوراق المالية ، شركات التأمين ، صناديق الضمان الاجتماعي ، صناديق الاستثمار وغيرها .

المحاضرة 2

ابتكارات الهندسة المالية و استخداماتها

أ.سعاد صديقي

• الفئة الثانية:

هي فئة المتاجرين في الأوراق المالية أو فئة الوسطاء **Intermediaries** أو المتعاملين **Dealers** وهم الذين يعملون لحسابهم الخاص ويقومون بدور صانعي الأسواق، ويحققون هامشا من الربح يتمثل في الفرق بين سعري البيع و الشراء ،الذين يتركز دورهم على تعزيز رغبة المستخدمين النهائيين للمشتقات وتوظيف هذه الأدوات المالية في الأسواق مقابل تحصيل الإيرادات في شكل رسوم الصفقات وهوامش عروض البيع والشراء بالإضافة إلى الاستفادة من مراكزهم المالية الخاصة. وقد أمكن حصر مستخدمي المشتقات المالية فيما يلي:

- **تجار التجزئة:** يستخدم هؤلاء المشتقات وذلك بقصد حمايتهم ضد التعرض لمخاطر أسعار الفائدة وأسعار الصرف في أسواق العملات الأجنبية.
- **صناديق المعاشات:** تستخدم هذه الصناديق المشتقات بقصد حماية العائد على الإستثمار في السندات أو بغرض تأمين محفظة الأوراق المالية التي تمتلكها ضد التعرض لمخاطر السوق.
- **بنوك الإستثمار:** تستعمل هذه البنوك المشتقات المالية بغرض المحافظة على سعر البيع لكمية كبيرة من أحد الأصول المالية حيث يبدو أن السوق الحاضرة لن تعود قادرة على استيعاب المعروض بأسعار السوق.
- **الشركات العقارية:** وهي تلك التي تباع المباني والأراضي أو تعطي للغير الحق في استخدامها بتأجيرها لعدد من السنوات، وتستخدم هذه الشركات المشتقات المالية للحماية ضد تحركات سعر الفائدة على قروض السندات التي تمثل دين في ذمة الشركة.
- **الشركات:** تلجأ الشركات إلى أدوات المشتقات المالية بغرض الحماية ضد تأثير أسعار الفائدة المنخفضة على عائد الإستثمار للفائض النقدي.
- **المصدرون والمستوردون:** يستخدم هؤلاء المشتقات المالية ضد تقلبات أسعار الصرف على المقبوضات والمدفوعات و تغيرات اسعار الفائدة.
- **المتحوظون:** يهتم المتحوظون بالإقلال من المخاطر التي يوجهها بالفعل، والغرض منم التحوط هو جعل النتائج أكثر تأكدا ولكنه لا يحسن النتائج بالضرورة.

المحاضرة 2

ابتكارات الهندسة المالية و استخداماتها

أ.سعاد صديقي

- **المضاربون:** في حين أن المتحوظين يريدون أن يتفادوا التعرض للتقلبات والتحركات السعرية الخاصة بأصل معين، فإن المضاربين يرغبون في اتخاذ مركز في السوق وهم إما يراهنون على أن السعر سيرتفع أو على أن السعر سينخفض.
- **الفئة الثالثة:**

منتجات المشتقات المالية تعد الأوراق المالية ولاسيما الاسهم والسندات الأدوات الرئيسية المتداولة، والتوريق و المشتقات المالية على عقود واتفاقيات تستمد قيمتها من أصول حقيقية مثل القروض، السلع كالبن والسكر والقطن والنفط ، أو المعادن الثمينة كالذهب ، الفضة ، أو أصول مالية مثل الاسهم ، السندات ، العملات ، أو مؤشرات الاسواق المالية مثل ; Dawjones ، NIKKEI - أو مؤشرات التدفقات النقدية كأسعار الفائدة أو أسعار الصرف ، لذلك هي عقود فرعية تنشأ أو تُشتق من عقود أساسية وأدوات مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية. وأدوات استثمارية مشتقة من تلك الأصول ، تتحد قيمتها بقيم واحد أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها. لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة وذلك في نطاق ما اصطلح عليه بالهندسة المالية وتتمثل أنواع المشتقات المالية فيمايلي:

عقود الخيارات Options والعقود المستقبلية Future Contracts والعقود الآجلة Forward Contracts وعقود المبادلة Swaps أو مزيج من اثنين من هذه العقود وهو ما يسمى بمشتقات المشتقات Derivatives On مثل عقود المبادلات الخيارية Swaptions وقد يكون موضوع هذه العقود منتجات و سلع حقيقية Real Commodities أو مؤشرات معينة مثل سعر الصرف Exchange Rate أو سعر الفائدة Interest Rate أو أوراق مالية Securities من أسهم وسندات أو عملات أجنبية Foreign Currencies أو حتى تدفقات نقدية ما.

- **الفئة الرابعة:**

الاسواق التي يتم تداول هذه المشتقات في أسواق رأس المال التي تنقسم الى : أولاً- سوق للأوراق المالية ثانياً- مؤسسات مالية مختلفة

- **اولا :- سوق الاوراق المالية:** ويتألف من :

أ- سوق الاصدار (السوق الاولى) عند تأسيس شركة مساهمة جديدة يتم إصدار اسهم أو سندات ونادرا ما تقوم شركة بإصدار اسهم جديدة أو سندات مرة اخرى بعد الإصدار الاول لأنها تلجأ الى الاقتراض بدلا من إصدار اسهم جديدة وفقا لقاعدة التمويل بالملكية والتمويل

المحاضرة 2

ابتكارات الهندسة المالية و استخداماتها

أ.سعاد صديقي

بالاقتراض (50%-50%) وعملية ترويج وبيع الاسهم فى الإصدار الأول الذي تقوم به أحد البنوك .

ب- سوق التداول (السوق الثانوى) أو (البورصة) هو السوق الذى يتم فيه إعادة تداول الأوراق المالية ويجري فيها بيع وشراء الاسهم ، وتضم سوق منظمة وسوق غير منظمة تتفرع الى سوق ثالث وسوق رابع :

- **السوق المنظمة** :- لها مكان ومواعيد عمل محددة ومقننة ومنظمة ، كما لديها قواعد وإجراءات محددة للتعامل داخل السوق .

- **الاسواق غير المنظمة** : يجري التداول بها بشكل مباشر بين السوق والمستثمر وتكون قيم التعامل كبيرة جدا ومن خلال مؤسسات ورجال اعمال كبار وعدم وجود وسيط بين اطراف التعامل وتضم : **السوق الثالث والرابع** : هما احد اشكال الاسواق غير المنظمة و يتوافر فيها نفس خصائص تلك الاسواق ، والفرق الجوهرى بين السوق الثالث و السوق الرابع _ ان السوق الثالث قد يحتاج الى وسيط بين اطراف التعامل من خلال تنظيم الاتصالات بين تلك الاطراف ، اما السوق الرابع ليس هناك وسيط بين الاطراف

• **ثانيا : - سوق المؤسسات المالية المختلفة :**

أ- شركات الاستثمار ب- شركات التأمين ج- شركات التمويل د- البنوك (المتخصصة) .

وتنقسم الاسواق من حيث الأجل:

1- اسواق رأس المال: تقسم إلى اسواق حاضرة أو فورية وأسواق العقود المستقبلية:

أ- **الأسواق الحاضرة**: تتعامل بأوراق مالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات) حيث تتم تسليمها وتسلمها فور أتمام الصفقة ومن هذه الأسواق ما هو منظم أي البورصات ومنها ما هو غير منظم مثل بيوت السمسرة والمصارف التجارية .

ب- **أسواق العقود المستقبلية**: تتعامل في الأسهم والسندات ولكن عقود واتفاقات يتم تنفيذها في تواريخ لاحقة ومنها أسواق الخيارات وأسواق العقود.

2- **أسواق النقد**: الاسواق التي تتداول فيها الاوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السماسرة والمصارف التجارية والخزانة العامة التي تصدر أذونات الخزانة (الأوراق القصيرة الأجل).

2-5- أهمية المشتقات المالية:

المحاضرة 2

ابتكارات الهندسة المالية و استخداماتها

أ.سعاد صديقي

تعتبر المشتقات المالية من الأدوات الاستثمارية التي انتجت في ضوء التطور العلمي و التكنولوجي وما أفرزت الحاجة للسيولة ورفع الكفاءة للتقليل من المخاطرة ، فضلا عن دورها في إدارة المخاطر ، تتيح للمستثمر فرص تحديد مخاطر السوق ذات الصلة بالعقود المالية وإدارة كل مخاطرة على حده في سبيل إتاحة الفرصة لخفض درجة المخاطر عموماً من خلال التحوط من آثار التقلبات السعرية والتي تنشأ إما عن تقلب أسعار الفائدة أو تقلب أسعار الصرف أو تقلب أسعار أصول المحافظ الاستثمارية سواء كانت سلعاً أم أوراقاً مالية.

إن هذه الأدوات يمكن أن تحقق العديد من الفوائد للمتعاملين بها إذا تم استعمالها بصورة صحيحة، ومن أبرز هذه الفوائد ما يلي:

- **إدارة المخاطر:** يمكن من خلال عقود المشتقات ابتداع طرق جديدة لإدارة المخاطر من خلال عملية التحوط وفق استراتيجيات خاصة ،ويتلخص دورها في إدارة المخاطر وإجراء التحوط Hedging في سبيل تحسين التأكد ، إلا أن المخاطر أعلى ما تكون في إطار الاستثمار في المشتقات المالية ، وينشأ ذلك بسبب حالة عدم التأكد المتعلقة بأسعارها واعتمادها أساساً على التوقعات المستقبلية ومدى تحقق فرص حصولها ، وبالرغم من ارتفاع مخاطرها يستخدمها المضاربين والمؤسسات المصرفية والمالية كمصدر للإيرادات عبر الاتجار والتداول بالعقود المالية في إطار تقلبات أسعار الأدوات المالية الأصلية (محل التعاقد).
- **التحوط :** هذه الأدوات وسيله للتحوط من التقلبات ، لا سيما وأنها لا تنشئ تدفقات نقدية إلا بشكل بسيط وأدوات تشتق من عقود الأوراق المالية والعملات الأجنبية تشوبها حالة عدم التأكد مما يزيد من مخاطرها للتعامل مع المستقبل.
- **الاستثمار:** إذ يمكن تعزيز فرص تحقيق الإيرادات الإضافية وزيادة الأرباح من خلال زيادة فرض الاستثمار وتنويع المحافظ الاستثمارية للمؤسسات المالية، ودخول متعاملين في عمليات صناعة الأسواق وتكوين مراكز مالية وهذا ما يدفع البعض لاستخدامها كأداة للمضاربة.
- **انخفاض التكلفة:** يمكن من خلال التعامل بأدوات الهندسة المالية تقليل تكاليف المعاملات التقليدية، إذ يتم دفع هامش بسيط فقط لأغراض التعاقد بدلا من دفع مبلغ العقد كاملا منذ البداية،
- **تحقيق السيولة:** تتمتع أغلب أدوات الهندسة بسيولة عالية مما يمكن المتعاملين في هذه الأدوات من تحسين سيولتهم بصورة عامة، إذ يمكن بيع المراكز بسهولة أو إلغاؤها من خلال الدخول بمراكز مضادة في نفس السوق أو في أسواق أخرى، وبذلك يتمتع المتعامل بهذه الأدوات بوجود فرص متعددة لتكوين المراكز وإلغاؤها تبعاً لحاجاته ورغباته.

المحاضرة 2

ابتكارات الهندسة المالية و استخداماتها

أ.سعاد صديقي

- **التحول من التمويل غير المباشر الى التمويل المباشر:**وقد أدى رفع القيود التنظيمية عن الاسواق المالية الى فتح المجال أمام المخاطرة المفرطة وتركز الانشطة المصرفية في عدد صغير من المؤسسات الكبيرة وإجراء تحول في التمويل المصرفي من الاعتماد على الودائع الى الاعتماد بدرجة أكبر على اسواق رؤوس الاموال ومن الاقراض الى التداول في ظل استحداث نظام مالي مواز لا يخضع الى حد بعيد للقواعد التنظيمية ولاسيما في الإقتصادات المتقدمة بعد ترسيخ القناعة بأن الاسواق المالية أكثر كفاءة في تخصيص الموارد وترشيدها .
- **المتاجرة بالمبيعات:**وتظهر أهمية المشتقات المالية عبر اتجاهين، الأول المتاجرة بالمبيعات وأخذ المراكز وموازنة سعر الصرف والثانية عبر تغطية المخاطر ولاسيما ادارة المخاطر التي تتعرض لها البنوك نتيجة التقلبات في أسعار الصرف الأجنبي وأسعار العملات ولتقليل مخاطر أسعار العملات والعملات يتم مراقبة مراكز العملات يومياً وتستخدم إستراتيجيات تغطية المخاطر لضمان بقاء مراكز العملات ضمن الحدود المقررة.
- **نمو الشركات أكثر فأكثر:** تساهم المشتقات المالية وتقنيات التوريق في تسهيل جمع السيولة النقدية لنمو الشركات والمؤسسات الاقتصادية بمختلف انواعها عبر أسلوب اصدار الأسهم والأوراق المالية لتمويل نشاطاتها التوسعية وزيادة الحصة السوقية عبر تعدد الخطوط الانتاجية في المؤسسات الصناعية والاندماج والاستحواذ المصرفي ،ويمكن أن تستعمل المشتقات المالية من السلطة النقدية لتمويل القطاع المصرفي بالسيولة المحلية المؤقتة.
- **توسع الاقتصاد العام:** لقد أدى تعدد أنواع المشتقات المالية على إيجاد السوق المنظمة والموازية المتخصصة في التعامل بهذه الأدوات مما أدى إلى التوسع الكبير في التعامل بها ومن خلال تنشيط السوق النالس واسواق رؤوس الاموال وحتى السوق النقدي وتعبئة المدخرات وزيادة التوظيفات.

6.2 مخاطر التعامل بالمشتقات المالية:

قد تتعرض المصارف وغيرها من المؤسسات المالية إلى عدد من المخاطر ومنها:

- 1- **مخاطر الائتمان:** ناجمة عن عدم وفاء احد أطراف العقد بالتزاماته المالية المنصوص عليها بموجب العقد ويعتبر اكثر المخاطر انتشارا في البورصات غير المنظمة مقارنة بالبورصة المنظمة ، وهذا غالباً ما يحصل في عقود المشتقات المالية في العقود الاجلة.

المحاضرة 2

ابتكارات الهندسة المالية و استخداماتها

أ.سعاد صديقي

2- خطر السيولة: في حال عدم قدرة المؤسسة المصرفية في مواجهة التزاماتها في ظرف لا يسمح لها بالتعويض الكافي لدائنها في ظل عدم توفر فرص الاقتراض من السوق النقدي، الأمر الذي يؤدي بحدوث أزمة ثقة يتبعها إفلاس البنك. وينشأ هذا الخطر نتيجة اختلال التوازن في الهيكل المالي للبنك، حيث تصبح الأصول المتداولة غير كافية لتغطية الديون القصيرة الأجل، وتمثل السيولة السبب الأهم في اندلاع الازمات المالية.

3- خطر السوق: يتعلق هذا النوع بنشاطات التفاوض أو المضاربة في أسواق رؤوس الأموال مقابل التغيرات في قيم الأصول وأسعار الفائدة أو اسعار الصرف، حيث يتم تسجيل خسارة بعد إعادة بيع الأسهم المحصل عليها، بسبب انخفاض سعر السهم أو غياب السيولة في سوق بيع الأسهم لأن العدد غير كاف من المشترين مع شدة الحاجة ، لبيع الأسهم حتى وإن كان ذلك بأقل السعر. وشكلت تداعيات ازمة المكسيك حين اقترن بتقلبات سعر صرف البيزو المكسيكي في عام 1994 بتخفيض حاد غير متوقع في اسعار الاوراق المالية متوسطة الاجل وامتد ليشمل الاصول المالية المكسيكية ثم امتد الى اسعار السندات في باقي دول امريكا اللاتينية.

4-خطر الإتجار خارج القواعد التنظيمية: إن خطر المشتقات المالية على النظام المالي تنشأ بسبب الاتجار بعيداً عن القواعد التنظيمية وعبر الاتفاق المباشر بين أطرافها دون اللجوء إلى وسطاء وعادة ما تتداول خارج البورصات ، إضافة إلى خلّوها من أي قواعد تنظيمية فيما يتعلق بأساليب الكشف عن المعلومات بين الأطراف المتعاقدة، و قيمها صعبة التقدير بسبب هيكلية سوق المشتقات المكون من مصارف كبيرة وصناديق تحوط تكون عرضة للمخاطر بسبب ضخامة حجمها الذي يؤثر في النظام المالي بشكل كبير في حالة انهيارها. حيث سادت اشاعات بعد الانهيار الناجم عن فقاعة المشتقات عام 2008 ، باتجاه المصارف المركزية إلى طباعة الأموال من أجل سداد "القيم والأرباح غير الواقعية" المترتبة على تلك المشتقات، الأمر الذي يسفر بدوره عن إيجاد قنبلة ذات محتوى مغرق في التضخم، لها القدرة عن زعزعة استقرار النظام المالي العالمي مجدداً.

5-انخفاض الاستثمار الحقيقي: إن فلسفة تحفيز المدخرات نحو الاستثمار في السوق المالية تركت اثارها على قناعات المدخر في تفضيل توظيف مدخراته في السوق المالية بدلاً من المصارف لتدني عوائدها نسبياً ، الامر الذي ادى الى انحسار الاستثمار الحقيقي و انخفاضه.

إن الاثار السلبية للاستثمار المالي في المشتقات المالية كثيراً ما تكون مستمدة من سلوك المتعاملين (أي مجازة التيار لبعض الوقت ثم سحب الاستثمار قبيل قيام باقي الحشد بعمل ذلك) ويقوم الجميع

المحاضرة 2

ابتكارات الهندسة المالية و استخداماتها

أ.سعاد صديقي

بالمقارنة على ذات النتيجة مثل ارتفاع أسعار العقارات أو رأس المال السهمي أو أصول أخرى، ويتناسى الجميع فيما إذا كانت المعلومات الأساسية صحيحة أو يمكن أن تكون ذات صلة بنشاطات الاقتصاد الحقيقي، وأن هذه الظاهرة ليست فقط في أسواق الأوراق المالية وأسواق المشتقات المالية وإنما في أسواق العملات وأسواق السلع الأساسية الآجلة أيضاً.

ناهيك عن دور السوق المالي في ابعاد وغياب السيولة عن الاقتصاد الحقيقي"، إذ يتسبب ضخ السيولة في السوق المالي أثناء نشاط السوق، ولاسيما عند ارتفاع الأسعار إلى تشجيع الأفراد على استثمار مدخراتهم ودخولهم ورؤوس أموالهم للمضاربة في السوق المالي ، إلا أن اتجاه هذا النوع من الاستثمار ينتهي إلى تباطؤ النشاط الاقتصادي وتلاشي فائض القيمة على المستوى الكلي.