

## أهمية استخدام الهندسة المالية في الاسواق المالية الناشئة.

بن عبد الله رشيدة رشا: أستاذ مساعد ب  
المركز الجامعي غليزان.

### Abstract:

Financial engineering is a new financial instrument that adapting to considerations of economic efficiency within financial institutions, it has become necessary with radical changes in the management of economic resources as well as the interdependence of the international finance markets due to the revolution of communications and information technology. This modern situation is imposing strong competitive pressures for financial institutions, particularly in modern financial markets this calls necessarily for the modernization of financial engineering products which Ensure the flexibility and sustainability of institutions to help them continue effectively in these markets.

Emerging financial markets are considered the path of developing countries to develop its economy and to compete with the markets of developed countries.

Financial engineering is one of the most important tools for the success of emerging financial markets and attracting investors' money.

**Keywords:** Financial Engineering - Financial Institutions - Emerging Financial Markets - Investments - Economic Development.

### الملخص:

تبرز أهمية الهندسة المالية كأداة مناسبة لإيجاد حلول مبتكرة وأدوات مالية جديدة تتماشى مع اعتبارات الكفاءة الاقتصادية داخل المؤسسات المالية، وهي ضرورية مع التغييرات الجذرية الهائلة في أسلوب إدارة الموارد الاقتصادية الى جانب ترابط اسواق التمويل الدولية بفعل ثورة الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات.

ان هذا الوضع الحديث يفرض ضغوطا تنافسية حادة غير متكافئة بالنسبة للمؤسسات المالية وبالذات في الاسواق المالية الحديثة ويستدعي ذلك بالضرورة تطوير منتجات هندسة مالية مستحدثة تضمن للمؤسسات قدرا من المرونة ونصيا سوقيا وافرا يساعدها في الاستمرار بفعالية داخل هذه الأسواق.

حيث تعتبر الأسواق المالية الناشئة طريق الدول النامية لتطوير و تنمية اقتصادها و منافسة أسواق الدول المتقدمة، هذا ما يجبرها على اتخاذ كل السبل لإنجاحها من بينها استخدام الهندسة المالية في المؤسسات المالية داخل الاسواق المالية الناشئة، والهندسة المالية من أهم أدوات إنجاح الاسواق المالية واستقطاب أموال المستثمرين فيها.

**الكلمات المفتاحية:** الهندسة المالية - المؤسسات المالية - الأسواق المالية الناشئة- الاستثمارات- تنمية الاقتصاد.

## مقدمة:

ظهر في السنوات الأخيرة مفهوم جديد في عالم المال بشقيه العلمي والأكاديمي وهو مفهوم الهندسة المالية التي تعتبر إحدى فروع قياس المخاطر. ظهرت للوجود في منتصف الثمانينات بهدف عون وخدمة منشآت الأعمال في مواجهة المخاطر والتخلص من القيود التشريعية والضغوط التي يفرضها السوق وبيئة المنشآت، و قد ظهرت كأول مرة في لندن.

الهندسة المالية مجال تستغل فيه معارف وكفاءات المجالات الأخرى وأهمها الرياضيات والإقتصاد والمعلومات لدراسة المعلومات بطريقة علمية عميقة تساعد على اتخاذ القرارات الإستثمارية دون المغامرة والتعرض لأخطار تقلبات أسواق البورصة.

وللهندسة المالية عدة مجالات وعمليات ذات علاقة بالمؤسسات والأسواق المالية لها تأثير مباشر والسؤال المطروح الان هو: "ماهي هذه العمليات ولمجالات التي تختص بها الهندسة المالية وما تأثيرها على الاسواق والمؤسسات المالية؟"

وللإجابة على هذا السؤال وجب الاجابة على الاسئلة التالية:

ما المقصود بالهندسة المالية؟ وما هي أدواتها؟

ما هي علاقة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية؟

ما هي استخدامات الهندسة المالية؟ وما تأثيرها على الأسواق المالية ؟

للإجابة على الاشكالية الرئيسية وهاته الاسئلة الفرعية افترضنا الآتي:

- الهندسة المالية تتعلق بتوليد أدوات أو أوراق مالية جديدة تساعد المستثمرين أو طالبي التمويل على الوفاء باحتياجاتهم المتجددة.
- نطاق الهندسة المالية يختص بدراسة سوق المال ودراسة التوازن المالي للشركات
- للهندسة المالية علاقة وثيقة بالأسواق المالية وتطورها.

تكمّن أهمية دراستنا في أنه تعد الهندسة المالية عملية تطويرية إنطلاقاً من الدور الذي تؤديه في تنشيط البورصات المالية العالمية، وكذا بوصفها ابتكارات جديدة في المؤسسات الاستثمارية بصورة عامة.

فضلاً عن الأثر الذي أحدثته في التفكير الإستراتيجي للمؤسسات المالية والمصرفية وظهور الأسواق المالية والمراكز المالية العالمية.

وتعد المشتقات إحدى أهم أنواع أدوات الهندسة المالية والتي تعطي المستثمر فيها فرصة مهمة لتقليل المخاطر التي يتعرض لها من خلال استبدال موجود معين بموجود آخر بسعر محدد وفي موعد أو قبل موعد محدد في المستقبل، حيث تساهم في تيسير عمليات التداول في الأوراق المالية المتنوعة (أسهم، سندات، أسعار الصرف، وغيرها) لغرض الاستثمار، المضاربة والتحوط من تقلبات السوق .

ومن أهم أهداف الدراسة أنها تسعى إلى توضيح المفاهيم النظرية للهندسة المالية بشكلها العام وعملياتها وكذا أهميتها و دورها في تنمية الأسواق المالية على وجه الخصوص، كما تهدف أيضاً إلى بحث إمكانية الهندسة المالية من تطوير وتنمية الأسواق المالية الناشئة و عليه تنمية الاقتصاد، ومنه تنشأ الدراسة تحقيق الأهداف الآتية:

1- توضيح المفاهيم المتعلقة بالهندسة المالية وأهم منتجاتها. ومن ثم التوضيح لعمليات الهندسة المالية واستخداماتها المختلفة في التحوط من المخاطر المصاحبة للمؤسسات المالية والإجراءات الكفيلة لإدارة السليمة لاستخدام هذه أدوات الهندسة المالية. كما تهدف أيضاً إلى بحث إمكانية إيجاد سوق مالية إسلامية.

2- معرفة، أنواع الأسواق المالية ودورها في تنمية اقتصادات الدول وتطويرها.

3- معرفة دور الهندسة المالية وعلاقتها بالأسواق والمؤسسات المالية

ولغرض دراسة نماذج ومجالات الهندسة المالية ومسئولياتها وعلاقة أدواتها بالمؤسسات المالية والأسواق المالية ارتأينا إلى تقسيم بحثنا إلى محاور رئيسية تتمثل في:

المحور الأول: مفاهيم حول الهندسة المالية و أهدافها؟

المحور الثاني: منتجات الهندسة المالية وعملياتها؟

المحور الثالث: الأسواق المالية الناشئة ودورها في تنمية الإقتصاد؟

المحور الرابع: دور الهندسة المالية في تنمية الاسواق الناشئة؟

## المحور الأول: مفاهيم حول الهندسة المالية و أهدافها.

### <sup>-1</sup> تعريف الهندسة المالية: (1)

الهندسة المالية" مفهوم قديم قدم التعاملات المالية، لكنه يبدو حديثاً نسبياً من حيث المصطلح والتَّخصُّص، إن معظم تعريفِ الهندسة المالية مستخلصة من وجهات نظر الباحثين الذين يُطوِّرون النماذج والنظريات، أو مصممي المُنتجات المالية في المؤسسات المالية، 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 تتضمنُ النشاطات التالية:

-تعظيم قيمة المنشأة.

-إدارة محفظة الأوراق المالية.

-التفاوض حول التمويل/ التحوط في الصفقات التي تتعكس مباشرة على قيمة ضريبة الشركة أخذاً بعين الاعتبار المخاطر التنظيمية والسياسية.

-تنظيم صفقات المبيعات بشكل يراعي مصالح كل من الزبون والشركة.

-تنظيم صفقات الشراء بشكل يُوازن مصالح كل من المورد والشركة.

كل 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 فان 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 من فهم أفضل للسوق المالية، وبالتالي فهم أفضل من طرف المتعاملين في السوق. 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 هيكلة ما كان موجوداً من قبل، وليس بالضرورة خلق وابتكار ما هو جديد.

**ثالثاً: التعريف الشامل للهندسة المالية<sup>(2)</sup>.** هناك مجموعة من التعاريف يمكن التعرض لبعض منها، نوجزها فيما يلي:

-تعريف فينرتي 1988: (Finnerty1988) تُعنى الهندسة المالية بتصميم وتطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة، وتقديم حلول خلاقية ومبدعة للمشكلات المالية.

-تعريف الجمعية الدولية للمهندسين الماليين (IAFE): تَتَضَمَّنُ 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. 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".

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

•حسب "حسين كتبي (Kotby 1990) "تُشيرُ الهندسة المالية إلى "استعمال إستراتيجيات 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 تلئم 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 فيمكن إجمال مفهوم الهندسة المالية بأنها ابتكار لحلول مالية، فهي تركز على عنصر الابتكار والتجديد، كما أنها تقدم حلولاً، فهي بذلك تلبى احتياجات قائمة أو تستغل فرصاً أو موارد معطلة. وكونها مالية يحدد مجال الابتكار في الأنشطة الاقتصادية، سواء في التبادل أو التمويل.

### العوامل المساعدة في ظهور الهندسة المالية:

شهدت أسواق المال العالمية منذ بداية الستينات من القرن الماضي ثورة في مجالات الابتكارات المالية (financial Innovations)، والتي شكلت اللبنة الأولى لتبلور مفهوم الهندسة المالية، هذه الأخيرة التي ستهتم بابتكار الأدوات الحديثة وأدوات إدارة المخاطر بالشكل الذي يضمن للشركات التخطيط لمستقبلها وخدمة أهدافها - هذا من جهة-، ومن جهة أخرى ضمان المردود الإيجابي للاقتصاديات الإسلامية ككل من خلال تطوير أسواق رأس المال، وإمدادها بمختلف الأدوات والآليات التمويلية التي تحقق أهداف جميع المتعاملين،

ويمكن تلخيص أهم العوامل التي ساهمت في بناء هذا التصور ومهدت لظهور الهندسة المالية في الآتي (3)

1- اتساع وتعدد أدوات الاستثمار المتاحة في أسواق المال، وقد أدى ذلك إلى زيادة سيولة السوق، وإتاحة مزيد من التمويل عن طريق جذب مستثمرين جدد وتقديم فرص جديدة للباحثين عن التمويل.

2- إيجاد أدوات إدارة المخاطر (Risk Management Instruments)، والتي مكنت من إعادة توزيع المخاطر المالية طبقاً لتفضيلات المستثمرين للمخاطر.

وباختصار فإن منظمات الأعمال تتعرض لأربع أنواع من المخاطر المالية وهي: مخاطر سعر الفائدة، مخاطر سعر الصرف، مخاطر التقلب في أسعار الأسهم (حقوق الملكية)، ومخاطر أسعار السلع، وتتمثل المشكلة مع المخاطر ليس في حجمها، ولكن في كونها تحدث دون توقع، ولا تخرج أدوات إدارة المخاطر عن الحلول الثلاث التالية: إما بالعمل على تخفيضها بالتخلص من مصدر الخطر بالبيع، أو بالتنويع، أو بالتأمين ضد المخاطر.

3- تطوير أدوات الإختيار بين الأسواق (Arbitrage)، وقد مكن ذلك من تقليل التكاليف وزيادة الأرباح والدخول الى الأسواق المالية العالية.

4- تنوع إستراتيجيات جلب الاستثمار وتشجيعه خاصة المحلي نتيجة لتجدد أدوات الاستثمار كالأوراق المالية.

### 3- الهندسة المالية والمشتقات المالية ( الأوراق المالية): (4)

تباينت استخدامات معاني الهندسة المالية في مناسبات متعددة بظهور المشتقات المالية بدرجة كبيرة، إذ تعتبر المشتقات عقوداً تهدف إلى تبادل المخاطر المالية كما أنها من أهم أدوات المجازفة في الأسواق المالية. فهي عبارة عن أدوات مالية تتوقف قيمتها على قيمة أصل آخر، أو بعبارة أدق أدوات يتوقف العائد المتولد عنها على اتجاه سعر أصل آخر، ومن أول أنواع المشتقات صكوك الأوراق المالية التي يتم إصدارها ويعطى حائزها الحق في شراء أسهم الشركة بسعر معين في تاريخ لاحق، والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم، وأشهر صورها الحديثة العقود الآجلة، والعقود المستقبلية وعقود الاختيار وعقود المبادلة. ويظهر المشتقات لم يعد المضاربون في حاجة إلى التعامل في الأصول التقليدية، حيث توفر

المشتقات في أسواق العقود المختلفة وسيلة بديلة للمضاربة بما يغني عن شراء الأسهم والسندات، حيث أصبح بوسع المستثمر شراء عقد اختيار أو عقد مستقبلي.

على عكس أهميتها يرى بيتر دراكر على أنها من أدوات القمار التي يجري التعامل عليها في مونت كارلو ولاس فيجاس ووصف عدد من الأكاديميين تحت عنوان "القيمة الاجتماعية للابتكار المالي" أن هذه المشتقات ليست سوى بدعة أو أكذوبة كبرى مدفوعة من قبل المؤسسات الاستثمارية. وأنها قد اقترنت بتوقعات غير واقعية لعوائد أعظم ومخاطر أقل. ويؤكد ذلك على الحاجة إلى مزيد من المعرفة عن تلك الأدوات التي اقتحمت أسواق المال وعن استخداماتها.

#### 4- استخدامات و أهداف الهندسة المالية:

تعد الهندسة المالية هي شريان الحياة للإبداع المالي، ولديها العديد من الأهداف لعل أهمها هو<sup>(5)</sup>:

\* خفض حجم المخاطرة المالية وذلك عادة يكون بإيجاد و تطوير مجموعة متنوعة من الأدوات المالية المستحدثة التي يمكن عن طريق هندستها بتوليفات معينة بناء مراكز التعرض للمخاطرة، وإدارة هذه المخاطر بأفضل صورة ممكنة.

إذا كان الهدف الأساسي للهندسة المالية هو خفض حجم المخاطر المالية فالأهداف الثانوية تتمثل في إعادة هيكلة التدفقات النقدية لإدارة مالية أفضل كاستخدام المقايضة لتغيير المعدلات المتغيرة للقروض إلى معدلات ثابتة لأغراض ضريبية أو لقدرة أفضل على التنبؤ بالتدفق المالي.

تستعمل الهندسة المالية لوصف تحليل البيانات المحصلة من السوق المالية بطريقة علمية، يأخذ هذا التحليل عادة شكل الخوارزميات الرياضية أو النماذج المالية، تستخدم في الأسواق المالية خاصة في تجارة العملات، تسعير الخيارات وأسهم المستقبلات، ويسمح استخدام أدوات وتقنيات الهندسة المالية للمهندسين الماليين من فهم أفضل للأسواق المالية ومن أبرز مهامها:

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

• 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.



·ابتكار إجراءات تنفيذية مبتكرة من شأنها أن تكون منخفضة التكلفة ومرنة وعملية.

و للهندسة المالية دور في تحسين الأداء الاقتصادي، وذلك من خلال نتاج ثلاثة عوامل أساسية:

1- تحقيق الكمال للسوق: بتوسيع فرص المشاركة في المخاطر، وتحقيق التغطية، وجذب الموارد غير متاحة سابقا.

2- تخفيض تكلفة المعاملات أو تحسين السيولة.

3- تخفيض تكلفة الوكالة.

أي أن الهندسة المالية تحقق ابتكارات لما تقوم باستخدام كل الوسائل المبتكرة استخداما فعالا ومناسبا للموارد المالية من أجل التعاضد في الربحية وبأقل التكاليف.

### المحور الثاني: منتجات الهندسة المالية وعملياتها<sup>(6)</sup>.

إن الهندسة المالية قد أسهمت مساهمة واضحة في تحسين الأداء، وذلك من خلال سرعة تنفيذ العمليات وتخفيض تكلفتها، كل ذلك في الوقت الذي تتحقق فيه المكاسب لكافة الأطراف المعنية، بما يضمن لتلك العمليات المبتكرة الصمود والاستمرار، وفي ما يلي بعض هذه العمليات:

#### 1-التسجيل على الرف:

قد يكون من الملائم في البداية أن نتناول عملية تسجيل أو قيد ورقة مالية معينة بهدف طرحها للاكتتاب العام، و ذلك حتى يمكن تقدير قيمة الابتكار الذي توصلت إليه الهندسة المالية في هذا الشأن، ولكي تبدأ المنشأة في طرح أوراق مالية للاكتتاب العام، عليها أن تتقدم بطلب تسجيل لدى هيئة الأوراق المالية والبورصة، والتي يقع عليها مسؤولية التأكد من أن البيانات الموضحة في طلب التسجيل كافية للحكم على مدى جودة الورقة المالية المقرر طرحها للتداول.

ولتحقيق هذا الهدف ألزم القانون المنشأة بتقديم طلب أو صحيفة تسجيل في كل مرة ترغب فيها بإصدار أوراق جديدة، ويقضي التسجيل بتزويد هيئة الأوراق المالية والبورصة ببيانات عن المنشأة المعنية، ومعلومات عن الاتفاق المبرم بينها وبين بنك الاستثمار المنوط به عملية الطرح.

وينص القانون على أن لا يتم توزيع المنشور أو إصدار الأوراق محل التسجيل، قبل مضي 20 يوما تقوم خلالها هيئة الأوراق المالية والبورصة بمراجعة البيانات التي يحتويها، واعتماده بعد التحقق من سلامة ما به من معلومات، "أما في الجزائر فإن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة cosob أمامها 60 يوم لدراسة ملف الشركة ونشرها بعد ذلك في التسعيرة الرسمية والنشرة الرسمية cob وكذلك نشرها للجمهور فالقانون 03/91 ألزم الشركات المعنية عن إعلان الجمهور على تعيين قيمتها في الجريدة الرسمية"، و إذ لم يتم إخطار المنشأة أو بنك الاستثمار برد اللجنة بعد انتهاء المهلة المذكورة، يعد ذلك بمثابة موافقة ضمنية، ومع هذا قد تمتد تلك الفترة في ظروف معينة لعدة شهور قبل الحصول على موافقة ضمنية، ومع هذا قد تمتد تلك الفترة في ظروف معينة لعدة شهور قبل الحصول على موافقة، وهذا يسمح للقانون بتوزيع المنشور على المستثمرين المحتملين قبل المهلة المذكورة، بشرط أن توضع ملاحظة بالحبر الأحمر على غلاف المنشور، تشير بوضوح بأنه لم يعتمد من الهيئة.

ولنا أن نتصور الجهد والوقت والتكلفة التي تصاحب توفير تلك البيانات، في كل مرة ترغب فيها المنشأة في إصدار المزيد من الأوراق المالية، هذا فضلا عن فترة الانتظار حتى تعطي هيئة الأوراق المالية والبورصة كلمتها، وعادة ما يتحدد السعر الذي تباع به الورقة قبيل آخر خطوة في إجراء التسجيل، وذلك

حتى يتم التسعير وفقا لأحداث المعلومات المتاحة، وإذا ما أمكن تقدير السعر سليما، والظروف مواتية، والمركز المالي للمنشأة المعنية قوي، والمنشأة معروفة ولها تاريخ، حينئذ يتوقع أن ينفذ الإصدار في أيام قليلة بل وربما في بضع ساعات، أما إذا لم يتوفر واحد أو أكثر من تلك الشروط، فقد يتطلب الأمر أسابيع أو شهورا قبل أن يتم التخلص من الإصدار بل وربما يعجز بنكير الاستثمار المنوط به مهمة الإصدار، عن تصريف الحد الأدنى المتفق عليه خلال الفترة المحددة، مما قد يعني تكبده لخسائر قد تكون ضخمة، وذلك عندما يلعب دور المتعهد الضامن لتصريف الإصدار.

واعترافا بعبء التكاليف الثابتة للتسجيل، استجابت لجنة الأوراق المالية والبورصات في الولايات المتحدة لوجهة نظر المهندسين الماليين، وذلك من خلال تعديل أجري في عام 1982 بمقتضى القاعدة 415، وبمقتضى تلك القاعدة يسمح للمنشآت التي تصدر أوراقا مالية من حين إلى آخر وهي عادة منشآت كبيرة بأن تقدم طلب تسجيل رئيسي، يتضمن خطة زمنية لإصدار ورقة مالية ما، حيث تغطي الخطة فترة زمنية معينة على أن يتم الإصدار على دفعات، هذا ويقدم طلب التسجيل مصحوبا بالرسوم المقررة، وتلزم تلك القاعدة الجهة المصدرة بتحدي بيانات الطلب في كل مرة تقرر فيها طرح إصدار

جديد، ويطلق على هذا الإجراء التسجيل من الرف، إذ يظل طلب التسجيل الرئيسي المحفوظ لدى هيئة الأوراق المالية والبورصة ساري المفعول لمدة طويلة تصل إلى عامين.

## 2-سمسار الخصم:

نجح المهندسون الماليون في تقديم صياغة بديلة لنشاط السمسرة بهدف تخفيض تكلفته، إنها سمسار الخصم، الذي يقصد به بيت السمسرة الذي يقدم لعملائه خدمات محدودة، مستبعدا أكثر خدمات السمسرة تكلفة، وهي تقديم الخدمات الاستشارية للعملاء في شأن قرارات الاستثمار، فالخدمات التي يقدمها سمسار الخصم هي في حدها الأدنى، حيث تقتصر على الأعمال الكتابية الخاصة بأوامر البيع والشراء.

ويعد هذا النوع من السماسرة ملائما لأولئك المستثمرين الذين يتخذون قراراتهم بأنفسهم دون حاجة لسمسار يساعدهم في الاختيار أو توقيت القرار، ولإعطاء فكرة عن مدى ضآلة الخدمة التي يقدمها هؤلاء السماسرة، فقد يكون من الملائم الإشارة إلى الخدمة الكاملة التي يمكن أن تقدمها بيوت السمسرة، والتي تحصل في مقابلها على عمولة كاملة، وتتمثل تلك الخدمات في:

**\*1الحفظ والحماية:** توفر بيوت السمسرة خزائن لحفظ مستند ملكية الأوراق المالية المملوكة للعميل، ومن ثم لا يكون في حاجة إلى تأجير أو شراء خزائن خاصة، كما لن يكون في حاجة إلى نقل تلك الأوراق من وإلى بيوت السمسرة الذي يتعامل معه في كل مرة يرغب فيها إتمام صفقة شراء أو بيع.

**\*2 توفير المعلومات:** توفر بيوت السمسرة للعميل أحدث المعلومات عن الأوراق المالية التي تتعامل فيها، وذلك وفقا لتقارير خبراء متخصصين.

**\*3 خدمة الاتجار:** من بين الخدمات الأخرى التي تقدمها بيوت السمسرة هي العمل كسوق متنوعة للاتجار. إذ يمكن للعميل أن يعتمد عليها ليس فقط في بيع وشراء الأوراق المالية بأنواعها المختلفة، بل وأيضا في المضاربة في سوق السلع.

**\*4 النصح والمشورة:** تقدم بيوت السمسرة كذلك النصح والمشورة لعملائها بشأن قرارات الاستثمارات، وما قد ينطوي عليه ذلك من عمليات بيع وشراء للأوراق المالية، وقد يصل الأمر إلى قيام

بيت السمسرة بإدارة محفظة العميل، واتخاذ قرارات نيابة عنه. يحدث هذا بالنسبة للمستثمرين من ذوي الخبرة المحدودة في شؤون الاستثمار.

**\*5 الخدمات الإضافية:** من أمثلة الخدمات الإضافية السلع التي قد تعرضها بيوت السمسرة على عملائها بأسعار رمزية، والهدايا التي يمكن أن تقدمها لهم، هذا إلى جانب تهيئة أماكن مجهزة بكافة التسهيلات للعملاء عند زيارتهم لبيت السمسرة، وبالنسبة للهدايا تقضي التشريعات في بعض الدول أن لا تزيد قيمتها عن مبلغ معين، غير أنه أمكن لبيوت السمسرة التحايل على ذلك خاصة بالنسبة لكبار العملاء، يتم ذلك بتقديم هدايا من نوع آخر مثل إقراضهم السيارات لعدة شهور، وتقديم مشروبات مرتفعة الثمن ومأكولات خفيفة وغير ذلك من الخدمات المحببة، والتي يمكن أن تقدم للعملاء عند زيارتهم لمكاتبها.

### **3- المتاجرة بالحزمة أو متاجرة البرنامج:**

كانت المتاجرة في أسواق رأس المال حتى عهد قريب تجرى على أسهم فردية، بمعنى أن أمر الشراء أو البيع لا يتضمن سوا أسهم منشأة معينة دون غيرها، وفي عام 1975 نشطت الهندسة المالية وقدمت لنا منتج جديد هو المتاجرة بالحزمة، حيث يتضمن الأمر تشكيلة من أسهم عدد من المنشآت المقيدة في البورصة، وهذا الأسلوب كما يبدو يناسب المؤسسة المالية المتخصصة في الاستثمار، ومن بينها بالطبع صناديق الاستثمار، حيث يصبح مضیعة للوقت والتكلفة في أحيان كثيرة أن يكون التعامل على أساس سهم بسهم، أي الأسلوب التقليدي الذي كان سائد قبل عام 1975.

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

كما يضيف قروسمان إمكانية استخدام المتاجرة بالحزمة كأداة للحد من التعرض لخسائر رأس مالية، ففي حالة توقع هبوط أسعار الأسهم قد تعتمد المؤسسة إلى تخفيض تشكيلة الأسهم التي تتضمنها المحفظة، ذلك في مقابل زيادة نسبة السندات، هذا يعني أن المتاجرة بالحزمة تسهم في سرعة تحويل الاستثمار من سوق الأسهم إلى سوق السندات أو العكس، ومن هنا نرى أن في تطبيق هذا المنتج الجديد سبيل لزيادة كفاءة السوق، وتحسين أدائه فضلا عن تقديم خدمة يحتاجها المتعاملين فيه.

### **4- الشراء الهامشي:**

إن الشراء الهامشي هو منتج من منتجات الهندسة المالية، و يقصد بالشراء الهامشي قيام العميل بتمويل جزء من الصفقة نقدا من أمواله الخاصة، والباقي بقرض يحصل عليه من السمسار، الذي ربما يقترضه بدوره من البنوك التجارية، ويمثل المبلغ النقدي المدفوع الهامش المبدئي للصفقة، والذي يمثل غطاء لحماية المقرض، والشراء الهامشي على هذا النحو يعد بديل أفضل من الممارسات التقليدية التي كانت سائدة من قبل، والتي كانت تتمثل في الاقتراض بضمان الأوراق المالية المشتراة.

فالشراء الهامشي يتيح الفرصة للمستثمر أن يغتنم فرصة ملء سعر الورقة المالية، وذلك بشراء كمية منها تزيد عن موارده الذاتية، ويحدث هذا بفضل القرض الذي يحصل عليه المستثمر تدعيما لموارده المالية،

وذلك بدلا من استخدام الموارد الذاتية لشراء قدر أقل من الأسهم المعنية، ثم الحصول على قرض بضمانها في وقت لاحق، واستخدام حصيلته في شراء المزيد منها، ففي الأسلوب التقليدي نقيصتين:

\* أن عملية الاقتراض على هذا النحو تستغرق بعض الوقت، قد تضيق بسببها فرصة شراء باقي الكمية بالسعر الذي أبرمت به الصفقة الأولى.

\* أن سعر الفائدة على القرض الذي يحصل عليه المستثمر بنفسه قد يكون أكبر من سعر الفائدة في الشراء الهامشي، حتى بعد تحميل السمسار للمستثمر عددا من نقاط الأساس تضاف إلى سعر الفائدة الذي اتفق عليه مع البنك، يرجع ذلك لمركز تفاوض القوى للسمسار.

## 5- البيع على المكشوف:

إن البيع على المكشوف هو أيضا من منتجات الهندسة المالية. إن الأصل في المعاملات أن تشتري الورقة المالية أولا، ثم تباع فيما بعد، غير أن الهندسة المالية قد فاجأتنا بنمط آخر من المعاملات تباع فيه الورقة أولا ثم تشتري فيما بعد، عندما تنخفض قيمتها السوقية عن القيمة التي سبق أن بيعت بها، إنه البيع على المكشوف الذي يجري عندما يتوقع المستثمر انخفاض القيمة السوقية للورقة محل الصفقة.

وأهم ما يميز هذا النوع من المعاملات أنه يتم في وقت لا يملك فيه المستثمر الأوراق المالية محل الصفقة، وهي الأسهم العادية في هذه الحالة، ولكن من أين له أن يحصل على تلك الأسهم لكي يبيعها على المكشوف؟ إنه يقترضها من السمسار، وبالتحديد من مخزون الأسهم المسجلة باسمه التي سبق الإشارة إليها عند تناول الشراء الهامشي، كما يمكن أن يقترضها السمسار لحساب العميل من أحد تجار

الأوراق المالية، أما حصيلة بيع الأسهم فتودع لدى مقرض الأسهم، على اعتبار أنها رهن مقابل الأسهم المقترضة.

## 6-التداول الإلكتروني:

لقد كانت المعاملات قبل 1971 في السوق غير المنظم أو السوق الموازي تتم يدويا وبالتالي ارتفاع التكلفة من جهة وطول الإجراءات من جهة أخرى لكن بعد 1971 حصل الإتحاد الوطني لتجار الأوراق المالي 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 شبكات الإعلام الآلي.

## 7-السوق الموحد:

في محاولة لرفع كفاءة وسيولة أسواق رأس المال استجاب الكونغرس الأمريكي في عام 1975 لإدخال تعديلات على قوانين الأوراق المالية. أعطت بمقتضاها هيئة الأوراق المالية والبورصة صلاحية التصرف من اجل توحيد كافة الأسواق بشبكة اتصال الكترونية لزيادة السرعة وانتقال رؤوس الأموال بسرعة وحرية لهذا فقد نشطت الهندسة المالية لتحقيق حلم السوق الموحد حيث وضعت أربع ركائز أساسية هي:

- 1مركزية التقارير عن كافة الصفقات التي تبرم في جميع الأسواق.
- 2مركزية المعلومات عن أسعار الشراء والبيع.
- 3مركزية دفتر المحددة.

**المحور الثالث: الأسواق المالية الناشئة ودورها في تنمية الاقتصاد .**

## 1-ماهية الأسواق المالية الناشئة:

لقد كان تطور الأسواق المالية المحلية مكبوحا بعدة عوامل ،فمن جهة لم تجتمع شروط خلق سوق مالية نظرا لضعف الدخل الوطني ولمستويات الادخار، وبصفة عامة أيضا ضعف الاقتصاديات التي تسيطر عليها الدول، لم يسمح بذلك النظام المالي القائم بشكل خاص في اللجوء إلى الاقتراض عبر وساطة مؤسسات الإقراض الوطنية والدولية، ولكن مع منتصف الثمانينات كانت الأمور أكثر ملائمة لقيام

أسواق مالية حديثة، تتميز بنوع من الانتعاش نسبيا، وسيتم التعرض بنوع من التحليل إلى هذا النوع من الأسواق في العناصر التالية.

### أولاً: تعريف الأسواق المالية الناشئة<sup>(7)</sup>

لقد أحيطت الأسواق الناشئة بدراسات هامة من قبل العديد من الباحثين، وبغاية كبيرة لدى الكثير من المؤسسات المالية الدولية من اجل محاولة تعريفها، وتحديد خصائصها، نظرا للأهمية البالغة التي أصبحت تمثلها كقطب لجذب رؤوس الأموال الدولية: في الحقيقة، لا يوجد تعريف محدد وموحد للأسواق المالية الناشئة، فعبارة ناشئة تعود في الأصل إلى بنوك الاستثمار الأمريكية والتي كانت تبحث عن مناطق جغرافية ذات نمو قوي من اجل الاستفادة من العوائد المرتفعة في الأسواق المالية التي ينتظر أن تتطور وتتمو. ويشمل مصطلح " ناشئة " عدة مفاهيم، فيمكن أن يعني سوقا قد دخلت عملية نمو وتطور بشكل يجعلها مهم وجاذبة بالنسبة للمستثمرين، ويمكن أن يقصد به سوقا بدأت في التطور حيث يكبر حجمها ويزداد تطورها على عكس بعض الأسواق الضعيفة، والتي لم تدخل بعد مرحلة الانطلاق. ومن الواضح أن أغلبية الأسواق المصنفة حاليا كناشئة ستدخل في المستقبل ضمن إطار الأسواق المتقدمة فمرحلة النشوء هذه مرت بها كل سوق مالية في بداية تطورها حيث في بداية القرن العشرين، كانت السوق الأمريكية تعتبر ناشئة بالنسبة للمستثمر البريطاني، بينما السوق اليابانية عدت ناشئة في الستينيات والسبعينيات وتمثل الأسواق الناشئة حاليا في أسواق الدول الآسيوية التي تنمو بمعدلات سريعة، وبعض بلدان أمريكا الجنوبية. وعموما فإنه لا بد من النظر إلى ظاهرة الأسواق الناشئة كعملية حركية، فبعض الأسواق قد برزت فعلا، وبعضها في الطريق البروز، وأخرى ستظهر لاحقا.

### ثانياً: معايير تصنيف الأسواق المالية الناشئة<sup>(8)</sup>

وهي مجموعة من المقاييس الكمية والنوعية، يمكن من خلال الحكم على طبيعة السوق الناشئة ومستويات تطورها:

\* المعايير الكمية: يمكن الرجوع إلى تعريف مؤسسة التمويل الدولية للسوق الناشئة على أنها سوق أسهم وقروض في بلد يكون دخله الوطني الإجمالي للفرد أقل من 10.000 دولار، والبعض يلجأ إلى الحصر: الأسواق الناشئة هي البلدان التي لم تدخل إلى مجموعة الـ 15 أو خارج منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية. (OCDE) أو أيضا خارج مؤشر مورغان ستانلي أو خارج مؤشر فاينانشل تايمز، حيث يمثل معدل النمو الاقتصادي أحد أهم المعايير الكمية وهناك تعريف آخر: أن بروز أو نشوء سوق

ما، يدل على الانتقال من إقتصاد زراعي إلى إقتصاد صناعي، وكل هذه المعايير في الحقيقة تقوم على مجموعة مؤشرات إقتصادية وأخرى مالية من أجل تصنيف الأسواق المالية، ولكنها في الواقع معايير غير كافية، في لم تشر إلى معيار إمكانية الدخول في السوق وإلى قوة هياكل البورصة. وحتى المعايير الجغرافية التي تصنف الأسواق حسب موقعها الجغرافي ليست وجيهة، فمنذ 1990 دخلت بعض بلدان إفريقيا وأوروبا الشرقية مثل بولونيا وجمهورية التشيك وقبرص في إطار الأسواق الناشئة مما يقضي بضرورة إعادة النظر في مسألة إقتصار صفت " النشوء " على بلدان آسيا وأمريكا الجنوبية.

\* **المعايير النوعية:** تحدد السوق الناشئة من خلال دراستها من حيث تطورها ودرجة كفاءتها وأدائها، فالسوق الناشئة هي سوق ليست على درجة عالية من الكفاءة ولكنها تعود بمردوديات مرتفعة، بمعنى آخر تتميز بقوة أداء داخلية وكاملة، كما أنها تتيح فرص متنوعة للربح أمام المستثمرين الدوليين، وأكثر أهمية من تلك المتاحة في الأسواق المتقدمة، فبالإضافة إلى شرط تواجد السوق في إقتصاد نامي، هناك شرط آخر هو أن تكون السوق نفسها في حالت نمو وتطور نسبي، ولا بد أن تصل السوق إلى درجة معينة من التطور حتى يمكن منحها صفة "ناشئة" حيث تقصى الأسواق البدائية والضعيفة من هذه المجموعة، وفي نفس الوقت هناك أسواق قد تجاوزت مرحلة النشوء بحجمها الكبير ودرجة إرتقائها العالية. وعلى كل تتصف هياكل السوق المالية في البلدان الناشئة ببعض النقص وقلت الكفاءة بالمقارنة مع أسواق الدول المتقدمة، ويعتبر هذا كمياري مهم لتمييز هذه الأسواق. ولا بد من الإشارة هنا إلى أن مصطلح (الأسواق الناشئة) لا يرتبط بمدى حداثة السوق، أي بالأسواق حديثة النشأة، فهو يستخدم أو يطلق على الأسواق المقامة مؤخرا مثل البحرين، غانا، باناما وسلوفاكيا مع بداية التسعينات 1990، كما يطق أيضا على الأسواق القديمة مثل سوق بومباي 1887، ريو دي جي نيرو 1845 وسانباولو 1890. وهي كغيرها من الأسواق في البلدان النامية حيث نشطت بورصاتها بشكل كبير في الماضي ثم علفت نشاطاتها لتظهر ثانية مع بداية التسعينات، وهي أسواق مالية نشأت قديما وهي لا تزال في مرحلة النشوء أو التطور.

### ثالثا: خصائص الأسواق المالية الناشئة

تتشرك غالبية البورصات الناشئة في بعض الميزات على الرغم من تباينها فيما يتعلق ببعض المؤشرات

\***الحجم الصغير:** يعكسه كل من مؤشر رسملة البورصة ومؤشر عدد الشركات المسجلة في السوق وعلى الرغم من تحقيق بعض الأسواق لمعدلات جيدة وارتفاع مؤشراتهما إلى أكثر من تلك المتحققة في الأسواق المتقدمة إلا أنها تبقى متميزة بنوع من التواضع.



\***درجة تركيز عالية:** تبدو من خلال ملاحظة تقاطع مؤشرات الحجم والتركيز ، أي بدلالة وزن أهم الشركات المسجلة في رسملة البوصلة، مما يسمح بعزل البوصلات الناشئة عالية التركيز بالاستثناء الهند والباكستان والبرازيل

\***تذبذب كبير في الأسواق الناشئة بالنسبة للأسواق المتقدمة:** وتقاس درجة التذبذب بواسطة الانحراف المعياري لعوائد السوق المعينة، وأيضا بمعدل (PER) وهو حاصل قسمة سعر السهم على عائده، وهذا المعدل مرتفع جدا في الأسواق الناشئة.

\***التطور السريع:** حيث حققت العديد من البورصات الناشئة معدلات نمو مرتفعة وقد سجل هذا التحسن في إندونيسيا، تركيا، البرتغال، اليابان، فنزويلا، اليونان، الأرجنتين، ماليزيا وهذا راجع في غالب الأحيان إلى الدخول المكثف للشركات المخصص إلى هذه البورصات.

\***قلة الكفاءة في التنظيم وضعف المنظومة القانونية:** إذ تحتاج الأسواق الناشئة إلى إطارات مسيرة كفوة من أجل السير الحسن للعمليات المالية، بالإضافة إلى جهاز معلوماتي شفاف فيما يتعلق بالشركات المسجلة، كما لابد من وجود قوانين لحماية المدخرين أو مستثمرين خاصة فيما يتعلق بعمليات تحويل رؤوس الأموال وإعادتها إلى الوطن أو تحويل الإرباح.

\***ضعف الاستقبال للاستثمارات الأجنبية:** فعلى الرغم من تزايد رؤوس الأموال المتجهة نحو البورصات الناشئة من 13 مليار دولار في 1990 إلى 61 مليار في 1993 فهناك دراسات للبنك الدولي توضح أن الحصة الأكبر من رؤوس الأموال المستثمرة في الأسواق المالية الدولية تتركز فيها بين الدول الصناعية وهذا على الرغم من أن الأسواق الناشئة أكثر مرونية وتنوعا.

## 2- دور الأسواق المالية الناشئة في تنمية الاقتصاد: (9)

### أولا: السوق الأولية للأوراق المالية الحكومية ودورها في الاقتصاد:

\* السوق الأولية: هي سوق إصدار وطرح الأوراق المالية للاكتتاب من قبل الجمهور، أي أنها السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكاتب بها أو بين المقترض والمقرض وتعتبر الشركات المالية والبنك المركزي من أهم مؤسسات هذه السوق حيث ان الاولى تقوم بوظيفة تعهد إدارة وتغطية الإصدار، بينما يقوم البنك المركزي بإصدار سندات الدين العام نيابة عن الحكومة وهذه السوق تتميز بقدرتها على العطاء في ردد الاقتصاد والعمليات التنموية بالأموال الجديدة حيث تتجمع

فيها المدخرات ويتم تحويلها الى استثمارات جديدة عن طريق إصدار أوراق مالية تعرض لأول مرة أو للالتزامات المالية لم تكن قائمة أو متداولة من قبل وهذا يعمل على إنشاء وقيام مشاريع جديدة تخدم الاقتصاد الى جانب المشاريع القائمة، او يساهم في إجراء توسعات في المشاريع القائمة لزيادة فاعليتها ورفع كفاءتها الإنتاجية، وبالتالي فإن نجاح (السوق الأولية) في صب المدخرات في قنوات الاستثمار المجدي يساهم في عملية التنمية الاقتصادية بشكل فعال من خلال تفاعل المستثمرين مع عمليات الاكتتاب وفق قواعد محددة تصون مدخراتهم عن طريق رسم القوانين لأصول مشاركتهم وسبل دعوتهم للاكتتاب بما يحمي هذه المدخرات لذا نجد إن من أهم قواعد وأساليب الحماية التي توفرها التشريعات في الدول المتقدمة للمستثمرين توفير المعلومات والبيانات حول الجهة المصدرة للأوراق المالية، وهو ما يعرف بالإفصاح، ويتم التعامل في (السوق الأولية) عن طريق توجيه لعامة المستثمرين وتسمى بـ الاكتتاب العام أو لفئة معينة منهم تسمى بـ الاكتتاب الخاص وذلك للاكتتاب في أسهم شركة قيد التأسيس أو في أسهم زيادة رأسمال شركة قائمة

#### \* دور السوق الأولية للإصدارات في الاقتصاد:

تقوم السوق الأولية بتنظيم عمليات الأوراق المالية من حيث إصدارها وطرحها على الجمهور، وتعد تغطيتها، وهي سوق تتم فيها دعوة الجمهور للاكتتاب في هذه الأوراق المطروحة، ويبرز دور (السوق الأولية) من خلال قدرتها على تحريك المدخرات والفوائض المالية لدى الأفراد والمؤسسات من دائرة الاكتناز الى دائرة الاستثمار النافع والمجدي، وتوفير الأموال اللازمة للعمل الإنتاجي ومشاريع التنمية من مصادرها المختلفة وخاصة القطاع الخاص والذي تسعى السوق الى تعظيم مشاركته في عملياتها نظراً للفوائض المالية الكبيرة المتوفرة لديها والدور الكبير الذي يتوقع ان تساهم به في خدمة التنمية في حال قيامها برفد المشاريع الإنتاجية بالأموال الضرورية اللازمة لها من خلال مشاركتها في عمليات إصدارات (السوق الأولية).

#### ثانياً: السوق الثانوية للأوراق المالية الحكومية ودورها في الاقتصاد:

\* السوق الثانوية: سوق التداول والتي يتم فيها بيع وشراء الأوراق المالية وتداولها بين حاملها ومستثمر آخر بعد مرحلة إصدارها في (السوق الأولية) بمعنى آخر هي تلك السوق التي تتحد فيها قيم أدوات الاستثمار المختلفة بصورة طبيعية من خلال التقاء العرض بالطلب بأية وسيلة من وسائل الاتصال المعروفة وهذا يعني أن (السوق الثانوية) تقوم بتوفير المكان والقوانين اللازمة لتنظيم تبادل الأوراق المالية بين المستثمرين وإيجاد السيولة اللازمة لتحويل الأوراق المالية الى نقد وللسوق الثانوية شكلان :

**سوق منظمة:** وهي ما يعرف ببورصة الأوراق المالية، و(البورصة) كلمة تطلق على المكان الذي تجري فيه المعاملات على الأوراق المالية في أوقات محددة بواسطة أشخاص مؤهلين متخصصين بهذا النوع من العمل وهم الوسطاء ووفق إجراءات وقوانين ونظم محددة. وتعرف (البورصة) أيضا بأنها الاجتماع الذي يعقد في مواعيد دورية لأجل القيام بعمليات بيع وشراء الأوراق المالية وهناك من يعرف البورصة بأنها سوق منظمة تتعقد في مكان معين في أوقات دورية بين المتعاملين بيعا وشراء بمختلف الأوراق المالية وبالمثلثات التي تتعين مقاديرها بالكيل أو الوزن أو العد، وقد أقيمت أول بورصة للبضائع في باريس عام (1304) على جسر عرف باسم الصرافة أما أول بناء أنشئ للبورصة فهو بناء مدينة انفراس بيلجيا عام (1460) وأما بورصة لندن فقد أنشئت علم (1773) أن سوق الأوراق المالية المنظمة تقسم الى: سوق مركزية وأسواق المناطق أو الأسواق المحلية ويقصد بـ (السوق المركزية) السوق التي تتعامل في الأوراق المالية المسجلة لدى البورصة بغض النظر عن الموقع الجغرافي لمصدر الورقة المالية ومن الأمثلة على هذه السوق بورصة طوكيو وبورصة لندن وبورصة نيويورك أما (بورصات المناطق) فتتعامل بأوراق مالية لمنشآت صغيرة تهتم جمهور المستثمرين في النطاق الجغرافي للمنشأة أو في المناطق القريبة ولكن لا يوجد ما يمنع من تعامل الأسواق المحلية في الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المركزية، وبالنسبة لهيكل سوق مسقط للأوراق المالية فهو على نفس النسق المعروف لهيكل أسواق الأوراق المالية فهي تتكون من سوقين هما (السوق الأولية) و(السوق الثانوية) وتنقسم (السوق الثانوية) الى أسواق ثلاث لكل واحد منها شروط أدراج خاصة بها وهي: السوق النظامية والسوق الموازية والسوق الثالثة.

أما الشكل الثاني فهو **السوق غير المنظمة** ويطلق عليها اسم السوق الموازية وتجري عمليات التداول في هذا النوع من (السوق الثانوية) دون وجود مكان أو زمان محددين لإجرائها فبالإمكان أن تتم هذه العمليات بواسطة الهاتف أو الحاسوب وبالتالي الحصول على الربح الناتج من الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء وعلى هذا فان السوق غير المنظمة تعتبر أسلوبا لإجراء المعاملات بدلا من كونها مكانا لإجراء تلك المعاملات

وهناك من يضيف شكلا ثالثاً وهو (السوق الثانوية المنظمة جزئياً) مثل سوق الأسهم السعودية وهذه السوق لا يتم فيها من خلال قاعة تداول ولا عن طريق المزيدة وإنما يتم عن طريق مكاتب موزعة على البنوك وفروعها.

#### \* دور السوق الثانوية في الاقتصاد

يمكن أن يتسائل البعض منا هل لنشاط (السوق الثانوية) اوسوق تبادل وانتقال الملكية اثر ودور في الاقتصاد؟ وهل كثافة عمليات التداول تخدم التنمية الاقتصادية؟ أن القطاعات الاقتصادية المنتجة ليس لها مصلحة من جراء هذا النشاط , فهو لا يعني بالضرورة زيادة حجم المدخرات الوطنية وزيادة عمليات الاستثمار في الأوراق المالية، لان التداول في (السوق الثانوية) لا يمثل أي إضافة الى الاستثمار الفعلي، ولا يعد استثماراً حقيقياً جديداً، وإنما الأمر مجرد انتقال للملكية من فرد لآخر، وهذا لا يخدم الاقتصاد الوطني بصورة مباشرة، ولكن من المعروف أن من أهم مهام (الأسواق الثانوية) للأوراق المالية توفير السيولة للإصدارات الأولية للأسهم والسندات وذلك بتسيير تداول هذه الأوراق وتحويلها الى نقد بسرعة ويسر متى ما رغب حاملها بذلك. فإذا كان الاستثمار في الأوراق المالية قابلاً للتصرف به في مدة قصيرة وبأسعار تنافسية فان ذلك يرفع من قيمة هذا الاستثمار وبالتالي يرفع من المردود النسبي لهذه الأوراق مقارنة بالأدوات المالية الأخرى ، لذلك فأن ضعف (السوق الثانوية) يترتب عليه قلة أو انخفاض المردود النسبي للأوراق المالية، وبالتالي يؤدي الى انخفاض الطلب عليها وهذا يتضمن تكاليف مرتفعة لرأس المال ويقلل من الحوافز على الاستثمار في المشاريع الجديدة، وهذا بطبيعة الحال ليس من مصلحة الاقتصاد في شيء، ومن هنا فان (الأسواق الثانوية) تعتبر من العوامل الهامة في نمو الاقتصاد القومي لأنها تساهم في تخصيص المدخرات المتوفرة على المنشآت المستحقة لها كما أن نجاح (السوق الثانوية) وزيادة نشاطها يضيفي على الأوراق المالية جاذبية تعمل على استقطاب المدخرين، وهذا ينعكس ايجابياً على (السوق الأولية) للإصدارات حيث يؤدي الى زيادة إقبال المستثمرين وتفاعلهم مع عمليات (السوق الأولية) المتمثلة في الاصدارات والاكتتابات الجديدة سواء كانت الشركات جديدة تؤسس لأول مرة، ام لزيادة رؤوس أموال الشركات القادمة لتقوم بتطوير عملياتها الإنتاجية، وهذا بلا شك يعظم من فرص إنشاء وتأسيس شركات مساهمة عامة جديدة وهو ما تسعى اليه سوق الأوراق المالية الى تحقيقه لخدمة الاقتصاد.

### المحور الرابع: دور الهندسة المالية في تنمية الاسواق الناشئة.

للهندسة المالية دور مهم في تنمية الأقتصاد المحلي للدول النامية وذلك من خلال تنمية الأسواق المالية الحديثة والناشئة المحلية وجعلها تتفتح على الأسواق العالية لتنافس الاسواق المالية العالمية للدول المتقدمة وهذا من خلال:

#### أعمال الهندسة المالية: (10)

#### 1-مواجهة مخاطر المؤسسات المالية:

تقترح الهندسة المالية الحلول الممكنة لتجنب المخاطر التي تواجه المؤسسات باستخدام أساليب التنويع، البيع والتأمين ضد المخاطر. باتباع الخطوات التالية في كيفية إدارة المخاطر:

أ- تجنب المخاطرة: من خلال امتناع البنك عن منح قروض مرتفعة المخاطر وذلك لتجنب المخاطر الائتمانية، أو عدم الاستثمار في الأوراق المالية طويلة الأجل لتجنب مخاطر أسعار الفائدة.

ب- تقليل المخاطرة: من خلال رصد سلوك القروض لمشاكل التوقف عن الدفع مبكراً، وتقليل مخاطر أسعار الفائدة باستخدام سياسة إدارة الأصول والخصوم.

ت- نقل المخاطرة: هي إحدى وسائل نقل المخاطرة من شخص لا يرغب في تحملها إلى طرف آخر "شركة التأمين" ليبيدي استعداده لتحملها مقابل ثمن.

2- تطوير أدوات المراجعة بين الاسواق مما مكن من تحسين التكاليف وزيادة العائد والانفتاح على الأسواق العالمية.

3- تعدد وتنوع استراتيجيات الاستثمار نتيجة لتعدد وتنوع أدوات الاستثمار خاصة المشتقات المالية.

## 1- بيئة الهندسة المالية ضمن السوق المالي:

إن الهندسة المالية هي التي ستهتم بإبتكار الأدوات الحديثة و أدوات ادارة المخاطر بالشكل الذي يضمن للمؤسسات المالية التخطيط لمستقبلها وخدمة أهدافها هذا من جهة، ومن جهة أخرى ضمان المردود الايجابي للاقتصاد القومي ككل من خلال تطوير أسواق رأس المال وإمدادها بمختلف الأدوات والآليات التمويلية التي تحقق أهداف جميع المتعاملين. (11)

## 2- دور منتجات الهندسة المالية في الاسواق المالية:

إن الهدف من المنتجات المالية لعمليات الهندسة المالية تطوير الصناعة المالية من خلال ابتكار آليات تمكنها من إدارة فعالة لمخاطر أصولها، لأن الحاجة لاستمرارية الصناعة المالية وتطورها لتتناسب مع مستوى التحولات الاقتصادية والاحتياجات التمويلية الاستثمارية، مرهونة باعتماد قواعد وأسس جديدة لعمليات الابتكار المالي وإيجاد آليات بديلة للصناعة المالية، تحفظ التوازنات المالية للاقتصاد، وتبتعد في

تعاملاتها عن المديونيات الربوية والمجازفات والبيع الصورية والرهون الوهمية والمتاجرة بالوعد. وكان للهندسة المالية فضل في صناعة مشتقات الصناعة المالية التي ساهمت في تطوير الاسواق المالية وتميئها.

### 3- أبرز مخاطر الاسواق الناشئة التي تحاول الهندسة المالية تجنبها: (12)

- 2- أسواق غير ناضجة كفاية وفيها عدم يقين وهشاشة.
- 3- في بعض الدول فساد وتدخل سياسي في الاقتصاد وأنظمة غير ديموقراطية.
- 4- انكشاف على تذبذب العملة وقر في المعلومات وهيكلية إدارية ضعيفة.
- 5- في بعض المطارح انعدام شفافية وتراخ في إنجاز التقارير المالية.
- 6- أسواق لا تعمل بمعايير دولية وأخرى لا أنظمة محاسبية مؤهلة فيها.

وهذا ما تتفاداه الهندسة المالية إذا ما استعملت في الادارة المالية.

### الخاتمة:

يتميز أداء السوق المالية بالحساسية الشديدة والاستجابة السريعة للتغيرات الحادثة على الساحة الدولية، وقد يتعلق الأمر أحيانا بمتغيرات غير مالية، ولكن المؤكد هو أن للهندسة المالية تأثير على المؤشرات السابقة من مختلف المخاطر من خلال تسهيل دخول رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة عبر المستثمرين وهذا بتشجيعهم بوجود الهندسة المالية المبتكرة للحلول والاجراءات التي تخفف عدم اليقين وتقلل درجة الخوف لديهم، وهذا ما يطور من الأسواق المالية الناشئة و يجعلها في أداة لتنمية الاقتصاد المحلي وجلب الاستثمارات.

كما تتميز الهندسة المالية بالأهمية في البيئة المالية العالمية لذا ينبغي وجودها في المؤسسات المبتدئة والحديثة لتطويرها وجعلها تعمل بمعايير دولية عبر مجموعة من الادوات المالية كالمشتقات المالية وغيرها من منتجات الهندسة المالية التي سبق وعرفناه عبر هذا البحث.

### المراجع:

1-4 - عبد الكريم قندوز - الهندسة المالية الاسلامية - مجلة جامعة الملك عبد العزيز - الاقتصاد الاسلامي -

عدد 2- 2007

2 - إبراهيم سامي السويلم - صناعة الهندسة المالية- نظرات في المنهج الإسلامي- مركز البحوث - شركة الراجحي المصرفية للاستثمار - ديسمبر 2000 م.

3- عبد الكريم قندوز - صناعة الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي - بحث مقدم ضمن حيثيات مؤتمر الازمة الاقتصادية العالمية - كلية العلوم الادارية- جامعة الكويت - 16/15 ديسمبر 2010.

5- هاشم فوزي دباس العبادي- الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية-الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2008-الأردن، عمان.

6- 12- د منير ابراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر:الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات، جزء 1، دكتراه في إدارة الأعمال، جامعة آلاباما الأمريكية، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، ص13.

7- زعرب- حمدي شحدة- محاضرات في الأسواق المالية- الجامعة الاسلامية - غزة - فلسطين 2006

8-9- رضوان-سمير عبد الحميد - اسواق الاوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية -المعهد العالمي للفكر الاسلامي - القاهرة 1996.

10- 11- أ.عبد الكريم احمد قندوز- الهندسة المالية الاسلامية دورها في انشاء و تطوير السوق المالية الاسلامية و امدادها بالادوات الشرعية- مؤتمر اسواق الاوراق المالية و البورصات-المؤتمر العلمي الخامس عشر- كلية الشريعة و القانون- جامعة الامارات العربية.

<sup>1</sup>عبد الكريم قندوز -الهندسة المالية الاسلامية -مجلة جامعة الملك عبد العزيز - الاقتصاد الاسلامي - عدد 2- 2007

<sup>2</sup>إبراهيم سامي السويلم - صناعة الهندسة المالية- نظرات في المنهج الإسلامي- مركز البحوث - شركة الراجحي المصرفية للاستثمار - ديسمبر 2000 م.

<sup>3</sup>عبد الكريم قندوز -صناعة الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي -بحث مقدم ضمن حيثيات مؤتمر الازمة الاقتصادية العالمية -كلية العلوم الادارية- جامعة الكويت - 16/15 ديسمبر 2010.

<sup>4</sup>عبد الكريم قندوز -الهندسة المالية الاسلامية - مرجع سابق

<sup>5</sup>هاشم فوزي دباس العبادي- الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية-الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2008-الأردن، عمان .

<sup>6</sup>- منير ابراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر:الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات، جزء 1، دكتراه في إدارة الأعمال، جامعة آلاباما الأمريكية، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، ص13.

<sup>7</sup>زعرب- حمدي شحدة- محاضرات في الأسواق المالية- الجامعة الاسلامية - غزة - فلسطين 2006

<sup>8</sup>رضوان-سمير عبد الحميد - اسواق الاوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية -المعهد العالمي للفكر الاسلامي - القاهرة 1996.

- <sup>9</sup>-رضوان-سمير عبد الحميد - اسواق الاوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية- مرجع سابق
- <sup>10</sup>-أ.عبد الكريم احمد قندوز - الهندسة المالية الاسلامية دورها في انشاء و تطوير السوق المالية الاسلامية و امدادها بالادوات الشرعية- مؤتمر اسواق الاوراق المالية و البورصات-المؤتمر العلمي الخامس عشر- كلية الشريعة و القانون- جامعة الامارات العربية.
- <sup>11</sup>-أ.عبد الكريم احمد قندوز - الهندسة المالية الاسلامية دورها في انشاء و تطوير السوق المالية الاسلامية- مرجع سابق
- <sup>12</sup>-د منير ابراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر - مرجع سابق