



جامعة عمار ثلجي الأغواط  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية  
تخصص: إقتصاد نقدي وبنكي

## بعنوان:

دور منتجات الهندسة المالية في تنشيط أسواق المال  
- دراسة حالة -

نوقشت وأجيزت بتاريخ: 08 جويلية 2023

تحت إشراف:

أ. د. قويدر عياش

من إعداد الطالب:

مسعودي عبد الباسط عبد الصمد

أعضاء لجنة المناقشة:

| الاسم واللقب        | الرتبة العلمية  | مؤسسة الانتماء   | الصفة        |
|---------------------|-----------------|------------------|--------------|
| عطاء الله بن الطيرش | أستاذ           | جامعة الأغواط    | رئيسا        |
| قويدر عياش          | أستاذ           | جامعة الأغواط    | مشرفا ومقررا |
| إلياس بن دحان       | أستاذ محاضر "أ" | جامعة الأغواط    | ممتحنا       |
| مختار رنان          | أستاذ محاضر "أ" | جامعة الأغواط    | ممتحنا       |
| موسى بن منصور       | أستاذ           | جامعة برج بوعريج | ممتحنا       |
| قويدر معاش          | أستاذ محاضر "أ" | جامعة الجلفة     | ممتحنا       |

السنة الجامعية: 2022-2023

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## إهداء

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات وصلي اللهم وسلم على سيدنا محمد

أهدي هذا العمل إلى:

من قال الله سبحانه فيهما: "وَخَفِضَ لَهُمَا جَنَاحَ الذُّلِّ مِنَ الرَّحْمَةِ وَقُل رَّبِّ ارْحَمْهُمَا كَمَا رَبَّيَانِي صَغِيرًا"

سورة الإسراء - الآية: 24 -

والدي الكريمين، حفظهما الله وألبسهما ثوب الصحة والعافية

إخوتي وأخواتي

الأهل والأصدقاء

أساتذتي من الابتدائي إلى الجامعة

كل من علمني حرفا

كل شخص يحب الخير لهذه الأمة ويسعى دوما إلى إعادة بناء مجدها

إليهم جميعا...أهدي ثمرة هذا الجهد المتواضع

عبد الباسط عبد الصمد

# شكر وتقدير

"رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَى وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأَدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ فِي

عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ" سورة النمل- الآية: 19-

الحمد لله حمدا كثيرا طيبا مباركا فيه على توفيقه لنا لإتمام هذا العمل

أتقدم بجزيل الشكر والعرفان للأستاذ الدكتور: "قويدر عياش" على تكريمه بالإشراف على هذه الأطروحة

وعلى صبره وتوجيهاته القيمة، أسأل الله عز وجل أن يمدّه بالصحة والعافية وأن يجعلها في ميزان حسناته

كما أتقدم بخالص الشكر لأعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة هذه الأطروحة

والشكر والتقدير أيضا للأستاذين: "بن منصور موسى ورحالي بلقاسم" من جامعة برج بوعرييج على

توجيهاتهم ونصائحهما في سبيل معالجة موضوع الأطروحة

كما لا يفوتني أن أشكر كل أساتذة جامعتي الأغواط وبرج بوعرييج، خاصة الأستاذة مدوخ ماجدة على

مرافقتهم وتوجيهاتهم لنا طيلة مشوارنا الدراسي

وجزى الله خيرا كل من ساهم من قريب أو بعيد في إتمام هذه الأطروحة

## الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى محاولة قياس أثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط الأسواق المالية، ومن أجل ذلك تم إختيار بورصة يورونكست "EURONEXT"، نظرا للتنوع الكبير في المنتجات المالية المتداولة فيها من: أسهم، سندات، منتجات مركبة، خيارات ومستقبليات. وفي هذا الصدد قمنا بالاستعانة بالمنهجين: الوصفي والتحليلي، من أجل وصف وتحليل تطور مختلف المنتجات المتداولة وكذا مؤشرات نشاط البورصة، كما تمت الاستعانة بالأسلوب القياسي من خلال نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL خلال الفترة: 2007-2021.

توصلت الدراسة إلى أنه كلما زاد تنوع المنتجات المالية أدى ذلك إلى زيادة نشاط الأسواق المالية، حيث أن المنتجات المالية التقليدية مثل الأسهم تعمل على تحفيز مختلف المؤشرات البورصية، كما أن المنتجات المالية الحديثة كالمشتقات المالية تعمل على التحوط وإدارة مختلف المخاطر المرتبطة بالاستثمار.

**الكلمات المفتاحية:** الهندسة المالية، المنتجات المالية، حجم التداول، معدل الدوران، بورصة يورونكست.

## Abstract:

This study aims to attempt to measure the impact of trading financial engineering products on financial market activity, and for this reason, the Euronext stock exchange was chosen, due to the wide variety of financial products traded in it, including: stocks, bonds, composite products, options and futures. In this regard, we used the two approaches: descriptive and analytical, in order to describe and analyze the development of the various traded products as well as indicators of stock market activity, and the standard method was used through the self-regressive distributed time gaps ARDL model during the period: 2007-2021.

The study concluded that the greater the diversification of financial products, the greater the activity of financial markets, as traditional financial products such as stocks stimulate various stock exchange indices, and modern financial products such as financial derivatives work to hedge and manage various risks associated with investment.

**Key Words:** Financial engineering, financial products, trading volume, turnover rate, Euronext.

الفهرس

| الصفحة                                | الموضوع                                                       |
|---------------------------------------|---------------------------------------------------------------|
| -                                     | إهداء                                                         |
| -                                     | شكر وعرفان                                                    |
| -                                     | الملخص                                                        |
| I                                     | الفهرس                                                        |
| IV                                    | قائمة الجداول                                                 |
| VI                                    | قائمة الأشكال                                                 |
| IX                                    | قائمة الملاحق                                                 |
| X                                     | قائمة الاختصارات                                              |
| أ                                     | مقدمة                                                         |
| الفصل الأول: مدخل عام للأسواق المالية |                                                               |
| 02                                    | تمهيد                                                         |
| 03                                    | المبحث الأول: أساسيات حول الأسواق المالية                     |
| 03                                    | المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية وأقسامها                  |
| 10                                    | المطلب الثاني: خصائص، وظائف ومتطلبات الأسواق المالية          |
| 13                                    | المطلب الثالث: مؤشرات الأسواق المالية                         |
| 21                                    | المبحث الثاني: آليات التعامل في الأسواق المالية               |
| 22                                    | المطلب الأول: العمليات، الأوامر والمتدخلون في الأسواق المالية |
| 29                                    | المطلب الثاني: وسطاء الأسواق المالية                          |
| 33                                    | المطلب الثالث: التحليل الأساسي والفني في الأسواق المالية      |
| 42                                    | المبحث الثالث: كفاءة الأسواق المالية والعوامل المؤثرة فيها    |
| 42                                    | المطلب الأول: مفهوم كفاءة الأسواق المالية                     |
| 45                                    | المطلب الثاني: علاقة المعلومات بكفاءة الأسواق المالية         |
| 49                                    | المطلب الثالث: التلاعب وأثره على كفاءة الأسواق المالية        |
| 54                                    | خلاصة الفصل الأول                                             |

| الفصل الثاني: الإطار النظري للهندسة المالية                       |                                                              |
|-------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|
| 56                                                                | تمهيد                                                        |
| 57                                                                | المبحث الأول: مدخل للإبتكار المالي                           |
| 57                                                                | المطلب الأول: مفهوم الإبتكار المالي                          |
| 62                                                                | المطلب الثاني: نظريات الإبتكار المالي وتصنيفاته              |
| 70                                                                | المطلب الثالث: الترابط بين الإبتكار المالي والهندسة المالية  |
| 73                                                                | المبحث الثاني: عموميات حول الهندسة المالية                   |
| 74                                                                | المطلب الأول: مفهوم الهندسة المالية وأسباب ظهورها            |
| 80                                                                | المطلب الثاني: أبعاد الهندسة المالية                         |
| 83                                                                | المطلب الثالث: آثار الهندسة المالية ومخاطرها                 |
| 90                                                                | المبحث الثالث: عمليات الهندسة المالية                        |
| 90                                                                | المطلب الأول: عمليات مرتبطة بالأداء                          |
| 94                                                                | المطلب الثاني: عمليات مرتبطة بوقت وتكلفة المعاملات           |
| 97                                                                | المطلب الثالث: عمليات ذات بعد تمويلي                         |
| 100                                                               | خلاصة الفصل الثاني                                           |
| الفصل الثالث: منتجات الهندسة المالية كآلية لتنشيط الأسواق المالية |                                                              |
| 102                                                               | تمهيد                                                        |
| 103                                                               | المبحث الأول: المنتجات المالية التقليدية                     |
| 103                                                               | المطلب الأول: منتجات الملكية                                 |
| 107                                                               | المطلب الثاني: منتجات الدين                                  |
| 112                                                               | المطلب الثالث: المنتجات المالية الهجينة، التوريق             |
| 116                                                               | المبحث الثاني: المشتقات المالية                              |
| 117                                                               | المطلب الأول: مفهوم المشتقات المالية                         |
| 123                                                               | المطلب الثاني: أنواع المشتقات المالية                        |
| 136                                                               | المطلب الثالث: دور المشتقات المالية في تفعيل الأزمات المالية |

|                                                                                                                            |                                                                                                         |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 141                                                                                                                        | المبحث الثالث: منتجات الهندسة المالية ودورها في تنشيط الاسواق المالية                                   |
| 141                                                                                                                        | المطلب الأول: عوامل ومؤشرات نشاط الأسواق المالية                                                        |
| 148                                                                                                                        | المطلب الثاني: أهمية تداول منتجات الهندسة المالية في زيادة نشاط الأسواق المالية                         |
| 151                                                                                                                        | المطلب الثالث: تجارب دولية في تنشيط الأسواق المالية من خلال منتجات الهندسة المالية                      |
| 162                                                                                                                        | خلاصة الفصل الثالث                                                                                      |
| <b>الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021</b> |                                                                                                         |
| 164                                                                                                                        | تمهيد                                                                                                   |
| 165                                                                                                                        | المبحث الأول: الإطار العام لبورصة يورونكست                                                              |
| 165                                                                                                                        | المطلب الأول: تقديم بورصة يورونكست                                                                      |
| 174                                                                                                                        | المطلب الثاني: مؤشرات بورصة يورونكست                                                                    |
| 182                                                                                                                        | المطلب الثالث: تطبيقات الهندسة المالية في بورصة يورونكست                                                |
| 187                                                                                                                        | المبحث الثاني: تحليل تطور منتجات ونشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021                            |
| 187                                                                                                                        | المطلب الأول: تحليل تطور المنتجات المالية التقليدية                                                     |
| 193                                                                                                                        | المطلب الثاني: تحليل تطور المشتقات المالية                                                              |
| 201                                                                                                                        | المطلب الثالث: تحليل نشاط بورصة يورونكست                                                                |
| 209                                                                                                                        | المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست للفترة: 2007-2021 |
| 209                                                                                                                        | المطلب الأول: الإجراءات المنهجية للدراسة                                                                |
| 219                                                                                                                        | المطلب الثاني: النماذج الأساسية للدراسة                                                                 |
| 228                                                                                                                        | المطلب الثالث: نتائج الدراسة ومناقشتها                                                                  |
| 238                                                                                                                        | خلاصة الفصل الرابع                                                                                      |
| 240                                                                                                                        | الخاتمة العامة                                                                                          |
| 247                                                                                                                        | قائمة المراجع                                                                                           |
| 262                                                                                                                        | الملاحق                                                                                                 |

| الرقم | العنوان                                            | الصفحة |
|-------|----------------------------------------------------|--------|
| 01    | الفرق بين سوق النقد وسوق رأس المال                 | 07     |
| 02    | المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر                  | 21     |
| 03    | علاقة تكاليف الأوامر باتخاذ القرار الاستثماري      | 28     |
| 04    | مؤسسات الوساطة المالية في الأسواق المالية          | 33     |
| 05    | الفرق بين التحليل الأساسي والفني                   | 41-40  |
| 06    | تصنيف الابتكارات المالية حسب: "Perez"              | 68-67  |
| 07    | تصنيف الابتكار المالي حسب "Tufano"                 | 69     |
| 08    | الابتكارات المالية في البنوك لسنة 2018             | 73     |
| 09    | مقارنة بين الأسهم والسندات                         | 111    |
| 10    | وضع البائع والمشتري عند تاريخ الاستحقاق            | 129    |
| 11    | كروولوجيا الأزمة المالية العالمية 2008             | 139    |
| 12    | مراحل تطور بورصة آثينا                             | 152    |
| 13    | تطور حجم التداول في بورصة آثينا                    | 154    |
| 14    | مؤشرات نشاط بورصة آثينا                            | 155    |
| 15    | تطور معدل الدوران في بورصة تايلندا                 | 161    |
| 16    | متطلبات الإدراج في أسواق يورونكست                  | 173    |
| 17    | مصفوفة الارتباط بين مؤشرات بورصة يورونكست          | 184    |
| 18    | قيمة السندات المتداولة في بورصة يورونكست           | 190    |
| 19    | قيمة السندات الخضراء المتداولة في بورصة يورونكست   | 191    |
| 20    | حجم العقود المستقبلية في بورصة يورونكست حسب النوع  | 195    |
| 21    | قيمة العقود المستقبلية المتداولة في بورصة يورونكست | 197    |
| 22    | حجم عقود الخيار في بورصة يورونكست حسب النوع        | 199    |
| 23    | قيمة عقود الخيار المتداولة في بورصة يورونكست       | 201    |
| 24    | نسبة التركيز في بورصة يورونكست                     | 206    |

|     |                                                                              |    |
|-----|------------------------------------------------------------------------------|----|
| 207 | القيمة السوقية لأكثر 10 شركات مدرجة في بورصة يورونكست                        | 25 |
| 208 | معاملات الارتباط بين المنتجات المالية ومؤشرات نشاط يورونكست                  | 26 |
| 211 | البيانات الوصفية لمتغيرات الدراسة                                            | 27 |
| 211 | مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المستقلة                                       | 28 |
| 212 | معامل تضخم التباين (VIF) للمتغيرات المستقلة                                  | 29 |
| 213 | نتائج اختبار ADF                                                             | 30 |
| 214 | نتائج اختبار PP                                                              | 31 |
| 221 | نتائج اختبار الحدود لمتغيرات الدراسة                                         | 32 |
| 222 | اختبارات تشخيص النماذج                                                       | 33 |
| 228 | نتائج اختبارات القدرة التنبؤية لنماذج الدراسة                                | 34 |
| 229 | نتائج تقدير العلاقة قصيرة الأجل لنموذج عدد الشركات                           | 35 |
| 231 | نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل لنموذج عدد الشركات                           | 36 |
| 232 | نتائج تقدير العلاقة قصيرة الأجل لنموذج حجم التداول                           | 37 |
| 233 | نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل لنموذج حجم التداول                           | 38 |
| 233 | نتائج تقدير العلاقة قصيرة الأجل لنموذج معدل الدوران                          | 39 |
| 234 | نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل لنموذج معدل الدوران                          | 40 |
| 235 | تأثير منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست في الأجل القصير والطويل | 41 |
| 236 | جودة توفيق النماذج                                                           | 42 |

| الرقم | العنوان                                                        | الصفحة |
|-------|----------------------------------------------------------------|--------|
| 01    | أقسام الأسواق المالية                                          | 09     |
| 02    | تدفق رؤوس الأموال من خلال المؤسسات والأسواق المالية            | 31     |
| 03    | بيئة عمل التحليل الأساسي                                       | 34     |
| 04    | إطار عمل التحليل الفني                                         | 37     |
| 05    | الأنماط الثمانية من الموجات                                    | 39     |
| 06    | طبيعة العلاقة بين مستويات كفاءة الأسواق المالية                | 45     |
| 07    | العلاقة بين الإبداع والابتكار                                  | 58     |
| 08    | تصنيف الابتكارات المالية حسب "Schrieder and Heidhues"          | 69     |
| 09    | علاقة الابتكار المالي بالهندسة المالية                         | 71     |
| 10    | المعلومات في الأسواق المالية                                   | 77     |
| 11    | فلسفة الهندسة المالية                                          | 81     |
| 12    | تبسيط لمفهوم السندات                                           | 108    |
| 13    | مراحل عملية التوريد                                            | 115    |
| 14    | أحجام التوريد في العالم                                        | 116    |
| 15    | حجم عقود المشتقات المالية في الأسواق المالية العالمية          | 121    |
| 16    | عائد العقود الآجلة لطرفي العقد                                 | 124    |
| 17    | قيمة خيار الشراء والبيع للبائع والمشتري                        | 128    |
| 18    | المشتقات المالية المركبة                                       | 133    |
| 19    | طبيعة المشتقات الائتمانية                                      | 134    |
| 20    | حجم التوريد أثناء الأزمة المالية العالمية 2008                 | 140    |
| 21    | متوسط عدد العقود اليومية على المشتقات المالية في بورصة آثينا   | 153    |
| 22    | عدد الشركات المدرجة في بورصة آثينا                             | 154    |
| 23    | متوسط عدد العقود اليومية على المشتقات المالية في بورصة تايلندا | 158    |
| 24    | تطور حجم التداول في بورصة تايلندا                              | 159    |

|     |                                                                   |    |
|-----|-------------------------------------------------------------------|----|
| 160 | عدد الشركات المدرجة في بورصة تايلندا                              | 25 |
| 167 | تشكيل بورصة يورونكست                                              | 26 |
| 169 | عدد الشركات المدرجة في السوق النظامي                              | 27 |
| 170 | عدد الشركات المدرجة في سوق الدخول                                 | 28 |
| 172 | عدد الشركات المدرجة في سوق النمو                                  | 29 |
| 175 | تطور مؤشر "Euronext 100"                                          | 30 |
| 176 | تطور مؤشر "Next 150"                                              | 31 |
| 177 | تطور مؤشر "CAC40"                                                 | 32 |
| 179 | تطور مؤشر "AEX"                                                   | 33 |
| 180 | تطور مؤشر "BEL20"                                                 | 34 |
| 181 | تطور مؤشر "PSI 20"                                                | 35 |
| 188 | قيمة الأسهم المتداولة في بورصة يورونكست                           | 36 |
| 189 | قيمة الأسهم المتداولة حسب السوق                                   | 37 |
| 192 | قيمة تداولات المنتجات المركبة وصناديق الاستثمار في بورصة يورونكست | 38 |
| 194 | حجم العقود المستقبلية المتداولة في بورصة يورونكست                 | 39 |
| 198 | حجم عقود الخيار المتداولة في بورصة يورونكست                       | 40 |
| 202 | تطور حجم التداول في بورصة يورونكست                                | 41 |
| 203 | تطور رسملة بورصة يورونكست                                         | 42 |
| 204 | رسملة أسواق بورصة يورونكست                                        | 43 |
| 205 | تطور معدل الدوران في بورصة يورونكست                               | 44 |
| 220 | فترات الإبطاء المثلى لنموذج عدد الشركات المدرجة                   | 45 |
| 220 | فترات الإبطاء المثلى لنموذج حجم التداول                           | 46 |
| 220 | فترات الإبطاء المثلى لنموذج معدل الدوران                          | 47 |
| 224 | إختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية لنموذج عدد الشركات       | 48 |
| 224 | إختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية لنموذج حجم التداول       | 49 |
| 224 | إختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية لنموذج معدل الدوران      | 50 |

|     |                                                    |    |
|-----|----------------------------------------------------|----|
| 225 | نتائج إختبار الاستقرار الهيكلي لنموذج عدد الشركات  | 51 |
| 226 | نتائج إختبار الاستقرار الهيكلي لنموذج حجم التداول  | 52 |
| 227 | نتائج إختبار الاستقرار الهيكلي لنموذج معدل الدوران | 53 |

| الرقم | العنوان                                                   | الصفحة  |
|-------|-----------------------------------------------------------|---------|
| 01    | مصفوفة الارتباط بين مؤشرات بورصة يورونكست                 | 262     |
| 02    | الارتباط بين المنتجات المالية ومؤشرات نشاط بورصة يورونكست | 262-263 |
| 03    | اختبار الحدود لنموذج عدد الشركات                          | 264     |
| 04    | اختبار الحدود لنموذج حجم التداول                          | 264     |
| 05    | اختبار الحدود لنموذج معدل الدوران                         | 265     |
| 06    | اختبارات تشخيص نموذج عدد الشركات                          | 265-266 |
| 07    | اختبارات تشخيص نموذج حجم التداول                          | 266     |
| 08    | اختبارات تشخيص نموذج معدل الدوران                         | 267     |
| 09    | القدرة التنبؤية لنموذج عدد الشركات                        | 267     |
| 10    | القدرة التنبؤية لنموذج حجم التداول                        | 268     |
| 11    | القدرة التنبؤية لنموذج معدل الدوران                       | 268     |
| 12    | تقدير العلاقة قصيرة الأجل لنموذج عدد الشركات              | 269     |
| 13    | تقدير العلاقة طويلة الأجل لنموذج عدد الشركات              | 270     |
| 14    | تقدير العلاقة قصيرة الأجل لنموذج حجم التداول              | 270     |
| 15    | تقدير العلاقة طويلة الأجل لنموذج حجم التداول              | 271     |
| 16    | تقدير العلاقة قصيرة الأجل لنموذج معدل الدوران             | 272     |
| 17    | تقدير العلاقة طويلة الأجل لنموذج معدل الدوران             | 273     |
| 18    | جودة توفيق النماذج                                        | 273     |

| الرمز | معنى الرمز                                        | المدلول باللغة العربية                   |
|-------|---------------------------------------------------|------------------------------------------|
| CDS   | Credit Default Swap                               | مبادلات التخلف عن سداد القروض            |
| TRS   | Total Return Swaps                                | مبادلات العائد الإجمالي                  |
| CSD   | Credit spread derivatives                         | مشتقات فروق الائتمان                     |
| CLN   | Credit Linked Note                                | الأذونات المرتبطة بالائتمان              |
| ABS   | Asset Backed Security                             | الأوراق المالية المدعومة بأصول           |
| MBS   | Mortgages Backed Security                         | الرهون المدعومة بأصول                    |
| CSO   | Collateralized Debt Obligation                    | سندات الدين المضمونة                     |
| ETF   | Exchange Traded Fund                              | صناديق الاستثمار المتداولة               |
| OTC   | Over the Counter                                  | التداولات خارج البورصة                   |
| IAFE  | International Association of Financial Engineers  | الجمعية الدولية للمهندسين الماليين       |
| UTP   | Universal Trading Platform                        | منصة التداول العالمية                    |
| FESE  | Federation of European Securities Exchanges       | اتحاد بورصات الأوراق المالية الأوروبية   |
| WFE   | World Federation of Exchanges                     | الاتحاد الدولي للبورصات                  |
| ASE   | Athens Stock Exchange                             | بورصة آثينا                              |
| SET   | Stock Exchange of Thailand                        | بورصة تايلندا                            |
| OPEC  | Organization of the Petroleum Exporting Countries | منظمة الدول المصدرة للنفط                |
| IFRS  | International Financial Reporting Standards       | المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية |
| GAAP  | Generally Accepted Accounting Principles          | المبادئ المحاسبية المقبولة بصفة عامة     |
| VIF   | FACTOR VARIANCE INFLATION                         | معامل تضخم التباين                       |

# مقدمة

## تمهيد:

تعتبر الأسواق المالية ذات النشاط عصب الاقتصاد الحديث، نظرا للدور الكبير الذي تقوم به في تلبية الحاجيات التمويلية، من خلال تجميع الموارد من أصحاب الفوائض المالية وتوجيهها نحو أصحاب العجز المالي، في وقت وجيز وبتكاليف أقل مقارنة بمختلف آليات التمويل الأخرى، وهو ما يساهم في دفع عجلة التنمية وتحقيق التوازن الإقتصادي للبلدان.

ومع التحديات والصعوبات التي يواجهها النظام المالي العالمي، في ظل تغير المفاهيم المالية وآليات التمويل وزيادة حاجات المستثمرين وتنوعها، بالإضافة إلى إرتفاع حدة وطبيعة المخاطر المرتبطة بالاستثمار المالي. وظهور العولمة والتحرير المالي وتطور وسائل الإعلام والاتصال التي أدت إلى ترابط وتكامل الأسواق المالية العالمية أصبح القطاع المالي العالمي مهددا أكثر من ذي قبل، لأن المخاطر والأزمات المالية صارت أكثر قابلية للتدويل في وقت وجيز، وهو ما أدى إلى وجود حالة من الشك واللايقين لدى المستثمرين في الأسواق المالية. لذا أصبح واجبا على القائمين عليها مواكبة هذه التحولات الحديثة، حفاظا على مكانتها وعلى مصالح المتعاملين فيها.

وفي هذا الإطار سعت الصناعة المالية إلى البحث عن الآليات والحلول التي تحافظ على كفاءة ونشاط الأسواق المالية، وتحفزها للقيام بأدوارها التمويلية على أكمل وجه، باعتبارها ركيزة القطاعات الاقتصادية الأخرى. وهو ما أدى إلى ظهور ما يعرف بالابتكار المالي والهندسة المالية اللذان يقومان على مبدأ التجديد والبحث عن الحلول اللازمة لمختلف المشاكل المالية.

لقد أفرزت الهندسة المالية مجموعة لامتناهية من المنتجات المالية التي لم تكن معروفة من قبل، وخاصة المشتقات المالية التي ساهمت في إقبال الكثير من المستثمرين للأسواق المالية للاستفادة من المزايا العديدة التي تقدمها في مجال التحوط وإدارة المخاطر، بالإضافة إلى إمكانية استخدامها في عمليات المضاربة والمراجحة بين الأسواق وما تدره من عوائد استثمارية كبيرة، الشيء الذي انعكس إيجابا على نشاط الأسواق المالية التي تتعامل بمثل هذه المنتجات، حيث أصبحت أكثر حيوية من ذي قبل.

لكن، وعلى الرغم من الإيجابيات والاستخدامات الكثيرة لمنتجات الهندسة المالية، والتي مكنت المستثمرين من تنويع محافظهم المالية مما مكنهم من تقليل فرصة التعرض للمخاطر، وتجاوز العديد من المشاكل المالية التي كانت مستعصية من قبل، إلا أن التوسع في استخدامها وسوء التعامل معها، بحثا عن الربح السريع صارت هذه المنتجات في حد ذاتها محفوفة بالكثير من المخاطر، مثل ما أثبتته التجربة إبان الأزمة المالية العالمية لسنة 2008. حيث أن التوسع في استخدام منتج التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية نتج عنه العديد من المشاكل التي هزت النظام المالي العالمي.

سعت العديد من الدول الأوروبية للاستفادة من الهندسة المالية من خلال تشكيل بورصة موحدة، وهو ما تجلّى في ظهور بورصة "يورونكست" سنة 2000، حيث تعتبر من أهم البورصات العالمية تنوعا بالمنتجات والأدوات التي أفرزتها الهندسة المالية، كما أن طبيعة هذه البورصة من حيث عمليات الاندماج والتداول الإلكتروني وغيرها من

العمليات المالية، مكنها بأن تكون بورصة نموذجية بامتياز تعبر إلى حد كبير عن مختلف الجوانب المرتبطة بالهندسة المالية.

### الإشكالية الرئيسية:

إن المنتجات التي أفرزتها الهندسة المالية في الأسواق المالية، وخاصة المشتقات المالية تفقدنا للتساؤل حول ما إذا كانت هذه المنتجات المبتكرة تساهم فعلا في نمو وتنشيط الأسواق المالية، أم أنها مجرد أدوات تستخدم في نشر الذعر واللايقين فيها، من أجل تحقيق مصالح فئات على حساب أخرى. وانطلاقا مما سبق يمكن طرح التساؤل الرئيسي التالي:

- ما مدى مساهمة منتجات الهندسة المالية في تنشيط أسواق المال؟ وما تأثيرها على بورصة

يورونكست خلال الفترة: 2021-2007؟

### الأسئلة الفرعية:

- للإحاطة بالإشكالية الرئيسية السابقة، نستعين بالأسئلة الفرعية التالية:
- ماهي أهم المنتجات التي أفرزتها الهندسة المالية في الأسواق المالية؟
- ماهي الاستخدامات الأساسية لمنتجات الهندسة المالية في الأسواق المالية؟
- كيف تساهم منتجات الهندسة المالية في تنشيط الأسواق المالية؟
- إلى أي حد ساهمت فيه منتجات الهندسة المالية في تنشيط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021؟

### فرضيات الدراسة

على ضوء الإشكالية الرئيسية والأسئلة الفرعية، نقوم بصياغة الفرضيات التالية:

- **الفرضية الرئيسية الأولى:** تساهم منتجات الهندسة المالية في زيادة نشاط بورصة يورونكست؛ ويندرج تحت هذه الفرضية الرئيسية الفرضيات الفرعية الآتية:
- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى 05 % لتداولات الأسهم على زيادة نشاط بورصة يورونكست؛
- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى 05 % لتداولات السندات على زيادة نشاط بورصة يورونكست؛
- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى 05 % لتداولات المنتجات المركبة على زيادة نشاط بورصة يورونكست.
- **الفرضية الرئيسية الثانية:** بالنظر للخصائص الفريدة للمشتقات المالية، فهي أكثر المنتجات المالية تأثيرا على نشاط بورصة يورونكست.

## أهمية الدراسة

تكتسي هذه الدراسة أهميتها انطلاقاً من أهمية الهندسة المالية وتداعياتها على مختلف المؤشرات الاقتصادية والمالية، حيث تعتبر المحرك والآلية التي يتم من خلالها تحفيز وتنشيط مختلف القطاعات، وفي وقت وجيز استطاعت حل العديد من المشاكل التي كانت مستعصية من قبل بفضل قدرتها على الإبداع وعدم حصرها في مجال معين. ومن هنا جاءت هذه الدراسة لمحاولة معرفة تداعيات ومزايا المنتجات التي ابتكرتها الهندسة المالية على الأسواق المالية باعتبارها عنصر مهم في النظام المالي.

## أهداف الدراسة

- تسعى هذه الدراسة إلى محاولة تحقيق العديد من الأهداف، لعل أهمها:
- التعريف بالابتكار المالي والهندسة المالية ومنتجاتهما في الأسواق المالية؛
- محاولة الوصول إلى حقيقة الهندسة المالية واستخداماتها وأثرها على الاستقرار المالي؛
- الوصول إلى أي المنتجات أكثر تأثيراً على الأسواق المالية: التقليدية أم المشتقة؛
- معرفة مدى قدرة منتجات الهندسة المالية على مواجهة الأزمات المالية؛
- التعريف بالسوق المالية الأوروبية المشتركة "يورونكست" باعتبارها بورصة جديدة؛
- معرفة أثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة "يورونكست".

## منهجية الدراسة

من أجل الإلمام بمختلف الجوانب المرتبطة بالموضوع، قمنا بالاستعانة بالمنهجين: الوصفي والتحليلي من أجل وصف والتعريف بالأسواق المالية ومنتجات الهندسة المالية، وكذا تحليل تداولاتها ونشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021.

كما تم استخدام الأسلوب الكمي القياسي عند بناء النماذج القياسية والتي ساهمت في تحديد الأثر الفعلي الذي يربط بين تداولات مختلف المنتجات المالية ومؤشرات نشاط بورصة يورونكست.

## حدود الدراسة

تم تحديد الحدود المكانية والزمانية لهذه الدراسة كما يلي:

- **الحدود المكانية:** من أجل الوصول إلى الأهداف المرجوة من الدراسة، تم الاستقرار على السوق الأوروبية المشتركة "يورونكست" لتكون عينة لدراستنا، ويعود ذلك إلى أنها من أهم البورصات المتطورة في العالم، كونها تزخر بالعديد من المنتجات التي أفرزتها الهندسة المالية وهو ما يتلاءم مع طبيعة الموضوع.
- **الحدود الزمنية:** تغطي هذه الدراسة الفترة الممتدة بين سنتي: 2007 و 2021، ويرجع ذلك إلى أن النظام المالي العالمي عموماً والبورصة خصوصاً شهدا مجموعة من التقلبات والأزمات المالية خلال هذه الفترة، وهو ما يسمح لنا بمعرفة حقيقة منتجات الهندسة المالية، وهل تساهم فعلاً في التحوط والحفاظ على استقرار ونشاط الأسواق باعتبارها مبتكرة أساساً لهذا الغرض.

## نموذج الدراسة

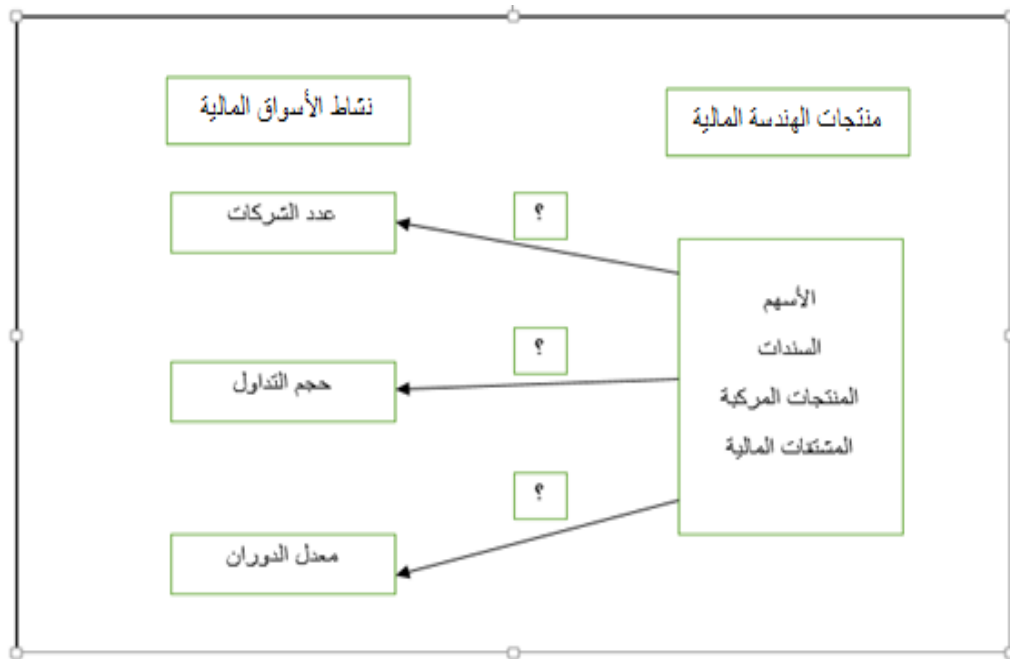
نسعى من خلال هذه الدراسة إلى محاولة إبراز دور منتجات الهندسة المالية في تنشيط أسواق المال عموماً وبورصة يورونكست خصوصاً. وفي هذا الإطار يوجد العديد من المنتجات المالية التي أفرزتها الهندسة المالية في الأسواق. لكن بالنظر إلى البيانات المتوفرة لدينا سوف نعتمد على المنتجات التالية:

- الأسهم والسندات (تعبّر عن المنتجات التقليدية)
- المنتجات المالية المركبة (تعبّر عن المنتجات الهجينة)
- المشتقات المالية (تعبّر عن المنتجات الحديثة)

وفي المقابل سنعتمد على ثلاث مؤشرات أساسية لقياس نشاط الأسواق المالية، هي:

- مؤشر عدد الشركات، مؤشر حجم التداول، مؤشر معدل الدوران.

يمكن تلخيص النموذج الأساسي للدراسة من خلال الشكل التالي:



في نهاية هذه الدراسة، نكون قد أجبنا على التساؤلات التالية:

- هل يوجد تأثير عام لمنتجات الهندسة المالية على نشاط الأسواق المالية؟
  - ما طبيعة وقوة تأثير كل منتج من منتجات الهندسة المالية على نشاط الأسواق المالية؟
- ومن خلال الإجابة على التساؤلات السابقة، نستطيع الحكم على فائدة وأهمية منتجات الهندسة المالية، من أجل تعزيز دور المنتجات التي لها أثر إيجابي، وكذا ضبط تداولات المنتجات التي تساهم في كبح نشاط وتطور الأسواق المالية.

## صعوبات الدراسة

- لا يكاد يخلو البحث العلمي من بعض العراقيل والصعوبات التي قد تحول دون إتمامه في الوقت اللازم. وفي إطار إنجازنا لهذه الدراسة واجهتنا بعض المشاكل والصعوبات، نذكر من بينها:
- نقص الإحصائيات المتعلقة بمنتجات الهندسة المالية وتضاربها في بعض الأحيان؛
  - صعوبة الحصول على المراجع والمصادر، بسبب غلق المكتبات والجامعات في ظل تداعيات جائحة كورونا.

## الدراسات السابقة

من خلال عملية المسح والاطلاع التي قمنا بها، توصلنا إلى مجموعة من الدراسات التي لها علاقة مباشرة بموضوع الدراسة، لعل أبرزها:

1. دراسة معتوق جمال، إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية - دراسة مقارنة بين سوقين ماليين-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2015-2016:

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة دور منتجات الهندسة المالية وبالخصوص المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية التي تواجهها المؤسسات الاقتصادية في الأسواق المالية، وكذا الوقوف على الآثار المترتبة عن اقتصار التعامل في سوق الجزائر للأوراق المالية على الأسهم العادية والسندات. حيث جاءت الإشكالية الرئيسية للدراسة كما يلي: ما مدى مساهمة منتجات الهندسة المالية وبالخصوص المشتقات المالية في التغطية وإدارة المخاطر المالية التي تواجهها المؤسسات الاقتصادية؟

توصل الباحث في الأخير إلى نتيجة أساسية مفادها أن المشتقات المالية تساهم في تطوير سوق الأوراق المالية، وتقلل من شدة المخاطر المالية المرتبطة بها. كما أن المؤسسات التي تستثمر في المحافظ المالية تقلل من المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار المالي.

2. دراسة مخلفي سارة كوثر، تقييم أثر منتجات الهندسة المالية على الاستقرار المالي-دراسة حالة مبادلات التعثر الائتماني CDS-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة 2، 2015-2016:

هدفت هذه الدراسة إلى محاولة تقييم أثر منتجات الهندسة المالية وبالخصوص مبادلات التعثر الائتماني على الاستقرار المالي، حيث جاءت إشكالية الدراسة بعنوان: كيف أثرت الهندسة المالية ومنتجاتها في استقرار النظام المالي؟ هل ساهمت في استقراره أم على العكس أثرت عليه سلباً؟

خلصت الباحثة إلى أنه وعلى الرغم من المشاكل التي قد تحدثها هذه المنتجات، إلا أنه لا يمكن الاستغناء عنها نظرا لمنافعها الكبيرة، كما يجب أن تقوم وفق مبادئ الشريعة الإسلامية والمبادئ الأخلاقية المتعارف عليها لتجنب الآثار السلبية لها.

3. دراسة خالد محمد نصار، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية-دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة-، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، جامعة غزة، فلسطين، 2006:

هدفت هذه الدراسة للتعرف على الآثار المترتبة على اقتصار التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية على الأسهم العادية وغياب باقي منتجات الهندسة المالية، وهل تعتبر هذه الأخيرة آلية فعالة في تفعيل سوق الأوراق المالية الفلسطيني. وكانت إشكالية الدراسة كما يلي: ما الآثار المترتبة على اقتصار التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية على الأسهم العادية وغياب منتجات الهندسة المالية؟

وقد توصل الباحث إلى أن هناك انخفاضاً كبيراً في حجم رؤوس الأموال المستثمرة في البورصة بسبب عدم تنوع المنتجات المالية، حيث أن المستثمرين يرغبون في إدراج منتجات مالية جديدة تلبي رغبتهم. كما أن معظم البورصات الناشئة محل المقارنة حققت نسبة مرتفعة في تداولات المنتجات المالية الأخرى مثل: عقود الخيار والعقود المستقبلية وهو ما أدى إلى حيوية أكبر في هذه الأسواق.

**4. Study Mohammad Khalid Al Attar, Impact of Engineering Financial Market and Using Financial Derivatives on Financial Analysts Interest: Empirical Study from Amman Stock Exchange -Jordan-, International Journal of Economics and Finance, Vol 08, N 09, 2016.**

هدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى محاولة قياس مستوى كفاءة سوق عمان المالي، وإظهار دور المشتقات المالية في زيادة كفاءته. وكذا معرفة الآلية التي تساهم بها مؤشرات المشتقات المالية في توقع الأسعار المستقبلية، بهدف القيام بعمليات التحوط والتغطية للمحافظ المالية.

وقد توصل الباحث في الأخير إلى أن التعامل بالمشتقات المالية يتطلب الحذر والرشادة في استخدامها، ووضع الأهداف الأساسية وراء التعامل بهذه المنتجات، حتى لا تتحول من منتجات لإدارة المخاطر إلى مسبباتها، كما يجب أن تتماشى سياسات استخدامها مع التغيرات في المؤسسات وظروف السوق.

**5. Study Felix UO, Rebecca LI and Onyeisi OR, The Role of Financial Engineering in the Growth of the Financial Market Arabian Journal of Business and Management Review, Volume 5, Issue 4, 2015:**

هدفت هذه الدراسة إلى محاولة إبراز الدور الذي تقوم به الهندسة المالية في نمو وتطوير الأسواق المالية، وكذا دور حوكمة الشركات والاندماج وإعادة هيكلة الأسواق في نمو سوق المشتقات المالية، كما حاولت الدراسة التطرق إلى الصعوبات والعراقيل التي تواجه كفاءة الأسواق المالية.

خلصت الدراسة إلى أن الهندسة المالية تقوم بدور كبير في نمو الأسواق المالية من خلال المنتجات والعمليات المبتكرة التي تقدمها والتي تساهم في إيجاد حلول لمشاكل التمويل المختلفة. إلا أنه توجد بعض التلاعبات المتعلقة بانتهاك معايير الاستثمار والتمويل من قبل اللاعبين الأساسيين في السوق والوسطاء تعرقل نمو الأسواق المالية.

#### **6. Study FELIX W KARIUKI, THE RELATIONSHIP BETWEEN FINANCIAL ENGINEERING AND FINANCIAL PERFORMANCE OF COMMERCIAL BANKS IN KENYA, A RESEARCH PROJECT SUBMITTED IN PARTIAL FULFILMENT OF THE REQUIREMENT FOR THE AWARD OF MASTERS OF BUSINESS ADMINISTRATION (MBA), SCHOOL OF BUSINESS, UNIVERSITY OF NAIROBI, NOVEMBER, 2010:**

هدفت الدراسة إلى محاولة قياس أثر الابتكار المالي والهندسة المالية على أداء البنوك التجارية العاملة في كينيا، حيث قام الباحث بأخذ عينة مكونة من 43 بنكاً ومؤسسة مالية لمعرفة مدى تطبيق الهندسة المالية فيها. توصلت الدراسة في الأخير إلى أن ابتكارات الهندسة المالية تساهم بشكل كبير في الرفع من الأداء المالي للبنوك، كما تساهم في تحسين خدمة العملاء وزيادة الحصة السوقية والرفع من عوائد الاستثمار.

#### **مقارنة الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة**

بعد استعراض مختلف الدراسات السابقة التي لها علاقة بموضوع الهندسة المالية، يمكن القول أن معظم الدراسات تتفق مع دراستنا في موضوعها الرئيسي، حيث حاول مختلف الباحثون التطرق إلى أهمية الهندسة المالية ومنتجاتها في المؤسسات والأسواق المالية ومحاولة الوصول إلى حقيقة هذه المنتجات ومدى مساهمتها في تغطية مختلف المخاطر الإستثمارية وتحقيق الأرباح. كما أن النتائج التي توصلنا إليها تتفق في معظمها مع نتائج الدراسات السابقة، خاصة فيما يتعلق بعنصر التنوع بالمنتجات المالية والذي وجدنا أنه عامل مهم في تنشيط الأسواق المالية، حيث أن الأسواق التي تحتوي على منتجات مالية عديدة تكون أكثر نشاطاً وحيوية من نظيرتها التي تفتقد للأدوات المالية، مثل ما أثبتته الباحثون من قبل، إضافة إلى أن معظم الأزمات المالية التي حدثت لم تكن بسبب المنتجات المالية في حد ذاتها بل لسوء استخدامها، وبالتالي لا يمكن استغناء الأسواق المالية عنها.

لكن ما يميز دراستنا هذه هو أن كل الدراسات السابقة عند التطرق للمنتجات المالية فإنها تحصرها في منتج واحد فقط وخاصة المشتقات المالية، بينما في الحقيقة فإن المنتجات التي أفرزتها الهندسة المالية هي عديدة ولا تقتصر على المشتقات فقط، وهو ما حاولنا استدراكه من خلال دراستنا هذه من خلال استخدام عدة منتجات مالية. ومن ناحية أخرى تعتبر دراستنا هذه من الدراسات القليلة التي حاولت بناء نماذج قياسية تشمل العديد من المنتجات

مع بعض ومحاولة معرفة طبيعة التأثير الفعلي لكل منتج على حدا، سواءً في المدى القصير أو الطويل، وكان ذلك باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL، والذي يعتبر من أشهر النماذج القياسية التي تحقق هذا الغرض كما هو متعارف عليه في المجال القياسي.

## هيكل الموضوع:

بالنظر إلى تشعب موضوع الأسواق والهندسة المالية، ومن أجل الإحاطة بكل الجوانب المتعلقة بهما، تم تقسيم الدراسة إلى أربع فصول يعالج كل منها جزئية معينة، وكان ذلك كما يلي:

- **الفصل الأول:** حاولنا من خلاله ضبط المفاهيم الأساسية المتعلقة بالأسواق المالية، وذلك من خلال ثلاث مباحث أساسية، تم التطرق في المبحث الأول إلى بعض العموميات التي تخص الأسواق المالية، أما المبحث الثاني فقد تم تخصيصه لتسليط الضوء على أهم الآليات والضوابط التي تحكم عمل الأسواق المالية، من أجل تبسيط فهمها وأخذ فكرة شاملة عنها، وفي المبحث الثالث تطرقنا إلى كفاءة الأسواق المالية ودور المعلومات في تحقيقها، كما أشرنا إلى بعض الممارسات اللاأخلاقية التي تحد من هاته الكفاءة.
- **الفصل الثاني:** تم تخصيص هذا الفصل للتطرق إلى الابتكار المالي والهندسة المالية من خلال المبحثين الأول والثاني، حيث حاولنا تقريب مفهوميهما، من أجل إزالة اللبس الموجود بينهما عند الكثيرين، حيث أن هناك من يعتبرهما مفهومين لنفس الشيء. أما المبحث الثالث فقد خصص لعرض مختلف العمليات التي جاءت بها الهندسة المالية في الأسواق المالية.
- **الفصل الثالث:** تم الإشارة في هذا الفصل إلى مختلف المنتجات التي أفرزتها الهندسة المالية في الأسواق المالية، وفي هذا الإطار تم تقسيم الفصل إلى ثلاث مباحث: تطرقنا في المبحث الأول إلى المنتجات المالية التقليدية من أسهم وسندات ومنتجات مركبة، والتي يتجاهلها الكثير من الباحثين عند التطرق إلى موضوع الهندسة المالية، حيث تقتصر دراساتهم على المشتقات المالية فقط، وفي المبحث الثاني تم التطرق إلى مختلف المنتجات المالية المشتقة، أما المبحث الثالث فقد حاولنا من خلاله التركيز على الدور الذي تقوم به هذه المنتجات في تنشيط الأسواق المالية بالإضافة إلى عرض تجارب دولية في هذا الموضوع.
- **الفصل الرابع:** حاولنا من خلال هذا الفصل تجسيد مختلف العناصر التي تم التطرق إليها في الفصول الثلاث السابقة على السوق الأوروبية المشتركة "يورونكست"، حيث خصص المبحث الأول للتعريف بالبورصة وآلية عملها، أما المبحث الثاني فقد تم من خلاله عرض وتحليل تداولات مختلف المنتجات المالية بالبورصة، بالإضافة إلى تحليل تطور مختلف مؤشرات نشاطها. وفي المبحث الثالث حاولنا بناء ثلاث نماذج قياسية بهدف قياس الأثر الحقيقي لتداولات منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست.

## دوافع إختيار الموضوع

- هناك العديد من الأسباب الذاتية والموضوعية التي أدت بنا إلى دراسة هذا الموضوع، لعل أبرزها:
- الرغبة الشخصية للبحث في مجال الأسواق والهندسة المالية؛
  - الاهتمام الكبير الذي نالته الهندسة المالية والابتكار المالي في السنوات الأخيرة؛
  - الغياب شبه كلي لمنتجات الهندسة المالية في أغلب الأسواق المالية المحلية والعربية، وهو ما دفعنا لتبسيطها والتعريف بها قصد التعامل بها والاستفادة من مزاياها؛
  - محاولة نشر الوعي والثقافة المالية لدى الجمهور حول هذا الموضوع.

# الفصل الأول:

## مدخل عام للأسواق المالية

## تمهيد:

تقوم الأسواق المالية بدور حيوي في اقتصاديات الدول، ذلك أنها تعتبر حلقة الوصل بين أصحاب الفوائض المالية، الذين يملكون أموالاً زائدة عن احتياجاتهم، ويبحثون عن آليات ووسائل تضمن نماء وتوسيع هذه الأموال في ظل مستوى مقبول أو منعدم من المخاطر، وبين أصحاب العجز المالي الذين يسعون لتمويل مشاريعهم الإستثمارية الجديدة أو توسيع تلك القائمة.

تشكل الأسواق المالية من تركيبة متناسقة من الأطراف الذين وجدوا من خلالها القنوات التي تلبي مختلف أهدافهم واحتياجاتهم سواء: التمويلية، الإستثمارية، إدارة المخاطر، الوساطة... إلخ. وهو ما يعود عليهم بالفائدة ويساهم في دعم التنمية الاقتصادية للبلدان، وتنفيذ مختلف البرامج والمخططات التي ترسمها الحكومات في إطار مختلف السياسات الاقتصادية التي ترغب في تطبيقها.

لقد شهدت البيئة الاقتصادية والمالية العالمية في العقود الأخيرة جملة من التغيرات والتحولات في ظل العولمة، مما أدى إلى ترابط الأسواق المالية العالمية فيما بينها، وظهور مفاهيم وكيانات جديدة تحكم هذه الأسواق، وبالتالي تغيرت النظرة الإستثمارية القديمة، هو ما يتطلب الحيلة والحذر في المعاملات في ظل بيئة محفوفة بالمخاطر.

سنقوم بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث وهي:

المبحث الأول: أساسيات حول الأسواق المالية

المبحث الثاني: آليات التعامل في الأسواق المالية

المبحث الثالث: كفاءة الأسواق المالية والعوامل المؤثرة فيها

## المبحث الأول: أساسيات حول الأسواق المالية

تعتبر الأسواق عن ذلك الإطار الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون للقيام بمختلف عمليات البيع، الشراء وتبادل مختلف السلع والخدمات، وهذا المفهوم قديم قدم التعاملات الإنسانية عبر مر العصور. إلا أن العالم قد شهد مجموعة من التطورات والتحويلات التي أثرت بشكل كبير على هذه الأسواق، مما أدى إلى تقسيمها وتخصصها، وبالتالي ظهرت مجموعة من الأسواق ومنها ما يعرف بالأسواق المالية. هذه الأخيرة تعتبر بمثابة المرآة العاكسة للاقتصاد من خلال مساهمتها في تخصيص الموارد ودفع عجلة التنمية الاقتصادية.

## المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية وأقسامها

تحتل الأسواق المالية مكانة كبيرة في اقتصاديات الدول في العصر الحديث، بالنظر للمزايا الكبيرة التي تقدمها للمتعاملين فيها.

## الفرع الأول: مفهوم الأسواق المالية

عرفت الأسواق المالية خلال العقود الأخيرة مجموعة من التحويلات والتغيرات والتي أدت إلى ظهور مفاهيم جديدة متعلقة بها.

## أولاً: نشأة وتطور الأسواق المالية

تعود جذور الأسواق المالية إلى العصور القديمة في اليونان والرومان السابقين لإنشاء هذا النوع من الأسواق، فقد كان التجار يعقدون جلسات في أوقات وأماكن معينة دورياً من أجل بيع وشراء محاصيلهم الزراعية ومنتجاتهم الصناعية. إلا أن هذه العمليات لم تكن منسقة ومنظمة، فتارة يختارون دور الحكومة وتارة دور القضاء وغيرها من الأماكن في غير أوقات عملها لكي تكون أماكن عقد الصفقات. ومن أمثلة ذلك سوق أثينا القديمة التي كان تسمى بـ: "Emporium"، كما أنشئت في روما في القرن الخامس قبل الميلاد سوق مثلها تدعى: "Collegium MoratoriumK"، حيث كانتا تشبهان إلى حد كبير سوق البضائع الموجودة في وقتنا الحاضر.<sup>1</sup>

وقد كان للعرب أسواق في الجاهلية كما أشار القرآن الكريم لذلك في قوله تعالى: "لِيَلْأَفِ قُرَيْشٍ (1) إِيْلَافُهُمْ رَحْلَةَ الشِّتَاءِ وَالصَّيْفِ (2) فَلْيَعْبُدُوا رَبَّ هَذَا الْبَيْتِ (3) الَّذِي أَطْعَمَهُمْ مِنْ جُوعٍ وَآمَنَهُمْ مِنْ خَوْفٍ (4)" سورة قريش<sup>2</sup>. فقد كانت لقريش رحلات تجارية شتوية إلى اليمن، وأخرى صيفية إلى الشام. كما كان هناك حي للتجار في المدن الكبرى يسمى: بازار "bazar". وفي نهاية القرن 13 بدأت بيوت التجارة والصيرفة الإيطالية في الهجرة نحو بلاد الفلندر "Flandres" الشهيرة بـ: بلاد الفلمنك "Vlamingen"، وأقاموا مستعمراتهم التي أنشأوا

<sup>1</sup> محمد فرح عبد الحليم، الأسواق المالية والبورصات، جامعة العلوم والتكنولوجيا للكتاب العلمي، صنعاء، 2013، الطبعة الثانية، ص 15.

<sup>2</sup> القرآن الكريم.

فيها أكبر المراكز التجارية في ذلك الوقت، حيث أقيمت بورصة في مدينة بروج سنة 1300م، ثم تلتها بورصة أنفرس "Anvers" في مدينة "أنتورب الفلندرية" سنة 1485م ليتم توسيعها سنة 1531م لتستوعب التجار القادمين من كل مكان.<sup>1</sup>

وفي فرنسا ظهرت أول سوق مالية سنة 1724م، وتم إنشاء سوق لندن للأوراق المالية سنة 1773م بعد أن كان التجار يجتمعون في المقاهي لعقد صفقاتهم اليومية. حيث تطور السوق البريطاني بصورة عفوية من غير تدخل الدولة وأصبح التداول يجري بشكل رسمي. وفي أمريكا تم إنشاء أكبر سوق مالي في العالم سنة 1792م، وهو سوق نيويورك، والذي أنشئ بجانب الجدار الذي كان يقف أمامه التجار لتبادل الصفقات فيما بينهم. أما بالنسبة للأسواق المالية العربية فقد تم إنشاء سوق بضائع للعمليات الآجلة في الإسكندرية المصرية سنة 1861م والتي سميت بسوق العقود. وظهرت في الأردن سوق مالية سنة 1978م في مدينة عمان.<sup>2</sup>

## ثانيا: تعريف الأسواق المالية

قبل التطرق إلى تعريف الأسواق المالية، لابد من الإشارة إلى تعريف الأسواق بصفة عامة.

### 1. السوق

**لغة:** كلمة السوق، والجمع أسواق تذكر وتؤنث وتعني موضع البياعات، وسميت سوق لأن التجارة تجلب إليها، وتساق المبيعات نحوها.<sup>3</sup>

**اصطلاحا:** السوق في المعنى الاقتصادي هو مجموعة الترتيبات التي تمكن من الوصول إلى الاتفاقيات الطوعية بين المتعاملين فيه.<sup>4</sup>

### 2. الأسواق المالية

توجد مجموعة من التعاريف التي تناولت الأسواق المالية، نذكر منها:

**التعريف الأول:** تلك الآلية التي يتاجر من خلالها بالموجودات أو المطلوبات المالية بشكل متكرر، ولا يشترط أن يكون لها حيزا مكانيا أو ماديا. وانما صفقات تنفذ عبر وسائل متعددة، وتشمل الأسواق المالية: الأسواق النقدية، أسواق الأوراق المالية، أسواق تبادل العملات.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> شعبان محمد البروراي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2002، الطبعة الأولى، ص 31-32.

<sup>2</sup> إلهام وحيد دحام، فعالية أداء السوق المالي والقطاع المصرفي في النمو الاقتصادي، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، مصر، 2013، الطبعة الأولى، ص 21-23.

<sup>3</sup> ابن منظور، لسان العرب، دار صادر بيروت، لبنان، 1990، المجلد العاشر، ص 167-168.

<sup>4</sup> Roy E. Bailey, *The Economics of Financial Markets*, Cambridge university press, UK, 2005, P34.

<sup>5</sup> سرمد كوكب الجميل، المدخل إلى الأسواق المالية، دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2018، الطبعة الأولى، ص 12.

**التعريف الثاني:** تلك السوق التي يلتقي فيها البائعون والمشترون قصد تداول وعقد الصفقات المتعلقة بالأوراق المالية، سواء مباشرة أو عن طريق الوسطاء. كما تتيح الأسواق المالية للمتعاملين التواصل بينهم عن طريق الهاتف أو الفاكس أو الكمبيوتر مما يسهل تداول الأدوات المالية وتوفير السيولة النقدية.<sup>1</sup>

**التعريف الثالث:** "الإطار الذي يجمع الوحدات المدخرة والراغبة في الاستثمار ووحدات العجز المالي التي هي بحاجة إلى الأموال لإستثمارها عبر فئات متخصصة عاملة في السوق شرط توفر قنوات اتصال فعالة".<sup>2</sup>

**التعريف الرابع:** الأسواق المخصصة لبيع وشراء الأوراق المالية عبر المؤسسات الاستثمارية (بنوك، وسطاء، إلخ)، حيث يقومون بإتمام وتنفيذ مختلف صفقات التبادل.<sup>3</sup>

**التعريف الخامس:** ذلك الإطار المكاني أو الذي يتناهي فيه المكان الذي يعمل على تسهيل تدفق الأموال بين المستثمرين والمؤسسات والحكومات، من خلال الاستثمار في بيع، تسويق وتحليل الأوراق المالية وإدارة مخاطر الاستثمار من خلال تنويع المحفظة المالية.<sup>4</sup>

انطلاقاً من التعاريف السابقة نستخلص أن الأسواق المالية هي تلك الآلية أو الوسيلة التي تلاقي بين أصحاب الفوائض المالية وأصحاب العجز المالي، من أجل القيام بصفقات البيع، الشراء وتبادل مختلف السلع والأدوات المالية سواء مباشرة أو عن طريق الوسطاء الماليين، وذلك باستخدام مختلف وسائل الاتصال الحديثة. وقد تكون هذه الأسواق محددة مكانياً، كما قد يتناهي فيها المكان وهو الاتجاه الحديث للأسواق المالية والتي أصبحت تعرف بـ: الأسواق المالية الإلكترونية.

### ثالثاً: أهمية الأسواق المالية

تأخذ الأسواق المالية أهميتها انطلاقاً من الدور الذي تقوم به في اقتصاديات الدول، فهي تعمل على خلق التوازن الاقتصادي من خلال إعادة توزيع الأموال على المحتاجين إليها، وبذلك تشجيع الاستثمار ودفع عجلة التنمية الاقتصادية وخدمة الاقتصاد، ويكون ذلك من خلال:<sup>5</sup>

- تشجيع الادخار القومي ونشر ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية، من خلال التعريف بها وآليات التمويل التي توفرها، والتحفيز على الاستثمار فيها من خلال قنوات الاعلام والاتصال المختلفة؛

<sup>1</sup> عصام عبد الغني علي، إدارة المخاطر في البورصات، مركز التعليم المفتوح بجامعة بنها، بدون سنة نشر، ص 21.

<sup>2</sup> حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية-أدائها المالي وأثرها في سوق الأوراق المالية-، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2011، الطبعة الأولى، ص 68.

<sup>3</sup> طارق عفيفي صادق، الحماية القانونية لعمليات التداول في أسواق المال وفقاً للنظام السعودي، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، مصر، 2015، الطبعة الأولى، ص 33.

<sup>4</sup> P RONALD W. MELICHER, EDGAR A. NORTON, Introduction to Finance - Markets, Investments, and Financial Management-, Wiley, 2016, 16th edition, p 04.

<sup>5</sup> أزهرى الطيب أحمد، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017، الطبعة الأولى، ص ص 24-25.

- تحفيز المؤسسات ومساعدتها على التحول من مؤسسات صغيرة إلى مؤسسات مساهمة عامة، خاصة إذا قدمت الحكومة تمويلات وإعفاءات ضريبية لهذا النوع من المؤسسات؛
- السماح لعامة الأفراد بالمساهمة في مؤسسات القطاع العام والخاص، من خلال الأدوات التي تطرحها المؤسسات في السوق الثانوي؛
- المساهمة في عمليات الخصخصة، من خلال إدراج الشركات العمومية في السوق وطرح أسهمها للجمهور؛
- تمكين الحكومات من الحصول على التمويل اللازم من خلال إصدار الصكوك والسندات؛
- سهولة إجراءات تقييم الشركات، وتقديم النصح والمشورة لها من خلال تحليل البيانات والمعطيات التي توفرها السوق؛
- تساهم في الضبط المؤسسي من خلال هيئات الرقابة، وإلزام المؤسسات بالإفصاح والشفافية؛
- تسهيل تبادل الأصول الاقتصادية، والربط بين الاستثمارات قصيرة وطويلة الأجل مما يساهم في تراكم المصادر التمويلية؛
- مساعدة السلطات النقدية في تنفيذ سياساتها من خلال عمليات السوق المفتوحة؛
- تسهيل عمليات سوق ما بين البنوك عبر آليات أسواق المال.

### الفرع الثاني: تقسيمات الأسواق المالية

تختلف تقسيمات الأسواق المالية باختلاف المعايير المعتمدة في التقسيم، فمن ناحية المنتجات المتداولة نميز بين سوق النقد وسوق رأس المال ومن حيث الإصدار والتداول نجد السوق الأولية والسوق الثانوية، أما من ناحية مكان التداول نفرق بين السوق المنظم والسوق غير المنظم.

### أولاً: من حيث نوع الأدوات المتداولة

يتم في الأسواق المالية تداول مجموعة مختلفة من المنتجات، وفي هذا الإطار نميز بين:

- **سوق النقد:** يشير سوق النقد إلى ذلك الجزء من الأسواق المالية، الذي يتم فيه التداول والتعامل بالمنتجات المالية قصيرة الأجل، والتي تتصف بصفات خاصة منها: درجة مخاطر منخفضة، درجة سيولة مرتفعة وتواريخ استحقاق تقل عن السنة.<sup>1</sup> كما يمكن التخلص من هذه المنتجات في أي وقت وبحد أدنى من الخسائر أو حتى من دون خسائر.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Siddharth Bagri And others, **An introduction to financial market**, central board of secondary education, india, 2007, first edition, P 02.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 60.

- **سوق رأس المال:** يعبر عن المكان الذي يتم فيه تداول المنتجات المالية متوسطة وطويلة الأجل، والتي يزيد أجل استحقاقها عن السنة بغض النظر إن كانت هذه المنتجات تعبر عن الملكية أو الدين. ويعتبر أصحاب المشروعات والمؤسسات أكثر اللاجئيين إلى هذا النوع من الأسواق سعياً منهم لتكوين رأس المال في مشاريعهم المختلفة.<sup>1</sup> وتتسم أسواق رأس المال بكثرة التقلبات بسبب طول الأجل وتأثرها بعوامل العرض والطلب، والعوامل المرتبطة بأوضاع المؤسسات والشركات المدرجة في السوق، بالإضافة إلى وضعية الاقتصاد ككل، وهو ما يجعل منتجات هذه السوق أكثر خطورة مما هو عليه الأمر في السوق النقدي.<sup>2</sup>

### الفرق بين سوق النقد وسوق رأس المال

يكمن الهدف الأساسي من سوق النقد وسوق رأس المال في توفير التمويل اللازم للأفراد والمؤسسات الذين يرغبون في ذلك، فكلما السوقين يخدمان ويحققان رغبات وطموحات فئة معينة من المستثمرين. من خلال مجموعة متنوعة من المنتجات والعمليات التي يوفرانها. بالإضافة إلى أن كلاهما جزء مهم في الأسواق المالية. إلا أنهما يختلفان في بعض الخصائص التي تميز كل منها عن الآخر مثل ما يوضحه الجدول الموالي:

جدول رقم (01): الفرق بين سوق النقد وسوق رأس المال

| السوق                      | سوق النقد                                                                                     | سوق رأس المال                                                                                            |
|----------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| الخصائص                    |                                                                                               |                                                                                                          |
| آجال الاستحقاق             | قصيرة الأجل (أقل من سنة)                                                                      | متوسطة وطويلة الأجل (أكثر من سنة)                                                                        |
| المؤسسات المتدخلة في السوق | البنوك المركزية؛<br>البنوك التجارية؛<br>الوكلاء المتخصصين في الأدوات ذات الأجل القصير،... إلخ | بنوك الاستثمار؛<br>شركات الوساطة؛<br>المؤسسات الاستثمارية (صناديق)<br>التقاعد، صناديق الاستثمار،... إلخ. |
| المنتجات المالية المتداولة | الأوراق التجارية؛<br>شهادات الإيداع؛<br>أذونات الخزينة... إلخ                                 | الأسهم؛<br>السندات؛                                                                                      |

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على:

مبارك بن سليمان آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز إشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2005، الطبعة الأولى، ص 66-67.

وتجدر الإشارة إلى أن العولمة المالية ساهمت في تداخل السوقين، إذ أصبحت عمليتهما تتم بشكل موحد.

<sup>1</sup> مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي (مذكرة تدريسية)، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، 2010، الطبعة الأولى، ص 07.

<sup>2</sup> أكرم محمود الحوراني، عبد الرزاق حسن حساني، النقود والمصارف، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2010-2011، ص 213.

## ثانيا: من حيث الاصدار والتداول

حسب هذا المعيار تجزأ الأسواق المالية إلى:

- **السوق الأولي:** هو السوق الذي يتم فيه بيع الإصدارات المالية الجديدة، مثل الأسهم والسندات، والتي يطرحها الأفراد والشركات وحتى الحكومات الراغبة في الاقتراض لأول مرة. وغالبا ما تكون هذه السوق غير معروفة لدى عامة الجمهور، كون أن جلسات الاصدار تكون في أبواب مغلقة. وتلعب البنوك الاستثمارية دورا مهما في هذه السوق من خلال ضمان ثمن الأوراق المالية للشركات المصدرة، ومن ثم إعادة بيعها للجمهور.<sup>1</sup>
- **السوق الثانوي:** يتمثل في السوق الذي يتم فيه تداول مختلف المنتجات المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولي، وبالتالي فإن هذه السوق ما هي إلا آلية يتم من خلالها نقل الملكية من مستثمر لآخر كون أنها لا توفر التمويل الفعلي للمستثمرين والمؤسسات خلافا للسوق الأولي والذي يلبي الاحتياجات التمويلية لهم.<sup>2</sup>

## ثالثا: من حيث مكان التداول

يتم تداول المنتجات المالية في الأسواق المالية عبر:

- **السوق المنظم "الرسمي":** تعرف أيضا بالبورصة، وهي المكان الذي يلتقي فيه المتعاملون بالأوراق المالية يبيعا وشراء. وتحكم هذه المعاملات إجراءات وقوانين رسمية تشرف عليها جهات متخصصة. حيث يتم التعامل عادة بالأوراق المالية المدرجة والمستوفية للشروط القانونية وتخضع لقوانين العرض والطلب.<sup>3</sup>
  - **السوق غير المنظم "غير الرسمي":** تعرف أيضا بـ: السوق التفاوضية، السوق الموازية، خارج المقصورة وكذا فوق المنضدة "OTC". وتطلق هذه التسميات على المعاملات التي تجري خارج السوق المنظمة والتي لا يوجد لها مكان محدد. حيث يتم التعامل بشكل أساسي في الأوراق المالية غير المدرجة في السوق المنظم بشكل أكبر من الأوراق المالية المدرجة. وتعتبر بيوت السمسة من أكبر الفاعلين في السوق، حيث يتبادلون فيما بينهم المعلومات عن الأوراق المالية من خلال شبكة اتصالات قوية وسريعة.<sup>4</sup>
- وتنقسم السوق غير المنظمة بدورها إلى قسمين:

- **السوق الثالث:** هو جزء من السوق غير المنظم، يتكون من الأعضاء والسماسرة الذين لا ينتمون للأسواق المنظمة، ولهم الحق في التعامل بالأوراق المسجلة بتلك الأسواق. ويتميز هذا السوق بحرية

<sup>1</sup> Frederic S. Mishkin, **the Economics of money banking and financial market (The Addison-Wesley Series in Economics)**, Pearson, usa, 2004, Seventh Edition, P 27.

<sup>2</sup> محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، تاريخ الاطلاع: 2020/06/29، ص ص 46-47، على الرابط:

<https://www.mobt3ath.com/uplode/book/book-15831.pdf>

<sup>3</sup> أشرف محمد دوابه، دراسات في الاقتصاد الإسلامي، دار السلام، القاهرة، مصر، 2010، الطبعة الأولى، ص 191.

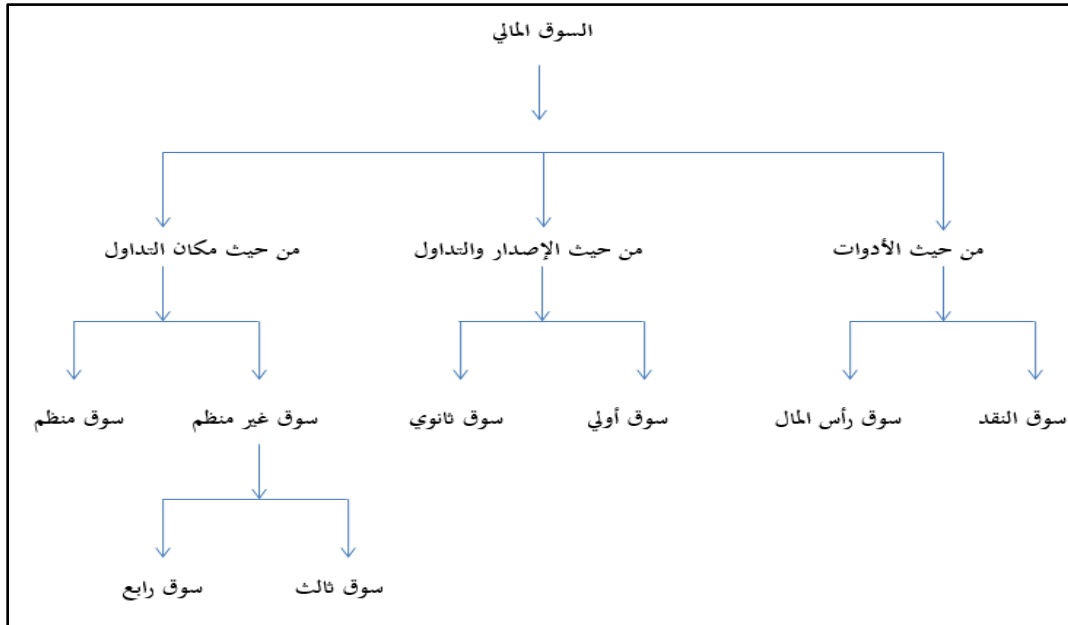
<sup>4</sup> بن ابراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية - تقييم الأسهم والسندات، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر، 2019، الطبعة الأولى، ص ص 28-29.

التفاوض حول العملات للوصول بها إلى الحد الأدنى، باعتبار أن السماسرة غير ملزمين بحد أدنى للعمولة كما لا يترتب عنهم دفع رسوم عضوية السوق. ومن أبرز المتعاملين في هذه السوق نجد: صناديق الضمان الاجتماعي والمعاشات، البنوك الاستثمارية... إلخ.<sup>1</sup>

- **السوق الرابع:** يشبه السوق الثالث من ناحية كون أن الصفقات تتم خارج البورصة، لكنه يتميز بأن التعامل يكون من خلال الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية أو بين الأفراد دون الحاجة لبيوت السمسرة، وتم إنشاء هذا النوع من الأسواق بغية تدنية تكاليف المعاملات التي كان يستفيد منها السماسرة.<sup>2</sup>

ويمكن تبسيط الأقسام الرئيسية للأسواق المالية في الشكل الموالي:

شكل رقم (01): أقسام الأسواق المالية



المصدر: من إعداد الطالب بناءً على ما سبق

تعتبر الأنواع السابقة الذكر أهم وأبرز تصنيفات الأسواق المالية، إلا أنه يمكننا إضافة تصنيف آخر تبعا لمشروعية العمليات والأدوات التي يتم التعامل بها في السوق، وفي هذا الصدد نجد:

• **الأسواق المالية التقليدية:** وهي التي يتم التعامل فيها بمنتجات مالية تقوم أساسا على عنصر الفائدة وتسري وفق القوانين والنظم الوضعية.

<sup>1</sup> أز هري الطيب أحمد، مرجع سابق، ص 38.

<sup>2</sup> حيدوشي عاشور، حديوش سعدية، الأسواق المالية ضرورة حتمية لتمويل الاقتصاد - دراسة تقييمية لبورصة الجزائر واقتراح سبل تفعيلها - مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، المجلد 02، عدد خاص، أبريل 2018، ص 132.

- الأسواق المالية الإسلامية: وهي التي تتحاشى عنصر الفائدة عند التعامل بمنتجاتها وعملياتها وتحكمها أسس ومبادئ الشريعة الإسلامية.

### المطلب الثاني: خصائص، وظائف ومتطلبات الأسواق المالية

إن قيام الأسواق المالية بدورها الأساسي الذي وجدت من أجله وأداء وظائفها على أكمل وجه بكفاءة وفعالية يتطلب جملة من الشروط والخصائص الضرورية. فلا يكفي إنشاء سوق مالي لكي نقول أن الاقتصاد قد تخلص من مشاكله، خاصة التمويلية منها، بل يجب أن يسري السوق وفق مجموعة من الضوابط من أجل الرفع من كفاءته.

### الفرع الأول: خصائص الأسواق المالية

تتميز الأسواق المالية بمجموعة من الخصائص والميزات التي تنفرد بها عن باقي الأسواق الأخرى. فالميزة الأساسية للسوق بشكل عام هي أنها ذلك الحيز المكاني الذي يلتقي فيه أصحاب العرض والطلب لشراء/بيع، أو تبادل مختلف الأصول التي يتم تسليمها واستلامها في الغالب وقت العملية. ونظرا لخصوصية السلع (المنتجات) المتداولة في الأسواق المالية، خاصة مع ظهور الأدوات والعمليات المالية الحديثة الناتجة عن الابتكار والهندسة المالية جعلها تتميز بمجموعة من الصفات التي تنفرد بها عن باقي الأسواق والتي من بينها:<sup>1</sup>

- لا تعتمد على تداول السلع الحقيقية فقط، بل يلجأ المستثمرون إلى الأدوات المالية؛
- الشفافية والافصاح عن بيانات مختلف الشركات والوحدات التي تصدر الأدوات المالية من حيث حجم تداولها وكذا المعلومات الأولية عنها ومدى دقة هذه البيانات؛
- تنوع الأدوات المالية كمًّا ونوعا داخل السوق وتنشيط عمليات التداول؛
- وجود مؤسسات مالية لتنمية المدخرات تقوم بـ: إدارة سعر الفائدة، تحسين جودة الخدمات، القيام بعمليات الوساطة...إلخ. حيث تعتبر هذه المؤسسات همزة وصل بين البائعين والمشتريين كما تسهر على مصالح المتعاملين في السوق؛
- سهولة تنفيذ الصفقات والمرونة في إتمامها مما يوفر الوقت والجهد والتكلفة للمتعاملين؛
- الحرية الاقتصادية والمنافسة الحرة والكاملة لعمليات التداول، وترك الحرية التامة لقوى السوق في تحديد أسعار مختلف الأدوات والعمليات المالية؛
- التكامل مع الأسواق المالية الأخرى بالاستعانة بالتقنيات المتطورة والتكنولوجيا.

<sup>1</sup> دريد، كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عملن، الأردن، 2012، الطبعة الأولى، ص ص 40-41.

## الفرع الثاني: وظائف الأسواق المالية

تقوم الأسواق المالية بمجموعة من المهام والوظائف الحيوية التي تعود بالإيجاب على اقتصاديات الدول، ومن أهم هذه الوظائف نذكر:<sup>1</sup>

- تعبئة الادخارات وتوجيهها نحو الاستثمارات، وتلبية حاجات المشاريع والمؤسسات لرؤوس الأموال من خلال التوجيه الأمثل للموارد، وهو ما يساهم في دفع عجلة التنمية الاقتصادية؛
- المساهمة في توزيع رؤوس الأموال على الأنشطة الاستثمارية، من خلال القيام بدور الوساطة بين المشاريع الاستثمارية وادخارات الأفراد، وبالتالي تحقيق العدالة في توزيع المدخرات على مختلف القطاعات الاقتصادية؛
- المساهمة في كبح التضخم؛ ذلك أن الأسواق المالية لا يترتب عن عملياتها آثارا تضخمية بخلاف البنوك التي تقوم بخلق الائتمان والتي تعتبر من الأسباب التي تؤدي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار؛
- تساهم في إعداد الخطط والبرامج الاقتصادية للدول، من خلال إعطاء صورة واضحة للوضع الاقتصادي والاتجاه العام للأسعار والادخار والاستثمار، وهي مؤشرات تساهم في إعداد الدراسات الخاصة بالاقتصاد الوطني وكل ما يتعلق بالقطاعات الاقتصادية؛
- المساهمة في رفع الكفاءة الاقتصادية للمشاريع، من خلال إصدار الشركات نتائجها المالية ونشرها بصفة دورية مما يتيح متابعتها وتقييمها من قبل المساهمين؛
- تيسير تداول مختلف الأدوات المالية للمستثمرين الراغبين في استثمارات حقيقية أو مالية أو أولئك الذين يبحثون عن السيولة، مما يضيق الفجوة بين الاستثمارات قصيرة وطويلة الأجل؛
- تنمية الوعي الادخاري لدى الأفراد وتوفير لهم الفرصة والوقت لاتخاذ القرار؛
- تساهم في تحقيق الاستقرار النقدي للدولة، من خلال السوق المفتوحة التي تساهم في تطبيق السياسة النقدية الملائمة تبعا لحالة الاقتصاد (انكماش أو تضخم).

فالأسواق المالية من خلال الوظائف السابقة تساعد الدول والحكومات على إدارة وتنظيم اقتصادياتها بما يخدم الاقتصاد والمصلحة العامة للدولة. كما تساهم في تنشيط الأموال الراكدة والمكتنزة من خلال تقديم ترسانة من الأدوات والمنتجات المالية التي يمكن أن تستقطب أصحاب الأموال بمختلف ميولاتهم وطموحاتهم.

كما أن الأسواق المالية تساهم في تخفيف النمو الاقتصادي والتخلص من التبعية الاقتصادية للبلدان من خلال استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية واستثمارها في مشاريع كبرى خاصة في مجال البنى التحتية والمشاريع الكبرى والتي لا تغطيها الأموال المحلية، بدلا من القيام بعمليات الاقتراض من الدول والمؤسسات المالية الدولية وما

<sup>1</sup> محمد عبد الله شاهين محمد، أسواق المال بين الأرباح والخسائر -العوائد والمخاطر-، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر، 2018، ص ص 20-22.

له من آثار وقيود تدلى على الحكومات المقترضة: اقتصادية، اجتماعية، ثقافية، سياسية... إلخ. والتي يمكن أن تؤثر على السيادة الوطنية للدول.

### الفرع الثالث: متطلبات إنشاء الأسواق المالية

لقيام الأسواق المالية يجب توفر مجموعة من الشروط والآليات، التي تضمن سيرورتها بكل كفاءة وفعالية والمساهمة في دفع عجلة التنمية الاقتصادية، نذكر منها:<sup>1</sup>

- توفر قدر كاف من المؤسسات المالية الكفؤة: فالمؤسسات المالية هي الأوعية الادخارية التي تكفل إقراض الاستثمارات، لذا فإن نجاح الأسواق المالية يتطلب تشجيع الادخار في القطاع الخاص الذي يساهم في تمويل الاستثمارات المنتجة.
- تحويل الادخار إلى استثمار: وهو الهدف الأساسي من الادخارات، فالأسواق المالية هي سوق لاستثمار الأموال، وهو ما يتطلب وضع ميكانيزمات مناسبة للقيام بهذا الدور على أكمل وجه.
- إنشاء بورصة الأوراق المالية: تعتبر بورصة الأوراق المالية من أبرز أدوات الادخار والاستثمار، لذا يجب الحرص على توفير بورصة منظمة ذات نطاق واسع وتتميز بمرونة كبيرة، فضلا عن القدرة على تحويل أدوات الادخار الحديثة إلى استثمارات أو سيولة تستغل عند الحاجة إليها.
- توفر جهاز مصرفي متكامل: فالجهاز المصرفي بمختلف مركباته من الدعائم الأساسية للأسواق المالية، لما يتوفر عليه من قدرة على مواكبة الأحداث والتطورات الاقتصادية، بالإضافة لكونه من أهم آليات تعبئة الادخار في الاقتصاد.
- الاهتمام بوسائل الاعلام ومراقبتها: يجب أن تكون المعاملات في الأسواق المالية مصحوبة بالإعلان والتغطية الإعلامية، كما يجب مراجعة والتأكد من صحة البيانات الواردة، بهدف تعزيز شفافية الأسواق.
- الاستقرار السياسي للدولة: وهو من المتطلبات الأساسية لحركة رؤوس الأموال الدولية وجذب المستثمرين الأجانب.

إن هذه المتطلبات قد لا تكفي لوحدها لإنشاء أسواق مالية فعالة وكفؤة، ما لم تكن مصحوبة بإرادة قوية من كل الأطراف المعنية، وخاصة الحكومات التي تلعب دورا كبيرا في ذلك من خلال تهيئة البيئة اللازمة، خاصة البيئة القانونية الضرورية وإصدار التشريعات التي تضمن وتكفل عمل الأسواق المالية سواءً عند مرحلة الإنشاء أو خلال مرحلة النشاط والنمو.

<sup>1</sup> سالم صلال راهي الحسناوي، الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية، الدار المنهجية للنشر والتوزيع، مصر، 2017، الطبعة الأولى، ص ص 56-55.

### المطلب الثالث: مؤشرات الأسواق المالية

تمثل مؤشرات الأسواق المالية الأداة التي تساعد مختلف الأطراف التي لها علاقة بالأسواق: متعاملين، أفراد، مؤسسات، حكومات... إلخ، في التعرف على اتجاهات الأسواق المالية والاقتصاد بشكل عام. فعوضاً عن دراسة كل القطاعات والمؤسسات على حدا يتم الاستعانة بهذه المؤشرات من أجل اتخاذ القرارات المناسبة.

#### الفرع الأول: مفهوم مؤشرات الأسواق المالية وأنواعها

تشكل مؤشرات الأسواق المالية من عينة من أسهم المؤسسات المدرجة في السوق، والتي لها قيمة ووزن يمكنها من تمثيل مؤسسات السوق أو القطاع الذي تنتمي إليه، حسب طبيعة ونوع المؤشر.

#### أولاً: تعريف مؤشرات الأسواق المالية

لقد أدت كثرة وتنوع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية إلى ضرورة البحث عن آليات جديدة تسهل معرفة حركة واتجاهات السوق، وتغني عن عناء تتبع حركة الأوراق المالية منفردة وهو ما تجلّى من خلال مؤشرات الأسواق المالية التي تسمح بأخذ فكرة عامة عن تحركات السوق.<sup>1</sup>

يمكن تعريف المؤشر بأنه: قيمة عددية تستخدم للتعبير وقياس التغيرات التي تحدث في الأسواق المالية، حيث يعبر عنه كنسبة مئوية للتغير في فترة ما مقارنة بفترة الأساس، وهو ما يعكس اتجاهات الأسعار في الأسواق المالية. ويقوم المؤشر على عينة من الأسهم المتداولة في السوق يتم اختيارها بطريقة مناسبة لتعكس حالة السوق المالي ككل.<sup>2</sup> ولكي تقوم المؤشرات بدورها على أكمل وجه يجب أن تتوفر فيها عدة شروط، نذكر منها:<sup>3</sup>

- أن يتكون المؤشر من أسهم تمثل جميع الأنشطة الاقتصادية؛
- أن تكون طريقة حساب المؤشر واضحة وبسيطة للمستثمرين العاديين؛
- أن يحتوي المؤشر على عدد كبير من الأسهم؛
- أن يحدد وزن وأهمية كل سهم وأن يكون الوزن معروفاً.

وكلما كانت عملية اختيار الأسهم المشكلة للمؤشرات أكثر موضوعية، وتعتمد على بيانات ومعايير حقيقية، كلما زادت كفاءة الأسواق المالية كون أن القرارات الإستثمارية والاقتصادية تعتمد بشكل كبير على أداء هذه المؤشرات.

<sup>1</sup> سمير عبد الصاحب ياره، أثر تقلبات أسعار صرف العملة في قيمة مؤشر السوق المالي - دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، السنة 16، العدد 58، 2018، ص 61.

<sup>2</sup> يوسف حسن يوسف، الأوراق المالية وسوق المال العالمي، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، 2015، الطبعة الأولى، ص 19.

<sup>3</sup> عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، الطبعة الأولى، ص 176.

## ثانيا: أنواع مؤشرات الأسواق المالية

تختلف مؤشرات الأسواق المالية وتتنوع من سوق لآخر، لكنها تندرج كلها تحت المعيارين الآتيين:<sup>1</sup>

### 1. من حيث للوظيفة: نفرق بين:

- **مؤشرات عامة:** هي المؤشرات التي تهتم بحالة الأسواق المالية ككل حيث تأخذ في الحسبان كل القطاعات الاقتصادية، لذا فهذا النوع يعكس بشكل أقرب حالة الاقتصاد لدولة ما خاصة ما إذا كان يتشكل من جميع الأسهم المتداولة.
- **مؤشرات قطاعية:** يعكس هذا النوع من المؤشرات حالة قطاع معين: صناعة، خدمات، نقل،... إلخ. ومن أمثلتها: مؤشر "داو جونز الصناعي"، مؤشر "ستاندرد اند بور للخدمات العامة" ومؤشر النفط والغاز .

### 2. من حيث إمكانية التداول: ونجد:

- **مؤشرات متداولة:** هي المؤشرات التي يتم تداولها في الأسواق المالية، حيث تم إنشاء أول بورصة لهذا النوع عام 1982م في مدينة: كانسس سيتي "Kansas City" بالولايات المتحدة الأمريكية، ومن أمثلة هذه المؤشرات: مؤشر "Nasdaq100" ومؤشر "Nikkei 225".
- **مؤشرات غير متداولة:** وهي المؤشرات التي لا يتم تداولها في الأسواق المالية، حيث يوجد العديد منها إلا أنها تختلف في طريقة حسابها أو الهدف منها أو القابلية للتحويل أو الجهة المشرفة، ووصلت درجة التطور لهذه المؤشرات إلى ابتكار مؤشرات المؤشرات. ومن أمثلتها نجد: مؤشر داو جونز وبعض مؤشرات الأسواق المالية العربية.

## الفرع الثاني: بناء المؤشرات واستخداماتها

يتم بناء المؤشرات عبر مجموعة من المراحل والخطوات الدقيقة والمدروسة كي يتم اختيار العينة المناسبة من الأسهم المكونة له وبالتالي يكون استخدامها بشكل يترتب عنها نتائج مفيدة.

### أولا: طريقة بناء المؤشرات

يتم بناء مؤشرات الأسواق المالية عبر عدة مراحل متتالية، وذلك على النحو التالي:

1. **ملاءمة العينة:** يعتبر إختيار العينة أهم مرحلة في عملية بناء المؤشرات كون أنها يجب أن تمثل جيدا الأسواق المالية، لذا يجب توخي الدقة والنوعية عند عملية الاختيار. وتتم هذه العملية استنادا لمجموعة من

<sup>1</sup> حسين قبّان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية - دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية-، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 11، 2011، ص 94.

المعايير منها: رأس المال السوقي الإجمالي لكل مؤسسة، السيولة، الربحية والنشاط. ويعتبر إختيار العينة أمرا بالغ الأهمية سواءً بالنسبة لسلامة المؤشر ودقته أو بالنسبة للمستثمرين ومدراء المحافظ كون أنهم يجرون مقارنة لأدواتهم المالية مع المؤشر. وتتوقف ملائمة العينة على الجوانب التالية:<sup>1</sup>

- **الحجم:** يجب أن يغطي المؤشر أكبر عدد ممكن من الأوراق المالية المتداولة في السوق، لأنه كلما كان عدد الأوراق أكبر كلما زادت مصداقية المؤشر وتعبيره الفعلي لحال وواقع السوق.
- **الاتساع:** يتوجب أن يغطي المؤشر أكبر قدر ممكن من الأوراق المالية لشركات مختلف القطاعات الاقتصادية المشاركة في السوق، والمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل يجب أن يضم كل القطاعات دون التحيز لنوع معين من الشركات أو لقطاع من القطاعات.
- **المصدر:** ويقصد به أن يكون السوق الذي تتداول فيه الأدوات المالية هو مصدر الحصول على أسعار الأوراق التي يبنى عليها المؤشر.

2. **الأوزان النسبية:** تعرف الأوزان النسبية للمؤشرات بأنها القيمة النسبية التي تأخذها الورقة المالية الواحدة داخل العينة، وتوجد ثلاث مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للورقة المالية داخل مجموعة الأوراق المالية التي يقوم عليها المؤشر.<sup>2</sup> وتتمثل هذه المداخل في:<sup>3</sup>

- **مدخل الوزن على أساس السعر:** يقوم هذا المدخل على النسبة التي تأخذها الورقة المالية الواحدة من مجموع الأوراق المالية المكونة للمؤشر. وما يعاب عليه أن قيمة وحجم أي مؤسسة لا يعبر عنه بسعر أسهمها في السوق فقط، بل تتحدد وفقا لمجموعة من المعطيات والمؤشرات الأخرى، وبالتالي فهذا المدخل قد لا يعبر فعلا على أهمية المؤسسة المدرجة في المؤشر مما يعطيها وزنا أقل أو أكبر من الوزن الذي تستحقه وبالتالي فقدان المؤشر دوره في التعبير الفعلي عن اتجاهات السوق.
- **مدخل الأوزان المتساوية:** يقوم هذا المدخل على إعطاء قيمة نسبية متساوية لكل ورقة مالية عند بناء المؤشر.
- **مدخل الأوزان حسب القيمة:** من خلال هذا المدخل يتم تحديد الوزن النسبي الذي تأخذه أي ورقة مالية داخل المؤشر، انطلاقا من القيمة السوقية الكلية للأسهم العادية لكل مؤسسة ممثلة في المؤشر. فالمؤسسة التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بغض النظر عن سعر الورقة المالية أو عددها.

<sup>1</sup> أحمد فرحات، إدارة المحافظ الاستثمارية، بدون ذكر دار النشر، بنغازي، ليبيا، 2019، الطبعة الأولى، ص 110.

<sup>2</sup> سمير عبد الصاحب ياره، مرجع سابق، ص 63.

<sup>3</sup> بشار ذنون محمد الشكرجي، ميادة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية-دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية-، مجلة تنمية الرافدين، المجلد 89، العدد 30، 2008، ص 79.

### 3. كيفية حساب المؤشر:

تختلف طريقة حساب المؤشرات حسب القيمة التي يستند إليها عند الحساب، فهناك مؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية، حيث تأخذ على أساس المتوسط الحسابي، وهناك مؤشرات تحسب على أساس متوسط أسعار الأوراق المالية التي يتكون منها المؤشر. لذا يجب على المستثمرين معرفة طريقة حساب قيمة المؤشر من أجل اتخاذ القرار المناسب.<sup>1</sup>

#### ثانياً: استخدامات المؤشرات

تعكس مؤشرات الأسواق المالية بشكل عام حالة هذه الأسواق أو حالة قطاع معين، ومنه تعتبر أداة مهمة تساعد متخذي القرار الاقتصادي أو الاستثماري في مختلف المجالات. ويمكن ذكر أهم استخدامات المؤشرات فيما يلي:<sup>2</sup>

- تبيان حالة السوق أو حالة قطاع معين، من خلال عكس اتجاهات الأوراق المالية التي تتكون منها هذه المؤشرات؛
- تبيان حالة الاقتصاد نظراً للعلاقة الوثيقة بين المؤشرات والوضع الاقتصادي لأي دولة؛
- التنبؤ بمستقبل الاقتصاد كون أن السوق يعكس الإشارات القادمة من الاقتصاد، لاسيما تلك المتعلقة بعرض النقود وسعر الفائدة؛
- تستخدم المؤشرات بشكل كبير في التحليل الفني من أجل اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة، حيث يعتمد المحللون الفنيون على تحركات الأسعار في الماضي لمعرفة إلى ما ستؤول إليه في المستقبل؛
- تساهم في معرفة أداء المحفظة الاستثمارية، حيث تمكن مدير المحفظة من مقارنة أدائها مع أداء مؤشر السوق، دون الحاجة لتبع أداء كل ورقة مالية على حدة؛
- يعتبر تكوين محفظة المؤشرات أحد أبرز استخدامات المؤشرات، حيث تحاكي هذه المحافظ مؤشرات السوق المعروفة والمتكونة من الأوراق المالية؛
- المساهمة في تقدير المخاطر المنتظمة، من خلال الاعتماد على المؤشرات للتعبير عن محفظة السوق والتي تتكون من الأصول الخطرة، وبالتالي يمكن قياس مخاطر السوق لسهم معين أو لمحفظة أوراق مالية؛
- تستخدم المؤشرات كأدوات مالية يتم تداولها كباقي الأدوات الأخرى، بل تم ابتكار أدوات مالية مشتقة من هذه المؤشرات، مثل: الخيارات والمستقبليات على المؤشرات والتي تستخدم في التحوط أو المضاربة في الأسواق المالية.

<sup>1</sup> حسان خضرم، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية، العدد 27، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، مارس 2004. تاريخ الاطلاع: 2020/10/28، على الرابط: <http://www.arab-api.org>

<sup>2</sup> سليمان موصلي، عدنان سليمان، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، دمشق، سوريا، 2012-2013، ص ص 270-274.

## الفرع الثالث: أهم مؤشرات الأسواق المالية العالمية والعربية

لقد شهدت الأسواق المالية قفزة نوعية في مجال مؤشراتهما، فتعددت الدور الذي وجدت لأجله كمقياس يعبر عن حالة السوق إلى أدوات استثمارية يتم تداولها والمضاربة بها بيعاً وشراءً خاصة في الأسواق المالية المتطورة.

### أولاً: مؤشرات الأسواق المالية العالمية

هناك العديد من المؤشرات المشهورة التي تعبر عن حالة الأسواق المالية العالمية، سنحاول ذكرها في الآتي:

#### 1. مؤشرات الأسواق المالية الأمريكية

تعتبر الأسواق المالية الأمريكية الرائدة في ابتكار المؤشرات، حيث نجد فيها:

- **مؤشر داو جونز الصناعي "DJIA"**: تم اختراع هذا المؤشر عام 1896م من قبل الباحث: تشارلز داو "Charles Dow" وزميله إدوارد جونز "Edward Jones"، حيث ضم آنذاك 12 مؤسسة صناعية فقط لتصل عام 1928م إلى أكبر 30 مؤسسة موجودة في بورصة نيويورك مثل: John، Walt Disney، Goldman Sachs، Dupoint Morgan Chase، إلخ. وقد كان المستثمرون يستندون إلى هذا المؤشر للتنبؤ بحالة السوق المالي ككل، فإذا كان المؤشر في حالة صعود فإن ذلك يدل على أن السوق يرتفع والعكس صحيح.<sup>1</sup>
- **مؤشر ستاندر اند بور "S&P 500"**: يعتبر هذا المؤشر من أكبر المؤشرات في الأسواق المالية الأمريكية والعالمية، حيث يضم مؤسسات بارزة ومهمة في الولايات المتحدة الأمريكية من مختلف القطاعات الاقتصادية وصل عددها عام 2004 إلى 373 شركة صناعية، حيث مثلت هذه المؤسسات نسبة 80% من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك، ويتم استخدام المؤشر كميّار للمقارنة من قبل 97% من مدراء المحافظ الاستثمارية ومدراء برامج التقاعد، وهناك 05 أنواع للمؤشر حسب كل قطاع هي: المؤشر الصناعي المركب، المؤشر الخدمي المركب، مؤشر النقل والخدمات المركب، المؤشر المالي المركب، المؤشر المركب من كل المؤشرات سابقة الذكر.<sup>2</sup>
- **مؤشر ناسداك "NASDAQ"**: هو عبارة عن مؤشر للسوق المالي الوطني الأمريكي، حيث يتكون من أكثر من 5000 سهم من أسهم الشركات الصناعية الكبرى والشركات التي تقدم الخدمات الالكترونية. ويختلف هذا المؤشر عن باقي المؤشرات الأخرى كون أن تداوله يتم عبر المنصات فقط وليس من خلال البورصة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Kenza Benomar, **DOW JONES MARKET VOLATILITY FORECASTING - New York Stock Exchange Market** -, al akhawayn university, Morocco, 2019, P 02.

<sup>2</sup> توفيق عباس عبد عون، غصون كاظم عبيد آل جار الله، قياس العلاقة بين مؤشرات السوق المالي والقطاع الخاص في الولايات المتحدة الأمريكية للمدة (2000-2015)، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 26، حزيران 2018، العراق، ص 264.

<sup>3</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 94.

## 2. مؤشرات الأسواق المالية الأوروبية

من أبرز مؤشرات الأسواق المالية الأوروبية نجد:

- **مؤشر داكس 30 "DAX30"**: يعتبر هذا المؤشر من أكبر المؤشرات في بورصة فرانكفورت الألمانية، حيث يضم أكبر 30 شركة في ألمانيا، تم طرحه للتداول في 01 جانفي 1988م بقيمة أساس بلغت 1000 نقطة وهو امتداد لمؤشر "Borsen-Zeitung". يتم حساب سعر المؤشر بالقيمة المرجحة لرأس المال وهو ما يدل على أن الشركات ذات الرسملة السوقية الكبيرة هي التي تؤثر في سعره بشكل أكبر، كما تستخدم طريقة التعويم الحر في حسابه لذا فهو يعتمد على الأسهم المتاحة فعلا للتداول.<sup>1</sup>
- **مؤشر إيبكس 35 "IBEX 35"**: هو المؤشر الرسمي للبورصة الإسبانية، تم إنشاؤه عام 1992م ويتكون من أكبر 35 شركة مدرجة في البورصات الإسبانية الأربع من حيث القيمة السوقية. تتولى شركة البورصة "BME" إدارة هذا المؤشر وإعطاء كل البيانات المرتبطة به بشكل مستمر، كون أنه يعتبر المؤشر الرسمي الذي يستند إليه المستثمرون والمحللون لمراقبة تطور سوق الأسهم الإسبانية.<sup>2</sup>
- **مؤشر الفاينانشل تايمز "FT-SE100"**: يعتبر هذا المؤشر الأحدث في المملكة المتحدة، ويعرف أيضا باسم "FOOTISE"، ويتكون من أسهم 100 شركة الكبرى من حيث القيمة السوقية ببورصة لندن. أنشئ عام 1983م لتلبية لرغبات المتعاملين في السوق المالي بهدف مساعدتهم في معرفة اتجاهات السوق، حيث يتم حساب قيمته كل 60 ثانية وذلك بواسطة نظام إلكتروني يعرف بـ: "EPIS". وتجدر الإشارة إلى أن مراجعة الأسهم المدرجة في المؤشر تتم كل ثلاثة أشهر، وذلك باستخدام القاعدة: 90-110، أي أن الأسهم التي يتراجع ترتيبها إلى أكثر من 110 فإنها تحذف تلقائيا من الأسهم المكونة للمؤشر، أما في حالة ارتفاع ترتيب سهم معين إلى أقل من 90، فإنه يضاف هذا السهم إلى المؤشر ويحذف مكانه سهم آخر.<sup>3</sup>

### ثانيا: مؤشرات الأسواق المالية الآسيوية والعربية

تعد الأسواق المالية الآسيوية والعربية أقل تطورا عموما مقارنة بالأسواق المالية الأمريكية والأوروبية، إلا أنها لا تخلو هي الأخرى من المؤشرات التي تعبر عن حالتها.

<sup>1</sup> أعراب جازية، مخاطر تقلب عوائد مؤشرات الأسواق المالية-دراسة قياسية للبيانات يومية من سبتمبر 2014 إلى سبتمبر 2018 خاصة بمؤشر بورصة فرانكفورت DAX 30، مجلة الاستراتيجية والتنمية، المجلد 10، العدد 01 مكرر (الجزء 02)، جانفي 2020، ص ص 59-60.

<sup>2</sup> Marta Lillo León, **ÍNDICES BURSÁTILES : EL IBEX 35**, tesis doctoral en ciencias sociales y jurídicas, UNIVERSIDAD DE JAÉN, España, 2016, P 16.

<sup>3</sup> مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة الأوراق المالية، مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2014، ص ص 264-265.

## 1. مؤشرات الأسواق المالية الآسيوية

من أبرز مؤشرات الأسواق المالية الآسيوية نجد:

- **مؤشر نيكاي 225 "Nikkei 225"**: يعتبر من أهم مؤشرات الأسهم في السوق المالي الياباني، حيث تم إنشاؤه في شهر سبتمبر 1950م خلفا للمؤشر الذي كان معمول به منذ سنة 1949م. يضم هذا المؤشر 225 مؤسسة يتم اختيارها وفقا لمجموعة من الشروط والمعايير الخاصة منها: سيولة الأسهم في السوق وكذا حجم المؤسسة. وتجدر الإشارة إلى أنه توجد مؤشرات أخرى تحمل اسم نيكاي منها: "نيكاي 300" و"نيكاي ستايل أندكس"<sup>1</sup>.
- **مؤشر بورصة ماليزيا "Index KLSE"**: هو مؤشر يقيس أداء الأوراق المالية الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية في السوق المالي الماليزي، تم إنشاؤه في 17 أبريل 1999م. ويضم جميع الأوراق المالية الإسلامية التي يصادق عليها المجلس الاستشاري للشريعة "SAC"، حيث يتم تطبيق معايير خاصة عند تصنيف الأوراق المالية وتنصب بالأساس على طبيعة الأنشطة التي تقوم بها المؤسسات المصدرة لها والتي من بينها: عدم التعامل بالفائدة والقمار (الميسر)، المعاملات المشكوك فيها والتي تتميز بعدم اليقين (الغرر)، الأنشطة المحرمة...إلخ. ويتم حساب المؤشر بطريقة المتوسط المرجح باستخدام القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة والتي بلغت في تاريخ الأساس 272 سهم.<sup>2</sup>
- **مؤشر بورصة شنغهاي الصينية "SSEC"**: تم إنشاء هذا المؤشر في 15 جويلية 1991م، وهو أول مؤشر يعكس أداء السوق المالي بالكامل. يتم حسابه على أساس إجمالي القيمة السوقية لكافة الأسهم المدرجة في السوق. وفي جوان 2002 م، تم إعادة هيكلة المؤشر الأصلي وتم تسميته بـ: "SSE180"، حيث ضم أسهم أكبر المؤسسات المدرجة في السوق بناء على القطاع والحجم والسيولة ليعكس الوضع العام وتشغيل بورصة شنغهاي ويعمل كمعيار للأداء للأسهم القيادية الكبيرة المعروفة وكذا الأداة الأساسية للمستثمرين المالية.<sup>3</sup>

## 2. مؤشرات الأسواق المالية العربية

هناك العديد من مؤشرات الأسواق المالية العربية، نذكر من بينها:

- **مؤشر بورصة عمان "MSM"**: بدأت بورصة عمان للأوراق المالية باحتساب رقم قياسي مرجح لأسعار الأسهم عام 1980م، وكان ذلك لعينة تتكون من 38 مؤسسة موزعة عبر مختلف القطاعات الاقتصادية

<sup>1</sup> زياد رمضان، مروان شموط، **الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2007، ص ص 177-178.**

<sup>2</sup> Zamri ahmad, haslind ibrahim, **A Study of Performance of the KLSE Syariah Index**, Malaysian Management Journal, volume 06, issue 01&02, 2002, pp 26

<sup>3</sup> الموقع الرسمي لبورصة شنغهاي، تاريخ الاطلاع: 2021/01/19، على الرابط: <http://english.sse.com.cn/home>

وتم إختيار أسعار افتتاح التداول في الأول من شهر جانفي في تلك السنة كفترة أساس. ليتم تطوير المؤشر بعد ذلك ليشمل أكبر 100 مؤسسة من المؤسسات التي استوفت الشروط من حيث القيمة السوقية، حيث يتحدد وزن المؤشر بالقيمة السوقية الحرة، بينما تتحدد أوزان الأسهم الفردية بنسبة 10 % كحد أقصى بهدف منع احتكار الأسهم الفردية على المؤشر، كما تم تحديد الرقم 1000 نقطة كقيمة أساس للرقم القياسي ابتداءً من عام 1999م.<sup>1</sup>

● **مؤشر السوق السعودي للأوراق المالية "TASI":** قام المركز الوطني للمعلومات المالية في نهاية شهر فيفري عام 1958م بحساب المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي، حيث يقوم هذا المؤشر بإدراج جميع الأسهم المتداولة في السوق من خلال حساب المتوسط الحسابي المرجح للرسملة السوقية للشركات المدرجة، حيث تم إعطاء قيمة 100 نقطة في البداية ثم تحولت إلى قيمة 1000 نقطة فيما بعد، وتضم عينة المؤشر أسهم كل الشركات الموجودة في السوق.<sup>2</sup>

● **مؤشر سوق السودان للأوراق المالية:** ويعرف أيضا بمؤشر "الخرطوم 30". يمثل القيمة المرجحة للتداول لأسهم 30 شركة الأكثر سيولة في السوق، ولضمان تمثيل أكبر قدر من المؤسسات الصغيرة عند حساب المؤشر يتم تخصيص لها 10 % كحد أقصى. قدرت القيمة الابتدائية للمؤشر 100 نقطة لترتفع فيما بعد إلى 1000 نقطة في شهر جوان سنة 2006 م. وتحدد الإشارة أن لسوق الخرطوم للأوراق المالية ثلاث مؤشرات أخرى تضم أيضا أكبر 30 شركة في كل قطاع وهي: مؤشر البنوك والاستثمار، مؤشر الصناعة ومؤشر الخدمات والتأمين. وكل هذه المؤشرات تعتمد أيضا على القيمة المرجحة للتداول.<sup>3</sup>

● **مؤشر بورصة الكويت:** ويعرف بمؤشر السوق الرئيسي 50 "Bursa Kuwait Main Market 50Index". يتكون من أكبر 50 شركة من ناحية السيولة. تبلغ القيمة الأساسية للمؤشر 5000 نقطة وعملته الدينار الكويتي، ويتم إدراج وخروج الشركات من المؤشر بناء على متوسط القيمة اليومية المتداولة للشركة.<sup>4</sup>

● **مؤشر بورصة الجزائر:** بالنسبة لبورصة الجزائر فهي تعتبر حديثة النشأة نسبيا مقارنة بباقي الأسواق المالية العربية والعالمية، حيث تم انشاؤها في سنة 1997م، وتضم حاليا 05 مؤسسات مدرجة فقط كما يبرزه الشكل الموالي:

<sup>1</sup> خالد لافي النيف، العلاقة الديناميكية بين متغيرات الاقتصاد الكلي والمؤشر العام لبورصة عمان للأوراق المالية، المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، المجلد 05، العدد 02، 2018، ص 133.

<sup>2</sup> زهير غراية، اختبار نموذج كفاءة الأسواق المالية: مدخل لتقييم أسعار المنتجات المالية-دراسة لعينة من المؤشرات المالية العربية، المجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والأكاديمية، العدد 13، جانفي 2015، ص 40.

<sup>3</sup> موقع سوق الخرطوم للأوراق المالية، تاريخ الاطلاع: 2020/10/12، على الرابط:

<http://www.kse.com.sd/Pages/default.aspx?c=550&sid=1>

<sup>4</sup> موقع بورصة الكويت، تاريخ الاطلاع: 2021/01/24، على الرابط:

<https://www.boursakuwait.com.kw/ar/securities/indices/bk-main-50>

جدول رقم (02): المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر

| اسم المؤسسة      | القطاع             | عدد الاسهم |
|------------------|--------------------|------------|
| أليانس للتأمينات | التأمينات          | 9287217    |
| م.ت.ف. الأوراسي  | الفندقة            | 6000000    |
| صيدال            | الصناعة الصيدلانية | 10000000   |
| بيوفارم          | الصناعة الصيدلانية | 25521875   |
| أوم انفست        | سياحة              | 1159300    |

المصدر: موقع بورصة الجزائر، تاريخ الاطلاع: 2022/09/15، على الرابط:

[http://www.sgbv.dz/ar/?page=ligne\\_societe](http://www.sgbv.dz/ar/?page=ligne_societe)

يتضح من خلال الجدول السابق أنه من الصعب أن تمثل هذه المؤسسات الاقتصاد الجزائري أو أن تعبر عن حالة السوق، بسبب عددها القليل مقارنة بإجمالي المؤسسات في الاقتصاد الوطني ولهذا نجد أن البورصة والمشرفين عليها لم يهتموا بتطوير مؤشر للسوق المالي في الجزائر.

لقد بدأت بورصة الجزائر في استخدام مؤشر مرجعي أطلق عليه اسم: دزاير اندكس "dzaiz index"، حيث يضم المؤسسات المسعرة في السوق الرئيسي والذي من المفترض أن يعكس الاتجاه العام للسوق. تتم عملية تسيير وحساب المؤشر من قبل رسمي المقصورة لمؤسسة تسيير بورصة القيم المنقولة، ويحسب من خلال مبدأ ترجيح الرسمة العائمة للسوق ويتضمن وزن كل قيمة في المؤشر الأسهم القابلة للتداول لكل مؤسسة مدرجة اعتمادا على أسعار الاغلاق في نهاية كل حصة تداول على أساس 1000 نقطة ابتداءً من 03 جانفي 2008 م.<sup>1</sup>

### المبحث الثاني: آليات التعامل في الأسواق المالية

يتطلب التعامل في الأسواق المالية توفر مجموعة من الآليات والميكانيزمات التي تضمن السير الحسن للأسواق. ومن هنا تهتم إدارة الأسواق المالية بوضع جملة من التشريعات والقوانين التي تضبط مختلف العمليات والمتدخلين في السوق خاصة نشاط الوساطة المالية، والتي تتطلب رقابة خاصة حتى لا تتحول إلى أعمال وهمية تخدم مصالح أطراف على حساب أخرى وهو ما يحدث حالة من عدم التوازن في السوق. ومن ناحية أخرى يقتضي التعامل في الأسواق المالية الإلمام بالمختلف الجوانب المرتبطة بالاستثمار المالي لا سيما التحليلين الفني والأساسي اللذان يعتبران عنصرين مهمين في معرفة اتجاهات الأسواق المالية.

<sup>1</sup> بلفيطح ريمة، اختبار نموذج السير العشوائي في بورصة الجزائر-تحليل سلوك المؤشر dzaiz index للفترة (2015/2008)، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 17، 2017، ص 270.

## المطلب الأول: العمليات، الأوامر والمتدخلون في الأسواق المالية

تتم في الأسواق المالية مجموعة من العمليات التي تخدم مصالح مختلف المتدخلين فيها كل حسب موقعه، هذه العمليات لا يتم تنفيذها بشكل عشوائي وإنما تكون في شكل صفقات تتم من خلال مجموعة من الأوامر سواء كانت بالبيع أو الشراء أو لأغراض أخرى.

### الفرع الأول: عمليات الأسواق المالية والمتدخلون فيها

نظرا لتعدد رغبات المشاركين في الأسواق المالية وتنوعها، كان لزاما أن تواكب العمليات في الأسواق هذا التنوع بهدف تلبية رغبات مختلف الأطراف، وهو ما انعكس على العمليات بحد ذاتها والتي شهدت عدة تغيرات وتطورات متسارعة ساعدها في ذلك ظهور العولمة المالية.

### أولا: عمليات الأسواق المالية

يوجد في الأسواق المالية نوعين من العمليات؛ عمليات حاضرة وأخرى آجلة. ويتم الدخول فيها وفقا لحاجات المستثمرين والمتعاملين، وكذا تبعا لرغباتهم وأهدافهم المسطرة، وسنوضح كل منها في الآتي:<sup>1</sup>

#### 1. العمليات الحاضرة: يقصد بها تلك العمليات السريعة التي يتم من خلالها بيع وشراء مختلف الأدوات

المالية في الحال وفقا للسعر السائد في السوق، وهو السعر الذي يتفق عليه الطرفان على حد سواء. ويلجأ المتعاملون إلى الأسواق العاجلة بغرض الاستفادة من وضع السوق الحالي والذي يميل لكفة البائع في حالة ارتفاع الأسعار أو للمشتري في حالة انخفاضها. وتمثل هذه السوق فرصة ملائمة للمضاربين من أجل المضاربة على الأسعار.

#### 2. العمليات الآجلة: تتمثل في تلك العمليات التي يتفق بموجبها البائع والمشتري على بيع وشراء أداة مالية

معينة في الوقت الحالي دون القيام بالتنفيذ الفعلي للعملية، بل تؤجل إجراءاتها لوقت لاحق حيث تسوى الصفقات في الغالب مرة كل شهر. ويشترط على طرفي العقد ترك ضمان مالي إلى غاية تسوية الصفقة. ومن أهم العمليات الآجلة نجد:

- **العمليات الآجلة القطعية:** يتم في هذه العملية الاتفاق على تاريخ محدد لتسوية الصفقة التي تم الاتفاق عليها مسبقا، وما يميزها أنها عملية ملزمة لا يتم الرجوع فيها وكلا الطرفين ملزمان بإتمام الصفقة، إلا أنه يمكن للطرفين تأجيل تاريخ التسوية إلى وقت لاحق.
- **العمليات الآجلة الشرطية:** تتميز هذه العملية بأنه يمكن من خلالها رجوع أحد أطراف العقد عن تنفيذ الصفقة مقابل دفع علاوة على ذلك، وهذا النوع من العمليات يتم بسعر أعلى مقارنة بالعمليات

<sup>1</sup> إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، الطبعة الأولى، ص ص 444-445.

القطعية نظرا للمخاطر التي يمكن أن تنجر عنها، خاصة مخاطر عدم الوفاء. وتنقسم هذه العمليات بدورها إلى قسمين:

- **العمليات الشرطية للمشتري:** يلتزم من خلال هذا النوع البائع بتنفيذ القرارات النهائية للمشتري، حيث يكون له الخيار ولا يتحمل على العمليات لأجل، وذلك مقابل دفع العلاوة مسبقا. وهذا ما يخول له شراء كميات أكبر مما لو كان يضارب لأجل ثابت.
- **العمليات الشرطية للبائع:** هنا يلتزم المشتري بتنفيذ القرارات النهائية للبائع، حيث يمكن له إتمام تنفيذ الصفقة من عدمها، وذلك مقابل مكافأة متفق عليها مسبقا.

### ثانيا: المتدخلون في الأسواق المالية

تتكون الأسواق المالية من العديد من العناصر والمتدخلين كل حسب موقعه وأهدافه، حيث أن تفاعل هذه العناصر فيما بينها يساهم في تنشيط الأسواق وتخفيفها، ومن أهم المتدخلين في الأسواق المالية نجد:

1. **البائعون:** يقوم البائعون بعرض مختلف الأدوات المالية التي يحوزونها للبيع في السوق، وتتمثل هذه الفئة أساسا في المؤسسات والمشاريع التي تعاني من عجز في مواردها المالية أو تسعى إلى توسيع نشاطاتها وقدراتها الإنتاجية، وبالتالي تقوم بإصدار الأدوات اللازمة وطرحها للتداول بما يتناسب ويغطي حاجاتها المالية.<sup>1</sup>
2. **المشترون:** تتمثل هذه الفئة في المستثمرين، وبالتحديد الأفراد والمؤسسات التي تحوز على فوائض مالية بما يزيد عن احتياجاتها التمويلية لنشاطها، فتقوم باستثمار هذه الأموال من خلال شراء الأدوات المالية بهدف تحقيق عوائد من جهة، وتجنب انخفاض القوة الشرائية لمواردها المالية المجمدة من جهة أخرى.<sup>2</sup>
3. **الأفراد:** يسعى الأفراد دائما إلى تحقيق أرباح جراء استثمار أموالهم عوضا عن ادخارها، وبالتالي يبحثون عن أدوات استثمارية ملائمة تلبي رغبتهم وتحقق لهم مردودا أعلى خاصة من خلال السوق النقدي مثل: شهادات الإيداع أو سندات التنمية، فيقومون بتوزيع مدخراتهم على هذه الأدوات حسب العائد الذي يطمحون في تحقيقه من جهة وحاجتهم للسيولة من جهة أخرى.<sup>3</sup>
4. **البنوك التجارية:** يظهر الدور الذي تقوم به البنوك التجارية في الأسواق المالية بشكل أوضح من خلال السوق النقدي، ويتجلى ذلك من خلال موجودات ومطلوبات هذه البنوك والتي تعتبر بحد ذاتها أدوات

<sup>1</sup> فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث، إربد، الأردن، 2006، ص ص 91-92.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص 93.

<sup>3</sup> خالد أمين عبد الله، إسماعيل إبراهيم الطراد، إدارة العمليات المصرفية-المحلية والدولية-، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، الطبعة الأولى، ص 336.

السوق الرئيسية، حيث تسعى البنوك دوماً للحفاظ على سيولة السوق بالإضافة إلى القدرة على الوفاء بالتزاماتها والحصول على أكبر مردود ممكن في السوق.<sup>1</sup>

**5. البنوك المركزية:** تقوم البنوك المركزية بمهمة إصدار النقود اللازمة لتلبية احتياجات الأسواق النقدية، حيث تعتبر هذه الأخيرة البيئة الخصبة للبنوك المركزية من أجل تنفيذ السياسات النقدية الملائمة وفقاً للظروف الاقتصادية السائدة في البلاد. ومن أجل تحقيق ذلك تقوم البنوك المركزية بـ:<sup>2</sup>

- شراء وبيع أدوات السوق النقدي من خلال سياسة السوق المفتوحة؛
- الإشراف على تداول العملات الأجنبية والمحلية؛
- التحكم في سعر الفائدة (سعر إعادة الخصم)؛
- تحديد نسب الاحتياطيات التي تلتزم البنوك الاحتفاظ بها؛
- إصدار التعليمات واللوائح ومختلف الأنظمة التي تسيّر عمل البنوك.

**6. الوسطاء:** تقوم هذه الفئة بلعب دور الوساطة بين أصحاب الفوائض المالية وأصحاب العجز المالي، من خلال مطابقة احتياجات الطرفين وتلبيتها في الوقت المناسب وبأقل تكلفة ممكنة. ومن بين عناصر الأسواق المالية التي تلعب هذا الدور نجد: البنوك التجارية، شركات التأمين، صناديق الاستثمار والسماسة.<sup>3</sup>

**7. المؤسسات المالية:** تقوم المؤسسات المالية بعمليات الوساطة المالية داخل الأسواق المالية، بالإضافة إلى عمليات الاستثمار من خلال المحفظة المالية، حيث تهدف من وراء ذلك إلى توفير قدر عالٍ من السيولة وتحقيق مردود جيد بكفاءة كبيرة. ويتحدد دور هذه المؤسسات من خلال:<sup>4</sup>

- تعبئة المدخرات المالية وتوجيهها؛
- خلق الفرص الاستثمارية؛
- تحقيق التقارب بين العرض والطلب داخل الأسواق المالية.

## الفرع الثاني: أوامر الأسواق المالية

أوامر الأسواق المالية هي عبارة عن توجيهات وإرشادات يعطيها المستثمرون للوسطاء المكلفين بتنفيذ صفقاتهم تخص مختلف الخصائص التي يجب أن تتوفر في الورقة المالية أو الصفقة المراد تنفيذها وكذا الآلية التي تتم بها.

<sup>1</sup> خالد الراوي، عبد الله بركات، نضال الرمحي، *نظرية التمويل الدولي*، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002، الطبعة الثانية، ص 499.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص 500.

<sup>3</sup> نجاح عبد العليم عبد الوهاب أبو الفتوح، *أصول المصرفية والأسواق المالية الإسلامية*، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، إربد، الأردن، 2014، الطبعة الأولى، ص 211.

<sup>4</sup> مونية سلطان، *السندات والأسهم والأوراق المالية*، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2019، الطبعة الأولى، ص ص 49-50.

## أولاً: أنواع أوامر الأسواق المالية

تتنوع الأوامر التي يعطيها المستثمرين للوسطاء بغية تحقيق أهدافهم وتنفيذ الصفقات التي يرغبون في تنفيذها، فالوسيط المالي لا يقوم بأي عملية دون وجود أمر مسبق يحدد المواصفات والشروط وكذا الآليات التي تتم من خلالها العملية. ومن أوامر الأسواق المالية نجد:

### 1. الأوامر المرتبطة بسعر التنفيذ:

من بين أهم الأوامر التي تسود الأسواق المالية، والتي تتعلق بسعر الورقة المالية نجد:<sup>1</sup>

- **أمر بسعر السوق:** يعتبر هذا النوع من الأوامر الطريقة المثلى لضمان تنفيذ صفقات البيع والشراء في الموعد المحدد، فعند حاجة المستثمر لتنفيذ عملية بيع أو شراء لأداة مالية معينة يصدر هذا الأمر خاصة في حالة حاجته القصوى لتنفيذ العملية، وما يعاب على هذا النوع من الأوامر أن سعر التنفيذ يحدده السوق، بالرغم من أنه قد لا يكون في صالح المستثمر.
- **أمر بسعر محدد:** يشير هذا النوع من الأوامر إلى تنفيذ عمليات البيع أو الشراء عند وصول سعر السوق إلى سعر معطى مسبقاً. ففي حالة الشراء يجب ألا يتعدى سعر التنفيذ السعر الموجود في الأمر، أما في حالة البيع فيجب ألا يقل سعر التنفيذ عن السعر الموجود في الأمر.
- **أمر الشراء والبيع الموقوفة:** تتمثل هذه الأوامر في تنفيذ عملية الشراء عند وصول أسعار السوق لمعدل يتجاوز السعر الحالي للسهم، وكذا تنفيذ عملية البيع عند وصول أسعار السوق لمعدل يقل عن السعر الحالي للسهم. والملاحظ أن هذا النوع من الأوامر تتنافى مع مبادئ الاستثمار الرشيدة والتي تسعى دوماً لتحقيق الأرباح وتقليل التكاليف. لكن هذه الأوامر تستخدم بكثرة عند عمليات المضاربة من خلال عمليات البيع والشراء الموقوفة المركبة، وذلك وفقاً لعمليات التحليل الفني والأساسي التي يجريها المستثمرين على الأسواق المالية للتنبؤ باتجاهات السوق المستقبلية.

### 2. الأوامر المرتبطة بوقت التنفيذ:

هي الأوامر التي تتعلق بعنصر الزمن في تنفيذها، فالوسيط في هذه الحالة مقيد بمجال زمني محدد لعملية التنفيذ، ومن أبرز هذه الأوامر:<sup>2</sup>

- **الأوامر المحددة بيوم:** يعتبر هذا النوع من الأوامر الأكثر شيوعاً في الأسواق المالية، ذلك أنه يبنى وفقاً للافتراضات والتوقعات الخاصة بالحالة الاقتصادية ككل وكذا الظروف المرتبطة بالمؤسسات والتي تتعرض

<sup>1</sup> فهد بن عبد الله حامد الحويمان، المال والاستثمار في الأسواق المالية، مطابع دار هلال للأوفست، الرياض، السعودية، 2006، الطبعة الثانية، ص ص 113-120.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2002، ص ص 525-526.

للتقلبات بين لحظة وأخرى. حيث يعتقد المستثمرون وفقا لتحليلاتهم للسوق بأن ذلك اليوم الذي ينفذ فيه الأمر هو أفضل يوم للتعامل في الورقة المالية خاصة على المدى القصير. ويظل الأمر ساريا إلى غاية إغلاق البورصة أبوابها في ذلك اليوم.

● **الأوامر المحددة بأسبوع أو شهر:** بالنسبة للأوامر المحددة بأسبوع فإنها تنتهي بنهاية ذلك الأسبوع الذي صدر فيه بغض النظر عن يوم صدوره فيما إذا صدر في بداية الأسبوع أو في منتصفه. فمثلا إذا صدر يوم الثلاثاء فإن تنفيذه ينتهي بنهاية الأسبوع (يوم الخميس في البورصات العربية ويوم الجمعة في بورصة نيويورك مثلا). وكذلك الأمر بالنسبة للأوامر المحددة بشهر فوقت تنفيذها ينتهي بنهاية ذلك الشهر الذي صدرت فيه.

● **الأوامر المفتوحة:** هي الأوامر التي تبقى سارية المفعول إلى غاية تنفيذها أو إلغائها من قبل المستثمر، وبالرغم من أن هذه الأوامر تعطي الحرية للوسيط في تنفيذها، إلا أنها محفوفة بعدة مخاطر كمخاطر النسيان؛ فالمستثمر قد ينسى بأنه أعطى أمرا بهذا النوع لطول الفترة التي مرت عن إصداره، وكذا مخاطر تغير المعلومات الموجودة في السوق. وتجدد الإشارة إلى أن المستثمر ملزم بتجديد هذا النوع من الأوامر بشكل دوري (كل 06 أشهر في بورصة نيويورك مثلا).

### 3. الأوامر التي تجمع سعر ووقت التنفيذ:

هي الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت تنفيذ الصفقات، ونذكر منها:<sup>1</sup>

- **الأوامر المحددة السعر خلال فترة معينة:** في هذا النوع يقوم المستثمر بتقييد الوسيط بالسعر الذي يتم به تنفيذ الصفقة وكذا المجال الزمني الذي تتم فيه.
- **الأوامر المفتوحة في حدود سعر معين:** لا يرتبط هذا النوع من الأوامر بمجال زمني معين، وإنما يتم من خلاله تحديد سعر معين تنفذ به الصفقة إذا وصل سعر السوق إليه أو إلى سعر أفضل منه.

### 4. الأوامر الخاصة:

هناك العديد من الأوامر الخاصة التي تعطى وفقا لأهداف ورغبات المستثمرين في السوق نذكر منها:<sup>2</sup>

- **أوامر الإيقاف:** هي عبارة عن أوامر تستخدم لإيقاف الخسارة أو الحد من تضائل هامش الربح، ففي حالة أمر إيقاف متعلق بالبيع يصدر العميل أمرا للوسيط لينفذه في حالة ما إذا وصل سعر الورقة المالية إلى حد معين أو انخفض عنه، وهذا لتجنب خسائر أكبر نظرا للظروف التي تشهدها السوق والتي توحى

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص ص 526-527.

<sup>2</sup> محمد عبد الله شاهين محمد، مرجع سابق، ص ص 27-30.

باستمرار هبوط الأسعار. أما في حالة أمر إيقاف متعلق بالشراء فيتم تنفيذه إذا وصل سعر الورقة المالية إلى حد معين أو تعاده، وذلك كون أن المستثمر يتوقع استمرار ارتفاع الأسعار في السوق.

● **أوامر الإيقاف المحددة:** يتم من خلال هذا النوع من الأوامر تحديد سعر معين لا يتم تجاوزه عند تنفيذ الصفقة، ففي حالة البيع يتم التنفيذ عند السعر المحدد في الأمر أو سعر أكبر منه، وفي حالة الشراء يتم التنفيذ بالسعر المحدد أو سعر أقل منه. والهدف من أوامر الإيقاف المحددة هو معالجة حالة عدم التأكد للأسعار في السوق.

● **أمر حرية التصرف:** يعطي المستثمر هذا النوع من الأوامر للوسطاء الذين يتمتعون بالكفاءة والثقة والجدية في التعامل، وبموجبه يأخذ الوسيط الحرية في التصرف سواءً من خلال وقت وسعر التنفيذ أو من خلال نوع الصفقة إن كانت بيعاً أو شراءً. إلا أنه في بعض الأحيان ووفقاً لوضعية السوق والمستثمر يقوم هذا الأخير بتقييد هذه الحرية ويتركها مرتبطة بوقت وسعر التنفيذ فقط مثلاً.

## ثانياً: تكاليف أوامر الأسواق المالية

إن تنفيذ الأوامر السابقة الذكر لا تتم بشكل مجاني، بل تتطلب مجموعة من التكاليف والعلاوات التي تضمن إتمام الصفقات بالشكل المطلوب. وفي هذا الصدد نميز بين نوعين من التكاليف:<sup>1</sup>

### 1. التكاليف المباشرة: هي التكاليف التي تظهر بصفة مباشرة عند تنفيذ الأوامر والتي تتجسد من خلال:

- الزيادة السعرية في قيمة الورقة المالية داخل الكميات الكسرية؛
- تكلفة المعاملات والتي تصل إلى 04 % من قيمة الورقة المالية، حيث تتضمن هذه التكلفة: عمولة السمسرة، الربح الذي يحققه صناع السوق للورقة المالية، الخصم على سعر الورقة المالية، الضرائب، الرسوم المستحقة لهيئة السوق المالي؛
- الفوائد على الأموال التي تقترض بغرض تمويل عمليات الشراء الهامشي؛
- الضريبة المدفوعة على الأرباح.

### 2. التكاليف غير المباشرة: هي التكاليف التي لا تظهر مباشرة عند تنفيذ الأمر، ونذكر من بينها:

- عائد الفرص البديلة؛ أي العائد الذي كان من الممكن أن يحققه المستثمر لو تم توجيه أمواله إلى استثمارات أخرى؛
- تكاليف الوقت والجهد التي بذلها المستثمر في تقييم الورقة المالية المراد الاستثمار فيها؛
- تكلفة الخطر الذي ينطوي عليه الاستثمار في هذا المجال.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، مطبعة الدلتا، الإسكندرية، مصر، 2011، ص ص 488-489.

\* الكميات الكسرية هي التي يحتوي فيها الأمر على 100 ورقة مالية أو أقل، أما الكميات غير الكسرية فهي التي يحتوي فيها الأمر على 100 ورقة مالية أو مضاعفاتهما: 200، 300، .... إلخ.

لهذا وجب على المستثمر الذكي أن يجري تحليلاً قليلاً لمختلف التكاليف سواءً المباشرة أو غير المباشرة ومقارنتها بالعائد المتوقع من الاستثمار في هذه الأوراق المالية محل التعاقد من أجل اتخاذ القرار الاستثماري المناسب كما يبرزه الجدول الموالي:

جدول رقم (03): علاقة تكاليف الأوامر باتخاذ القرار الاستثماري

| نتيجة المقارنة                  | القرار الاستثماري المناسب                                          |
|---------------------------------|--------------------------------------------------------------------|
| تكاليف الأوامر > العائد المتوقع | تنفيذ الأمر                                                        |
| تكاليف الأوامر < العائد المتوقع | عدم تنفيذ الأمر                                                    |
| تكاليف الأوامر = العائد المتوقع | مقارنة العائد المتوقع مع عائد الفرصة البديلة لاتخاذ القرار المناسب |

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على ما سبق

### الفرع الثالث: طرق التسعير في الأسواق المالية

من أجل الوصول إلى سعر معين في الأسواق المالية يجب توفر طرفين أساسيين: عارضي الأوراق المالية وطالبيها، وبما أن كل طرف يسعى لتعظيم عوائده أو التقليل من خسائره فقد تحدث فروقات كبيرة في أسعار الأوراق المالية الموجودة في السوق. ومن هنا وجدت أنظمة التسعير والتي تتضمن أحكاماً خاصة بالفروق القصوى المسموح بها للأسعار المتتالية بعد السعر الأول المعروض.<sup>1</sup>

تتمثل أهم نظم التسعير في الأسواق المالية في الآتي:<sup>2</sup>

- **التسعيرة بالمناداة:** تقوم هذه الطريقة على تجمع الوسطاء أو مندوبيهم داخل منطقة واسعة يقف وسطها سمسار (دلال) مختص يقوم بالمناداة من خلال مكبر الصوت لتسهيل عملية الاتصال بينه وبين الحاضرين وكذا المكلف بتسجيل الأسعار في السبورة الموجودة في الساحة. ويتم تحديد سعر الأوراق المالية من خلال عرض طلبات البيع والشراء للورقة محل التعامل ليتم في الأخير تسعيرها بالسعر المناسب. وتضمن هذه الطريقة الشفافية ومراقبة الصفقات بصورة مباشرة.
- **التسعيرة بالصندوق:** يتم من خلال هذه الآلية وضع عروض وطلبات الوسطاء في صندوق خاص، لتقوم بعدها لجنة السوق بترتيبها وحسابها من أجل تحديد سعر الورقة المالية المناسب. ويتم اللجوء لهذه الطريقة عندما يكون عدد العروض والطلبات مرتفع بشكل كبير.

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السبيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، القاهرة، مصر، 2003، الطبعة الأولى، ص ص 17-18.

<sup>2</sup> عبد الصمد سعوددي، الاقتصاد النقدي والأسواق المالية، الابتكار للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2018، ص ص 179-181.

- **التسعيرة بالمطابقة:** عندما يتلقى الوسيط المالي طلبات بيع نوع معين من الأوراق المالية وفي الوقت ذاته طلبات شراء لنفس الأوراق المالية يقوم بتسوية هذه الصفقة بشراء هذه الأوراق المالية للشخص الثاني من الشخص الأول وذلك بإشراف أحد أعضاء نقابة السماسرة، من أجل للتأكد من أنه لا توجد طلبات وعروض أخرى مشابهة لها.
- **التسعيرة الرسمية:** تقوم من خلال هذه الطريقة لجنة التسعير في البورصة بنشر وثيقة في كل جلسة تداول تحتوي على السعر الذي يتم من خلاله تداول القيم المنقولة المقيدة بالتسعيرة، وأهم ما تحتويه هذه الوثيقة: اسم الورقة المالية، سعر الورقة المالية في تلك الجلسة... إلخ.
- **التسعيرة المستمرة:** عند التقاء أوامر البيع والشراء عند سعر معين يتم معالجة هذه الأوامر من خلال برامج الإعلام الآلي وذلك بهدف تنفيذ أكبر عدد ممكن من الصفقات في وقت وجيز، كما يمكن من خلالها تتبع تغيرات الأسعار في السوق.

بالإضافة إلى طرق التسعير سابقة الذكر، فقد ساهمت العولمة المالية في ابتكار طرق وآليات جديدة خاصة مع ظهور التداولات الإلكترونية، حيث أصبحت الأوامر والصفقات تتم بطريقة آلية وتتولى أنظمة التداول الإلكترونية مطابقة طلبات الشراء والبيع، وهو ما وفر الجهد والتكلفة والوقت على المتعاملين في الأسواق المالية.

### المطلب الثاني: وسطاء الأسواق المالية

تعتبر عملية التمويل الأساس الذي وجدت من أجله الأسواق المالية، وتزداد أهميتها والحاجة إليها في الاقتصاديات التي تعاني من هشاشة الجهاز المصرفي وعدم قيامه بالوظائف المنوطة به. لكن يبقى التساؤل المطروح أي نوع من التمويل يعتبر ذات فعالية: المباشر أم غير المباشر؟

### الفرع الأول: الحاجة إلى الوساطة في الأسواق المالية

تكتسي الوساطة المالية أهمية كبيرة في الأسواق المالية نظرا للدور الذي تقوم به في تنشيط الأسواق المالية وتقليل الوقت والتكاليف المرتبطة بالصفقات وكذا تقليل المخاطر في الأسواق.

### أولا: الصعوبات المرتبطة بالالوساطة المالية

تتطلب عملية التمويل المباشر تلاقي وتعارف أصحاب الفوائض بأصحاب العجز المالي، فالفئة الأولى التي لها أموال زائدة عن احتياجاتها تسعى إلى البحث عن فوائد من ورائها عوضا عن تركها معطلة، أما الفئة الثانية والتي لها أفكار ومشاريع استثمارية لكن لا تمتلك الأموال اللازمة لتجسيدها على أرض الواقع وهو ما يحتم عليها

البحث عن التمويل اللازم لها. هذا ما يؤدي بهذه الفئتين إلى رحلة البحث عن الآخر وهو ما ينجر عنها بعض المصاعب والعقبات التي لا يمكن تجاوزها، وتتمثل أهم العراقيل المتعلقة بالالوساطة المالية في:<sup>1</sup>

- صعوبة تلاقي أطراف التمويل المباشر، خاصة في الدول المتخلفة والنامية، التي تتميز بأسواق مالية غير نشطة ونقص التكنولوجيا المستخدمة في العمليات التمويلية؛
- صعوبة التوافق الزمني والمكاني لأطراف عملية التمويل؛
- عدم تطابق طريقي التمويل المباشر (علاقة غير انعكاسية رياضياً)؛
- صعوبة تقدير المخاطر خاصة من ناحية المقرض وهو ما يضعف الاستخدام الأمثل للتمويل؛
- عدم استخدام الأموال المقرضة إلى غاية تاريخ السداد.

إن العوامل السابقة الذكر وأخرى، دفعت بالوساطة المالية إلى تصدر واجهة الأسواق المالية، نظراً للمزايا والخدمات الكبيرة التي تقدمها للمستثمرين والأسواق المالية.

ثانياً: تعريف الوساطة المالية وأهميتها

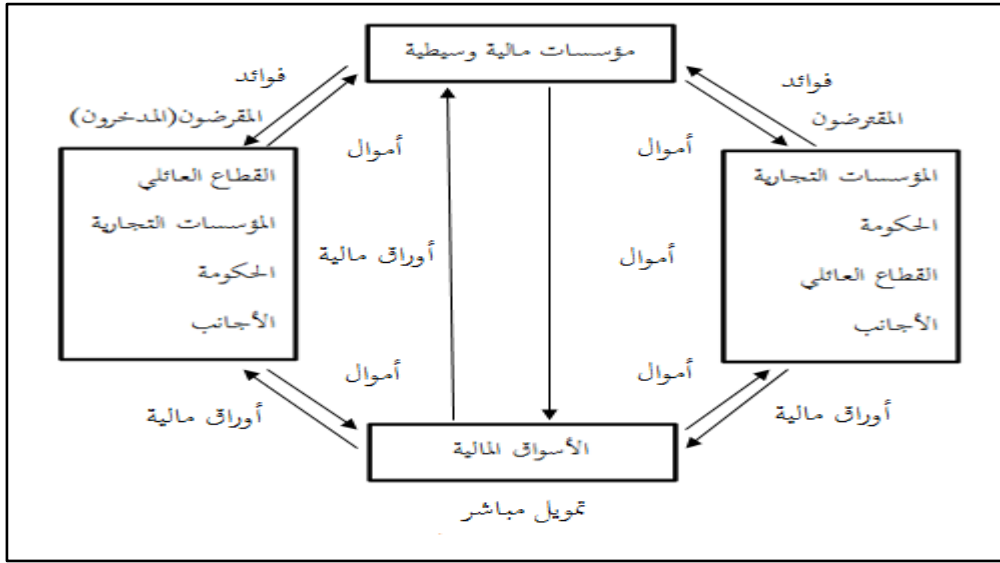
### 1. تعريف الوساطة المالية:

تعرف الوساطة المالية بأنها الآلية التي تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشرة بين المقرضين والمقترضين إلى علاقة غير مباشرة، وذلك من خلال خلق قناة جديدة تمر عبرها الأموال بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز.<sup>2</sup> ويمكن توضيح الآلية التي تقوم عليها الوساطة المالية من خلال الشكل الموالي:

<sup>1</sup> خليل عبد القادر، بوقاسة سليمان، دور الوساطة المالية في التمويل غير المباشر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، يومي 17 و18 أبريل 2006، جامعة الشلف، ص 404.

<sup>2</sup> مفلح حسيبة، خالفي وهيب، تحليل وتقييم لواقع نشاط الوساطة المالية في بورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2017)، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، المجلد 22، العدد 01، 2019، ص 123.

شكل رقم (02): تدفق رؤوس الأموال من خلال المؤسسات والأسواق المالية



المصدر: عبد اللطيف مصيطفي، محمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية،

مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 2015، الطبعة الأولى، ص 13.

يتضح من خلال الشكل السابق الدور الذي تقوم به الوساطة المالية في كسر الحواجز والعقبات بين فئة المقرضين والمقرضين، من خلال توفيرها لمجموعة من الآليات التي تسمح بتوفير الوقت والجهد والتكلفة وغيرها من العقبات الموجودة في التمويل المباشر.

## 2. أهمية الوساطة المالية:

تسعى عملية الوساطة المالية إلى تذليل العقبات والمشاكل المرتبطة بالتمويل، وهو ما ينعكس إيجاباً على مختلف الأطراف المعنية بها، ويمكن إبراز أهمية الوساطة المالية من خلال:<sup>1</sup>

- بالنسبة لأصحاب الفائض المالي: تحقق الوساطة المالية عدة مزايا لهذه الفئة نذكر منها:
  - مصداقية الوسيط المالي مضمونة، نظراً للقوانين والتشريعات التي تضمن حقوق المودعين، وهو ما لا يتوفر دوماً في علاقة التمويل المباشرة؛
  - إمكانية الحصول على السيولة في أي وقت، لأن مؤسسات الوساطة المالية مجبرة على الاحتفاظ بنسب دنيا من السيولة تحسباً للحالات الطارئة؛
  - تجنب مخاطر عدم السداد والتي تكون كبيرة في علاقة التمويل المباشرة، لأن مؤسسات الوساطة المالية تتميز بمعدلات ملاءة مرتفعة تمكنها من مواجهة مثل هذه المخاطر؛

<sup>1</sup> الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص ص 10-08.

- ربح الوقت والجهد وتكلفة البحث عن مقترضين محتملين.
- **بالنسبة لأصحاب العجز المالي:** كما هو الحال بالنسبة لأصحاب الفائض، تحقق الوساطة أيضا لأصحاب العجز عدة مزايا، منها:
  - توفر الوساطة المالية الأموال بالشكل الكافي وفي الوقت المناسب كون أنها تستقبل ودائع كثيرة تمكنها من تغطية احتياجات أصحاب العجز؛
  - تجنب مشقة البحث عن أصحاب الفائض المالية؛
  - توفر الوساطة المالية أموال بتكاليف أقل نسبيا من علاقة التمويل المباشرة.
- **بالنسبة للوساطة المالية ذاتها:** إن عملية الوساطة المالية لا تقوم دون مقابل، ولكنها تستفيد أيضا من العديد من المزايا، أهمها:
  - تستفيد من الفائدة على القروض والتي تعتبر أكبر مصدر يحقق المداخل لهذه العملية؛
  - استعمال موارد غير مكلفة في الغالب، كون أن الودائع الجارية تشكل أكبر مورد للوساطة المالية؛
  - تساهم الودائع في زيادة قدرتها على منح الائتمان من خلال انشاء نقود الودائع، وهو ما يؤدي إلى تعظيم عوائدها.
- **بالنسبة للاقتصاد:** من جانبه يستفيد الاقتصاد من وجود الوساطة المالية في العديد من الجوانب:
  - تفادي عرقلة النشاط الاقتصادي بسبب عدم توافق رغبات أصحاب الفائض والعجز؛
  - توفير الأموال اللازمة للتمويل من خلال تعبئة المدخرات الصغيرة وتحويلها إلى قروض كبيرة؛
  - تجنب التمويل غير التقليدي\* لتمويل الاقتصاد والذي يترتب عنه مشاكل اقتصادية عديدة.

## الفرع الثاني: مؤسسات الوساطة المالية

تعرف الوساطة في الأسواق المالية بوساطة السوق، وهي في الغالب تكون شبيهة بعمليات السمسرة كون أنها اتفاق يلتزم من خلاله الوسيط المالي بالعثور على عميل يقبل بالدخول في صفقة مع العميل الأول أو إقناعه بالتفاوض مع هذا العميل وهذا مقابل عمولة يتلقاها الوسيط المالي نظير هذا الجهد.<sup>1</sup> وغالبا ما يحترف عمل الوساطة المالية مؤسسات وهيئات تكون مختصة في هذا المجال ولها من الخبرة والوسائل ما يؤهلها لأداء عملها بجهد وتكلفة ووقت أقل. وتنقسم مؤسسات الوساطة المالية إلى قسمين أساسيين كما يوضحه الجدول الموالي:

<sup>1</sup> سرارمة مريم، جلابة علي، وساطة السوق كآلية لدعم الاقتصاد الوطني الجزائري، الملتقى الوطني حول النظام المالي وإشكالية تمويل الاقتصاديات النامية يومي 04 و 05 فيفري 2019، جامعة المسيلة، ص 09.

\* يقصد بالتمويل غير التقليدي قيام الحكومة بطبع النقود لتمويل عجز الموازنة العامة، دون الحاجة إلى مقابلات الكتلة النقدية وهو ما يؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم في الغالب.

جدول رقم (04): مؤسسات الوساطة المالية في الأسواق المالية

| مؤسسات الوساطة المالية                                                                                     |                                                                                                                          |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| المؤسسات الوداعية: هي تلك المؤسسات التي تستطيع جمع الودائع من الجمهور، كما يمكنها إنشاء نقود الودائع. مثل: | المؤسسات غير الوداعية: تتمثل في باقي المؤسسات التي لا تستطيع جمع الودائع من الجمهور، ولا يمكنها إنشاء نقود الودائع. مثل: |
| - البنوك التجارية (بنوك الودائع)؛                                                                          | - مؤسسات التمويل العقاري؛                                                                                                |
| - مؤسسات الادخار؛                                                                                          | - البنوك المتخصصة؛                                                                                                       |
| - اتحادات الائتمان.                                                                                        | - مؤسسات القرض بالإيجار.                                                                                                 |

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على:

الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2015، الطبعة الثانية، ص ص 55-56.

ويمكن تلخيص الدور الذي تقوم به مؤسسات الوساطة المالية في الأسواق المالية في التالي:<sup>1</sup>

- حماية الأوراق المالية المصدرة من مخاطر تقلبات الأسعار التي يمكن أن تحدث عند توزيع أسهم جديدة، حيث تقوم مؤسسات الوساطة بشراء الأوراق المالية وإعادة بيعها فيما بعد حفاظاً على قيمتها السوقية من الهبوط؛
- تسويق الأوراق المالية عن طريق الوكلاء والسماسة بقدر عال من الكفاءة والأمان؛
- تقديم النصائح والإرشاد لمختلف المتعاملين في السوق عن الأوراق المالية، نظراً للخبرات التي تمتلكها في المجال؛
- حماية المتعاملين في السوق من الغش والتلاعب الذي تمارسه بعض الأطراف في الأسواق المالية.

### المطلب الثالث: التحليل الأساسي والفني في الأسواق المالية

يلجأ المستثمرون إلى عدة أدوات وأساليب من أجل تقييم الأصول والأدوات المالية الذين يرغبون في الاستثمار فيها ومعرفة الحالة التي يؤول إليها السوق، ولعل التحليلين الأساسي والفني أبرز أداتين تساهمان في اتخاذ القرارات الاستثمارية. فالأول يعتمد على تحليل الظروف ذات العلاقة بالأصل المالي، بينما يعتمد الثاني على تحليل الأصل في حد ذاته.

<sup>1</sup> إبراهيم نافع قوشجي، الأسواق المالية، منشورات جامعة حماة، سوريا، 2014، ص ص 14-15.

## الفرع الأول: التحليل الأساسي

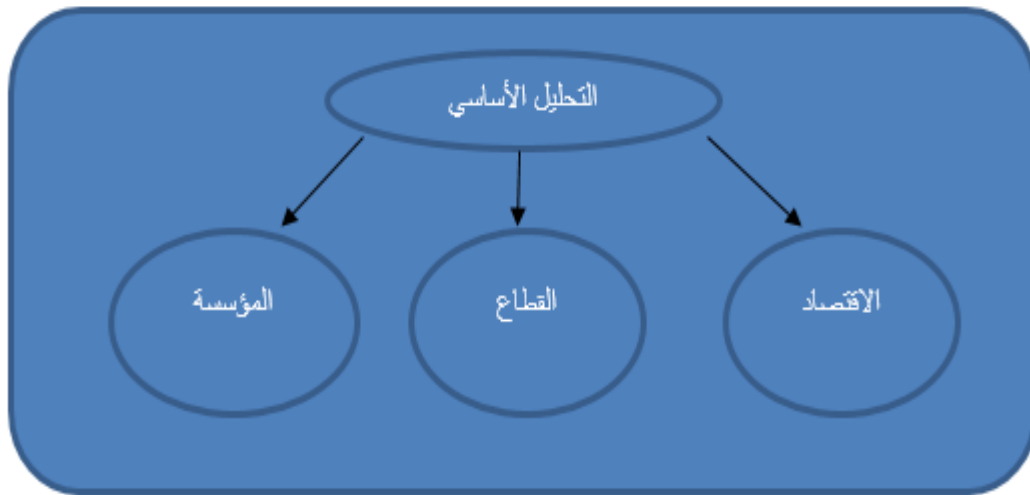
يعتمد التحليل الأساسي على دراسة الظروف المحيطة بالمؤسسة المصدرة للورقة المالية، من أجل الوصول إلى مؤشرات تنبؤه بالاتجاهات المستقبلية لهذه الورقة المالية.

### أولاً: مدخل إلى التحليل الأساسي

يهتم التحليل الأساسي بدراسة البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية للمؤسسات والتي تساعد المستثمرين وأصحاب المصلحة على اتخاذ القرار المناسب. ويرى أصحاب المدخل الأساسي أن قيمة وسعر أي ورقة مالية في السوق يتحدد وفقاً لمجموعة من المتغيرات الداخلية والخارجية والتي يأخذها هذا النوع من التحليل من أجل مقارنة القيمة الحقيقية للورقة المالية بقيمتها السوقية، فإذا كانت قيمتها الحقيقية أكبر من قيمتها السوقية فإن المستثمر يقبل بشراء هذه الورقة وإدخالها لمحفظة الاستثمارية، أما إذا كانت القيمة السوقية أكبر من القيمة الحقيقية فيقوم المستثمر في هذه الحالة بالتخلي عنها بالبيع.<sup>1</sup>

ويمكن تعريف التحليل الأساسي بأنه: ذلك الأسلوب أو المنهج الذي يهدف إلى تحديد قيمة الورقة المالية في السوق، من خلال مجموعة من التحليلات والدراسات الخاصة التي تطبق على المؤسسة المصدرة للورقة المالية باستخدام مجموعة من الأدوات كالتحليل المالي وكذا تحليل القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة، بالإضافة إلى دراسة الوضع الاقتصادي ككل. والشكل الموالي يوضح بيئة عمل التحليل الأساسي:

شكل رقم (03): بيئة عمل التحليل الأساسي



المصدر: من إعداد الطالب بناءً على ما سبق

<sup>1</sup> حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية للنشر، القاهرة، مصر، 2005، الطبعة الأولى، ص 95.

إذن فالتحليل الأساسي يأخذ في الحسبان كل ماله علاقة أو من شأنه أن يؤثر على سعر الورقة المالية؛ فدرجة تطور الاقتصاد بشكل عام والأسواق المالية بشكل خاص، وكذا القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه المؤسسة وكذا وضعية المؤسسة ومكانتها بين المنافسين، كلها عوامل تدخل في شكلها الخام لآلة التحليل الأساسي والتي تنتجها في شكلها النهائي والبسيط والذي يمكن من اتخاذ القرار المناسب.

### ثانيا: فلسفة التحليل الأساسي

يقوم المحللون الأساسيون بالعديد من الدراسات الجزئية والكلية على الأوراق المالية والأسواق المالية ككل، من أجل معرفة الاتجاهات المستقبلية لها. ومن بين هذه التحليلات نجد:

1. **تحليل ظروف الاقتصاد:** تعتبر الأسواق المالية المرآة العاكسة لصورة اقتصاد أي دولة، ذلك أنها تعطي نظرة واضحة وتلخص أداء المؤسسات والاستثمارات الموجودة في ذلك البلد. وبذلك يهتم المحللون بدراسة جملة من العوامل والظروف الاقتصادية مثل: السياستين النقدية والمالية، معدلات التضخم، مستوى دخل الفرد، ميزان المدفوعات، الناتج المحلي الإجمالي، حجم الادخار والاستهلاك... إلخ. من أجل التنبؤ باتجاه الأسواق المالية والتي تعتبر أولى المؤشرات التي تنعكس عليها هذه المتغيرات الاقتصادية.<sup>1</sup>
2. **تحليل ظروف الصناعة:** يقصد بالصناعة هنا التوزيع النوعي لمجالات الاستثمار، حيث يتميز كل قطاع بصفات وخصائص معينة، مما يتطلب تحليل ومعرفة أثر السياسات والاتجاهات الاقتصادية على كل قطاع، وبالتالي معرفة أثرها على الأسواق المالية. ويتم تحليل ظروف الصناعة من خلال: تحديد نوع الصناعة وتصنيفاتها، تجميع المعلومات عن الصناعة، اختبار الأداء المالي للصناعة، تحليل الدورات الصناعية.<sup>2</sup>
3. **تحليل ظروف المؤسسة:** تعتبر هذه المرحلة آخر مرحلة للتحليل الأساسي، وترتكز على تحليل القوائم المالية للمؤسسة المصدرة للأوراق المالية محل التقييم، ومن بين القوائم الواجب تحليلها: قائمة المركز المالي، قائمة الدخل وقائمة التدفقات النقدية. ويتم استخدام جملة من الأساليب، كالتحليل المالي من أجل معرفة القيمة الحقيقية للورقة المالية والتي تعكس ربحية الشركة وقدرتها على توزيع الأرباح.<sup>3</sup>

### الفرع الثاني: التحليل الفني

يهتم التحليل الفني بتحليل أسعار الورقة المالية في الماضي من أجل التنبؤ باتجاهاتها في المستقبل وبالتالي اتخاذ القرار الاستثماري المناسب.

<sup>1</sup> قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار - بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، الطبعة الأولى، ص 234.

<sup>2</sup> حامد العربي الحضيرى، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2000، ص ص 182-183.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص 185.

## أولاً: نظرة عامة حول التحليل الفني

يعرف التحليل الفني بتسميات أخرى كالتحليل المرئي كون أنه يعتمد على تتبع ورؤية مخططات الأسعار في السوق، كما يعرف بتحليل السوق وتحليل الرسوم البيانية لأنه يعطي نتائج نهائية في شكل رسوم وخرائط بيانية.<sup>1</sup> هذا وتعود جذور التحليل الفني بمفهومه الحديث إلى عام 1882م، حين قام الصحفي الأمريكي تشارلز داو "Charles Dow" وزميله إدوارد جونز "Edward Jones" وتشارلز بيرغستريسر "Charles Bergstresser" بتأسيس شركة "داو جونز" للمعلومات المالية والإخبارية لتصدر بعدها جريدة "وول ستريت" والتي تعتبر أول صحيفة اقتصادية في العالم آنذاك. حيث بدأت الصحيفة بتناول مواضيع حول ما يعرف بنفسية السوق والتي كانت تهتم بدراسة الأوراق المالية المتداولة وبناء توقعات مستقبلية لها. وبعد ذلك وفي عام 1932م ظهرت نظرية "داو" حين قام روبرت ريا "Robert Rhea" بتلخيص ما يقارب 250 مقالا من أبحاث "داو" و "هاملتون" ليقدّم نظرية جديدة والتي كانت بداية لبزوغ علم جديد والذي يعرف بالتحليل الفني.<sup>2</sup>

يقوم التحليل الفني على مبدأ أساسه أن الماضي يعيد نفسه، أي أن الحركة التي تحدث على مستوى أسعار الأوراق المالية ماهي إلا تكرار للسابق خاصة وأن السوق يحتكم لقوى العرض والطلب، وبذلك فإن التحليل الفني يقوم بدراسة سلوك الأوراق المالية في الماضي والحاضر للتنبؤ بما ستؤول إليه في المستقبل.

ويرى "Edward, and Magee, 1992" أن التحليل الفني يرتبط بدراسة حركة الأسعار في السوق باستخدام الرسوم البيانية والتقنيات الكمية للتنبؤ بحركة الأسعار في المستقبل، حيث تعتمد في الغالب على طريقة للتسجيل (رسوم بيانية) لتداول ورقة مالية معينة لتوقع الاتجاهات المستقبلية المحتملة. ويضيف "Murphy, 1999" أن التحليل الفني هو دراسة حركة السوق عن طريق الرسوم البيانية بالاعتماد على البيانات التاريخية لسعر الورقة المالية وذلك بغرض التنبؤ باتجاهات الأسعار المستقبلية، حيث تتضمن حركة السعر ثلاثة مصادر أساسية من المعلومات المتاحة في التحليل الفني وهي: السعر، حجم التداول والحقوق المفتوحة التي يتم استخدامها، لذا فهو فن قراءة السوق أو فن قراءة الأدوات المتداولة في السوق بهدف التنبؤ باتجاهات الأوراق المالية في السوق من خلال دراسة سلوكها وتحركاتها خلال فترة معينة.<sup>3</sup> ويرى "Paul Ciana" التحليل الفني على أنه عملية استخراج المعلومات من بيانات

<sup>1</sup> John J. Murphy, **The visual investor : how to spot market trends**, John Wiley & Sons, New Jersey, USA, 2009, 2nd edition, p.6.

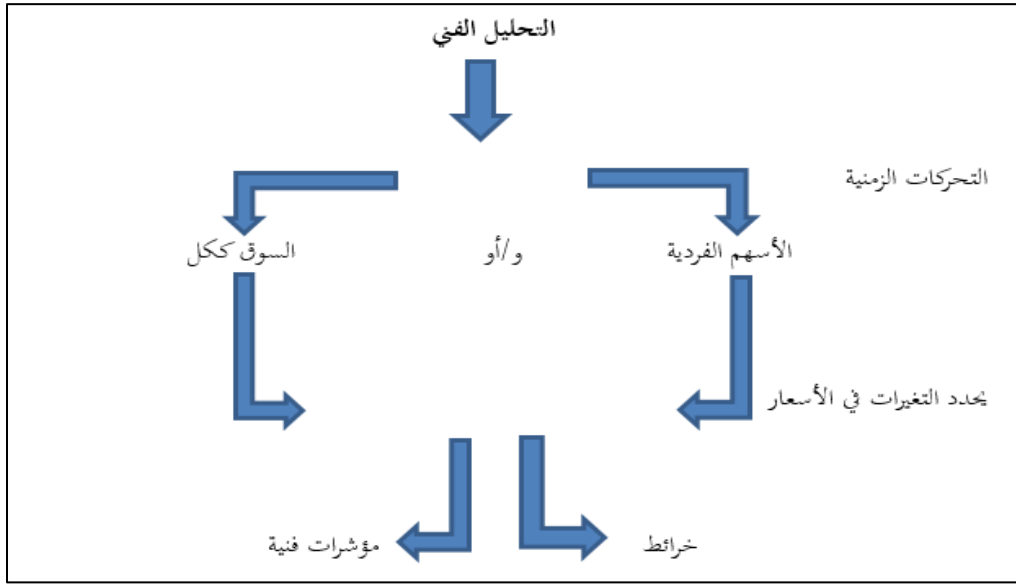
<sup>2</sup> أحمد الفريح، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودية، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 22، العدد 02، 2009، ص 190.

<sup>3</sup> سالم صلال راهي الحسناوي، صلاح عبد الحسن خمياط، التنبؤ بسلوك أسعار أسهم قطاع المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية باستخدام بعض مؤشرات التحليل الفني، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 16، العدد 03، 2014، ص 65.

السوق إلى تصورات موضوعية بالاستعانة بالرياضيات مع التركيز على سلوك المستثمرين والعرض والطلب لمعرفة الوضع الحالي للأسواق المالية واتجاهاتها المستقبلية.<sup>1</sup>

ويمكن توضيح فلسفة عمل التحليل الفني من خلال الشكل الموالي:

شكل رقم (04): إطار عمل التحليل الفني



المصدر: طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية،

الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006، ص 323.

إذن من خلال ما سبق نستنتج أن التحليل الفني يقوم بدراسة وتحليل المعلومات والبيانات المتعلقة بالورقة المالية وتبويبها في رسوم وأشكال بسيطة وواضحة تسهل على المهتمين بهذه الورقة المالية معرفة الوضع والسعر المستقبلي لها، وبالتالي اتخاذ قرارات بشأنها سواءً بالبيع أو الشراء أو التحوط من مخاطر مستقبلية محتملة.

ثانياً: نظريات التحليل الفني

هناك العديد من النظريات التي يقوم عليها التحليل الفني مثل: "نظرية داو"، "نظريات الموجات"، نظرية "ويليام دلبيرت قان"، "نموذج دورة السوق وتحديد الاتجاه" وغيرها من النظريات التي تشكل قواعد أساس هذا النوع من التحليل، وسنحاول من خلال الآتي التطرق للنظريتين الأولى والثانية باعتبارهما جذور بزوغ ونمو التحليل الفني في الأسواق المالية.

<sup>1</sup> Paul Ciana, **New frontiers in technical analysis: effective tools and strategies for trading and investing**, John Wiley & Sons, New Jersey, USA, 2011, p 3.

## 1. نظرية داو

تقوم هذه النظرية على مبدأ أساسه أن الأسعار في الأسواق المالية تعكس كل ما هو مرتبط بالسوق (معلومات، تعاملات... إلخ). وأن هذه الأسعار تتحدد وفقاً لقوى العرض والطلب بناءً على تحليلات ووجهات نظر المتعاملين. حيث ترتفع أسعار الأوراق المالية وتنخفض تبعاً لهذه القوى باستثناء بعض الأوراق التي تسبح عكس جهة تيار السوق، ومن هنا تظهر أهمية نظرية داو والتي تركز على الاتجاه العام الذي سيؤول إليه السوق في المستقبل والتنبؤ بقمة السوق الصاعدة وقاع السوق الهابطة.<sup>1</sup> وتشير هذه النظرية إلى أن الأسواق المالية تتضمن ثلاثة أنواع من الحركات التي تحصل في نفس الوقت، هي:<sup>2</sup>

- **الحركات الأساسية:** هي حركات طويلة المدى تغطي أربع سنوات على الأقل، وبناءً عليها يتم معرفة ديناميكية السوق واتجاهه (صعودي/نزولي)، مما أدى بالبعض لاصطلاح تسميته بسوق الثور كون أن الأسعار تشهد ارتفاعاً كبيراً خلال فترة معينة، لتتحول بعد ذلك إلى الاتجاه النزولي أو ما يعرف بسوق الدب والتي تنخفض فيها الأسعار إلى أدنى مستوياتها.\*
- **الحركات الثانوية:** تستمر بين أسبوعين وعدة أشهر، وهي عبارة عن حركات مقاومة للتذبذبات في السوق النزولي وتهدف إلى إعادة الأسعار إلى مستوياتها الطبيعي.
- **الحركات اليومية:** هي حركات قصيرة الأجل تحدث بشكل يومي وبناءً عليها تتشكل الحركات الأساسية والثانوية.

## 2. نظرية الموجات لـ "إليوت":

ترجع هذه النظرية لـ: رالف نيلسون إليوت "Ralph Nelson Elliott"، حيث لاحظ أن التحركات التي تحدث على مستوى الأسعار في الأسواق المالية يمكن التنبؤ بها مسبقاً، وذلك من خلال الملاحظة المتكررة للتحركات التي تحدث على مستوى الأسعار، حيث قال عنها أنها تأخذ شكل موجة البحر.<sup>3</sup> وعليه تم بناء هذه النظرية والتي من أهم مبادئها:<sup>4</sup>

- أي فعل يتبعه رد فعل؛
- يوجد 05 موجات في نفس الاتجاه للاتجاه الأساسي يتبعها 03 موجات تصويبية ويطلق عليها: (3-5 حركة)؛

\* تم تشبيه حالة السوق الصعودي والنزولي بالثيران والدببة، ذلك أن الدب يضرب فريسته بيده من الأعلى للأسفل فتأخذ اتجاه نزولي بينما الثور يقوم بنطحها للأعلى في اتجاه صعودي.

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، الطبعة الأولى، ص 119-120.

<sup>2</sup> حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، الطبعة الأولى، ص 94.

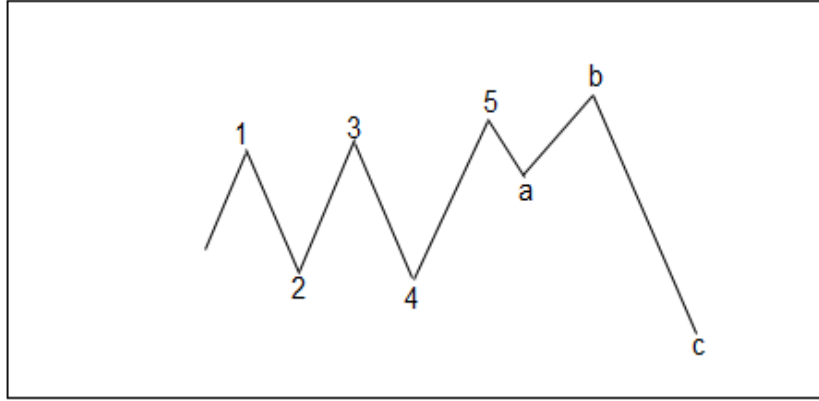
<sup>3</sup> محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص 132.

<sup>4</sup> محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007، ص 101.

- ال: (3-5) حركة تكمل دورة وتمثل جزئيين فرعيين من ال: (3-5) موجة الصاعدة؛
- نمط ال: (3-5) يبقى ثابت خلال فترة زمنية معينة.

يمكن توضيح الأنماط السابقة من الموجات (3-5) من خلال الشكل الموالي:

شكل رقم (05): الأنماط الثمانية من الموجات



المصدر: المرجع نفسه، ص 101.

نلاحظ من خلال الشكل السابق أن الموجات: 1، 3 و 5 هي الموجات التي تعرف بموجات الاندفاع، أما الموجتين: 2 و 4 فتمثلان الموجات التصويبية، بينما الموجات: a، b و c فتمثل موجات تصويب الاتجاه الرئيسي والذي تتشكل منه الموجات من 1 إلى 5.

### الفرع الثالث: الفرق بين التحليل الفني والأساسي

بالرغم من أن التحليلين الفني والأساسي هدفهما مشترك في الأسواق المالية وهو إزالة الغموض وتوضيح الرؤية للمتعاملين حول أسعار الأوراق المالية ومحاولة التنبؤ بها، فالتحليل الأساسي يركز على الأسباب الكامنة وراء حركة الأسعار في السوق والتي تتجلى من خلال المعلومات والبيانات المالية الواردة إلى السوق، هذه الأخيرة تعكس كل ما هو مرتبط بالورقة المالية محل التقييم والمؤسسة المصدرة لها وكذا الظروف الاقتصادية الكلية. أما التحليل الفني فيركز على حركة الأسعار نفسها وكذا تأثير العامل النفسي للمستثمرين في هذه الحركة، وكذا الطريقة التي تتأثر بها الأسعار في المستقبل.<sup>1</sup> إلا أن لكلا التحليلين فروضه وأدواته ومؤشراته الخاصة التي يستعملها المحللون من أجل الوصول إلى النتائج المرجوة، وسنحاول توضيح ذلك من خلال الجدول الموالي:

<sup>1</sup> James Chen, **ESSENTIALS of Technical Analysis for Financial Markets**, John Wiley & Sons, Inc, New Jersey, 2010, PP 202-203.

جدول رقم (05): الفرق بين التحليل الأساسي والفني

| التحليل                        | التحليل الأساسي                                                                                                                                                                                                                                                                                              | التحليل الفني                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|--------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| وجه المقارنة                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| التعريف                        | التحليل الذي يهتم بالظروف الاقتصادية وظروف الصناعة والمؤسسة.                                                                                                                                                                                                                                                 | التحليل الذي يهتم بظروف السوق (الأسعار، التداول، ... إلخ)                                                                                                                                                                                                                                |
| الهدف                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>- تقييم العائد والمخاطرة للمساهمة في اتخاذ القرار الاستثماري المناسب؛</li> <li>- تحديد الأدوات المالية المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية لضمها للمحفظة الاستثمارية.</li> </ul>                                                                                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>تحليل متغيرات السوق في الماضي والدورات من أجل التنبؤ باتجاهات السوق المستقبلية.</li> </ul>                                                                                                                                                        |
| الافتراضات                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>- كفاءة الأسواق المالية على الأقل عند المستوى الضعيف؛</li> <li>- يعتبر هذا التحليل ضمان لتجنب اتخاذ قرارات استثمارية خاطئة.</li> </ul>                                                                                                                                | <ul style="list-style-type: none"> <li>- عدم كفاءة الأسواق المالية؛</li> <li>- قوى العرض والطلب هي التي تحدد أسعار الأدوات المالية؛</li> <li>- القوى التي تحكم العرض والطلب بعضها منطقي والبعض الآخر غير منطقي؛</li> <li>- التحرك من سعر التوازن إلى سعر آخر يتطلب بعض الوقت.</li> </ul> |
| مصادر البيانات الخاضعة للتحليل | <ul style="list-style-type: none"> <li>- العوامل الاقتصادية العامة، مثل: الناتج القومي، أسعار الفائدة، أسعار الصرف ... إلخ؛</li> <li>- العوامل المتعلقة بالصناعة، مثل: دورة حياة المنتج، التكنولوجيا، ظروف الصناعة ... إلخ؛</li> <li>- العوامل المتعلقة بالمؤسسة، مثل: القوائم والتقارير المالية.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- عوامل السوق نفسه، مثل: أسعار الأدوات المالية، حجم التداول، عدد الصفقات، سلوك المستثمرين، عمليات البيع على المكشوف، اتساع السوق ... إلخ.</li> </ul>                                                                                              |
|                                | <ul style="list-style-type: none"> <li>- المؤشرات الاقتصادية العامة؛</li> <li>- دورة حياة الصناعة؛</li> </ul>                                                                                                                                                                                                | <ul style="list-style-type: none"> <li>- مؤشرات ميول المستثمرين (نفسية)؛</li> <li>- مؤشرات تدفق الأموال؛</li> </ul>                                                                                                                                                                      |

|                                                                                                                                                                                                             |                                                                                                                                                                                                                                          |                                      |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------|
| <p>- مؤشرات هيكل السوق.</p>                                                                                                                                                                                 | <p>- التنبؤ بحالات النمو؛<br/>- تحليل ظروف المنافسة؛<br/>- تحليل التطورات التكنولوجية؛<br/>- القوائم المالية المقارنة؛<br/>- تحليل السلاسل الزمنية؛<br/>- التحليل الرأسي للقوائم المالية؛<br/>- تحليل النسب؛<br/>- التحليلات الخاصة.</p> | <p><b>أدوات التحليل الرئيسية</b></p> |
| <p>- وفرة المحللين الفنيين يحد من منفعة هذا التحليل؛<br/>- تحتاج بعض الحالات استخدام أكثر من قاعدة فنية لسلامة وصحة التنبؤ؛<br/>- تحتاج القواعد الفنية للتطوير المستمر لمواكبة الظروف البيئية المتغيرة.</p> | <p>- يحتاج إلى جهد وتكلفة أكثر نسبيًا مقارنة مع التحليل الفني؛<br/>- توجد بعض التحفظات التي تحد من منفعة القوائم المالية للمؤسسة؛<br/>- صعوبة متابعة عدد كبير من الأدوات المالية الفردية مقارنة مع التحليل الفني.</p>                    | <p><b>حدود الاستخدام</b></p>         |

المصدر: طارق حماد عبد العال، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، مرجع سابق، ص ص 427-429.

يتضح جلياً من خلال الجدول السابق أن لكلا التحليلين منهجه وأدواته الخاصة التي يعتمد عليها في التحليل وهو ما يجعل بعض المستثمرين في حيرة من أمرهم حول أي التحليلين أجدى، والذي يحفظ مصالحهم ويساهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة التي تسمح بتحقيق الأرباح وتجنب الخسائر.

ويعتبر المضاربين في الأسواق المالية من أهم المهتمين بهذه الأنواع من التحليلات كون أن نشاطهم يستوجب سبق السوق والتنبؤ باتجاهاته قبل المستثمرين العاديين، من أجل القيام بعمليات البيع والشراء بفترات زمنية تسبق اتجاهات السوق. ومن هذا المنطلق وجب الأخذ بكلا التحليلين مع بعض من أجل تحقيق الأهداف المرجوة. فمن خلال التحليل الأساسي يمكن معرفة مختلف التغيرات الكلية والجزئية والتي لها تأثير مباشر على أسعار الأدوات المالية، ومن ثم يأتي دور التحليل الفني والذي يكمل عمل التحليل الأساسي من خلال نقطتين مهمتين:

- تتبع أسعار مختلف الأدوات المالية في الماضي ومن ثم التنبؤ باتجاهاتها الحاضرة والمستقبلية؛
- تتبع مخرجات التحليل الأساسي في الماضي وكيف تم انعكاسها على الأسعار في الماضي، من أجل تحليل مخرجات هذا التحليل الحاضرة والتنبؤ بانعكاساتها على الأسعار في المستقبل.

### المبحث الثالث: كفاءة الأسواق المالية والعوامل المؤثرة فيها

لقد نال موضوع كفاءة الأسواق المالية اهتمام العديد من الباحثين والدراسات التي حاولت تفسيرها والبحث في أسبابها ومتطلباتها وكذا أهم العقبات التي تواجهها. فكفاءة الأسواق مرتبطة بمدى قدرة هذه الأخيرة على ترجمة مختلف الإشارات والمعلومات الواردة إلى السوق على أسعار مختلف الأدوات المالية. حيث أنه كلما زاد الفارق الزمني بين ورود المعلومات واستجابة الأسواق لها، دل ذلك على ضعف كفاءتها، وبالتالي يصبح هناك مجال لبعض المتعاملين في تحقيق عوائد إضافية غير عادية. ومن جانب آخر يعتبر التلاعب من أهم العراقيل التي تؤثر على كفاءة الأسواق المالية وتزيد من حالة اللايقين ونفور المستثمرين ورؤوس الأموال منها.

#### المطلب الأول: مفهوم كفاءة الأسواق المالية

إن ورود المعلومات إلى الأسواق المالية وخاصة المعلومات المالية يؤثر بشكل مباشر على مختلف القوى الموجودة في السوق، لذا تسعى بعض الأطراف إلى الاستفادة من المعلومات قبل وصولها إلى المتعاملين الآخرين بهدف تحقيق عوائد وأرباح، وهذه الميزة غالبا ما نجدها في الأسواق عديمة أو منخفضة الكفاءة.

#### الفرع الأول: تعريف كفاءة الأسواق المالية وشروطها

تسعى الأسواق المالية الكفؤة دوماً إلى محاولة المساواة بين مختلف الأطراف الموجودة في السوق، خاصة فيما يتعلق بتوفير المعلومات للجميع دون استثناء ودعم الشفافية في المعاملات.

#### أولاً: تعريف كفاءة الأسواق المالية

يقصد بكفاءة الأسواق المالية مدى قدرة الأسواق على توفير المعلومات الضرورية والمناسبة للمستثمرين، وذلك بهدف التعرف على حجم انعكاس الأسعار السائدة لمختلف المؤسسات المصدرة للأدوات المالية، أي أن أسعار الأدوات المالية الموجودة في السوق تعكس بصدق واقع تلك الأدوات من حيث قوتها وضعفها.<sup>1</sup> إذن فالأسواق المالية الكفؤة هي التي تعكس القيمة الواقعية والحقيقية للأدوات المتداولة فيها، وبما أن وظيفة السوق هي تخصيص الموارد المالية للمشاريع الإنتاجية، فلا بد من أن تكتسب صبغة الكفاءة لتتمكن من تحقيق هذا الدور على أكمل وجه. ومن الأسباب التي تجعل الأدوات المالية تعبر فعلا عن قيمتها الحقيقية:<sup>2</sup>

- وجود عدد كبير من المتعاملين من ذوي المعرفة العلمية والعملية؛
- توفر المعلومات للجميع في الوقت نفسه بتكاليف منخفضة؛

<sup>1</sup> محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية-الأصول العلمية والتحليل الأساسي-، زمزم ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2009، الطبعة الأولى، ص 41.

<sup>2</sup> جريو كلثوم، يدو محمد، دور مبدأ الإفصاح والشفافية في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 01، العدد 16، 2017، ص 115.

- صدق وصحة المعلومات؛
- تحرك الأسعار وفقا لظروف وقوى السوق دون السيطرة عليها من قبل المتعاملين.

### ثانيا: شروط كفاءة الأسواق المالية

للتحقق كفاءة الأسواق المالية يجب توفر مجموعة من الضوابط والشروط نوجزها في الآتي:<sup>1</sup>

- أن تتصف السوق بالمنافسة الكاملة، وهذا الشرط مرهون بتوفر عدد كبير من المتعاملين مع توفر حرية الدخول والخروج من العمليات السوقية حتى تقل فرص الاحتكار؛
- أن تتميز الأدوات المالية المتداولة في السوق بقدر عال من السيولة، لكي تسمح للمتعاملين ببيعها وشراؤها بالكلفة المناسبة وفي الوقت المناسب؛
- توفر قنوات اتصال فعالة تتيح للمتعاملين المعلومات اللازمة حول الأسعار وحجم التداول بالإضافة إلى مؤشرات العرض والطلب في الحاضر والمستقبل؛
- توفر عنصر الشفافية والافصاح في السوق بالشكل الذي يجعل المعلومات عن مختلف الأدوات المالية متاح للجميع؛
- توفر التكنولوجيا والتقنيات الحديثة لحركة التداول وأوامر تنفيذ الصفقات؛
- وجود فئة متخصصة من السماسرة والخبراء الذين يقدمون الاستشارات والتوجيه اللازم للمتعاملين في السوق؛
- وجود هيئة إدارة السوق، والتي يجب أن تتميز بالفاعلية والحياد للإشراف على مختلف المعاملات التي تجري في السوق.

### الفرع الثاني: صيغ كفاءة الأسواق المالية

إن كفاءة الأسواق المالية لا تتحقق بصفة تامة في كل الأسواق، بل تتوقف على طبيعة المعلومات التي تتم معالجتها، وبالتالي تختلف كفاءة الأسواق عبر عدة مستويات.

### أولا: أنواع كفاءة الأسواق المالية

يوجد نوعين من الكفاءة في الأسواق المالية:

1. **الكفاءة الكاملة:** وفقا لهذا النوع من الكفاءة فإنه لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات والبيانات التي تصل إلى السوق، وبين الوصول إلى نتائج يتم من خلالها معرفة المسار والمنحى الذي يسلكه سعر

<sup>1</sup> مصطفى يوسف كافي، محمود عزت اللحام، علاء مسلم البكور، أسواق مالية ونقدية، دار الاعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017، الطبعة الأولى، ص ص 87-88.

- الأوراق المالية، حيث تؤدي إلى تغير فوري وسريع في الأسعار لأن المعلومات المتاحة للمستثمرين متماثلة وبدون تكاليف، كما أن توقعاتهم بشأن الأسعار تكون متشابهة.<sup>1</sup>
2. **الكفاءة الاقتصادية:** استنادا إلى هذا النوع من الكفاءة فإن السوق المالي الكفؤ هو ذلك السوق الذي يتمتع بدرجة عالية من المرونة والتي تساهم في تحقيق الاستجابة السريعة للمعلومات الواردة إلى السوق، حيث تنعكس وتترجم مباشرة في أسعار الأوراق المالية، وهو ما يؤدي إلى تعادل القيمة السوقية للورقة المالية مع قيمتها المحورية. وبما أنه يوجد فاصل زمني قصير لتحقيق تلك الاستجابة فإن المستثمرين يسعون من خلاله إلى تحليل المعلومات والبيانات المتاحة بهدف تعظيم منافعهم وتحقيق الأرباح.<sup>2</sup>

### ثانيا: مستويات كفاءة الأسواق المالية

تتدرج كفاءة الأسواق المالية انطلاقا من القدرة على معالجة المعلومات الواردة وفقا للمستويات التالية:<sup>3</sup>

1. **المستوى القوي:** عند هذا المستوى تعكس الأوراق المالية المتداولة في السوق جميع أنواع المعلومات: التاريخية، المنشورة والخاصة، أو أي معلومة تكون ذات علاقة بسعر الأوراق المالية سواء كانت تؤثر مباشرة أو تؤثر بطريقة غير مباشرة. وفي هذا المستوى يكون المتعاملون في السوق ذوي قدرة على جمع وتحصيل مختلف المعلومات التي لا تتاح عند المستويات الأخرى، ويقومون باستغلالها لتحقيق أرباح غير عادية لا يمكن للمستثمرين الآخرين في السوق الذين لا يمتلكون تلك المعلومات تحقيقها، ويرجع ذلك بالأساس كون أن الأسعار السائدة في السوق في لحظة ما تعكس جميع المعلومات سواء المتاحة أو غير المتاحة. ومن هذا المنطلق تضع الأسواق المالية تعليمات يتم من خلالها إلغاء الصفقات التي يثبت استغلالها للمعلومات الخاصة، وذلك بهدف رفع كفاءة السوق.
2. **المستوى شبه القوي:** عند هذا المستوى فإن أسعار الأوراق المالية تعكس المعلومات التاريخية ومختلف المعلومات المنشورة والمتوفرة لدى عامة المستثمرين. كما أن هذه الأسعار تشمل جميع المعلومات المتاحة سواء كانت معلومات جيدة أو سيئة بغض النظر ما إن كانت تاريخية أو منشورة حديثا. لكن هذه المعلومات لا يمكن الاعتماد عليها في التنبؤ بالأسعار المستقبلية، كون أن التنبؤ يعتمد على معلومات جديدة.
3. **المستوى الضعيف:** عند هذا المستوى تعكس أسعار الأوراق المالية المعلومات التاريخية فقط، لذا فإن تحقيق عوائد غير عادية اعتمادا على هذه المعلومات يعتبر أمرا غير ممكنا، حيث تسلك الأسعار نموذج السير العشوائي، وهو نموذج يفسر سلوك أسعار الأسهم عند المستوى الضعيف.

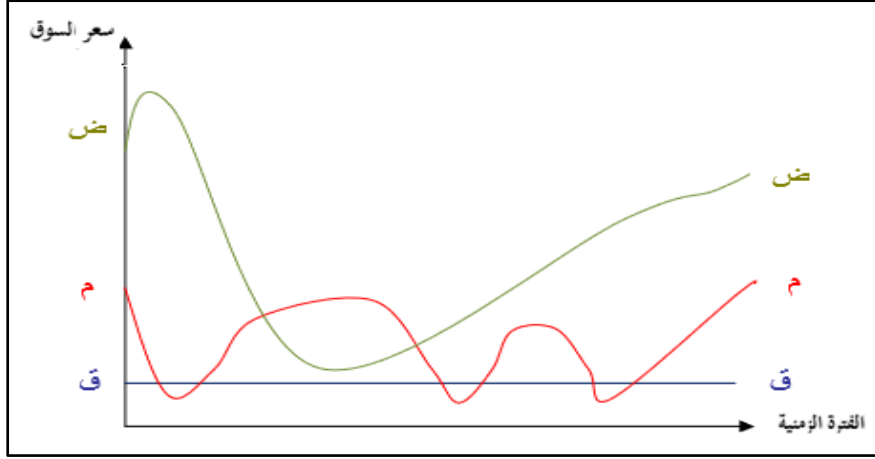
<sup>1</sup> مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية-دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها-، مجلة الباحث، العدد 07، 2010، ص 183.

<sup>2</sup> صلاح الدين حسن السبسي، مرجع سابق، ص 26.

<sup>3</sup> زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق، ص ص 203-207.

ويمكن توضيح مستويات كفاءة الأسواق المالية بصورة أوضح من خلال الشكل الموالي:

شكل رقم (06): طبيعة العلاقة بين مستويات كفاءة الأسواق المالية



المصدر: أسماء كسري، الشفافية المالية ودورها في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، دار رماح،

عمان، الأردن، 2016، الطبعة الأولى، ص 60.

يتضح من خلال الشكل السابق أن تحرك أسعار الأوراق المالية مختلف كثيرا عند كل مستوى، سواء من حيث نسبة التغير أو الفاصل الزمني الذي تأخذه الأسعار لتستجيب للمعلومات الموجودة في السوق. والشئ الجدير بأن نشير إليه هنا هو طبيعة المعلومة ومدى وصولها إلى المستثمرين لأنها الفاصل الذي يحدد مستوى كفاءة الأسواق المالية.

#### المطلب الثاني: علاقة المعلومات بكفاءة الأسواق المالية

تعد المعلومات الركيزة الأساسية التي تقوم عليها الأسواق المالية وخاصة ذات الكفاءة منها. فلا يتصور أن تكون هناك عمليات بيع وشراء أو أي قرار استثماري آخر في السوق دون وجود معلومات قبلية تم تحليلها لإتخاذ هذا القرار.

#### الفرع الأول: مفهوم المعلومات في الأسواق المالية وأنواعها

تختلف المعلومات التي ترد إلى السوق وفقا لطبيعة المصدر التي تأتي منه، وهنا يجب أن تكون المصادر ذات مصداقية عالية حتى لا تتحول المعلومات إلى مجرد إشاعات وتظليل خدمة لأطراف معينة على حساب أخرى.

## أولاً: تعريف المعلومات

كانت المعلومات قديماً تتداول على أنها "مجموعة معطيات أو ذكاء، حقيقة أو تلك الأخبار التي تنبؤ بحدوث شيء ما". لكن لم يكن هناك تعريف محدد لها وهذا ما شغل مختلف العلماء والباحثين لفترة طويلة قبل صياغة مصطلح ما يعرف بمصطلح "علم المعلومات"، وكان ذلك سنة 1955م، حيث تم قبل ذلك التطرق لكل الجوانب المرتبطة بها مثل: المعلومات كبيانات في البيئة، المعلومات كجزء من عملية الاتصال، المعلومات كمورد أو سلعة، المعلومات كمصدر للمعرفة... إلخ.<sup>1</sup> ليتم التوصل إلى عدة تعريفات للمعلومة نذكر من بينها:<sup>2</sup>

- عرفها "Lucas" على أنها: جزء من الوحدات الملموسة وغير الملموسة التي تستخدم لتخفيض درجة عدم اليقين في المستقبل.
- وعرفها "daft" بأنها: بيانات تم معالجتها وتحويلها إلى معلومات مفيدة تساهم في اتخاذ القرارات الاستراتيجية.
- كما عرفها "bahrat" بـ: مفاهيم مجردة بصيغة أفكار ورسائل أو تقارير، والتي يتم وصفها بالمورد النادر المتاح.

بناءً على ما سبق يمكن القول بأن المعلومات في الأسواق المالية هي: جملة البيانات والمعطيات الكلية والجزئية الواردة إلى السوق والتي تمت معالجتها وتحليلها. سواءً كانت مرتبطة بالاقتصاد الكلي أو قطاع معين أو المؤسسات المدرجة أو حتى المتعاملون داخل الأسواق المالية، وسواءً كانت هذه المعلومات مادية في شكل قوائم وتقارير أو حسية مرتبطة بالسلوكيات والتوقعات ونفسية السوق. حيث يتم الاعتماد على هذه المعلومات في بناء قرارات استثمارية تساهم في تحقيق الأرباح أو تقليل الخسائر والتحوط من المخاطر المحتملة قبل وقوعها.

## ثانياً: أنواع المعلومات الواردة للأسواق المالية

كما أسلفنا سابقاً، فكفاءة الأسواق المالية تعني أن أي معلومة ترد إلى السوق مهما كان نوعها وحجمها تترجم مباشرة في أسعار الأوراق المالية وهذا ما يصعب من عملية حصر أنواع المعلومات في الأسواق المالية، إلا أنه يمكن ذكر أهم المعلومات التي تؤثر بشكل كبير على أداء الأسواق المالية في الآتي:<sup>3</sup>

- **معلومات التداول في السوق:** هي المعلومات التي تنشر في نشرات السوق: اليومية، الأسبوعية، الدورية وغيرها، حيث تشمل: أسعار وأحجام التداول، المؤشرات السوقية، نسب تعاملات الأفراد والمؤسسات، تعاملات المستثمرين الأجانب وغيرها من معلومات التداول الرئيسية والثانوية.

<sup>1</sup> A.D. Madden, **A definition of information**, Aslib Proceedings, Vol 52, 2, N 09, october 2000, p 343.

<sup>2</sup> عبد النور دحاك، رابح قارة، دور وأهمية المعلومات ونظم المعلومات في اتخاذ القرارات الاستراتيجية، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، العدد 02، ديسمبر 2017، ص 86.

<sup>3</sup> بداوي مصطفى، دور المعلومة في دعم وتعزيز كفاءة السوق المالي، مجلة الإبداع، المجلد 05، العدد 05، 2015، ص 239.

- **المعلومات العامة:** هي المعلومات المتعلقة بالاقتصاد الكلي والمعلومات المرتبطة بكل قطاع. حيث تؤثر هذه المعلومات على كل المؤسسات دون استثناء (المعلومات المتعلقة بالاقتصاد)، أو على مؤسسات قطاع معين (معلومات قطاعية).
- **المعلومات الخاصة:** تشير إلى كل المعلومات والأخبار التي لها صلة مباشرة أو غير مباشرة والمتعلقة بالتطورات التي تحصل في المؤسسات المحلية، مثل: الإصدارات الجديدة، التقارير السنوية، الأخبار التي تتداولها الصحافة عنها.

### الفرع الثاني: أهمية المعلومات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية

تعتبر المعلومات النقطة الجوهرية في كفاءة الأسواق، خاصة ما إذا كانت تتعلق بشكل مباشر بورقة مالية معينة أو بالمؤسسة التي أصدرتها.

#### أولاً: دور المعلومات في الأسواق المالية

- للمعلومات أهمية كبيرة في الحياة الاقتصادية، وتظهر هذه الأهمية بشكل أبرز وأوضح في الأسواق المالية نظراً لطبيعة هاته الأسواق. ومن بين الأسباب التي تعطي أهمية خاصة للمعلومات في الأسواق المالية، نذكر:<sup>1</sup>
- الأسواق المالية لها درجة حساسية كبيرة لكل المتغيرات والظروف التي تحصل في مختلف القطاعات الاقتصادية المحلية والعالمية، فهي تعتبر المرآة العاكسة لها وأي تطور يحدث على مستوى الاقتصاد تكون الأسواق المالية أول المتأثرين به؛
- تنطوي الأسواق المالية على مخاطر كبيرة نظراً لخصوصية السلع المتداولة فيها (الأدوات المالية) والتي تتداول على أساس المعلومات التي تدور حولها خاصة في بعض العمليات مثل المضاربة والمراجحة؛
- يستهدف المتعاملون في الأسواق المالية الربح الكبير والسريع وهو ما يتطلب توفر معلومات تحقق هذا الغرض؛
- معظم توقعات المتعاملين في الأسواق المالية تبنى على عناصر موضوعية في حين البعض الآخر لا يبنى توقعاته على عناصر موضوعية؛
- تتركز الاستثمارات في السوق على الحالة النفسية للمستثمرين، هذه الأخيرة تتغير وفقاً للمعلومات المتاحة والمتداولة في الأسواق المالية.

ونظراً لأهمية المعلومات في الأسواق المالية فإن كفاءة هذه الأخيرة تتوقف على مدى توفر الأولى وكذا توفر مختلف البيانات المرتبطة بالفرص الاستثمارية المتاحة، من حيث سرعة تدفقها وإتاحتها للجميع وانخفاض تكلفة

<sup>1</sup> رفعت السيد العوضي، الأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر والاقتصاد الإسلامي، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي 25-29 ديسمبر 2010، مكة المكرمة، السعودية، ص ص 10-11.

الحصول عليها في الوقت الملائم. لأن المعلومات تساعد على تحديد العوامل التي تؤثر على قيمة الورقة المالية السوقية، وكذا تحديد أسعار توازنها في السوق ومقارنة العائد المتوقع مع درجة المخاطر المحتملة من أجل اتخاذ القرار الاستثماري المناسب.<sup>1</sup>

### ثانيا: أثر عدم تماثل المعلومات على الأسواق المالية

يقصد بعدم تماثل (تناظر) المعلومات: الحالة التي يمتلك فيها أحد أطراف الصفقة معلومات أكثر وأفضل من الطرف أو الأطراف الأخرى للصفقة. فمثلا يمتلك البائع معلومات عن منتج أكثر مما يعرفه المشتري، أو يعرف المقترض معلومات أكثر من المقرض حول جدارته الائتمانية أو يعرف المديرون التنفيذيون معلومات أكثر من المساهمين حول تحقيق أرباح الشركة ومستقبلها...إلخ. وتفترض نظرية عدم تماثل المعلومات أن هناك دوما على الأقل طرف في الصفقة يمتلك معلومات مناسبة لا يمتلكها باقي الأطراف.<sup>2</sup>

إذن من خلال التعريف السابق نستنتج أن عدم تماثل المعلومات في الأسواق المالية يعني أن المعلومات المتاحة في السوق تكون في يد بعض المتعاملين دون البعض الآخر. وقد ترتبط هذه المعلومات بورقة مالية معينة أو بحالة السوق ككل، الشيء الذي يؤثر مباشرة على كفاءة هذه الأسواق المالية كون أن هذه الأخيرة تتوقف بشكل أساسي على مدى توفر المعلومات للجميع، وكذا عدم وجود فاصل زمني لانعكاسها على أسعار الأوراق المالية. كما يترتب عن عدم تناظر المعلومات ظهور نوعين من المشاكل التي تؤدي إلى انخفاض كفاءة الأسواق المالية، هما:<sup>3</sup>

- **مشكلة الاختيار السيء:** تحدث هذه المشكلة في الغالب قبل حدوث الصفقات، حيث يجد المستثمرون صعوبات في التفرقة بين المتعاملون الحقيقيون والمتلاعبون الذين يلجؤون إليهم لتمويل نشاطاتهم الاستثمارية. وبسبب عدم تماثل المعلومات قد يمتنع أصحاب الأموال أيضا عن التعامل في الأسواق المالية بالرغم من إمكانية وجود فرص استثمارية جيدة. وهو ما يؤدي إلى فقدان وظيفة السوق في تعبئة المدخرات وتحويلها من أصحاب الفوائض إلى أصحاب العجز وبالتالي نقص كفاءتها.
- **مشكلة مخاطر سوء النية:** تحدث هذه المشكلة بعد إتمام الصفقة وترتبط بعدم قدرة مستخدمي الأموال على الوفاء بالتزاماتهم المالية نتيجة توظيفها في استثمارات غير منتجة أو ذات مخاطر عالية.

<sup>1</sup> بن عمر بن حاسين، لحسين جديدين، محمد بن بوزيان، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية-دراسة حالة بورصة: السعودية، عمان، تومس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، 2013، ص 244.

<sup>2</sup> صبيحة برزان فرهود، عدم تماثل المعلومات المحاسبية-الأسباب والمعالجات المقترحة، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 22، العدد 87، 2016، ص 489.

<sup>3</sup> مكرودي سالم، صاري علي، تبين القرارات الاستثمارية في أسواق المال في ظل عدم تناظر المعلومات، المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، المجلد 01، العدد 02، 2011، ص ص 117-119.

### المطلب الثالث: التلاعب وأثره على كفاءة الأسواق المالية

يعتبر التلاعب من أبرز المشاكل والعقبات التي تواجهها الأسواق المالية منذ نشأتها، وبالرغم من محاولة القائمين على الأسواق التحكم والتقليل منها ومن أثارها، إلا أنهم يجدون صعوبات في ذلك بالنظر إلى تعدد الأساليب التي يستعملها المتلاعبون وتطورها مع تطور العمليات والمنتجات التي تطرح في الأسواق.

#### الفرع الأول: التلاعب وصوره في الأسواق المالية

لا يأخذ التلاعب مفهومًا أو تصرفًا محددًا يمكن احتواءه أو منعه، لذا سنحاول من خلال الآتي تسليط الضوء على أهم التصرفات التي تنطوي تحت هذا المفهوم.

#### أولاً: مفهوم التلاعب في الأسواق المالية

لقد أثبتت التجربة أن التلاعب من أكبر المخاطر التي تواجه الأسواق المالية، وتهدد استقرار النظام المالي العالمي، حيث أدى في الكثير من المرات إلى انهيار العديد من المؤسسات والأنظمة المالية.

#### 1. تعريف التلاعب

- **لغة:** تلاعب مصدرها في اللغة اللعب والذي يأتي ضد الجد، لعب يلعب لعباً أي تلاعب مرة بعد أخرى. وقد يقصد باللعب السير نحو وجهة غير معروفة فيقال: لعب بنا الموج في البحر عدة ليالي، حيث سمي الموج لعباً لأنه أخذهم إلى وجهة غير مرغوبة.<sup>1</sup>

وقد ورد مصطلح التلاعب في القرآن الكريم في العديد من المواضع، كقوله تعالى: "وَلَقَدْ سَأَلْتَهُمْ لَيَقُولُنَّ إِنَّمَا كُنَّا نَخُوضُ وَنَلْعَبُ قُلْ أَبِاللَّهِ وَآيَاتِهِ وَرَسُولِهِ كُنْتُمْ تَسْتَهْزِئُونَ" سورة التوبة-الآية 66-. حيث تشير الآية الكريمة إلى المنافقين الذين كانوا يستهزئون بكلام الله عز وجل. قال أبو معشر المدني عن محمد بن كعب القرظي وغيره قالوا: قال رجل من المنافقين: ما أرى قراءنا هؤلاء إلا أرغبنا بطونا، وأكذبنا ألسنة، وأجبنا عند اللقاء. فرفع ذلك إلى رسول الله -صلى الله عليه وسلم- فجاء إلى رسول الله وقد ارتحل وركب ناقته، فقال: يا رسول الله، إنما كنا نخوض ونلعب. فقال: (أبالله وآياته ورسوله كنتم تستهزئون). إلى قوله: (كانوا مجرمين) وإن رجليه لتنسفن الحجارة وما يلتفت إليه رسول الله -صلى الله عليه وسلم- وهو متعلق بنسعة رسول الله -صلى الله عليه وسلم-<sup>2</sup>

<sup>1</sup> عمار عباس الحسيني، عمار كريم فاضل، الركن الخاص بجريمة التلاعب بأسعار الأوراق المالية: دراسة مقارنة، مجلة المحقق الحلي للعلوم القانونية والسياسية، جامعة بابل، العراق، العدد 04، 2017، ص ص 221-222.

<sup>2</sup> ابن كثير، تفسير القرآن العظيم، مؤسسة قرطبة للطباعة والنشر والتوزيع، الجيزة، مصر، المجلد السابع، 2000، الطبعة الأولى، ص ص 226-227.

- **اصطلاحاً:** يعبر مصطلح التلاعب عن جميع التصرفات والممارسات التي يقوم بها شخص أو مجموعة من الأشخاص في السوق بهدف إحداث فروقات في أسعار الأوراق المالية بهدف تحقيق أرباح وعوائد إضافية تفوق الأرباح التي يحققها المتعاملون العاديون.<sup>1</sup>

والتلاعب في الأسواق المالية يتم من خلال خداع المستثمرين والمتعاملين بممارسة عمليات تداول وهمية وتغيير الأداء الطبيعي للسوق وآلية الأسعار، حيث يكون التلاعب من خلال ثلاثة مداخل أساسية: النوع الأول هو التلاعب القائم على التجارة والذي يحاول من خلاله المتلاعبون خلق نوع من الزخم على الأسعار عن طريق القيام بعمليات التداول في تاريخ واحد بهدف رفع الأسعار في السوق وتحقيق عوائد إضافية خاصة في الأسواق ذات الكفاءة الضعيفة والتي تتميز بعدم تناسق المعلومات. أما النوع الثاني هو التلاعب القائم على المعلومات ويتم تنفيذه من خلال نشر الشائعات والمعلومات الكاذبة والمضللة حول ورقة مالية معينة والتموقع في الاتجاه المعاكس (بيع/شراء) للسوق. النوع الثالث للتلاعب هو القائم على العمل حيث يعمل المتلاعبون على التأثير على قيمة الشركة المصدرة للورقة المالية وتغيير قيمة أصولها الفعلية، حيث يكون متخذي القرار في المؤسسة في هذه الحالة طرف من أطراف التلاعب.<sup>2</sup>

من خلال ما سبق يمكن تعريف التلاعب بأنه جميع التصرفات والممارسات اللاأخلاقية التي تحدث في الأسواق المالية والتي يكون الهدف منها تضليل المتعاملين من أجل تحقيق أرباح غير عادية كون أن المتلاعبون يعملون عكس اتجاه السوق، فإذا كان المستثمرون يقومون بعمليات البيع فإن المتلاعبون يقومون بعمليات الشراء والعكس، لأنهم هم من قاموا بنشر معلومات مغالطة وسرعان ما يعود السوق لحالته الطبيعية وبالتالي تحقيق الأرباح جراء هذا التوتر الذي شهده.

## 2. أنواع التلاعب في الأسواق المالية

حسب "Allen and Gale 1992"، يمكن تصنيف التلاعب في الأسواق المالية إلى 03 أنواع رئيسية:<sup>3</sup>

- **التلاعب المؤثر في القيمة:** يتمثل في تلك التصرفات التي من شأنها أن تؤثر على قيمة المنتجات المالية، حيث يكون مصدر هذا النوع من التلاعب في الغالب متخذي القرار في شركات المساهمة، خاصة عند وجود نية في القيام بعمليات الاندماج والاستحواذ.

<sup>1</sup> عبد الله ابن محمد العمراني، التلاعب في الأسواق المالية: دراسة فقهية، مجلة الجمعية الفقهية السعودية، العدد 17، جانفي 2013، ص 363.  
<sup>2</sup> Syed Qasim Shah, Izlin Ismail, Aidil Rizal bin Shahrin, **Stock market manipulation : A comparative analysis of East Asian emerging and developed financial markets**, Management Science Letters, Vol 09, 01, 2019, P185.  
<sup>3</sup> عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2010، الطبعة الأولى، ص 113-114.

- **التلاعب المؤثر في السعر من خلال بث معلومات مضللة:** ويكون ذلك من خلال نشر معلومات مضللة، سواءً من خلال نشر معطيات غير صحيحة أو معطيات صحيحة ولكنها قابلة للتأويل، مثل نشر معلومات خاطئة عن المراكز المالية للشركات، وقيام بعض المحللين المتلاعبين بإعطاء معلومات جيدة عن أسهم شركة معينة.
- **التلاعب المؤثر في السعر من خلال تداولات مغررة:** هذا النوع أكثر التلاعبات شيوعاً في الأسواق المالية، حيث يقوم المتلاعبون بتنفيذ تداولات في أوقات حساسة يكون لها انعكاس مباشر على أسعار وكميات المنتجات المستهدفة، مما يؤثر على توقعات وقرارات بقية المتداولين بشأن تلك المنتجات المالية.

### ثانياً: صور التلاعب في الأسواق المالية

تتعدد صور التلاعب في الأسواق المالية، وسنحاول من خلال التالي ذكر أهم هذه الصور:<sup>1</sup>

- احتكار نوع معين من الأوراق المالية من خلال شراء كميات كبيرة منها، وهو ما يجعل المتلاعبين في موقع قوة وبالتالي التحكم في الأسعار صعوداً وهبوطاً حسب هدف المتلاعب. ويحدث هذا في الغالب على أسهم الشركات الصغيرة والتي تصدر عدداً محدوداً من الأوراق المالية مما يسهل عمل المتلاعبين في السوق؛
- تواطؤ السماسرة وصناع السوق على التحكم في العروض والطلبات ومن ثم الأسعار بالشكل الذي لا يعكس قوى العرض والطلب الحقيقية في السوق؛
- الاستخدام السلبي للتكنولوجيا ووسائل الاتصال الحديثة كالإنترنت والهاتف في تعاملات مصطنعة تؤثر على قوى السوق، حيث يكون الغرض منها تحريك المعاملات على ورقة معينة لزيادة سعرها؛
- استخدام الطلبات والعروض مصحوبة ببعض الصفقات لتضليل الآخرين عن الاتجاه الحقيقي للأسعار، حيث أن هذه الصفقات لا تعتمد على الأوامر السوقية، مما يؤثر على التداول العادي في السوق؛
- القيام ببث معلومات خاطئة أو تضخيم معلومات صحيحة أو طرح توصيات في السوق لرفع الأسعار لبيع نوع من الأوراق المالية بسعر مرتفع لإعادة شرائها فيما بعد بأسعار منخفضة؛
- نشر معلومات وتقارير مغلوطة حول أداء الشركات ومستقبلها، بهدف الترويج لإصدارات هذه الشركة؛
- التحكم بسعر الإغلاق، من خلال إصدار عدد كبير من الأوامر بهدف رفع الأسعار قبل الإغلاق، خاصة وأن هذا السعر يعتبر المرجع الذي يعتمد عليه المستثمرون في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية؛
- تواطؤ المحللين والاعلاميين بنشر معلومات وهمية حول ورقة مالية معينة بهدف زيادة الطلبات عليها؛

<sup>1</sup> محمد ابن إبراهيم السحبياني، التلاعب في الأسواق المالية صوره وآثاره، بحث مقدم إلى الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، 06-02 أكتوبر 2010، مكة المكرمة، السعودية، ص ص 12-15.

- شراء كميات كبيرة لنوع معين من الأوراق المالية بهدف إجبار الذين لديهم بيوع مسبقة على إعادة شرائها بأسعار مرتفعة لتغطية مراكزهم المالية، أو البيع بكميات كبيرة لإجبار الذين لديهم تسهيلات بالهامش على البيع بأسعار متدنية لتغطية مراكزهم المالية.

### الفرع الثاني: أثر التلاعب على كفاءة الأسواق المالية

يشير التلاعب في الأسواق المالية إلى تلك التصرفات والممارسات التي تؤثر بشكل مباشر على الأسعار الحقيقية في السوق، وهو ما يمكن المتلاعبين من جني أرباح وعوائد على حساب خسائر المشاركين الآخرين في السوق، حيث أن هذه الأرباح يمكن ألا تتحقق في ظل الظروف العادية. كما أن هذه الفوارق في الأرباح بين المستثمرين العاديين والمتلاعبين تثير حالة من عدم الرضا والفوضى وتزيد من تخوفات المستثمرين عند الدخول إلى الأسواق المالية. كما أن التلاعب يفقد قيمة وأهمية السوق في الاقتصاد نظرا لفقد وظيفته الأساسية والمتمثلة في كون أنه مؤشرا هاما للتعبير عن وضع أي إقتصاد وبالتالي فقدان رؤوس الأموال خاصة الأجنبية منها وتهديد كل المنافع والموارد الاقتصادية.

ويؤثر التلاعب في أسعار الأوراق المالية على حجم التداول في الأسواق حيث يفقد هذا المؤشر قيمته عند البحث في كفاءة ونشاط أي سوق مالي، فالأوراق المالية التي بها تلاعب يظهر عليها زيادة كبيرة في حجم التداول فضلا عن زيادة التقلبات المرتبطة بها، مما يؤدي إلى زيادة السيولة في السوق خلال فترة التلاعب وكذا اختلال عمق السوق وبالتالي نقص كفاءة السوق وعدم فعاليته.<sup>1</sup>

ولتجنب التلاعب في الأسواق المالية وجب على المتعاملين فيه اختيار الوسطاء والسماسة المناسبين والذين لهم سمعة طيبة ويتصفون بالأمانة والصدق عند إجراء مختلف الصفقات، كما يجب عدم التعامل مع الأشخاص والسماسة الذين يتصفون ب:<sup>2</sup>

- الذين لا يمتلكون تراخيص لممارسة المهنة؛
- ذوي الخبرات المحدودة في المجال، خاصة عند تكوين وإدارة المحفظة المالية؛
- الذين يرفضون التواصل مع عملائهم مباشرة، ويفضلون سبل الاتصال غير المباشرة (الهاتف ومختلف وسائل التواصل الأخرى)؛
- الذين لا يتبعون اللوائح والقوانين المنظمة للعمل؛
- الذين ينشرون أسرار عملائهم؛
- الذين لا يلتزمون بسلوكيات وأخلاقيات المهنة.

<sup>1</sup> Bahram Moazen, Faride Asadollahi, **Manipulation of stock price and its consequences**, European Journal of Natural and Social Sciences, Vol 02, N 03(s), 2013, P 432.

<sup>2</sup> عصام عبد الغني علي، مرجع سابق، ص ص 220-221.

إن التقيد بالشروط السابقة الذكر يضيق المجال على المتلاعبين، سواءً الذين يمارسونه كمهنة أو الذين يقومون به بطريقة غير مقصودة بسبب عدم كفاءتهم. ومن جانب آخر يجب على الجهات الوصية على الأسواق المالية تشديد الرقابة عليها وتحيين القوانين واللوائح التي تنظم وتسير أداؤها بصفة دورية ومستمرة لمواكبة والتصدي للتحديث المستمر في أساليب التلاعب خاصة في ظل تسارع العولمة وتكنولوجيات الاعلام والاتصال الحديثة.

## خلاصة الفصل:

تم من خلال هذا الفصل التطرق لمختلف الجوانب المرتبطة بالأسواق المالية، هذه الأخيرة تعتبر الشريان والقناة التي تمر عبرها الأموال بين مختلف الوحدات الاقتصادية في البلد خاصة أصحاب الفوائض والعجز المالي، كما أنها تساهم في توفير السيولة للاقتصاد وجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة وبالتالي دفع عجلة التنمية بمختلف جوانبها للبلد.

تسير الأسواق المالية وفق مجموعة من الضوابط والآليات الخاصة التي تساهم في تنظيم وتأطير مختلف العمليات التي تسري في السوق، خاصة فيما يتعلق بالوساطة المالية التي تعتبر المحور واللاعب الأساسي في مختلف المعاملات والصفقات. ويكون ذلك تحت رقابة السلطات المشرفة على السوق بهدف توحيد الجهود والأهداف لضمان نشاط الأسواق المالية وتطويرها.

تعطي مؤشرات الأسواق المالية صورة واضحة عن الوضع العام السائد في السوق، من خلال ترجمتها لاتجاهات مختلف الأدوات المالية المدرجة فيها، الشيء الذي يساعد مختلف الأطراف المتعاملة في السوق على رسم أهدافهم واتخاذ قراراتهم الاستثمارية بناءً على تلك النتائج والمخرجات التي تعطيها المؤشرات، إلا أن ذلك لا يكفي لوحده بل وجب عليهم القيام بمجموعة من التحليلات الإضافية وخاصة التحليلين الفني والأساسي من أجل تحقيق العوائد وتجنب مختلف المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار.

تتوقف كفاءة الأسواق المالية على قدرة هذه الأخيرة في استغلال المعلومات وسرعة ترجمتها على أسعار مختلف الأوراق المالية دون وجود فاصل زمني من جهة، ومن جهة أخرى القدرة على التحقق من صحة وسلامة تلك المعلومات الواردة إلى السوق والتي قد تكون مفتعلة من قبل بعض الأطراف بهدف التلاعب وخلق الخوف والدعر في نفوس المتعاملين الشيء الذي يجعلهم يتخذون قرارات خاطئة يستغلها المتلاعبون في تحقيق عوائد وأغراض تخدم مصالحهم الشخصية.

## الفصل الثاني:

### الإطار النظري للهندسة المالية

## تمهيد

يقال أن "الحاجة أم الاختراع أو الإبداع"، وفي هذا الصدد ساهمت الأزمات التي حدثت في العالم إلى تحول العديد من المفاهيم الاقتصادية والمالية ومن بينها ظهور ما يعرف بالابتكار المالي الذي كان إفراز العديد من العوامل التي حدثت على مستوى النظام المالي العالمي، خاصة في ظل الثورات التكنولوجية والمالية التي شهدتها الدول المتقدمة في الماضي، وزيادة ترابط الأسواق المالية من خلال العولمة المالية. والابتكار المالي هو عملية خلق وتطوير منتجات وأدوات مالية جديدة تساهم في إدارة مختلف المشاكل المالية والاستثمارية، بهدف التقليل من الأزمات المالية وذلك من خلال استغلال نتائج وتطورات مختلف العلوم الأخرى.

إن وصول الابتكار المالي إلى تحقيق أهدافه المنشودة وتطبيقها على أرض الواقع يحتاج إلى جملة من الآليات والأدوات المساعدة والتي من بينها الهندسة المالية، هذه الأخيرة تعتبر الوسيلة التي يتم من خلالها تنفيذ الابتكار المالي من خلال تصميم، تطوير وتنفيذ مختلف الأدوات والعمليات المبتكرة والبحث عن الحلول المثلى لمختلف المشاكل المرتبطة بالتمويل.

إن حاجة المؤسسات والأسواق المالية للهندسة المالية دفعها لابتكار العديد من العمليات المالية خاصة على مستوى الأسواق المالية، بهدف تجاوز مختلف القيود والعقبات التي تعاني منها مثل: مشاكل الأداء، المشاكل المرتبطة بتكلفة ووقت تنفيذ مختلف العمليات المالية، مشكلة قلة الموارد المالية وكيفية الحصول على مصادر التمويل اللازمة. حيث ساهمت عمليات الهندسة المالية في زيادة كفاءة المؤسسات والأسواق المالية وتقليل المخاطر المصاحبة للتمويل.

سنقوم بتقسيم هذا الفصل إلى 03 مباحث أساسية كما يلي:

المبحث الأول: مدخل للابتكار المالي

المبحث الثاني: عموميات حول الهندسة المالية

المبحث الثالث: عمليات الهندسة المالية

## المبحث الأول: مدخل للابتكار المالي

شهد القطاع المالي في السنوات الأخيرة مجموعة من التطورات والتغيرات الكبيرة التي أدت إلى حدوث تغييرات هيكلية في القطاع المالي وظهور مفاهيم جديدة، فمع ظهور العولمة والتكنولوجيا المالية والثورة الهائلة التي مست تكنولوجيا الإعلام والاتصال، بالإضافة إلى التقلبات التي شهدتها أسعار الصرف والفائدة وكذا أسعار مختلف الأدوات المالية والمخاطر المرتبطة بها، كلها عوامل ساهمت في ظهور ما يعرف بالابتكار المالي والذي نتج عنه جملة من المنتجات والعمليات المالية التي تهدف إلى تطوير ومساعدة النظام المالي العالمي على الاستقرار وإدارة المخاطر التي يواجهها.

## المطلب الأول: مفهوم الابتكار المالي

يعد الابتكار المالي القوة الدافعة للنظام المالي، حيث يعتبر أداة فعالة في يد مختلف المؤسسات ذات العلاقة بالنظام المالي من أجل تحقيق الأهداف التي تصبوا إليها في أحسن الظروف وبأقل مخاطر ممكنة.

## الفرع الأول: تعريف الابتكار والابتكار المالي

إن عملية الابتكار المالي مستمدة من الابتكار في القطاع الحقيقي، كون أنه يسعى دوماً إلى خلق كل ما هو جديد وغير مألوف لدى الجمهور.

## أولاً: تعريف الابتكار

قبل التطرق إلى تعريف الابتكار المالي لابد من الإشارة إلى تعريف الابتكار حتى يتبسط المفهوم.

1. لغة: الابتكار مشتق من كلمة ابتكر، يبتكر ابتكاراً، فهو مبتكر. وابتكر الجهاز أي اخترعه، ويستعمل الابداع أيضاً في المعنى اللغوي كمرادف للابتكار، فيقال أبداع في الأمر أي اخترعه على غير مثال سابق.<sup>1</sup> قال تعالى: "بَدِيعُ السَّمُوتِ وَالْأَرْضِ وَإِذَا قَضَىٰ أَمْرًا فَإِنَّمَا يَقُولُ لَهُ كُنْ فَيَكُونُ" سورة البقرة- الآية 117-.

2. اصطلاحاً: ورد الابتكار بمعاني عديدة، فيراه توم بيترز "t.peters": "التعامل مع شيء جديد، أي شيء لم يسبق اختياره"<sup>2</sup>. ويعرفه روجرز "Rogers": ظهور إنتاج جديد نابع من التفاعل بين الفرد والخبرة. أما

<sup>1</sup> أحمد مختار عمر، معجم اللغة العربية المعاصرة، عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، القاهرة، مصر، 2008، الطبعة الأولى، الجزء الأول، ص 171.

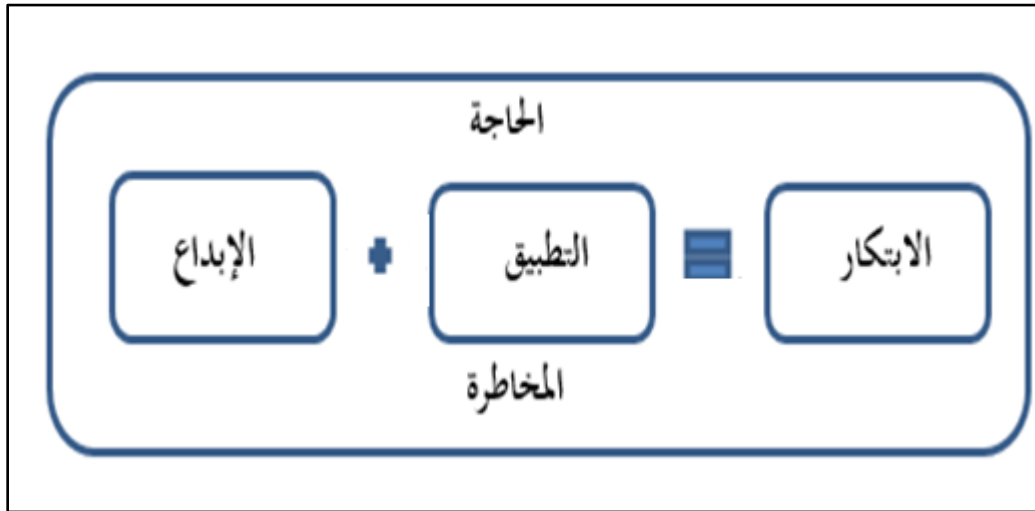
<sup>2</sup> نجم عبود نجم، إدارة الابتكار-المفاهيم والخصائص والتجارب الحديثة -، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2003، الطبعة الأولى، ص 19.

بيرس "Piers" فينظر إليه على أنه: قدرة الفرد على تجنب الروتين العادي والطرق التقليدية في التفكير مع إنتاج جديد وأصيل يمكن تنفيذه أو تحقيقه.<sup>1</sup> ويعرفه البعض على أنه: "الأفكار المطبقة بنجاح"<sup>2</sup>

ومن المفاهيم المرتبطة بالابتكار نجد الابداع، بل هناك من الباحثين والأكاديميين من لا يفرق بينه وبين الابتكار ويعتبرهما وجهان لعملة واحدة. والابداع كما يراه "شومبتير"<sup>\*</sup> هو: الحصيصة الناتجة عن ابتكار طريقة أو نظام إنتاجي جديد، والذي يؤدي إلى تغير مكونات وتصميم المنتج نفسه.<sup>3</sup>

وبهذا يمكننا القول بأن الابداع هو عملية خلق أو تقديم أفكار جديدة لغرض تطوير منتج أو خدمة معينة بغض النظر عن التطبيق الفعلي لهذه الأفكار من عدمه. أما الابتكار فيشير إلى العملية التي يتم من خلالها نقل هذه الأفكار إلى الواقع العملي، بحيث ينجر عنه تقديم نشاط أو خدمة بشكل فعلي.<sup>4</sup> إذاً يمكن القول أن الابداع والابتكار شيئين متكاملين فالإبداع هو منطلق الابتكار ولا وجود للابتكار دون الابداع، أما الابداع فهو دون أهمية إن لم يجسد بواسطة الابتكار. والشكل الموالي يوضح العلاقة بينهما:

شكل رقم (07): العلاقة بين الإبداع والابتكار



المصدر: من إعداد الطالب بناءً على ما سبق

كما أن هناك العديد من المفاهيم الأخرى ذات العلاقة بالابتكار إلا أن درجة الغموض بينها وبين الابتكار أقل من الغموض الموجود بين مفهومي الابتكار والابداع، من بينها: الذكاء، الاختراع، الطلاقة، الأصالة... إلخ.

<sup>1</sup> أسامة خيرى، إدارة الإبداع والابتكارات، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، الطبعة الأولى، ص 68.  
<sup>2</sup> مارك دود جسون، ديفد جان، ترجمة زينب عاطف سيد، الابتكار - مقدمة قصيرة جداً -، مؤسسة هنداوي للتعليم والثقافة، القاهرة، مصر، 2014، الطبعة الأولى، ص 24.  
<sup>3</sup> بشني يوسف، غلاي نسيم، الإبداع ضرورة أساسية لخلق ميزة تنافسية، مجلة دفاتر بوادكس، العدد 02، سبتمبر 2014، ص 68.  
<sup>4</sup> شرطي نسيم، التامين المصرفي كنموذج للابتكار في الخدمات، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، العدد 04، سبتمبر 2015، ص 72.  
<sup>\*</sup> يعد شومبتير أول اقتصادي نيو كلاسيكي تحدث عن مفهوم الابداع في الاقتصاد، وذلك من خلال كتابه الصادر سنة 1912، تحت عنوان: نظرية التطور الإقتصادي.

## ثانيا: الابتكار المالي

يعتبر الابتكار المالي حجر أساس الأنظمة المالية نظرا لمساهمته في دفع عجلة التنمية المالية وحل مختلف المشاكل المرتبطة بالتمويل.

### 1. تعريف الابتكار المالي

تعدد التعاريف المرتبطة بالابتكار المالي نذكر منها:

**التعريف الأول:** الابتكار المالي هو تفكيك الأدوات المالية وإبقائها منفصلة أو إعادة دمجها بطرق غير التي كانت عليها، بهدف تمكين المستثمرين والمقترضين من الحفاظ على الأصول التي يمتلكونها بعد التخلي عن الميزات غير المرغوب فيها.<sup>1</sup>

**التعريف الثاني:** هو عملية خلق وتعميم الأدوات والتقنيات المالية الجديدة، والعمليات والمؤسسات والأسواق. ويشمل أيضا التطبيق الجديد للأفكار الموجودة لكن في سياق مختلف.<sup>2</sup>

**التعريف الثالث:** الابتكار المالي يعني توليد فكرة جديدة لمنتج مالي معين، بغية اكتساب ميزة تنافسية للسوق الذي تتداول فيه هذه الأدوات، إدارة المخاطر، توليد الإيرادات وتحقيق سيولة السوق.<sup>3</sup>

**التعريف الرابع:** هو تصميم وتطوير أدوات وآليات تمويلية جديدة، بحيث تكون متميزة ومختلفة عن الأدوات والآليات الموجودة من حيث: المصدقية، الكفاءة الاقتصادية، المثالية، الميزة التنافسية والقدرة على صياغة حلول إبداعية للمشاكل والتحديات والاستغلال الأمثل للفرص التمويلية.<sup>4</sup>

نستنتج مما سبق أن الابتكار المالي هو عملية البحث عن أدوات، منتجات وعمليات مالية جديدة وتطوير المنتجات المالية القائمة، والتي تهدف إلى حل مختلف المشاكل المالية التي تعاني منها المؤسسات والأسواق المالية، بالإضافة إلى اكتساب المستثمرين الذين يحوزونها ميزة تنافسية إضافية في السوق والتي يفتقرها حاملو الأدوات المالية التقليدية.

<sup>1</sup> Luisa Anderloni, David T. Llewellyn, Reinhard H Schmidt, **Financial Innovation in Retail and Corporate Banking**, Edward Elgar Publishing Limited, USA, 2009, P 05.

<sup>2</sup> A World Economic Forum report, **Rethinking Financial Innovation - Reducing Negative Outcomes While Retaining The Benefits** -, Geneva, 2012, P 16.

<sup>3</sup> Samir Alamad, **Financial Innovation and Engineering in Islamic Finance**, Springer International Publishing, Switzerland, 2017, P 03.

<sup>4</sup> علي محمد أبو العز، **الابتكار في صيغ التمويل الإسلامي**، منشورات مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، 2016، ص 17.

## 2. أهداف الابتكار المالي:

يسعى الابتكار المالي لتحقيق جملة من الأهداف، نذكر منها:<sup>1</sup>

- المساهمة في تطوير الائتمان في السوق بمختلف أشكاله؛
- تحويل شكل رأس المال ومفهوم الملكية وخلق شكل شبه أموال خاصة؛
- مسح الاختلاف بين أنواع دعائم رأس المال؛
- تقليل مستويات المخاطر إلى أدنى حد لها، من خلال استخدام مختلف الترتيبات القانونية والتعاقدية للكيانات والمؤسسات، والمحاسبة الإبداعية وأساليب التحليل الإحصائي لحساب المخاطر ضمن نموذج للأسواق المالية، حيث أن الابتكارات المالية تساهم في توزيع المخاطر بين الوكلاء الاقتصاديين وهو ما يؤدي إلى تحسين وتطوير أداء النظام المالي؛
- المساهمة في تحقيق كفاءة الأسواق من خلال تخفيض تكاليف المعاملات وزيادة سيولة الأسواق بالاستعانة بمختلف الوسائل والاستراتيجيات وكذا التحليل الكمي للاقتصاد، وتقنيات النمذجة والصيغ الرياضية.

## 3. مبادئ الابتكار المالي:

لنجاح الابتكار المالي يجب أن تتوفر بعض الشروط الضرورية التي تساهم في جعل المنتج أو العملية المتولدة عن عملية الابتكار غير عادية، ومن المبادئ التي يقوم عليها الابتكار المالي:<sup>2</sup>

- فسح المجال لأي فكرة وتحفيزها على النمو والتطور، فكثير من الأفكار وحتى شبه الأفكار تحولت إلى حقائق ونجاحات أبهرت العالم، والابتكار قائم على الإبداع لا التقليد، وهو حجر الأساس والجوهر الذي يقوم عليه الابتكار المالي؛
- الأفراد مصدر قوة المنظمات والكيانات، لذا وجب الاعتناء بهم وتنمية مهاراتهم وقدراتهم بهدف جعلها أفضل وأكثر ابداعاً وربحاً مع وضع سلم للمكافآت على حسب الجدارة والكفاءة؛
- احترام الأفراد وإشراكهم في وضع القرارات الهامة وتحقيق نجاح المنظمة، الشيء الذي يحفزهم على بذل قصارى جهدهم لفعل أفضل الأشياء على أكمل وجه؛
- دعم اللامركزية في التعامل من أجل تنمية القدرة الإبداعية للأفراد والموظفين؛
- تحويل العمل إلى شيء ممتع لا وظيفة فحسب، من خلال تحويل النشاط إلى مسؤولية والمسؤولية إلى طموح؛

<sup>1</sup> موسى بن منصور، مشكلات الإبداع المالي في الأسواق المالية الإسلامية وسبل علاجها، مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، المجلد 31، العدد 02، 2017، ص ص 467-468.

<sup>2</sup> موسى بن منصور، الابتكار المالي في المؤسسات المالية الإسلامية بين الأصالة والتقليد، المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، يومي 05 و06 ماي 2014، جامعة سطيف 01، ص ص 07-09.

- التطلع دوماً إلى الأعلى وكل ما من شأنه أن يحرك حوافز الأفراد للعمل وبذل المزيد؛
- لا ينبغي ترك الأفكار الجيدة التي تفتقد لآليات التنفيذ، فكثير من الأفكار تتولد وتنمو مع مرور الزمن ويتم تطبيقها من خلال عرضها المتكرر للمناقشة من أجل إرسائها على شاطئ الواقع؛
- يجب دعم التكوين والتعلم عن طريق العمل والممارسة، لأن الخبرة والتجربة أساس اكتشاف المهارات وتطوير القدرات؛
- التجديد المستمر للنفسيات والطموحات والأفكار.

### الفرع الثاني: التطور التاريخي للابتكار المالي

يعود الابتكار المالي إلى العصور القديمة، وأول ملامحه هي القروض الأحادية من شخص لآخر. فقد احتلت القروض الشخصية مكانة واهتمام كبيرين في روما القديمة (اليونان) لتتطور بعد ذلك لتشمل باقي الأعمال المصرفية. ويعود أول نشاط مصرفي إلى قبل الميلاد في "بابلون"، من خلال عمليات قبول الودائع ومنح الائتمان. كما كانت الكنائس تقوم بادخار المكتنزات من النقود المعدنية والحلي والذهب والفضة وتقرضها للأمرء والحكام الذين كانوا يستخدمونها في تمويل الحروب ومواجهة الأزمات.<sup>1</sup>

إذن فالابتكار عامل متأصل منذ القدم في البشرية على مر التاريخ، فالأفراد كانوا دوماً يسعون للبحث عن وسائل جديدة تخفف عنهم مشقة الحياة. ونظراً لأهمية الاقتصاد في الدول والمجتمعات فقد حدثت ثورات علمية كثيرة في مجال التمويل والنظم المالية، ومن أمثلة ذلك: شهد العالم ابتكار النقود الورقية لأول مرة في القرن 19 في الصين، كما شهدت أوروبا في العصور الوسطى إنشاء منظمات متخصصة في الودائع والإقراض. وفي القرن 20 انفجرت ثورة الابتكارات المالية فتم ابتكار أحدث التقنيات والأدوات كبطاقات الائتمان والمشتقات والصراف الآلي والمدفوعات الإلكترونية... إلخ.<sup>2</sup>

أما في الأسواق المالية تعتبر المشتقات المالية أهم وأبرز المنتجات المالية التي تم ابتكارها إلى اليوم. فابتداءً من سبعينيات القرن 20 شهدت هذه المنتجات المالية انتشاراً ونمو كبيرين، حيث كانت تستعمل في حماية المستثمرين من مخاطر تقلبات أسعار الأوراق المالية، وقد بدأت أسواق المشتقات في الوم أ وبريطانيا ثم انتشرت في باقي الدول الأوروبية، وتجدر الإشارة إلى أن أول سوق منظمة للمشتقات تأسست في شيكاغو في أبريل 1973م.<sup>3</sup>

إن الطفرة التي شهدتها أسواق المشتقات المالية يرجع سببها بشكل أساسي إلى فشل نظام "بروتون ودوز" واختيار نظام الصرف الثابت، ومع ظهور نظام الصرف المرن القائم على العرض والطلب والذي أدى إلى حدوث

<sup>1</sup> سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2005، الطبعة الأولى، ص 87.

<sup>2</sup> Manuel Sánchez, **Financial Innovation and the Global Crisis**, International Journal of Business and Management, Vol. 5, N11, November 2010, P 27.

<sup>3</sup> حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، الطبعة الأولى، ص 334.

تقلبات عنيفة في أسعار صرف العملات ومنه ارتفاع درجة مخاطر الصرف، بالإضافة إلى التقلبات التي شهدتها أسعار الفائدة في تلك الفترة. كان اللجوء إلى المشتقات المالية هو الخيار الأمثل للتحوط من هذه المخاطر وهو ما ساهم في اتساع أسواق المشتقات المالية وانتشارها عبر مختلف أنحاء العالم.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: نظريات الابتكار المالي وتصنيفاته

تعددت النظريات التي تفسر الابتكار المالي، حيث تعتمد هذه النظريات على طبيعة الابتكار، نوعه والدوافع التي ساهمت في بروزه وكذا آلية عمل الابتكار المالي.

### الفرع الأول: نظريات الابتكار المالي

من أبرز النظريات التي حاولت تفسير الابتكارات المالية نذكر:<sup>2</sup>

#### أولاً: مدخل القيود الحادثة كدافع للابتكار المالي

تم تطوير هذه النظرية من قبل سيلبر "Silber" سنة 1983، تقوم على مبدأ أساسي هو أن الدافع الرئيسي لتبني الابتكارات المالية من طرف المؤسسات هو تحسين مراكزها المالية. وفي هذه المرحلة التي تتوجه فيها المؤسسات نحو تحسين أدائها تواجهها العديد من القيود والعراقيل التي قد تكون نتيجة لعوامل خارجية مثل: السياسات الكلية والبيئة التي تنشط فيها، كما قد تكون نتيجة عوامل داخلية مثل: القيود التي تفرضها الإدارة التنظيمية، وهو ما يؤثر في الأخير على استقرار المؤسسات ويقلل من كفاءتها. لذا تسعى المؤسسات من أجل إزالة تلك القيود والتخلص منها إلى الابتكارات المالية.<sup>3</sup>

وفي نفس السياق ركز ميرتون ميلر "Merton H. Miller" على أهمية التنظيم في تحفيز عمليات الابتكار المالي، ذلك أن العديد من الأشياء في هذا العالم قابلة للتغيير، مثل قوانين الضرائب وغيرها، لأنه من المرجح أن تختفي المنتجات المالية التي جاءت مخصصة لتجاوز هذه الثغرات القانونية.<sup>4</sup>

كما وضع روس "Ros" أن الإبداعات المالية تساهم في الحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات، من خلال منتجات مالية تسمح بالوصول إلى المعلومات وتخفيض من تكاليف الوكالة. أما شان "Chen" فيرى أن الابتكار

<sup>1</sup> R.Amuthan, **financial derivatives**, Himalaya publishing house, Mumbai, 2014, first Edition, PP 09 – 10.

<sup>2</sup> عبد الكريم قندوز، الابتكار المالي ومقدمة إلى الهندسة المالية، EL-KUTUB للنشر والتوزيع، لندن، إنجلترا، 2017، ص ص 94-106.

<sup>3</sup> Peter Musangi Ndwiga, Justus Nderitu Maina, **Financial Innovation as an Alternative Delivery Channel and Financial Performance of Listed Commercial Banks in Kenya**, European Journal of Business and Management, Vol 10, N 17, 2018, P 66.

<sup>4</sup> John D. Finnerty, **An Overview of Corporate Securities Innovation**, Journal of Applied Corporate Finance, VOL 12, 2009, P 23.

المالي يسمح بتنوع المخاطر مع إمكانية تحويلها وتحقيق الأرباح، ذلك أن وجهات نظر المستثمرين تختلف وتباين وفقا لتحليلاتهم المستقبلية للسوق.<sup>1</sup>

### ثانيا: نظرية جدلية التنظيمات

حسب هذه النظرية فإن الهدف من الابتكارات المالية هو التحايل على القيود التنظيمية، لذا فهو يعرف بـ: "جدلية التنظيم"، والذي يبدأ بمرحلة أولى من التنظيم تصاحبها في المرحلة الثانية حركة التحايل على هذا التنظيم من خلال الابتكارات المالية، مما قد ينجر عنه إختيار هذا التنظيم.<sup>2</sup>

وتقوم هذه النظرية التي أسسها إدوارد كين "E. Kane" عام 1977م، على فكرة أساسها أن هناك صراعا متكررا بين السياسيين (المشرعين) والاقتصاديين، حيث يكون تنظيم المؤسسات المالية مسرحا دوريا لهذا الصراع. انطلق كين في تحليله من الحاجة للتنظيم وركز على التوزيع الاختياري للائتمان، حيث تتم تلبية الحاجة للتشريعات (التنظيمات) بهدف زيادة الاستقرار المالي وتدنية التكاليف المتوقعة للإفلاس على دافعي الضرائب وتقوم الحكومة بتلبية هذا الطلب من خلال التنظيمات والتي قد تقيد البنوك والمؤسسات على خلق القيمة لحملة الأسهم وكذا الادارة.

هذه القيود تقلل من ربحية البنوك وهو ما يدفعها للبحث عن طرق وآليات تجنبها تلك التنظيمات ولو بالتحايل عليها، هذا ما يدفع المشرعين إلى إعادة صياغة تنظيمات جديدة أكثر صرامة كون أن التنظيمات الأولى فقدت فعاليتها. وهنا يلجأ موظفي البنوك والمدراء إلى طرق جديدة للتحايل على التنظيمات الجديدة وهكذا تبقى العملية.

### ثالثا: الابتكار المالي هو عملية فك وتركيب في الأسواق غير الكاملة

في الأسواق غير المكتملة لا يمكن تلبية جميع حاجيات المستثمرين، ونتيجة لذلك لا يمكن للمتعاملين في هذه الأسواق التصرف في أموالهم بكل حرية، سواءً من حيث المكان أو الزمان أو من ناحية إدارة المخاطر التي تواجههم. لذا سعت هذه النظرية للبحث في الظروف الملائمة التي يمكن أن يحدثها الابتكار المالي والتي من شأنها أن تجعل الأسواق في حالة توازن.<sup>3</sup>

تتميز الابتكارات المالية عن نظيرتها في القطاع الحقيقي أن الأولى في الغالب لا تقدم منتجا جديدا بالكامل، بل تطور وتعديل منتج موجود وقائم في الواقع. فالأدوات والمنتجات المالية هي عبارة عن تركيبة وعقود تصبغها جملة من الخصائص والميزات التي تعطيها وتخرجها في شكلها النهائي. ومن هنا فالابتكار المالي ما هو إلا عملية فك وإعادة تركيب تلك الخصائص للحصول على أدوات ومنتجات مالية جديدة.

<sup>1</sup> زعبيد نسيم لطفي، أثر الإبداعات المالية في إحداث الأزمات المالية الدولية: الدروس المستفادة بالنسبة للاقتصاديات الناهضة، أطروحة دكتوراه في العلوم المالية، جامعة عنابة، 2017-2018، ص 14.

<sup>2</sup> Bennamoun Hamadou, **Innovations financières et stabilité du system financier : le cas des crédits default swap (CDS)**, human science journal, Vol B, N 46, 2016, PP 197-198.

<sup>3</sup> Peter Tufano, **Financial Innovation**, Harvard Business School, Boston, 2002, PP 10-11.

كما ترى هذه النظرية المنتجات المالية على أنها جملة من الخصائص المحددة، كالعائد والسيولة والمخاطر المختلفة، وتبعا لهذا يهتم الابتكار المالي بتطوير طرق وأساليب جديدة لفك وتركيب الميزات الأساسية للمنتج المالي والذي يندرج في النهاية تحت ظل 03 حزم من الأنماط للخدمات والمنتجات التي يقدمها للنظام المالي، وهي: مبادلة نقد حاضر بنقد مستقبلي، الجمع بين المقرضين والمقترضين وتنفيذ وتسهيل المدفوعات.

#### رابعاً: نظرية العرض المعدوم

تساند هذه النظرية وتدعم النظرية السابقة، حيث ترى أيضاً أن الابتكارات المالية ماهي إلا تعديل لبعض الخصائص والميزات لمنتجات مالية قائمة في الأصل، وبما أن الأدوات المالية ماهي إلا عقود ورقية يمكن كتابتها بدون أي قيود تكنولوجية، فالابتكار المالي ليس سلعة جديدة بالكامل بل هي موجودة لكن عند مستوى عرض معدوم.

وفي هذا الإطار يرى ميلر 1986م الابتكارات المالية الناجحة على أنها "بذور تحت الثلج تنظر تحسن الطقس لكي تنمو".

#### خامساً: نظرية تكاليف المعاملات

تأسست هذه النظرية عام 1983 م من قبل الباحث "Niehans"، وتقوم على أساس أن تكاليف المعاملات هي سبب اللجوء إلى الابتكار المالي، وهذا بهدف تعظيم العوائد وجني أرباح إضافية. لذا تستفيد البنوك والمؤسسات من التطورات التكنولوجية من أجل إيجاد منتجات وعمليات مالية تخفض من التكاليف المرتبطة بالاستثمار المالي.<sup>1</sup>

#### الفرع الثاني تصنيفات الابتكار المالي

نظراً لعدم وجود تعريف محدد للابتكار المالي، فإن تصنيفات هذا الأخير تختلف وتتعدد باختلاف المعايير والوظائف والجهة المحددة لطبيعة الابتكار المالي. وعموماً يمكن ذكر أهم المعايير التي يستند إليها في تصنيف الابتكار المالي في الآتي:<sup>2</sup>

- مصدر الابتكار المالي؛
- العوامل المؤثرة على خلق وتنفيذ الابتكار المالي؛
- دوافع اللجوء إلى الابتكارات المالية؛

<sup>1</sup> Peter Musangi Ndwiga, Justus Nderitu Maina, OP Cit, P66.

<sup>2</sup> Joanna Blach, **FINANCIAL INNOVATIONS AND THEIR ROLE IN THE MODERN FINANCIAL SYSTEM – IDENTIFICATION AND SYSTEMATIZATION OF THE PROBLEM**, e Finance(financial internet quarterly, University of Information Technology and Management, vol. 7, r 03, 2011, P 22.

- مكونات النظام المالي؛
- نوعية الابتكار؛
- نتائج وأثر تطبيق الابتكارات؛
- توقيت الابتكار المالي؛
- طبيعة الأصول الأساسية التي تم من خلالها الابتكار.

وفيما يلي أبرز تصنيفات الابتكار المالي:

#### أولاً: تصنيف بنك التسويات الدولية

حسب المعيار الذي يستند إليه بنك التسويات الدولية، يعبر الابتكار المالي عن تلك الوسائل والطرق التي تسعى من خلالها المنشآت في سبيل تحقيق أهدافها المختلفة، من خلال تدنية المخاطر المحيطة بها وزيادة فرص الاستثمار الآمنة. وفي هذا الصدد وضع بنك التسويات الدولية سنة 1986م معايير خاصة لتصنيف الابتكارات المالية والتي فصل بينها من خلال:<sup>1</sup>

- **ابتكارات نقل المخاطر:** هي الابتكارات التي تسمح بتقليل المخاطر الكامنة التي تحتوي عليها بعض الأدوات المالية كالمشتقات المالية والتوريق، حيث يتيح هذا النوع من الابتكارات للمستثمرين التحوط ضد المخاطر وتحويلها إلى مستثمرين آخرين يرغبون في تحمل المخاطرة.
- **ابتكارات تعزيز السيولة:** هي الابتكارات التي تزيد من سيولة مختلف الأصول والأدوات المالية، حيث تتيح لحاملها الحصول على السيولة عند الحاجة في وقت قصير عوض تكبد خسائر إضافية، مثل: الأصول المورقة التي تسمح ببيع القروض في السوق الثانوية وهو ما يعطي لمؤسسات الإقراض القدرة على تغيير هيكل محفظتها المالية.
- **ابتكارات توليد الأسهم:** هي الابتكارات التي تعطي خاصية حقوق الملكية للموجودات، حيث يتم تحديد معدل العائد على الأصل بناءً على أداء الجهة التي قامت بإصداره، كما أن طبيعة خدمة الديون محددة سلفاً، مثل عملية مقايضة الديون بالأسهم.

وأضاف بعض الباحثين للتصنيفات السابقة تصنيفات أخرى، مثل الباحث " L.lewellyn " في كتابه: "الابتكارات المالية في الخدمات المصرفية للأفراد والشركات"، والذي يضيف:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Yuan K. Chou and Martin S. Chin, **Financial Innovations and Technological Innovations as Twin Engines of Economic Growth**, University of Melbourne, Australia, January 9, 2004, p9.

<sup>2</sup> Luisa Anderloni, David T. Llewellyn, Reinhard H Schmidt, **op.cit.**, PP 06-07.

- **ابتكارات توليد الائتمان:** يساهم هذا النوع من الابتكارات في الوصول إلى أسواق ائتمانية معينة، وبالتالي القدرة على زيادة حجم إجمالي الائتمان، ومثال ذلك قيام البنوك بتسديد بعض قروضها أو أن تشتري ضمانات القروض إلى غاية تحويل المخاطر إلى الآخرين، وهو ما يكسبها طاقة وقدرة كبيرة على الإقراض لأن رأس مالها قد زاد، لأن المعاملات تقلل من قدرة البنك على التعرض لمقترضين آخرين ولأصول أخرى.
- **ابتكارات التأمين:** يتيح هذا النوع التأمين ضد المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون، مقابل دفع أقساط التأمين، مثل: مقايضات الائتمان (CDS)، حيث يدفع مشتري الحماية للبائع دفعة من الأقساط وفي المقابل يتعهد بائع الحماية بتعويض المشتري في حالة وقوع خطر معين.
- **ابتكارات إدارة الأصول والخصوم:** تساعد هذه الابتكارات البنوك على إدارة أصولها وخصومها بكفاءة وفعالية، مثل المنتجات المالية المركبة والتي تسمح بـ: توسيع نطاق إدارة المخاطر، زيادة فرص الإقراض وتغيير تكوين أو هيكل المخاطر للميزانية العامة للبنك.
- **ابتكارات تمويل المؤسسات المالية:** تساهم هذه الابتكارات في توسيع مصادر التمويل المصرفي، فالبنك مثلاً يقوم بتنويع تمويله ليشمل أكبر قدر ممكن من المستثمرين أو أولئك الذين يرغبون في الاستثمار في فئة معينة من الأصول المصرفية وليس في البنك نفسه، مثل الرهون العقارية.

### ثانياً: التصنيف الوظيفي للابتكار المالي

يذهب الكثير من الباحثين إلى تصنيف الابتكارات المالية انطلاقاً من النتيجة التي يمكن الوصول إليها بفضل الابتكار، ويعتبر هذا المعيار هو الأكثر استخداماً من قبل الكثيرين. وفي هذا الصدد نجد العديد من الباحثين الذين قدموا تصنيفات للابتكار المالي، لعل أهمها:

#### 1. تصنيف "Perez":

اقترح بيريز سنة 2002 م تصنيفاً للابتكارات المالية وفقاً لأهدافها الرئيسية وترتيبها من الأكثر فائدة إلى الأقل فائدة بالنسبة للقطاع الحقيقي. والجدول الموالي يوضح هذا التصنيف:

جدول رقم (06): تصنيف الابتكارات المالية حسب: "Perez"

| نوع الابتكار المالي                                          | وظيفة الابتكار                                                                                                                                                                                                                                                      |
|--------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ابتكارات لتوفير رأس المال<br>للمنتجات أو الخدمات الجديدة     | <ul style="list-style-type: none"> <li>- الابتكارات الجذرية، مثل: القروض المصرفية ورأس المال الاستثماري وغيرها؛</li> <li>- استيعاب المتطلبات المالية للبنى التحتية الجديدة؛</li> <li>- تسهيل الاستثمار أو التجارة في سلع أو خدمات جديدة.</li> </ul>                 |
| ابتكارات تساعد<br>على النمو والتوسع                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>- الابتكارات المتزايدة وتوسيع الإنتاج، مثل السندات؛</li> <li>- تسهيل التمويل الحكومي في الظروف الاستثنائية: الحروب، الاستثمار في البنى التحتية، الانفاق على الرفاهية.</li> </ul>                                             |
| ابتكارات تحديث<br>الخدمات المالية                            | <ul style="list-style-type: none"> <li>- دمج التقنيات الجديدة: الاتصالات، النقل، الأمن... الخ؛</li> <li>- ادخال أدوات وطرق مالية جديدة: الأموال الافتراضية، الشيكات...؛</li> <li>- خدمات مصرفية عالية المستوى: الصراف الآلي، الخدمات الإلكترونية... الخ.</li> </ul> |
| ابتكارات تحقيق الأرباح<br>وتوسيع الاستثمار<br>وإدارة المخاطر | <ul style="list-style-type: none"> <li>- أدوات لجذب صغار المستثمرين مثل: الصناديق المشتركة، شهادات الإيداع والسندات والاكتمانات العامة؛</li> <li>- أدوات جديدة لتشجيع وتسهيل المخاطرة الكبيرة، مثل: المشتقات وصناديق التحوط وغيرها.</li> </ul>                      |
| ابتكارات لإعادة تمويل<br>الالتزامات أو تعبئة الأصول          | <ul style="list-style-type: none"> <li>- إعادة جدولة الديون أو إعادة هيكلة الالتزامات القائمة، مثل: المقايضات العقود الآجلة وغيرها</li> <li>- شراء أصول إنتاج نشطة، مثل: عمليات الاستحواذ والدمج والاندماج.</li> </ul>                                              |

|                                                                                                                                                                                                                                                                                |                                               |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|
| <p>- الحصول على الأصول الإيجارية وتعبئتها، مثل: العقارات والأشياء الثمينة.</p>                                                                                                                                                                                                 |                                               |
| <p>- اكتشاف الثغرات القانونية والاستفادة منها، مثل: الثغرات الضريبية، الصفقات غير الرسمية وما إلى ذلك؛</p> <p>- اكتشاف المعلومات غير الكاملة والاستفادة منها "كسب المال من المال" مثل: تحكيم العملات الأجنبية وما شابه؛</p> <p>- كسب المال بدون مال مثل: المخططات الهرمية.</p> | <p>الابتكارات المعقدة<br/>(محل شك وتساؤل)</p> |

Source : Carlota Perez, Technological revolutions and financial, Edward Elgar, Cheltenham, UK, 2002, p139.

## 2. تصنيف "Schrieder and Heidhues":

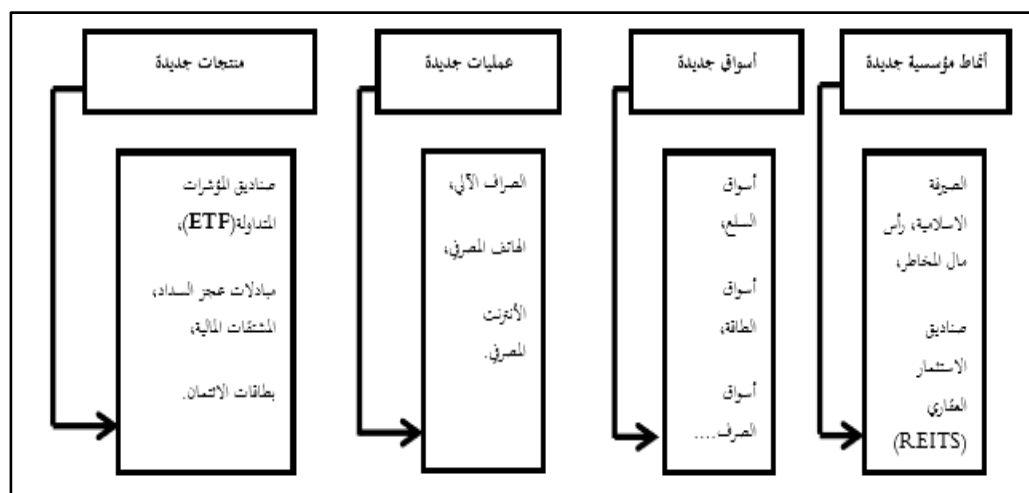
وفقا لهذا التصنيف تنقسم الابتكارات المالية إلى 04 أصناف أساسية:<sup>1</sup>

- الابتكارات المؤسسية "ابتكارات النظام المالي": يستهدف هذا النوع من الابتكار النظام المالي ككل، ومن ذلك هيكل المؤسسات، حيث يسعى إلى خلق أنواع جديدة من مؤسسات الوساطة المالية أو تغييرات في الإطار الاشرافي والقانوني.
- الابتكارات العملية: يسعى هذا النوع إلى إدراج عمليات جديدة تؤدي إلى رفع الكفاءة والتوسع في الأسواق، مثل: برامج الحاسب في المعاملات المالية وقواعد بيانات العملاء وغيرها.
- الابتكار في المنتجات المالية: يتضمن هذا النوع إدراج منتجات مالية جديدة بهدف استقطاب المزيد من الأموال نحو المؤسسات وتوزيع الموارد المالية بكفاءة.

ويضيف بعض الباحثين إلى هذه الأصناف نوع آخر من الابتكارات وهي الابتكارات التي تساهم في الكشف عن أسواق جديدة مثل عمليات الاندماج والتوسع. والشكل الموالي يلخص الأنواع سابقة الذكر:

<sup>1</sup> أمال بوسواك، بوريش هشام، واقع الابتكارات المالية في البنوك: البنوك العمومية الجزائرية أنموذجاً، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد 07، العدد 02، ديسمبر 2017، ص 90.

شكل رقم (08): تصنيف الابتكارات المالية حسب "Schrieder and Heidhues"



المصدر: المرجع نفسه، ص 90.

### 3. تصنيف "Tufano":

اقترح "توفانو" سنة 2003 م تصنيفا آخر للابتكار المالي، كما يبرزه الجدول الموالي:

جدول رقم (07): تصنيف الابتكار المالي حسب "Tufano"

| أمثلة                                                                                                       | الابتكار المالي                                                          |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|
| السندات الصفرية، المشتقات المالية.                                                                          | ابتكارات تكميل الأسواق غير الكاملة أصلا                                  |
| الخيارات الضمنية، الشراء المباشر، الإصدار الآلي، التنقيط<br>الائتماني.                                      | الابتكار المالي لحل مشاكل الوكالة المتأصلة ومشاكل عدم<br>تماثل المعلومات |
| الصراف الآلي، البطاقات الذكية، التجارة الإلكترونية.                                                         | الابتكار المالي لتدنية تكاليف المعاملات والبحث                           |
| السندات الأوروبية المقومة بالدولار، الرهونات المدعومة<br>بأصول (MBS)، الأوراق المالية المدعومة بأصول (ABS). | الابتكار المالي المرتبط بالضرائب والتنظيمات                              |
| الاكتتاب العام المفتوح.                                                                                     | الابتكار المالي المحفز للصدمات التكنولوجية                               |

المصدر: عبد الكريم قندوز، مراجعة علمية لنظريات الابتكار المالي، مجلة الاقتصاد الجديد،

المجلد 10، العدد 02، 2019، ص 238. (بتصرف).

انطلاقا من التصنيفات السابقة الذكر يمكن القول بأنها تشترك في شيء واحد، وهو أن الابتكار المالي يهتم  
بحل مختلف المشاكل التي تواجه: الأفراد، المؤسسات، الأسواق المالية والأنظمة المالية. حيث أن الهدف الأساسي

لها هو الحفاظ على الاستقرار المالي مع استخدام كل ما هو متاح والبحث في الوسائل الغير متاحة من أجل تحقيق هذا الهدف.

### المطلب الثالث: الترابط بين الابتكار المالي والهندسة المالية

تتعدد الآراء وتختلف وجهات النظر حول العلاقة التي تربط بين الابتكار المالي والهندسة المالية، فمنهم من يراها مفهومان لنفس الشيء ولا يوجد فرق بينهما، ومنهم من يفصل بينهما حيث يعتبرهما شيئين مختلفان. ويمكن إرجاع هذا الاختلاف إلى درجة الترابط الكبيرة بين الابتكار المالي والهندسة المالية.

### الفرع الأول: الاتجاهات المفسرة لعلاقة الابتكار المالي بالهندسة المالية

يوجد اتجاهين رئيسيين يفسران العلاقة بين الابتكار المالي والهندسة المالية، سنحاول تفصيلهما في الآتي.

#### أولاً: الهندسة المالية وسيلة لتنفيذ الابتكار المالي

يرى أصحاب هذا الاتجاه أمثال ميرتون "Mirton"\* أن الهندسة المالية هي الوسيلة التي يتم بواسطتها تنفيذ وتجسيد الابتكار المالي على أرض الواقع وهي عبارة عن منهج وأسلوب يأخذ شكل نظام أو أفكار ومبادئ تستخدمها المؤسسات ومختلف الهيئات وحتى الأفراد لإيجاد حلول لمختلف المشاكل المالية التي يعانون منها.<sup>1</sup>

فالابتكار المالي يتضمن التغيير، والتغيير ينجر عنه عدم الاستقرار وعدم الاستقرار غير مرغوب فيه بطبيعة الحال، ومن هنا فالابتكار المالي ليس هدفاً في حد ذاته بل هو وسيلة لتوليد قيمة مضافة وتقاس هذه الأخيرة من خلال مدى تأثير الابتكار على النظام المالي.

ويضيف أصحاب هذا الاتجاه أن الابتكار المالي لا يمكن التنبؤ به، وإلا لن يعتبر ابتكاراً، لذلك وجب توجيه الجهود والاهتمام نحو الأدوات والتقنيات التي تسهل عملية الإبداع والابتكار. ومن جانب آخر يمكن وصف الهندسة المالية على أنها تلك المبادئ والاستراتيجيات التي تساهم في إيجاد وتطوير الحلول المالية المبتكرة. ومن هنا وجب الحديث عن أدوات الابتكار المالي والابتكار المالي نفسه، حيث صاغ: بونو "Bono" سنة 1970م ما يعرف بالتفكير الجانبي لوصف استراتيجيات وتقنيات التفكير التي تسمح وتشجع على الإبداع، فالإبداع هو نتيجة وليس موضوع التحليل، وبالمثل يجب على الهندسة المالية أن تهتم بأدوات وتقنيات لتطوير المنتجات والأدوات المالية المبتكرة.<sup>2</sup>

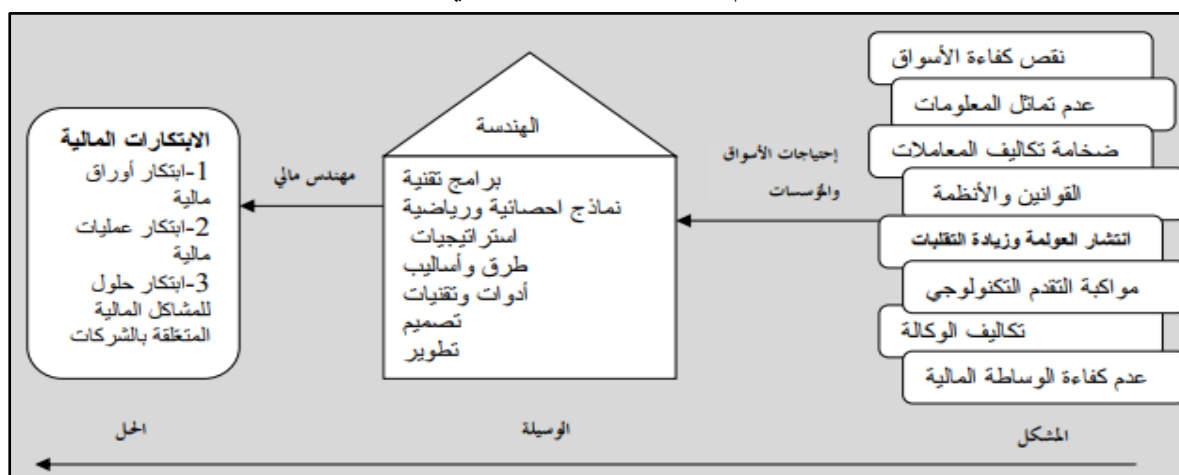
والشكل الموالي يلخص العلاقة بين الابتكار المالي والهندسة المالية حسب هذا الاتجاه.

<sup>1</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 83.

\*حائز على جائزة نوبل في الاقتصاد سنة 1990م نظراً لإسهاماته الكبيرة في المجال المالي وخاصة المشتقات المالية.

<sup>2</sup> Sami Al Suwailam, **FINANCIAL ENGINEERING : AN ISLAMIC PERSPECTIVE**, SINERGI KA JIAN BISNIS DAN MANAJEMEN, Vol 09, N 01, January 2007, P 87.

شكل رقم (09): علاقة الابتكار المالي بالهندسة المالية



المصدر: نوال بوعكاز، دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير الابتكارات المالية: دراسة وتقييم لصكوك الإجارة الإسلامية في مملكة البحرين، المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، المجلد 4، العدد 1، جامعة سطيف، جوان 2018، ص 32.

يتضح من خلال الشكل السابق أن الأنظمة المالية تعترضها العديد من المشاكل والعقبات، مثل ارتفاع تكاليف المعاملات والوكالة ونقص كفاءة عمليات الوساطة والأسواق المالية، ومن هنا تظهر الحاجة للابتكارات المالية، هذه الأخيرة تتخذ من الهندسة المالية كوسيلة أساسية لتنفيذ استراتيجيتها، مستغلة في ذلك مختلف العلوم والأساليب الرياضية والإحصائية وغيرها، وبواسطة المهندسين الماليين يتم تجسيد الابتكارات المالية على أرض الواقع في شكل منتجات وعمليات مالية تساهم في حل مختلف المشاكل المالية.

### ثانيا: الهندسة المالية والابتكار المالي شيء واحد

يرى أصحاب هذا الاتجاه أن الابتكار المالي والهندسة المالية شيء واحد، حيث يتم التعبير في العادة عن الابتكار المالي بالهندسة المالية أو العكس. ولعل الباحث عن الفرق بين هذين المصطلحين لا يجد فرقا بينهما، حيث أن العديد من الباحثين والأكاديميين يستخدمانهما كمترادفين. وهذا الغموض والتشابك الكبير بينهما راجع إلى أنهما عمليتان متكاملتان وتتداخلان في الكثير من المراحل كون أن الابتكار المالي يعتمد على الهندسة المالية حسب هذا الاتجاه والهندسة المالية هي نتاج الابتكارات المالية. ولكن هنا يمكن الإشارة إلى فرق بين المفهومين على أن الهندسة المالية لها مفهومان: واسع وضيق.<sup>1</sup>

من خلال عرض الاتجاهين السابقين لتفسير العلاقة بين الابتكار المالي والهندسة المالية، نستنتج أنهما عمليتين متكاملتين لا يمكن أن تتم إحدهما دون الأخرى فالابتكار المالي مجاله خلق الأفكار والبحث عن أدوات ومنتجات جديدة لم يتم طرحها من قبل بالإضافة إلى تطوير المنتجات القائمة في السوق. وهذا لا يتم إلا من

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز، الابتكار المالي ومقدمة إلى الهندسة المالية، مرجع سابق، ص 71.

خلال مجموعة من الآليات والميكانيزمات الخاصة والتي توفرها له الهندسة المالية وتستمدّها من العلوم الأخرى. لذا وجب التفريق بين المفهومين قدر المستطاع بالرغم من التداخل والتشابك الكبيرين بينهما.

### الفرع الثاني: النقد الموجه للابتكار المالي

لقد أدى الابتكار المالي من خلال المنتجات والعمليات التي وفرها إلى تقديم خدمات كبيرة في النظام المالي العالمي، ومما لا شك فيه أن هذه الخدمات كانت ستكلف كثيرا لولا الابتكار المالي سواءً من ناحية الجهد أو الوقت أو التكلفة.

وبالرغم من الإيجابيات التي قدمها الابتكار المالي، إلا أنه تعرض لجملة من الانتقادات خاصة في جانب المشتقات المالية والتي تعتبر أبرز وأهم ما تم التوصل إليه في مجال المنتجات المالية نظرا للمخاطر الكبيرة التي تنطوي عليها، بل ذهب البعض إلى أبعد من ذلك حيث زعموا أن الابتكارات المالية مجرد أكلدوبة مدعومة من قبل المؤسسات الاستثمارية الكبرى ومصدري الأوراق المالية وأنها مقرونة بتوقعات غير منطقية لعوائد أكبر ومخاطر أقل، بالإضافة إلى أن مؤسسات الخدمات المالية والأسواق المنظمة تدعم هذه الابتكارات لأنها تتوقع من وراء هذه الابتكارات أرباحا كبيرة.<sup>1</sup>

ومن الانتقادات التي وجهت للابتكار المالي أيضا:<sup>2</sup>

- عدم وجود نظام براءات اختراع للمنتجات المالية، فتطوير الأدوات المالية يتطلب الكثير من البحث والتكاليف في العديد من المجالات إلا أن احتكار المنتج المالي يكون مؤقتا فقط، حيث يواجه المبتكرون الماليون منافسة فورية من المنافسين، وبالتالي فإن الحافز للوسطاء الماليين لابتكار وتطوير منتجات جديدة غير موجود؛
- تكون المنتجات المالية الجديدة في الغالب معقدة وتنطوي على تكاليف مرتفعة ومخاطر مجهولة، بينما يحتاج السوق إلى السيولة وأدوات ذات مخاطر منخفضة؛
- عندما يتم تقديم أداة مالية جديدة يكون المستثمرين غير متأكدين من ميزات وأخصائصها بدقة وهو ما يدفعهم إلى طلب علاوة مقابل الاحتفاظ بهذه الأدوات، هذه العلاوة ستردع المصدرين عن استخدام الأداة الجديدة؛
- إن ظهور ابتكارات مالية في أسواق دون الأخرى سيمكن بعض المستثمرين من تنويع محافظهم دون الآخرين، وهو ما سيخلق نوع من عدم التكافؤ بين المتعاملين في الأسواق.

<sup>1</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص ص 85-86.

<sup>2</sup> John Williamson, **Growth-Linked Securities**, Springer International Publishing, 2017, P118.

إن النقائص السابقة الذكر وأخرى التي يعاني منها الابتكار المالي لا تنقص من أهميته شيئا في النظام المالي العالمي، بل قدم له خدمات لا تعد ولا تحصى وساهم في استقرار النظام المالي العالمي. والدليل على ذلك زيادة الابتكارات في السنوات الأخيرة في البنوك والمؤسسات المالية العالمية كما يبرزه الجدول الموالي:

جدول رقم (08): الابتكارات المالية في البنوك لسنة 2018

| الابتكار المالي                  | البنك                         |
|----------------------------------|-------------------------------|
| المدفوعات في الوقت الحقيقي       | ANZ                           |
| منصة الخدمات المصرفية الاستشارية | Aseco Poland                  |
| صندوق استثمار عالي الاقتناع      | Bancolombia Asset Management  |
| أداة مساعدة السفر                | Bank Millennium               |
| الذمم المدينة                    | Bank of America Merrill lynch |
| المشاركة الرقمية                 | Caixa bank                    |
| دائرة البنوك الافتراضية IBAN     | Saxo payments Sberbank        |
| رحلة عميل الفرع                  | Commercial International Bank |
| فتح الحساب التجارية الرقمية      | Siam commercial Bank          |

Source: Cherfi Assia, Ameer Kamel, The reality of financial innovation in Islamic Finance, Journal of Financial, Accounting and Managerial Studies, Vol 06, N 03, December 2019, P 636.

يتضح جليا من الجدول السابق أن البنوك العالمية تتسابق من أجل طرح أدوات وخدمات مالية جديدة بهدف كسب ميزة تنافسية في الأسواق المحلية والعالمية، وهو ما يؤكد أن الابتكار المالي لا يمكن الاستغناء عنه نظرا للمزايا الكبيرة التي تترتب عنه، إلا أنه يجب التعامل مع الابتكار المالي في بدايته بحذر مع استشارة المختصين في المجال لكي لا تحدث مخاطر ناتجة عن سوء الاستخدام.

### المبحث الثاني: عموميات حول الهندسة المالية

شهدت الصناعة المالية والمصرفية في السنوات الماضية بروز ما يعرف بالهندسة المالية التي نالت اهتمام العديد من الباحثين في عالم المال والاستثمار، وذلك نظرا للأدوات والعمليات الجديدة التي أفرزتها خاصة في مجال إدارة المخاطر بعدما كانت المخاطر المصاحبة للاستثمار أكبر هاجس يعاني منه المستثمرون، خاصة في ظل الأزمات المالية والمصرفية التي هزت كيان واستقرار النظام المالي العالمي في العديد من المرات. فالهندسة المالية تعني بعمليات البحث والتطوير والتصميم المبتكر للمنتجات والعمليات المالية التي تحقق أكبر العوائد وتقلل من المخاطر والتكاليف وتقلص من وقت تنفيذ مختلف العمليات الاستثمارية.

## المطلب الأول: مفهوم الهندسة المالية وأسباب ظهورها

تعتبر الهندسة المالية أداة قديمة قدم التعاملات المالية، إلا أن ظهورها بهذا المفهوم وجد في السنوات القليلة الماضية، حيث ساهمت العديد من العوامل والتغيرات التي شهدتها البيئة المالية والمصرفية في تحديد وظهور هذا المفهوم خاصة في ظل ظهور ما يعرف بالعملة المالية.

## الفرع الأول: مفهوم الهندسة المالية

مرت الهندسة المالية بالعديد من المراحل والخطوات المهمة التي صاحبت الاستثمار والتمويل، خاصة في الأسواق المالية إلى أن وصلت إلى ماهي عليه بالشكل الحالي.

## أولاً: نشأة الهندسة المالية

تعتبر الهندسة المالية قديمة قدم التعاملات المالية، فالأفراد والمنشآت والحكومات دائماً يسعون إلى إيجاد آليات ووسائل وأساليب جديدة يواجهون بها المشاكل التي تعترضهم سعياً لتوفير الجهد والوقت والتكلفة. وهناك الكثير من الحالات العملية التي أثبتت وجود ما يعرف حالياً بالهندسة المالية قديماً.

فقد استخدمت أدوات ائتمانية عابرة للحدود ومعقدة التركيب في زمن الحملة الصليبية الأولى (1095-1099)، والتي عرفت من خلال رسائل تاجر يهودي في القاهرة المصرية في تلك الفترة. كما ثبت عن رجل التأمين والمصرفي الإيطالي فرانسيسكو دانتي "FRANCESCO DANTE" الذي عاش في القرن 14 من خلال رسائله، أوامر مفصلة لوكلائه حول كيفية تنويع المخاطر وتأمين الحمولات التجارية.<sup>1</sup>

وبالمقابل يعتبر نشوء الهندسة المالية كمفهوم حديث نسبياً، فقد شهدت الأسواق المالية العالمية في ستينيات القرن العشرين ثورة كبيرة في مجال التكنولوجيا والابتكارات المالية، والتي مهدت الطريق لتبلور هذا المفهوم الذي ارتبط بإيجاد منتجات مالية حديثة تساهم في إدارة المخاطر، وحل مشاكل التمويل وتطوير الأسواق المالية.<sup>2</sup> لتطور بعدها لتصبح في شكل علم مستقل بذاته يعتمد على التقنيات الكمية والخوارزميات الرياضية والتي تطبق بواسطة البرامج الحاسوبية من أجل صياغة الاستراتيجيات التمويلية للمشاريع الاستثمارية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> محمد عبد الحميد عبد الحي، استخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، أطروحة دكتوراه في العلوم المالية والمصرفية، جامعة حلب، سوريا، 2014، ص 02.

<sup>2</sup> زينب شلال عكار، تطبيق الهندسة المالية باستخدام بطاقة الانتماء - دراسة تطبيقية في مصرف الاستقلال-، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 08، العدد 29، 2012، ص 216.

<sup>3</sup> المانسيب رابح أمين، صديقي مليكة، واقع الهندسة المالية بين الاستقرار والتأزم - نموذج توريق قروض الرهن العقاري الأمريكي-، مجلة دراسات في الاقتصاد والتجارة والمالية، المجلد 07، العدد 01، 2018، ص 540.

وفي ثمانينيات القرن 20 لجأت بورصة "وول ستريت" الأمريكية إلى الأكاديميين والباحثين الذين لهم علاقة بميدان الهندسة المالية أمثال ريتشارد رول "Richard Roll"، لتطوير منتجات وأدوات الأسواق المالية. حيث أخذت هذه العملية قبولاً واهتماماً كبيرين، في ظل المخاطر الكبيرة التي شهدتها الأسواق المالية العالمية منها تقلبات أسعار الصرف والفائدة، وهو ما ساعد في نمو الهندسة المالية وبالتالي أخذت مفهومها الحديث.<sup>1</sup>

### ثانياً: تعريف الهندسة المالية

تعددت التعاريف المرتبطة بالهندسة المالية حسب وجهات نظر مختلفة، فمنهم من يعرفها حسب الاسهامات التي تقدمها للمؤسسات ومنشآت الأعمال، ومنهم من ينظر إليها من زاوية الأسواق المالية، وفتة أخرى تعرفها انطلاقاً من الأغراض التي وجدت من أجلها.

### 1. من وجهة نظر المؤسسات ومنشآت الأعمال

تختص الادارة المالية للمؤسسات ومنشآت الأعمال، بالبحث في الأساليب والأليات التي يمكن من خلالها القضاء على مشاكل التمويل. وفي هذا المجال تمثل الهندسة المالية الطريقة المثلى التي تمكن المؤسسات من تحقيق أهدافها المنشودة. ويرى المديرون الماليون الهندسة المالية على أنها:

**التعريف الأول:** "الهندسة المالية هي خط الدفاع الأول لمدراء المحافظ والاستثمارات وتمويل الشركات، ويندرج تحت هذا المجال المنتجات المتطورة والمعقدة كالمشتقات المالية والاستشارات المالية حول عمليات الاندماج والاستحواذ."<sup>2</sup>

**التعريف الثاني:** الهندسة المالية هي التصميم، التطوير والتنفيذ المبتكر للأدوات المالية، والبحث عن حلول إبداعية لمشاكل التمويل التي تتعرض لها المؤسسات.<sup>3</sup>

**التعريف الثالث:** الهندسة المالية هي العملية الكمية التحليلية التي تهدف إلى تحسين العمليات المالية للمؤسسات، والتي تتضمن: تعظيم قيمة المؤسسة، إدارة محفظة الأوراق المالية، التفاوض حول التمويل وتنظيم صفقات البيع والشراء بالشكل الذي يحفظ مصالح المؤسسة، الزبائن والعملاء.<sup>4</sup>

ما نلاحظه على التعاريف السابقة أنها تركز على التمويل في المؤسسات، فمشاكل التمويل أكبر هاجس يؤرق الإدارة المالية في كل المنشآت، وقد استفادت هذه الأخيرة من الهندسة المالية بشكل كبير في حل هاته

<sup>1</sup> مرداسي أحمد رشاد، بن الطاهر حسين، دور الهندسة المالية الإسلامية في استقرار النظام المالي الإسلامي، مجلة الدراسات الإسلامية، العدد 08، جانفي 2017، ص 310.

<sup>2</sup> موسى بن منصور، الهندسة المالية كآلية لتطوير الأسواق المالية الإسلامية، مجلة مركز صالح للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، المجلد 18، العدد 53، 2014، ص 65.

<sup>3</sup> سامي السويلم، صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي، مركز البحوث، الكويت، 2004، ص 05.

<sup>4</sup> عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، المجلد 20، العدد 02، 2008، ص 09.

المشاكل، من خلال المنتجات والعمليات التمويلية المطورة التي ابتكرتها، خاصة الأوراق والأدوات المالية الحديثة التي صممت بشكل يجذب مصادر تمويل المؤسسات.

## 2. من وجهة نظر الأسواق المالية

تعتبر الأسواق المالية أخصب بيئة نشأت وترعرعت فيها الهندسة المالية، فالمنتجات والعمليات التي تقدمها الهندسة المالية مخصصة بشكل يتناسب معها، خاصة في ظل الأزمات المتكررة التي هزت كيانات أكبر الأسواق المالية العالمية. فالهندسة المالية عملت على إدارة المخاطر المالية والاقتصادية والتي تساهم في التنبؤ بالأزمات والتحوط منها في حالة وقوعها، ومن جانب آخر تسعى إلى توفير منتجات استثمارية جديدة تحقق مكاسب وعوائد أكبر من المكاسب التي توفرها المنتجات المالية التقليدية. والهندسة المالية من زاوية الأسواق المالية هي:

**التعريف الأول:** تحليل البيانات والمعلومات التي تم جمعها من الأسواق المالية بواسطة أدوات وتقنيات خاصة، بهدف معرفة الوضع العام للسوق. فدقة وسرعة وصول المعلومات ضرورية في اتخاذ القرارات من أجل تحقيق الأهداف خاصة فيما يتعلق بإدارة والتحوط من المخاطر.<sup>1</sup>

**التعريف الثاني:** إنشاء أدوات مالية جديدة، من خلال التصميم المبتكر أو إعادة تصميم أدوات مالية موجودة. حيث يقوم المهندسون الماليون باستخدام أساليب رياضية لخلق أدوات استثمارية جديدة، تكون بمثابة حل للمشاكل القائمة أو زيادة عوائد الفرص الاستثمارية المحتملة.<sup>2</sup>

**التعريف الثالث:** الهندسة المالية هي استخدام الأدوات المالية مثل: المشتقات، المستقبلات، الخيارات والمبادلات وكل المنتجات المالية ذات الصلة، بهدف إعادة هيكلة أو تنظيم التدفقات النقدية للوصول إلى أهداف مالية معينة.<sup>3</sup>

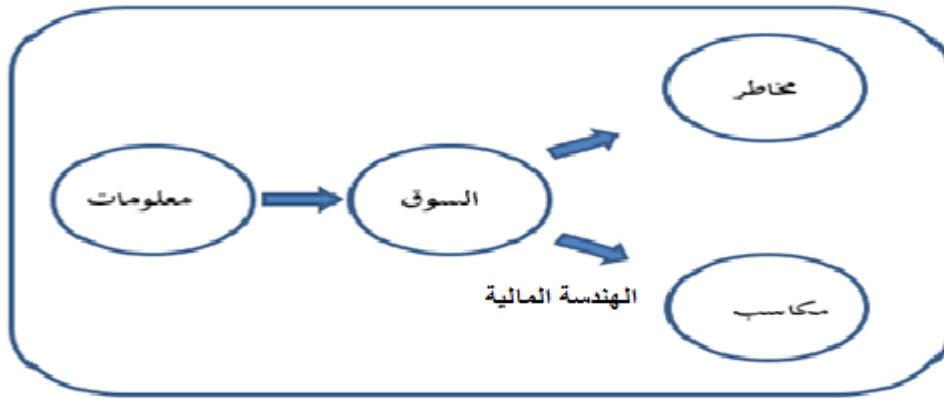
من خلال ما سبق يمكن القول أن الهندسة المالية تركز على عنصر مهم وضروري في التعامل في الأسواق المالية وهو المعلومات، والتي تعتبر نقطة التماس بين تحقيق مكاسب أو خسائر عند الاستثمار في الأسواق المالية. ومن هذا المنطلق تقوم الهندسة المالية على جمع، تحليل وتفسير المعلومات التي ترد إلى السوق بواسطة تقنيات وبرامج خاصة، وبلاستعانة بمختلف العلوم الأخرى كالرياضيات، الإحصاء والإعلام الآلي لإنشاء وتصميم وتطوير أدوات مالية مبتكرة مثل المشتقات المالية والتي تساهم في التقليل من المخاطر الاستثمارية وتحويلها إلى فرص استثمارية محتملة. كما يوضحه الشكل الموالي:

<sup>1</sup> Hoda Ahmed Ibraheem, **MECHANISMS OF FINANCIAL ENGINEERING AS NEW ALTERNATIVES**, Journal of Arts, Science & Commerce, Vol IV, Issue 03, July 2013, p 24.

<sup>2</sup> Neeta Baporikar, **Understanding Financial Engineering**, MBA Review, March 2009, P 42.

<sup>3</sup> زعبيط نور الدين، بوطكوك عمار، الهندسة المالية واستخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر البنكية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة أم البواقي، العدد 07، الجزء 01، جوان 2017، ص 488.

شكل رقم (10): المعلومات في الأسواق المالية



المصدر: من إعداد الطالب بناءً على ما سبق

يتضح من خلال الشكل السابق أن المعلومات الواردة إلى السوق تشكل النقطة الساخنة التي تتحقق من خلالها مكاسب وخسائر مختلف المتعاملين في الأسواق المالية، ومن هنا تبرز أهمية الهندسة المالية من خلال الاستغلال الأمثل والدقيق لهذه المعلومات من أجل تحقيق الأرباح وإدارة المخاطر.

### 3. تعريف عامة للهندسة المالية

هناك العديد من التعاريف التي تناولت موضوع الهندسة المالية من زوايا مختلفة، نذكر منها:

**التعريف الأول:** عرفتها الجمعية الدولية للمهندسين الماليين "IAFE": بأنها التطوير والتنفيذ المبتكر للنظرية والأدوات المالية بهدف حل المشاكل المالية المعقدة واستغلال الفرص المالية.<sup>1</sup>

**التعريف الثاني:** عرفها جون مارشال "John F. Marshall": استخدام الأدوات المالية، مثل المشتقات المالية، للحصول على التركيبة والمزيج المطلوب من العائد والمخاطرة. أما على النطاق الواسع فتتمثل في تطبيق الابتكار والتكنولوجيا المالية لحل المشاكل المالية واستغلال الفرص المالية. وتستخدم في النطاق الضيق للتعبير عن إدارة المخاطر المالية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> مرضي بن مشوح العنزي، **فقه الهندسة المالية الإسلامية – دراسة تأصيلية تطبيقية**، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، 2015، الطبعة الأولى، ص 28.

\* تأسست الجمعية الدولية للمهندسين الماليين سنة 1992م، تتألف من أكاديميين وممارسين أفراد، بنوك، تجار وسماسرة، وصناديق التحوط، وصناديق المعاشات، ومديري الأصول، وشركات التكنولوجيا، والمنظمين، والمحاسبين، والاستشارات وشركات المحاماة والجامعات في جميع أنحاء العالم. أنشأت من أجل الاهتمام بالهندسة المالية وتطويرها، وتعرف حالياً بـ: الجمعية الدولية للتمويل الكمي IAQF. ولمزيد من التفاصيل، أنظر: <https://www.iaqf.org/>

\*\* جون مارشال مختص في الابتكار والهندسة المالية، شغل عدة مناصب هامة في الأسواق المالية منها: مدير مركز الهندسة المالية بجامعة "سانت جون"، مدير شركة استشارية في الهندسة المالية، عضو في مجلس إدارة البورصة الدولية للأوراق المالية، المدير التنفيذي للرابطة الدولية للمهندسين الماليين...

<sup>2</sup> John F. Marshall, **Dictionary of Financial Engineering**, WILEY, New York, usa, 2000, p 79.

**التعريف الثالث:** الهندسة المالية هي استخدام الأدوات المالية، مثل المشتقات والتكنولوجيا المالية للحصول على مزيج مناسب من العائد والمخاطرة، وحل مختلف المشاكل المالية واستغلال الفرص المالية، وتعني في شكلها الضيق إدارة المخاطر المالية.<sup>1</sup>

من خلال التعاريف السابقة الذكر نستنتج أن الهندسة المالية تهتم بعملية التطوير المبتكر للمنتجات والعمليات المالية، والتي من شأنها أن تعطي حلول خلاقة لمختلف المشاكل المالية، خاصة فيما يتعلق بإدارة المخاطر.

### الفرع الثاني: أسباب ظهور الهندسة المالية

لقد ساهمت العديد من العوامل في ظهور الهندسة المالية، خاصة في ظل التغيرات والأزمات التي عرفها القطاع المالي العالمي، والتي عجلت بالبحث عن أدوات ومنتجات مالية جديدة تحل محل الأدوات المالية التقليدية التي كانت سبب في ظهور العديد من الأزمات.

### أولاً: الظروف المصاحبة لظهور الهندسة المالية

منذ خمسينات القرن العشرون حدثت تحولات جذرية في البيئة المالية العالمية، ففي سنة 1972م سقطت اتفاقية "بروتن وودز" فانجر عنها تحرير أسعار صرف العملات واتباع أسعار الصرف المرنة، وهو ما أدى إلى ارتفاع المخاطر ودرجة عدم اليقين في الأسواق المالية، وقد تزامن ذلك مع التطورات والثورة الهائلة التي حصلت في مجال التكنولوجيا والابتكارات المالية وكذا ارتفاع حدة المنافسة في الأسواق.<sup>2</sup> كما تم إنشاء منظمة الدول المصدرة للنفط "OPEC"، وبالتالي بدأ عمل المؤسسات المالية يتغير جذرياً، حيث واجهت البنوك، شركات التأمين، البنوك المركزية، التجار، الوسطاء والهيئات الحكومية مخاطر وتحديات جديدة في إطار نشاطها.<sup>3</sup> وهو ما أدى إلى تغير المفاهيم المرتبطة بالنظام المالي في إطار التكيف مع المستجدات الجديدة. وعموماً يمكن وصف البيئة التي نشأت فيها الهندسة المالية في الظواهر التالية:<sup>4</sup>

- اتساع وتعدد أدوات الاستثمار في الأسواق المالية، مما أدى إلى سيولة هاته الأخيرة وتوفير التمويل اللازم عن طريق جذب مستثمرين جدد ومصادر تمويل جديدة؛

<sup>1</sup> John F. Marshall, **Dictionary of Financial Engineering**, John Wiley & Sons, 2000, P 79.

<sup>2</sup> Falguni Mitesh Thakkar, **Financial engineering : Factors leading to it's growth in Indian financial market**, National Journal of Multidisciplinary Research and Development, Vol 02, N 03, September 2017, P 39.

<sup>3</sup> Tanya Beder, Cara M. Marshall, **FINANCIAL ENGINEERING- The Evolution of a Profession-**, John Wiley & Sons, Inc, 2011, P 05.

<sup>4</sup> عبد الكريم قندوز، **الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق**، مؤسسة الرسالة ناشرون، دمشق، سوريا، 2008، الطبعة الأولى، ص 31.

- إعادة توزيع المخاطر المالية في الأسواق المالية حسب رغبات المستثمرين بين من يفضلون مخاطر أكبر رغبة في الحصول على مكاسب أكبر، وبين من يتحاشون المخاطر، من خلال خلق أدوات خاصة بإدارة المخاطر؛
- تطوير أدوات المراجعة بين الأسواق وهو ما أدى إلى تخفيض التكاليف وزيادة العوائد والانفتاح على الأسواق المالية العالمية؛
- تنوع استراتيجيات الاستثمار نتيجة لتعدد أدوات الاستثمار، خاصة المشتقات المالية والتي تتيح آليات استثمارية مختلفة، خاصة تلك المتعلقة بنقل والتحوط من المخاطر.

### ثانياً: عوامل بروز الهندسة المالية

تختلف النظريات حول الدوافع التي كانت وراء ظهور الهندسة المالية، إلا أنها تشترك في كون أنها استجابة للقيود التي كانت تحول دون تحقيق الأهداف المالية والاقتصادية: كإلحاح السيولة وتقليل المخاطرة. فهناك عوائق قانونية مثل: منع بعض التعاملات والعقود والأدوات من التداول، قيود تقنية كصعوبة نقل وتحويل منتجات ومواد معينة، قيود اجتماعية وعقائدية كتفضيل منتجات وعمليات معينة دون أخرى.<sup>1</sup>

وقد تعددت الآراء التي بحثت وحاولت تفسير الدوافع الحقيقية وراء ظهور الهندسة المالية، فكل طرف يشرح أسباب ظهورها حسب وجهة نظره أو حسب المجال الذي ينتمي إليه، فمنهم من ربطها بحاجة الأسواق المالية ومنهم من ربطها برغبة المستثمرين والمؤسسات، وهناك من يراها بأنها تحصيل للثورة التكنولوجية والرقمية التي شهدها العالم. وفيما يلي أهم العوامل الأساسية التي ساهمت في نشوء الهندسة المالية:<sup>2</sup>

- **الاحتياجات المختلفة للمستثمرين وطالبي التمويل:** تقوم الوساطة المالية على مبدأ أساسي وهو نقل الأموال من أصحاب الفوائض المالية إلى أصحاب العجز المالي. وعلى الرغم من إمكانية إتمام هذه العملية دون الحاجة إلى الوساطة، إلا أن هذه الأخيرة تساهم في إنجازها بكفاءة وفعالية. ولقد ظهرت الحاجة إلى ابتكارات الهندسة المالية مع تطور وتعدد احتياجات التمويل من حيث التصميم وتاريخ الاستحقاق وعدم قدرة الوساطة المالية التقليدية على الوفاء بهذه المهمة.
- **فشل نظام بروتون وودز:** بعد انهيار اتفاقية "بروتون وودز" انهار معها نظام الصرف الثابت، ومع تبني نظام الصرف المرن الذي يتحدد وفق قوى العرض والطلب في السوق، زادت المخاطر والتقلبات في سعر الصرف، هذا ما حتم ضرورة البحث عن أدوات وآليات جديدة تقي من هذه المخاطر والتقلبات.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> محمد كريم قروف، الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، يومي 23 و24 فيفري 2011، المركز الجامعي غرداية، ص 04.

<sup>2</sup> بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق حبار، إدارة المخاطر - إدارة المخاطر، المشتقات المالية، الهندسة المالية -، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، الطبعة الأولى، ص ص 409-413.

<sup>3</sup> R.Amuthan, op.cit., PP 09-10.

- **تقنية المعلومات ومفهوم السوق العريض:** لقد أثرت تكنولوجيا المعلومات والاتصال على القطاع المالي بشكل عام والأسواق المالية بشكل خاص، فتلاشت الحدود المكانية والزمانية للأسواق وتغير مفهوم النقود وتغيرت أساليب تسوية المعاملات اليومية. ونظرا لاختلاف حاجات المتعاملين في الأسواق فقد أصبح من السهل تلبية هذه الحاجات وتصميمها وفقا لرغباتهم بالاعتماد على قاعدة عريضة وواسعة من المشاركين في السوق المالي العالمي الكبير.
- **ظهور مفهومي الكفاءة والفعالية:** تعني الكفاءة القدرة على أداء العمل بمهارة، أما الفعالية فتعني القدرة على التأثير الفعلي وإحداث التغيير المطلوب.<sup>1</sup> فظهور الهندسة المالية كان بسبب الحاجة الملحة التي تتطلبها الأسواق المالية من حيث الاستجابة للمعلومات والتغيرات التي تطرأ على السوق، ويتطلب ذلك منتجات وعمليات تتميز بالدقة والسرعة في التنفيذ وبالشكل المطلوب وفي الوقت المناسب.
- **زيادة المخاطر والحاجة إلى إدارتها:** لقد أثرت المخاطر التي تواجهها المؤسسات على عملها وبالتالي ظهرت الهندسة المالية كأداة لإدارة والتحوط من المخاطر المالية.
- **التعامل مع قيود المنافسة الدولية:** شهدت البيئة العالمية تغيرات وتحولات كثيرة على المستوى الاقتصادي، السياسي والاجتماعي... إلخ. الشيء الذي نتج عنه قيود وعوائق في كل المجالات، وهو ما فرض على المؤسسات البحث عن وسائل وأدوات تمكنها من إدارة المخاطر المحيطة بها، وبالتالي تجنب الخسائر والفشل.<sup>2</sup>
- **زيادة عدد الأسواق المنظمة الجديدة:** أدت زيادة عدد الأسواق المنظمة الجديدة إلى تخفيض تكاليف التجارة والأدوات المالية بشكل ملحوظ، ومن هنا زاد الطلب على الهندسة المالية بشكل واسع. وبهذا أصبح من الممكن إنتاج أدوات وعقود مالية حسب الطلب والحاجة في السوق وبتكاليف متدنية.
- **محاولة الاستفادة من النظام المالي:** يعبر النظام المالي عن المؤسسات والأعوان والميكانيزمات التي تسمح لبعض الأعوان الحصول على موارد التمويل في فترة معينة، بالإضافة إلى توظيف المدخرات واستخدامها للفئات الأخرى، حيث تتوقف فعالية النظام المالي على قدرته في تعبئة الادخارات وتخصيص الموارد. ومن هنا تظهر أهمية الهندسة المالية في توفير أدوات ومنتجات وعمليات تساهم في تحقيق كفاءة الأنظمة المالية.

## المطلب الثاني: أبعاد الهندسة المالية

تنطوي الهندسة المالية على مجموعة من الأبعاد، سنحاول التفصيل فيها من خلال التطرق لفلسفتها، مجالاتها، مسؤولياتها وكذا أهم استراتيجياتها.

<sup>1</sup> محمد علي نسيم، التوازن الكفاءة والفعالية، جونا للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2016، ص ص 101-102.

<sup>2</sup> موسى بن منصور، أهمية الابتكارات المالية الإسلامية في تهيئة المناخ لتطوير سوق مالي إسلامي: صكوك الاستثمار الإسلامية نموذجا، مجلة المنتدى للدراسات والأبحاث الاقتصادية، العدد 02، ديسمبر 2017، ص 04.

### الفرع الأول: فلسفة الهندسة المالية ومجالاتها

لتحقيق أهدافها، تركز الهندسة المالية على فلسفة خاصة بها تعتمد على الابتكار والتطوير وذلك في العديد من المجالات التي تغطيها.

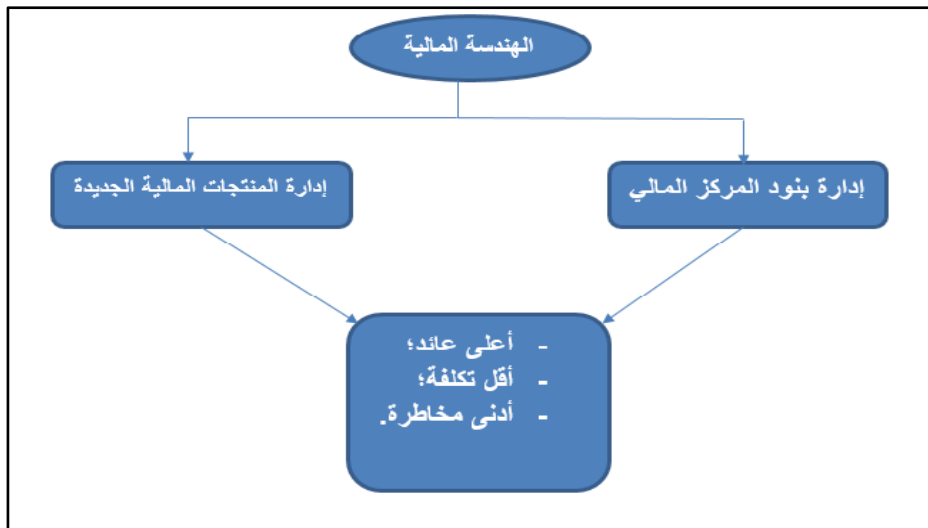
#### أولاً: فلسفة الهندسة المالية

تقوم الهندسة المالية على التحليل واتخاذ القرارات الدورية الخاصة بالمنتجات المالية والتباديل والتوفيقات التي تحقق أعلى عائد بأقل درجة ممكنة من المخاطر. حيث تهتم بالتحديث المستمر لمختلف الأدوات والعمليات المالية من أجل تحقيق العوائد بأدنى المخاطر، ومثال ذلك تبديل الأسهم بالسندات أو السندات بالأسهم أو أسهم بعملات، وذلك وفقاً لديناميكية واحتياجات السوق بهدف تحقيق أعلى قيمة للاستثمار في التاريخ المحدد له. وترتكز الهندسة المالية على عنصرين مهمين:

- إدارة عناصر المركز المالي؛
- إدارة المنتجات المالية الجديدة.

وهذا بهدف الوصول إلى أعلى قيمة ممكنة للاستثمار بالتركيز على الاستثمارات المادية والمالية وبأقل مخاطر وتكلفة ممكنة.<sup>1</sup> والشكل الموالي يوضح ويبسط الفلسفة التي تقوم عليها الهندسة المالية.

شكل رقم (11): فلسفة الهندسة المالية



المصدر: هاشم فوزي العبادي، جليل كاظم العارضي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، الطبعة الأولى، ص 29.

<sup>1</sup> بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق حبار، مرجع سابق، ص 417.

إذن فالهندسة المالية مهمتها تحقيق عوائد كبيرة للمستثمرين بأدنى تكلفة ممكنة وفي ظل مستوى مقبول من المخاطر، ويكون ذلك من خلال إدارة المنتجات المالية الجديدة وبنود المراكز المالية بكل كفاءة ومسؤولية.

### ثانيا: مجالات الهندسة المالية

لقد ساهمت الهندسة المالية في حل العديد من المشاكل والمواضيع المستعصية والمعقدة، وذلك بفضل التركيبة التي تقدمها والتي تتكون من جملة من المنتجات والعمليات والأدوات المالية التي تقدم لجميع مستخدميها الحلول اللازمة لمختلف العقبات التي يواجهونها. وعموما تتضمن الهندسة المالية ثلاثة مجالات رئيسية:<sup>1</sup>

- **تقديم أدوات مالية مبتكرة:** تشمل هذه الأدوات تلك التي تم تطويرها بهدف تلبية حاجيات المستثمرين وطالبي التمويل، مثل المشتقات المالية بمختلف أنواعها.
- **تطوير أساليب مالية مستحدثة:** تساهم هذه الأساليب بدرجة أكبر في تدنية تكاليف مختلف العمليات المالية بشكل فعال، وقد يأتي هذا التطوير إما نتيجة للتغيرات والثغرات التشريعية أو التنظيمية مثل: عملية التسجيل على الرف أو نتيجة للتطورات التكنولوجية مثل عمليات التعامل الإلكتروني.
- **تقديم حلول مبتكرة لمواجهة مشاكل التمويل:** تشمل هذه الحلول صياغة استراتيجيات جديدة وغير مسبقة لإدارة هيكل الأصول والتمويل بالمؤسسات، ومثال ذلك عمليات التأجير التمويلي.

وتغطي الهندسة المالية في الواقع المجالات التالية:<sup>2</sup>

- الخدمات المالية للبنوك؛
- تخطيط الخدمات المالية للأفراد وإعداد المخطط المالي القانوني؛
- نشاطات الاستثمار، مدير المحفظة والحلل المالي القانوني؛
- تقديم الخدمات المالية لمختلف المتعاملين: مكاتب، مؤسسات، المؤسسات العقارية... إلخ؛
- إدارة مختلف أنواع العمليات المالية المحلية والدولية.

### الفرع الثاني: استراتيجيات الهندسة المالية ومسؤولياتها

ترتكز الهندسة المالية على عنصر التجديد وبذلك فهي تتبنى استراتيجيات متنوعة لتحقيق هذا الغرض وذلك وفقا لمجموعة من المسؤوليات التي يجب أن لا تحيد عنها.

<sup>1</sup> يسرى حسين خليفة، العوامل المؤثرة على قرار تبني استخدام المشتقات المالية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، مصر، المجلد 46، العدد 01، جانفي 2009، ص 02.

<sup>2</sup> بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق حبار، مرجع سابق، ص 420.

### أولاً: استراتيجيات الهندسة المالية

يقصد باستراتيجية الهندسة المالية التشغيل الفعال لمصادر واستخدامات الأموال، بالإضافة إلى الديناميكية في تشغيل المنتجات المالية الجديدة عن طريق الصفقات التي تتشكل في شكل أوامر تنفيذ في المستقبل. وترتكز الاستراتيجية في الهندسة المالية على مجموعة من المتغيرات منها:<sup>1</sup>

- تحديد عناصر القوة الداخلية للمشروع أو الاستثمار، مثل: طبيعة ونوع الأصول المالية، حقوق الملكية، طبيعة ونوع الخصوم،... إلخ؛
- تحديد كل فرص الاستثمار والتمويل الممكنة سواءً في الأسواق المالية أو خارجها والتي تمكن من ربط إمكانيات المشروع بتلك الفرص؛
- تحديد كل المخاطر المصاحبة للأدوات المالية لتجنبها، مثل: مخاطر أسعار الفائدة، وتغيرات أسعار الصرف وغيرها من المخاطر الأخرى.

### ثانياً: مسؤوليات الهندسة المالية

يراد بمسؤوليات الهندسة المالية تلك المهام التي يمكن أن تضطلع بها وظيفة الهندسة المالية بمؤسسات الأعمال، والتي نذكر من بينها:<sup>2</sup>

- التحليل والتخطيط المالي كتنظيم وإعادة هيكلة النظام المالي حسب تغيرات البيئة العالمية وتقييم الاحتياجات الرأسمالية والزيادة في رأس المال؛
- إدارة هيكل الأصول النقدية: محفظة الأوراق المالية سريعة التسويق، أوراق القبض، المخزون، الأصول الثابتة،... إلخ؛
- إدارة هيكل التمويل: قرارات تمويل الأصول عن طريق القروض ونسب رأس المال للإقراض؛
- إدارة المنتجات المالية ومشتقاتها.

### المطلب الثالث: أثار الهندسة المالية ومخاطرها

قلنا فيما سبق أن الهندسة المالية تعتمد على مختلف العلوم من أجل القيام بمهامها، كذلك الأمر بالنسبة لاستخدامات الهندسة المالية فهي مرتبطة بمختلف الجوانب الاقتصادية كما سيتم تفصيله.

<sup>1</sup> محمد فتحي البديوي، استخدام الهندسة المالية في إعادة هيكلة المشروعات، المكتبة الأكاديمية للنشر، القاهرة، مصر، 2011، الطبعة الأولى، ص 64.

<sup>2</sup> عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص 41.

## الفرع الأول: آثار الهندسة المالية

إن علاقة الهندسة المالية بالاقتصاد لا يمكن حصرها في مجال معين، فهي تستخدم في العديد من المجالات المالية والاقتصادية، حيث تؤثر عليها وتتأثر بها وهو ما يجعلها أكثر ديناميكية وفعالية. لذا سنحاول إبراز أهم الآثار الناتجة عن استخدام الهندسة المالية.

### أولاً: الهندسة المالية والسياسة النقدية

يعتبر الاقتصادي الأمريكي منسكي هيمان "Minsky Hyman" الذي اشتهر بدراسة وتفسير الأزمات المالية من أوائل الباحثين الذين درسوا أثر الابتكارات المالية والهندسة المالية على فعالية السياسة النقدية، حيث يرى أن عدم استقرار الأنظمة المالية في النظام الرأسمالي أمر طبيعي جداً حيث تلعب الابتكارات المالية دوراً كبيراً في حالة عدم الاستقرار. وتؤدي الابتكارات المالية إلى ضعف أثرها الاقتصادي، وذلك للاعتبارات التالية:<sup>1</sup>

- تعتبر بعض أدوات السياسة النقدية عديمة الجدوى نظراً لقدرة المؤسسات المالية على ابتكار أدوات مالية تمكنها من تجاوز قيود السياسة النقدية، فمثلاً إذا قامت المؤسسات المالية باستخدام عمليات إعادة الشراء لتجاوز نسبة الاحتياطي الإلزامي، تقوم البنوك ببيع السندات الحكومية بثمن معين على أن تشتريها من البائع نفسه بثمن أعلى، وهذا ما يمكنها من عدم وضع احتياطي الزامي مقابل السيولة التي تحصل عليها؛
- يمكن للبنوك اللجوء إلى سوق العملات الأجنبية "اليورو دولار" أو إلى بعض الأدوات من أجل الحصول على السيولة دون حجز احتياطي إجباري، وهو ما يحد ويقلل من فعالية السياسة النقدية وأثرها على الاقتصاد؛
- لقد أدى التطور المستمر لأدوات التمويل إلى تراجع الدور التقليدي للبنوك في قبول الودائع تحت الطلب واقراضها لآجال مختلفة وكذا تراجع الفوارق بين مختلف المؤسسات المالية؛
- غموض المبتكرات المالية وتحددها باستمرار يؤدي إلى غموض بيئة عمل البنوك المركزية؛
- تهدف الأنظمة والسياسات الاقتصادية إلى ضبط التعاملات وتحقيق الاستقرار الاقتصادي، بينما الابتكار المالي يعتبر أساس عدم الاستقرار؛
- عندما تتبنى البنوك المركزية سياسات تدعم الابتكارات المالية، قد يؤدي ذلك إلى أزمات داخل الاقتصاد، على غرار ما حدث مع احتياطي الاتحاد الأمريكي حين قرر التدخل سنة 1998م لإنقاذ صندوق التحوط "LCTM" من التعثر بالتعاون مع 14 مؤسسة مالية بتسهيل تمويل قدره 3.6 مليار دولار لمنعه من الإفلاس، فأصبحت هذه المؤسسات المسؤولة على تحقيق الاستقرار هي السبب في عدم الاستقرار.

<sup>1</sup> صالح صالح، عبد الحليم غربي، دور المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، الملحق الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية-النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، يومي 05 و06 ماي 2009، جامعة خميس مليانة، ص 10-11.

من خلال ما سبق يمكننا القول أن الهندسة المالية والابتكار المالي يؤثران فعلا على عمل واستقرار النظام الاقتصادي نظرا لغموض الابتكارات المالية، إلا أنه من ناحية أخرى يمكن استغلال الهندسة المالية في تطوير وخلق وسائل وأدوات جديدة للسياسة النقدية تستخدمها البنوك المركزية في تسيير سياساتها النقدية وإدارة الأزمات المالية والمصرفية التي تتعرض لها. لذا وجب على القائمين على عمليات الابتكار المالي والمهندسون الماليون أن يضعوا في حسابهم مختلف التأثيرات والتداعيات التي يمكن أن تمارسها المبتكرات المالية، من أجل إنشاء أدوات فعالة تساهم في تنفيذ مختلف السياسات والتوجهات النقدية للبلدان.

### ثانيا: الهندسة المالية والنمو الاقتصادي

تساهم الهندسة المالية من خلال الابتكارات المالية التي تقدمها في زيادة كفاءة الاقتصاد والنظام المالي، خاصة من ناحية توفير التمويل اللازم لمختلف الأعوان الاقتصاديين عبر مجموعة من الأدوات والعمليات التي تتلاءم مع طبيعة كل عون، وهو ما ينعكس بالضرورة على فرص النمو الاقتصادي خاصة على المدى الطويل ويكون ذلك من خلال مجموعة من القنوات التي تنقل أثر الابتكار المالي إلى النمو الاقتصادي، والتي نذكر منها:<sup>1</sup>

- تؤدي الابتكارات المالية في وسائل الدفع إلى تخفيض تكاليف المعاملات وبالتالي تسهيل تجارة السلع والخدمات، وهو ما ينعكس بالإيجاب على التخصيص الأمثل للموارد على المدى الطويل والمساهمة في رفع معدلات النمو الاقتصادي؛
- إن انتشار منتجات الهندسة المالية يساهم في زيادة نشاط وتكامل الأسواق، ومثال ذلك مساهمة المشتقات المالية والتوريق في تجميع المخاطر أو تشتيتها حسب الحاجة، وبالتالي أصبحت الأسواق المالية أكثر عمقا وسيولة، كما أصبحت الأسعار أكثر تنافسية وهو ما يساعد في تحفيز معدلات النمو الاقتصادي.
- بالإضافة إلى ذلك يرى ماسون "Masson" أن الابتكار المالي يساهم في تحسين الأداء الاقتصادي من خلال ثلاثة مداخل رئيسية:

- **المدخل الأول:** تحقيق كمال السوق من خلال توسيع وزيادة فرص المشاركة في المخاطر وتحقيق التغطية وجذب موارد لم تكن متاحة من قبل؛
- **المدخل الثاني:** تخفيض تكاليف المعاملات وزيادة السيولة؛
- **المدخل الثالث:** تخفيض تكاليف الوكالة.

نستنتج من خلال ما سبق أن الابتكارات المالية تساهم في دعم النمو الاقتصادي وجذب رؤوس الأموال الأجنبية، ويكون ذلك من خلال التجديد في المنتجات المالية التي تجذب المستثمرين إلى الأسواق المحلية، وكذا

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص ص 61-62.

تخليص الاقتصاد من أعباء عمليات التمويل البنكي والوساطة المالية التقليدية، بالإضافة إلى مد الاقتصاد والمشاريع بالسيولة اللازمة عبر المنتجات المالية الحديثة التي تتمتع بدرجة سيولة كبيرة جداً.

### ثالثاً: الهندسة المالية والمؤسسات المالية

المؤسسات المالية هي بمثابة مؤسسات وسيطية تقوم باستثمار الودائع أو استقراضها وتعبئة الأموال العامة بهدف وضعها في صورة موجودات متداولة (أسهم وسندات) مقابل دفع فوائد لحملتها. وتقسم المؤسسات المالية إلى مؤسسات ودائعية تعمل بودائع الأفراد وأخرى غير ودائعية\* تقدم مجموعة من الخدمات الصرفة التي تساهم في تنويع خيارات المستثمرين.<sup>1</sup>

إن قيام المؤسسات المالية بالمهام المنوطة بها يتطلب مجموعة من الأدوات، العمليات والآليات الخاصة التي تلي وتخدم رغبات ومصالح كل الأطراف ذوي العلاقة وتحفظ حقوقهم من جهة، ومن جهة أخرى تساهم في استقرار وتطوير النظام المالي وبالتالي دفع عجلة التنمية الاقتصادية والاجتماعية للبلدان، ومن هذا المنطلق تظهر الحاجة الملحة للهندسة المالية والتي لها القدرة على توفير تلك الآليات التي تحتاج إليها المؤسسات المالية من أجل لعب الدور الذي وجدت من أجله على أكمل وجه.

ويمكن توضيح العلاقة بين الهندسة المالية والمؤسسات المالية من خلال:<sup>2</sup>

- يؤدي الابتكار المالي والهندسة المالية إلى تضيق الفجوة وتدنية الفوارق بين مختلف المؤسسات المالية، ويكون ذلك عبر التطوير المستمر في الجانب التكنولوجي وتطوير مختلف الأدوات والآليات التمويلية وتحفيز الاندماج بين مختلف المؤسسات المالية؛
- تساعد الهندسة المالية على تجاوز مختلف القيود التي تواجهها المؤسسات المالية من خلال توفير وخلق أنشطة جديدة تحل محل الأنشطة التقليدية.

### رابعاً: الهندسة المالية والأسواق المالية

لقد أدت منتجات وأدوات الهندسة المالية إلى خلق أنواع وتقسيمات جديدة للأسواق المالية تبعا لطبيعة المنتجات المتداولة فيها وكذا تواريخ استحقاقها. وذلك نتيجة للتطورات التكنولوجية التي شهدتها العالم خاصة في المجال المالي، وكذا ديناميكية وحركية الأسواق المالية السريعة. فمثلا نجد أن سوق مشتقات الائتمان لم يكن موجودا في تسعينيات القرن الماضي لكنه حاليا نما وتطور بشكل سريع وكبير جدا بعدما أقر الكونغرس الأمريكي عام

\* لقد تم التطرق لهذه التقسيمات في الفصل الأول

<sup>1</sup> علاء فرحان طالب، حيدر يونس الموسوي، محمد فائز حسن، إدارة المؤسسات المالية، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص 20.

<sup>2</sup> تياوي العربي، بن الدين أحمد، الهندسة المالية وتداعياتها على بعض المتغيرات الاقتصادية، الملتقى الوطني الثاني حول واقع الهندسة المالية وأفاق تطبيقها في الجزائر، يومي 28-29 أكتوبر 2014، جامعة أدرار، ص 10.

2000 م تشريعا يمنع فيه تنظيم وتقييد أسواق المشتقات المالية. ولهذا السبب لا توصف مشتقات الائتمان في العقود والوثائق القانونية بالتأمين، مع أنها كذلك في الحقيقة لأنها ستخضع لقوانين التأمين في هذه الحالة، لكن توصف على أنها مقايضة تتمتع بحماية هذا التشريع.<sup>1</sup>

#### خامسا: الهندسة المالية وتمويل الصادرات

لقد أدى تنوع مخاطر الائتمان عند القيام بعمليات التصدير إلى ضرورة ابتكار وتنويع منتجات مالية جديدة خاصة في ظل التقلبات الكبيرة التي تشهدها أسعار الصرف، وهو ما أدى إلى الاستعانة بالهندسة المالية في تمويل الصادرات والتجارة الخارجية. حيث توفر الهندسة المالية للمصدرين مجموعة من الحوافز والضمانات مثل: تخفيض تكلفة التمويل، التقليل من المخاطر المرتبطة بالتصدير، توفير ضمانات الائتمان، ... إلخ. كما تستخدم الهندسة المالية أسعار فائدة ثابتة وأخرى متنوعة للتحوط من المخاطر، مثل: مخاطر عدم توفر العملات الأجنبية، مخاطر اهتلاك القروض، مخاطر عدم التسليم. وفي هذا الصدد توفر الهندسة المالية تغطية للعملات الأجنبية والسندات وتغطية لمخاطر الاستثمار وتقلبات أسعار الفائدة. كما تهتم الهندسة المالية بتوفير وتنويع مصادر تمويل الصادرات من أجل بناء محفظة ذات ضمانات عالية ومخاطر متدنية مع ضمان التمويل المناسب بأقل تكلفة.<sup>2</sup>

#### سادسا: الهندسة المالية والادخار

تتضمن تعبئة المدخرات تكتل رؤوس الأموال بأكبر قدر ممكن من أجل تلبية مختلف الحاجات الاستثمارية. ومن هذا المنطلق قامت الهندسة المالية بابتكار أدوات مالية تتناسب مع العائلات والمدخرين الصغار، حيث توفر هذه الأدوات فرصا لهم من أجل تنويع محافظهم بمخاطر قليلة وسيولة أكبر خاصة وأن المخاطر هي من أعظم معوقات الادخار. لذلك فالأدوات المالية المبتكرة كالأسهم، السندات، أدوات الخزينة وغيرها تساهم في بناء محفظة متنوعة للأسر كما تساعد المدخرين على تقليل مخاطرتهم. ومن جانب آخر قطعت الابتكارات المالية الحديثة الأخرى أشواطاً كبيرة في إدارة مخاطر السيولة ومثال ذلك الصناديق المشتركة. كما ساهمت أجهزة الصراف الآلي والبطاقات الذكية وتقنيات غرفة المقاصة الآلية في تخفيض تكاليف المعاملات المرتبطة بجمع المدخرات وهو ما يدفع المدخرين إلى ادخار أموالهم بكل أريحية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> مصطفى يوسف كافي، المشتقات المالية وأدواتها المستحدثة، Alpha Doc للوثائق، قسنطينة، الجزائر، 2018، الطبعة الأولى، ص 112-113.

<sup>2</sup> محمد فتحي البديوي، مرجع سابق، ص 67-68.

<sup>3</sup> ABRAHAM ANSONG, EDWARD MARFO-YIADOM, EMMANUEL EKOW-ASMAH, *The Effects of Financial Innovation on Financial Savings : Evidence From an Economy in Transition*, Journal of African Business, Vol 12, N 01, 2011, PP 95-96.

## الفرع الثاني: فوائد للهندسة المالية ومخاطرها

تبرز أهمية الهندسة المالية من خلال المنتجات والعمليات التي ساهمت في حل من العديد من المشاكل المالية، إلا أن سوء استخدامها يترتب عنه العديد من المخاطر التي قد تكون لها آثار وخيمة.

### أولاً: فوائد الهندسة المالية

إن أهمية الهندسة المالية لا تظهر فقط من خلال الخصائص التي تمتاز بها والتي جعلت لها مكانة كبيرة في اقتصاديات الدول، بل إن أثارها تمتد إلى مختلف القطاعات الأخرى. فالهندسة المالية تساهم في تطوير وتحسين جودة القطاع المالي ككل والتمويل من خلال توفير مجموعة من الميكانيزمات والعمليات التي تضبط سيورة هذا القطاع بما يخدم أهدافه العامة. كما توفر الهندسة المالية مجموعة من الأدوات والمنتجات المالية التي تسمح بإعادة تدوير الأموال سواءً على المدينين القصير أو الطويل، كما تعتبر هذه الأدوات جاذبة للتمويل بما في ذلك الأموال الخاصة مما يسهل عملية الجمع للموارد المالية بين القطاعين العام والخاص، كما تساهم في تطوير وتنشيط مختلف الأسواق المالية عبر العالم.<sup>1</sup>

إذن فالهندسة المالية لها العديد من المزايا والفوائد الكثيرة التي لا يمكن حصرها كون أنها تعتمد على عنصر التجديد والابتكار المستمر. ويمكن ذكر بعض الفوائد في التالي:

- التحوط وإدارة المخاطر التي تتعرض لها البنوك والمؤسسات وخاصة مخاطر السوق التي تتميز بكثرة التقلبات؛
- تساهم في إعادة هيكلة الشركات وتسهيل عمليات الاندماج؛
- توفير التمويل اللازم وخاصة للمستثمرين الصغار الذين يعانون من عجز وشح مصادر التمويل؛
- التقليل من التكاليف والجهد والوقت المرتبط بعمليات الاستثمار؛
- تطوير وتنشيط الأسواق المالية من خلال توفير مجموعة من الأدوات التي تحقق هذا الغرض؛
- المساهمة في استقرار الأنظمة المصرفية والمالية.

### ثانياً: مخاطر التطبيق الخاطئ للهندسة المالية

إن التعامل بالهندسة المالية ومنتجاتها يتطلب الكثير من الدقة والحذر والرشادة في استغلالها، كون أن سوء استخدامها ينطوي على مخاطر كبيرة، ويعود السبب في ذلك إلى حالة عدم التأكد المحيطة بأسعارها كونها لا تتعامل في الحاضر وإنما مع المستقبل. والدليل على ذلك ما تعرضت له بعض المؤسسات المالية والبنكية لحالات الخسائر وحتى الإفلاس كخسارة بنك "Barings Merchant Bank" فرع سنغافورة عام 1995م بما يفوق 1.5

<sup>1</sup> Danuta Hübner, **EP Perspective on today's regional policy and the relevance of financial engineering instruments**, Conference on JEREMIE and JESSICA : Towards successful implementation, 29-30 November 2010, PP 01-02.

مليار دولار بسبب الإفراط في التعامل بالمشتقات المالية وبالخصوص عقود الخيارات والعقود المستقبلية. ومن أهم العمليات التي تنطوي على مخاطرة عالية في تطبيقات الهندسة المالية نجد:<sup>1</sup>

- الاستثمار في السندات الوهمية، ومثال ذلك إفلاس "بنك الاعتماد والتجارة" و"بنك هيراشتر" الألماني جراء قيامهما بهذا النوع من الاستثمارات؛
- المقامرة على الرافعة في أسواق إعادة الشراء والمنتجات المالية المركبة؛
- عدم إلمام المدراء الماليين بكافة المستجدات بخصوص المستحدثات المالية والمصرفية التي تعتمد على المشتقات المالية؛
- ترجع المخاطر عند التعامل بمنتجات الهندسة المالية إلى أن قيمة الاستثمار فيها لا تدفع بالكامل لكن تدفع هوامش فقط، بالإضافة إلى أن معظم الصفقات لا يتم تطبيقها في الواقع لتبقى مجرد مضاربات فقط؛
- المنافسة القوية في أسواق المشتقات المالية وتخفيض معدلات وشروط الهوامش المطلوبة على الصفقات، بالإضافة إلى أن جزء كبير من المعاملات يجري خارج السوق المنظمة؛
- تقوم بعض الحكومات بالاستثمار في المشتقات المالية بهدف جذب العملات الأجنبية دون دراسات وتحليل مسبق؛
- تخافت البنوك على المشتقات المالية بهدف الحصول على الأرباح لتعويض خسائر العمليات البنكية التقليدية؛
- التعديل المستمر في الهوامش مما يشكك في الطلب على العرض، ومن ثم حدوث هزات وتقلبات في الأسعار؛
- تؤدي المقامرة وعدم استخدام أوامر إيقاف الخسارة إلى أزمات في المراكز المالية ومن ثم تدهور البورصة وخلل في نشاطها؛
- تحتوي بعض المنتجات التي تفرزها الهندسة المالية على مخاطر إئتمانية كبيرة نظرا لإحتمال عدم التزام أحد الأطراف بالوفاء في الأجل المحددة.

ونظرا للمخاطر الكبيرة التي تنطوي عليها الهندسة المالية وجب الحذر الشديد في التعامل بمنتجاتها ويكون ذلك من خلال:

- وضع أقسام خاصة بالهندسة المالية مهمتها البحث وتحليل أسواق منتجاتها من أجل اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة؛
- استخدام منتجات الهندسة المالية من أجل الأهداف الأساسية التي وجدت من أجلها خاصة فيما يتعلق بالتحوط وإدارة المخاطر، وتجنب عمليات المضاربة والمقامرة بها في الأسواق؛
- تشديد الرقابة على الأسواق غير المنظمة واستحداث آليات ولوائح تنظم سيرورتها؛

<sup>1</sup> هاشم فوزي العبادي، جليل كاظم العارضي، مرجع سابق، ص 100-104.

- الاستعانة بالوسطاء الماليين وأصحاب الخبرة في مجال الهندسة المالية عند التعامل بمنتجاتها، خاصة بالنسبة للمستثمرين الصغار أو الجدد؛
- العقلانية والرشادة في اتخاذ القرارات الاستثمارية في أسواق المشتقات المالية؛
- المتابعة والتقييم المستمرين لعقود المشتقات المالية لتجنب أي خسائر غير متوقعة.

إضافة إلى ما سبق تعد الهندسة المالية الإسلامية من أهم وأبرز الحلول التي من الممكن أن تساهم في الوقاية والحد من الأزمات المالية، نظرا إلى أنها تقوم في الأساس على معاملات حقيقية بعيدا عن المضاربة والغرر، وكذا اجتناب عنصر الفائدة والذي يعتبر القنبلة الموقوتة في النظم المالية والاقتصادية حسب العديد من الباحثين.

### المبحث الثالث: عمليات الهندسة المالية

بالإضافة إلى مختلف الأدوات التي قدمتها الهندسة المالية، هناك أيضا العديد من العمليات المالية التي أفرزتها هذه الأخيرة خاصة في الأسواق المالية الشيء الذي ساهم في تطويرها وزيادة نشاطها والرفع من كفاءتها. ويمكن تقسيم عمليات الهندسة المالية إلى ثلاث أقسام رئيسية: عمليات تساهم في الرفع من أداء المؤسسات والأسواق المالية، عمليات تقلص من وقت وتكلفة المعاملات وعمليات ذات بعد تمويلي تساهم في حل مختلف المشاكل المتعلقة بالتمويل. إن هذه العمليات ساهمت بشكل كبير في تحقيق أهداف المستثمرين وزيادة عوائدهم كون أن العمليات التقليدية تأخذ الكثير من الجهد، الوقت والتكلفة وهو ما يضيع على المستثمرين الكثير من الصفقات والفرص الاستثمارية، خاصة أن الاستثمار في الأسواق المالية لا يتطلب المزيد من الانتظار.

### المطلب الأول: عمليات مرتبطة بالأداء

يهدف المستثمرون والمؤسسات إلى تطوير مهاراتهم وقدراتهم في مجال الاستثمار المالي من أجل تحقيق أهدافهم بكل كفاءة، وفي هذا الصدد أفرزت الهندسة المالية جملة من العمليات التي تحقق هذا الغرض سنحاول ذكر أهمها في الآتي.

### الفرع الأول: التسجيل على الرف والبيع على المكشوف

#### أولا: التسجيل على الرف

كانت الطريقة التقليدية التي تنتهجها المؤسسات عندما ترغب بطرح أوراق مالية مختلفة للاكتتاب العام، هي طلب تسجيلها لدى هيئة الأوراق المالية والبورصة، تقوم هذه الأخيرة بالتأكد من صحة البيانات المقدمة إليها للحكم على جودة قيمة الأوراق المالية المقرر طرحها للاكتتاب. ولتحقيق هذا الغرض تقوم المؤسسات في كل مرة ترغب فيها بإصدار أوراق مالية جديدة بطلب التسجيل، ولنا أن نتصور الجهد والوقت والتكلفة التي

تصاحب عملية التسجيل في كل مرة، بالإضافة إلى المخاطر المختلفة التي ترتبط بعملية الإصدار.<sup>1</sup> ومن هذا المنطلق قامت لجنة الأوراق المالية والبورصات في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1982م بتعديل القاعدة 415 المرتبطة بالإصدار، حيث سمحت من خلالها للمؤسسات التي تصدر أوراق مالية بصفة دورية بتقديم طلب تسجيل رئيسي يتضمن خطة زمنية لإصدار الأوراق المالية، لكن مع مراعاة تحديث مختلف البيانات المرتبطة بالمؤسسة في كل عملية إصدار جديدة، ويبقى طلب التسجيل ساري المفعول لمدة زمنية معينة (كانت تحدد بعامين آنذاك)، هذه العملية تعرف بالتسجيل من الرف.<sup>2</sup>

### ثانياً: البيع على المكشوف

يعتبر بيع الأوراق المالية المملوكة للغير إحدى الآليات التي يلجأ إليها المستثمرون في الأسواق المالية بهدف تحقيق الأرباح في حالة توقع اتجاه أسعار السوق نحو الانخفاض.<sup>3</sup> أما في حالة البيع على المكشوف فيحدث العكس فالمستثمرون يقومون ببيع الأدوات المالية لإعادة شرائها في وقت لاحق، ويتحقق ذلك عن طريق اقتراضها الآني حتى يتسنى بيعها بالسعر المرتفع على أمل إعادة شرائها عندما تنخفض أسعارها في السوق. فالبيع على المكشوف هو إذا: بيع أدوات مالية لا يمتلكها البائع عند إتمام الصفقة، بل يقترضها من جهة أخرى لبيعها بسعر مرتفع على أمل شرائها فيما بعد بسعر منخفض لإعادتها إلى الجهة المقرضة مقابل عمولة متفق عليها مسبقاً، والاستفادة من فروقات الأسعار لتحقيق الأرباح.<sup>4</sup> ومن بين شروط البيع على المكشوف نذكر: أن يدفع المقترض للمقرض توزيعات الأرباح التي من الممكن أن تتحقق طيلة فترة البيع قصير الأجل، أن المقترض ملزم بفتح حساب لدى السمسار، أن تبقى محصلات البيع لدى السمسار إلى أن يتم استرداد الأوراق المقرضة، كما أن المقترض ملزم بعدم بيع الأوراق المالية في الأجل القصير إلا إذا كان السعر المعروض أكبر من السعر السائد في السوق.<sup>5</sup> هذا وتعتبر عمليات الاستثمار من خلال آلية البيع على المكشوف من العمليات الخطيرة، وهي تتطلب خبرة ودراية كبيرة جداً في الأسواق المالية.<sup>6</sup>

<sup>1</sup> مصطفى يوسف كافي، المشتقات المالية وأدواتها المستحدثة، مرجع سابق، ص 122.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول: التوريق، دار المعارف، الإسكندرية، مصر، 2000، ص ص 223-226.

<sup>3</sup> عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014، الطبعة الأولى، ص 51.

<sup>4</sup> ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، الطبعة الأولى، ص 93-94.

<sup>5</sup> مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 162.

<sup>6</sup> سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراية، عمان، الأردن، 2009، الطبعة الأولى، ص 204.

## الفرع الثاني: الشراء الهامشي، الهندسة المالية لنشاط السمسرة والمتاجرة بالحزمة

### أولاً: الشراء الهامشي

يعرف أيضاً بالتمويل بالهامش، ويقصد به سداد جزء من قيمة أوامر الشراء نقداً، بينما يسدد الباقي في صيغة قرض، على أن تكون الأوراق المالية محل الصفقة هي الضمان عن المبلغ المقترض.<sup>1</sup>

وبعبارة أخرى الشراء الهامشي هو ذلك المبلغ النقدي الذي يمتلكه المستثمر ويرغب في استثماره كجزء من إجمالي المبلغ المستثمر، حيث يقوم باقتراض مبلغ من البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة وذلك بضمان كامل المبلغ المستثمر بما فيه الجزء الذي تعود ملكيته له. ويعتبر هذا الأسلوب نوع من أنواع المضاربة المبنية على توقعات إرتفاع أسعار الأدوات المالية التي يرغب الاستثمار فيها في السوق. ويؤدي الرفع المالي المترتب على نسبة التمويل إلى الهامش لمضاعفة أرباح المضارب إذا تحققت توقعاته واتجهت أسعار السوق في الاتجاه الصحيح. أما إذا تحركت الأسعار في الاتجاه العكسي لتوقعات المستثمر فسيؤدي ذلك إلى انخفاض قيمة الأدوات التي تم الاستثمار فيها إلى حد قد يتجاوز قيمة الهامش المودع، وبالتالي هنا الخسارة ستتجاوز رأسماله إلى المبلغ الذي اقترضه أيضاً. ولهذا تطلب المؤسسات المقرضة ضمانات تفوق قيمة المبلغ المستثمر لتغطية أي خسارة يمكن أن يتعرض لها المستثمر.<sup>2</sup> هذا وتتم عملية الشراء بالهامش وفق مجموعة من المراحل والخطوات نلخصها في الآتي:<sup>3</sup>

- يقوم المستثمر في البداية بدفع مبلغ مالي للسمسار أو البنك، في حساب خاص يسمى: "حساب الهامش"؛
- يتولى السمسار أو البنك دفع الجزء المتبقي من الصفقة للعميل على وجه القرض؛
- يقوم المستثمر بإتمام الصفقة الذي يرغب الدخول فيها، على أن تبقى ملكيتها مرهونة للسمسار؛
- يقوم السمسار أو البنك بعملية مراقبة يومية لنسبة الهامش الفعلي ومقارنته مع هامش الوقاية، والقيام بتعديله باستمرار حسب اتجاهات السوق، إلى غاية الإتمام الفعلي للصفقة من قبل العميل.

### ثانياً: الهندسة المالية لنشاط السمسرة

تقوم شركات السمسرة بعقد عمليات البيع والشراء لمختلف الأوراق المالية لصالح العملاء، فهي عبارة عن شركات تقوم بدور الوساطة في تداول الأسهم والسندات ووثائق الاستثمار وغيرها من الأوراق المالية، وذلك وفقاً للضوابط والقوانين التي تحكم عمل الأسواق المالية.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص 493.

<sup>2</sup> ماهر كنج شكري، مروان عوض، مرجع سابق، ص 88-89.

<sup>3</sup> ياسر بن إبراهيم بن محمد الخضيري، المتاجرة بالهامش في الأسواق المالية-دراسة فقهية-، رسالة ماجستير في الفقه، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 2007/2008، ص 112-115.

<sup>4</sup> مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 118.

وفي هذا الإطار نصت اتفاقية بتنود "Buttonwood" التي تم بموجبها تأسيس بورصة نيويورك عام 1792م، على إضافة عمولة ثابتة على الصفقات التي تجري بين المتعاملين من غير أعضاء البورصة، حيث كانت معظم الصفقات آنذاك تتم لصالح المستثمرين الأفراد. وبظهور مؤسسات الاستثمار المتخصصة زاد حجم الصفقات في البورصة إلا أن العمولة الثابتة بقيت نفسها ولم يطرأ عليها أي تحديث. ومن هنا قام السماسرة بإطلاق سياسة "التخلي"، والتي بموجبها يتخلى السماسر على جزء كبير من العمولة يصل إلى 80 % من قيمتها لصالح مكاتب الدراسات من أجل تقديم المشورة اللازمة والمساعدة في اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة. وفي سنة 1970م اقترحت هيئة الأوراق المالية والبورصة SEC إلغاء العمولة الثابتة وترك التفاوض عليها بين الأطراف المتعاقدة، إلا أن بورصة نيويورك رفضت هذا الطلب وتم إطلاق حل وسط يتمثل في تقسيم العمولة إلى جزئيين: جزء ثابت وآخر يتم التفاوض عليه.<sup>1</sup>

لقد نجح المهندسون الماليون في تقديم حل بديل لنشاط السمسرة بهدف تخفيض التكاليف المرتبطة به، حيث ظهر ما يعرف بـ: "سمسار الخصم"، حيث تكون مهمته تقديم مختلف الخدمات الاستشارية للعملاء بأدنى التكاليف. وتتمثل تلك الخدمات في:<sup>2</sup>

- **الحفظ والحماية:** توفر بيوت السمسرة خزائن خاصة لحفظ مختلف المستندات المرتبطة بالأوراق المالية، بدلا من شراء أو تأجير خزائن خاصة.
- **توفير المعلومات:** توفر بيوت السمسرة للعميل، أحدث المعلومات حول الأوراق المالية التي يتم التعامل بها.
- **خدمة الإيجار:** تتمثل في العمل كسوق متنوعة للتجار، حيث يمكن للعميل الاعتماد عليها في بيع وشراء الأوراق المالية، وحتى القيام بعمليات المضاربة في سوق السلع.
- **التسهيلات الائتمانية:** تقدم بيوت السمسرة مجموعة من التسهيلات، مثل: البيع على المكشوف والشراء الهامشي.
- **النصح والمشورة:** تقدم بيوت السمسرة المشورة الضرورية للعملاء بشأن قرارات الاستثمار، وتساعدهم على إدارة محافظهم المالية.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول: التوريق، مرجع سابق، ص 230-235.

<sup>2</sup> قصي أحمد حسن الأشقر، دور الهندسة المالية الإسلامية في خفض مخاطر المحافظ المالية في بورصة عمان للفترة: 2006-2015، رسالة ماجستير في الإدارة، جامعة آل البيت، الأردن، 2016، ص 17.

### ثالثا: المتاجرة بالحزمة

لقد كان الاستثمار في الأسواق المالية في البداية يقوم على أسهم فردية، حيث تقتصر أوامر البيع والشراء على أسهم مؤسسة معينة دون غيرها. وابتداءً من سنة 1975م قدمت لنا الهندسة المالية عملية جديدة تعرف بالمتاجرة بالحزمة أو متاجرة البرنامج، والتي تسمح بالاستثمار في العديد من الأسهم المقيدة في البورصة في آن واحد وهو ما وفر الكثير من التكلفة، الجهد والوقت التي كان يصرفها المستثمرين وخاصة المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار في الأسهم الفردية.<sup>1</sup>

ويقصد بأسلوب المتاجرة بالحزمة أن يتضمن الأمر تشكيلة أو محفظة مالية متكونة من أسهم العديد من أسهم الشركات المقيدة في البورصة، حيث يتم اللجوء إلى هذا الأسلوب في حالة تغيير تشكيلة الاستثمارات المكونة للمحفظة المالية أو في حالة تغيير مدير المحفظة ورغبة الإدارة الجديدة في إتباع استراتيجيات جديدة. كما يتم اللجوء إليه أيضا في حالة وجود موارد مالية إضافية.

هذا ويعتبر أسلوب المتاجرة بالحزمة من الأساليب الفعالة في كبح الخسائر الاستثمارية، حيث تعتمد المؤسسة الإستثمارية إلى تخفيض تشكيلة المنتجات التي تتضمنها المحفظة، مما يساهم في تخفيض الأسعار بسبب انخفاض الطلب على مختلف المنتجات المالية.<sup>2</sup>

### المطلب الثاني: عمليات مرتبطة بوقت وتكلفة المعاملات

يعتبر وقت تنفيذ العمليات والصفقات عنصرا مهما في استغلال الفرص الاستثمارية المتاحة، كما أن تكلفة تنفيذها تعد العنصر والمؤشر الأساسي في قبول الاستثمارات من عدمها، ومن هنا قدمت الهندسة المالية العديد من العمليات التي تساعد في خفض وقت وتكلفة الاستثمار.

### الفرع الأول: التداول الإلكتروني والسوق الموحد

#### أولا: التداول الإلكتروني

لقد مرت طرق التداول في الأسواق المالية بمراحل عديدة ارتبطت بالتغيرات والتطورات التي حصلت على مستوى النظم الاقتصادية والمالية وفلسفة توظيف الأموال في تلك البلدان، بالإضافة إلى حجم ونوع الخدمات المالية اعتمادا على مبدأ حركة وحرية انتقال رؤوس الأموال واستثمارها. فقد كانت البدايات الأولى للتداول في

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول: التوريق، مرجع سابق، ص ص 239-241.

<sup>2</sup> حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا ارشيد، محفظة أحمد جودة، الأسواق المالية- مفاهيم وتطبيقات-، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، الطبعة الأولى، ص ص 245-246.

الأسواق المالية تعتمد على مبادلة السلع والتسوية المالية، ثم نشأت صكوك الدين كأداة مالية من أجل ضمان تسوية العمليات المالية، حيث اعتمدت آلية التسجيل والتسوية اليدوية آنذاك على طريقة المناقشة والمزايدة العلنية.<sup>1</sup>

وفي سنة 1971م قام الباحث الأمريكي بلاك فيشر "Black Fischer" بطرح فكرة التداول الإلكتروني للقيم المنقولة، في إطار رقمنة الأسواق المالية وذلك من خلال إدخال تكنولوجيا الإعلام والاتصال في عالم المال والأعمال بهدف تقديم أوامر الصفقات والمبادلات بواسطة محطات طرفية من أجهزة الحواسيب المتصلة فيما بينها لتسهيل تنفيذها من قبل المتعاملين في الأسواق المالية.<sup>2</sup>

يعرف التداول الإلكتروني على أنه نظام اتصالات يربط بين مختلف الأطراف المعنية بالتداول، حيث يبدأ بقبول أوامر البيع والشراء من قبل المستثمرين والوسطاء، وينتهي في شكل صور وعروض إلكترونية على الشاشة، ليتم تنفيذها في ظل قواعد أولوية واضحة تنتهي بتسوية الصفقات.<sup>3</sup> هذا وتعتبر أنظمة التداول الإلكترونية من مميزات الاقتصاديات الرقمية، وخاصة الأسواق المالية الإلكترونية. فبفضلها يتم تدنية المخاطر المرتبطة بالمنتجات والأدوات المالية، كما يخفض من تكاليف نقل الملكية وحفظها. إلا أنه في المقابل يتطلب ما يلي:<sup>4</sup>

- إصدار منتجات مالية جديدة بصبغة إلكترونية؛
- ربط أنظمة التداول المحلية بالعالمية؛
- اعتماد أموال إلكترونية في عمليات التداول؛
- وضع أنظمة وأطر قانونية تضبط عمليات التداول الإلكترونية للمنتجات المالية.

### ثانيا: السوق الموحد

في إطار الجهود الرامية لرفع كفاءة وسيولة الأسواق المالية قام الكونغرس الأمريكي عام 1975م بإدخال تعديلات على قوانين الأوراق المالية، تم من خلالها توحيد كافة الأسواق المالية في سوق مالي واحد، وذلك من خلال ربط كل الأسواق بشبكة اتصالات إلكترونية وذلك بهدف إتاحة المعلومات لكل المستثمرين دون استثناء لمساعدتهم في تحقيق أهدافهم الاستثمارية. وفي هذا الصدد استجابت الهندسة المالية لعملية توحيد الأسواق المالية من خلال توفير أربع ركائز أساسية، وهي:<sup>5</sup>

<sup>1</sup> هبة مهدي صالح، نغم حسين نعمة، دور التداول الإلكتروني والإيداع المركزي في أداء سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2008-2018)، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد 15، العدد 52، 2020، ص ص 98-99.

<sup>2</sup> بوغروس عبد الحق، مساهمة نظام التداول الإلكتروني في ترقية أداء الأسواق المالية-السوق المالية السعودية نموذجاً (2012-2021) -، المجلة الدولية للدراسات الاقتصادية، المجلد 05، العدد 21، 2022، ص 237.

<sup>3</sup> بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 134.

<sup>4</sup> خالد أحمد علي محمود، إقتصاد المعرفة وإدارة الأزمات المالية في إطار المؤسسات الاقتصادية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2019، الطبعة الأولى، ص 273.

<sup>5</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول: التوريق، مرجع سابق، ص ص 275-283.

1. **مركزية التقارير والمعلومات:** تتطلب وجود شريط موحد للحاسوب تظهر من خلاله كل الصفقات المبرمة على كل أداة مالية مسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة بغض النظر عن السوق الذي تداولت فيه (منظم/غير منظم، بورصة نيويورك/أو غيرها)، وذلك حتى يتمكن المتعاملين في كل الأسواق المشتركة في النظام باتخاذ قراراتهم الاستثمارية على أفضل نحو.
2. **مركزية المعلومات عن الأسعار:** وتعني إتاحة الفرصة للمتعاملين في الأسواق للتعرف على أسعار الشراء والبيع التي نفذت بها كل الصفقات لحظة بلحظة. وفي هذا المجال قدمت الهندسة المالية ما يعرف بـ: نظام المتاجرة بين الأسواق والذي يساعد السماسرة وصناع السوق في إرسال أوامرهم إلى باقي الأسواق الأخرى المشتركة في النظام، دون الحاجة لأن تكون الأوراق المالية التي يبحثون عنها مسجلة في السوق الذي ينشطون فيه.
3. **مركزية دفتر الأوامر المحددة:** يعرف أيضا بالنظام الوطني لحماية الأوامر المحددة، ويعني أن تسجل كل الأوامر المحددة الصادرة عن كل الأسواق المالية في دفتر واحد يتم حفظه في حاسوب مركزي على أن تكون أولوية التنفيذ على أساس السعر وتوقيت وصول الأمر.
4. **المنافسة المفتوحة:** تعني هذه الركيزة ألا يقتصر التعامل في الأوراق المالية على فئة معينة من المختصين، بل يمكن ممارسة مهنة صناعة السوق لكل من تتوفر فيه الشروط المطلوبة مع ضرورة التقيد بالممارسات الأخلاقية المنصوص عنها في القوانين المنظمة للسوق.

### الفرع الثاني: أنظمة التسوية والحفظ المركزي

باستثناء الصفقات النقدية التي تسوى في نفس اليوم الذي نفذ فيه الأمر، فإن نظام التسوية يقتضي تسوية مختلف الصفقات خلال ثلاثة أيام من إبرام الصفقة. وعند تسوية الصفقة يتلقى السماسر قيمة الصفقة بالإضافة إلى عمولة وكذا باقي الرسوم الأخرى، ومن جهة أخرى يقوم السماسر بتسوية حساب العملية مع صناع السوق الذين باعوا له الأوراق المالية في نفس اليوم، حيث يستلم الأوراق ويدفع لهم قيمتها. وبذلك تنتقل ملكيتها إلى المشتري، أما إذا تم التنفيذ من خلال بيوت السمسرة ذاتها فإن التسوية تتم بالتسليم المباشر بين الطرفين.

أما بالنسبة لنظام الحفظ المركزي فهو عبارة عن تخصيص سجل لكل عضو مشترك في النظام داخل حاسوب خاص مخصص لهذا الغرض وعند الشراء تضاف بيانات الأوراق المالية في حساب كل عضو ويتم قيد تلك الأوراق المالية باسم المشتري في سجل المؤسسة المصدرة للأوراق المالية، وفي حالة البيع تحذف الأوراق المالية

من حساب بيت السمسرة وتنقل الملكية لسجل المنشأة المصدرة وباسم المشتري الجديد. كما يتم إنشاء مؤسسة خاصة تكون مهمتها مراقبة الصفقات وتسهيل إجراءاتها بهدف ضمان السير الحسن لعملية الحفظ المركزي.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: عمليات ذات بعد تمويلي

إن الحصول على التمويل أكبر هاجس تعاني منه اقتصاديات الدول وحتى المتقدمة منها، لذا وفرت الهندسة المالية العديد من العمليات التي ساهمت في حل مختلف المشاكل المرتبطة بالتمويل.

### الفرع الأول: إعادة الهيكلة المالية

تعنى عملية إعادة الهيكلة بالقيام بالتصويبات اللازمة للهيكل الفنية والاقتصادية والمالية للمؤسسات والأسواق المالية على النحو الذي يمكنها من استمرارها في عالم الأعمال والوصول إلى الأهداف المرجوة في أسرع وقت، حيث يتم دراسة وتحليل مختلف المشاكل والعقبات للقيام بإعادة الهيكلة المناسبة. ويمكن ذكر أهم الأسباب التي تستوجب إعادة الهيكلة فيما يلي:<sup>2</sup>

- مشكلة كفاءة الإدارة وحسن تصرفها أو نزاهتها وأمانتها؛
- عدم وجود توازن بين التدفقات النقدية الواردة والصادرة من المؤسسة؛
- انخفاض فائض العمليات الجارية وعدم مناسبة العائد السنوي لرأس المال المستثمر؛
- تآكل حقوق الملكية؛
- تراكم المخزون في المؤسسة بسبب نقص الطلب؛
- زيادة الديون المتأخرة وارتفاع معدل دوران العمالة أو عدم كفاءتها.

انطلاقاً من المشاكل السابقة الذكر تظهر لنا أهمية الهندسة المالية التي توفر مجموعة من الآليات والعمليات التي تسهل عملية إعادة الهيكلة المالية للمؤسسات والأسواق، ومن أهم هذه العمليات نجد:<sup>3</sup>

#### 1. الاندماج: يقصد به توحيد مؤسستان أو أكثر في كيان واحد، وقد يكون هذا الكيان جديداً، بمعنى

ذوبان هوية كل مؤسسة في شكل جديد وتحت مسمى جديد أو قد يحدث اندماج مؤسسة أو عدة مؤسسات صغيرة في مؤسسة كبيرة. ويأخذ الاندماج عدة أشكال وصور مثل:

- **الاندماج الأفقي:** يكون بين مؤسسات تعمل في نفس النشاط؛
- **الاندماج العمودي:** يكون بين مؤسسات تعمل في أنشطة تمثل مراحل إنتاج متتابعة؛

<sup>1</sup> لحسين عبد القادر، الهندسة المالية وتطوير أدوات التمويل-مدخل لتحسين كفاءة أسواق رأس المال العربية، أطروحة دكتوراه في علوم التسبير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسبير، جامعة الجزائر 03، 2015-2016، ص ص 129-130.

<sup>2</sup> عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص ص 52-53.

<sup>3</sup> محمد فتحي البديوي، مرجع سابق، ص ص 18-23.

• **الاندماج المختلط:** هو الذي يوفر سبل تنوع نشاط المؤسسة من خلال الدخول في أنشطة تجارية مختلفة.

2. **التوسع:** هو صورة من صور السيطرة التي تبدأ بمحاولة امتلاك جزء أو كل أسهم مؤسسة أخرى، ويكون ذلك من خلال أسلوبيين:

• **السيطرة السلمية:** يقصد بها تقديم المؤسسة الراغبة في السيطرة اقتراح لإدارة المؤسسة المستهدفة من أجل امتلاكها بطريقة ودية؛

• **السيطرة العدوانية:** يتم اللجوء إليها في الغالب عند فشل السيطرة السلمية، كما يمكن اللجوء إليها أحيانا دون المرور على المرحلة الأولى، ويطلق عليها "عناق الدب". حيث يتم شراء الأسهم من خلال تقديم أسعار تفوق القيمة السوقية بغرض إغراء حملتها على البيع، كما يكون العرض في الغالب على وسائل الاعلام دون الاتصال المباشر بهدف تفادي عرقلة الإدارة لإجراءات الاتصال.

3. **الخصوصية:** تعني الخصوصية انتقال الملكية بشكل كلي أو جزئي من الملكية العامة لصالح الخواص، أو تمكينهم بموجب عقد من إدارة المؤسسات مع بقائها مملوكة للدولة. وتظهر أهمية الهندسة المالية في عملية الخصوصية من خلال:<sup>1</sup>

- المساهمة في نقل الملكية من العام إلى الخاص؛
- تعاقد القطاع العام مع القطاع الخاص لتقديم مجموعة من الخدمات عن طريق الإجارة؛
- اعتماد الصيغة الثلاثية (B.O.T): وتعني التشييد، التشغيل والنقل، أي تكليف القطاع الخاص بإنجاز مشروع ما والسماح له بتشغيله لمدة معينة، ثم إعادته للقطاع العام؛
- اعتماد صيغة (B.O.O): وتعني التشييد، التشغيل والتملك، أي السماح للقطاع الخاص بتملك مشروع معين بعد فترة زمنية مع دفع مرتبات هذا التملك للدولة.

تتم إعادة هيكلة الأسواق المالية بإعادة النظر في الأسواق النقدية وأسواق رأس المال، وذلك من خلال القيام بإصلاح العمل السوقى، خاصة من ناحية الإفصاح والشفافية وإرساء إدارة كفؤة وفاعلة تضمن الرفع من أدائها وإدخال التكنولوجيات المتطورة في مجال المعلومات والاتصال والتداول، بهدف تحسين كفاءتها.<sup>2</sup>

### الفرع الثاني: رأس المال المخاطر

يصطلح عليه أيضا: رأس المال المجازف. ظهر هذا النوع من التمويل في الولايات المتحدة الأمريكية في عشرينيات القرن 20 على يد مجموعة من العائلات الغنية التي قامت بتمويل مشروعات جديدة في مراحل نشأة مبكرة. وفي سنة 1964م تم إنشاء شركة "American Development Research" في مدينة "ماساشوسيتش"

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص 54.

<sup>2</sup> سرمد كوكب الجميل، مرجع سابق، ص 33-34.

الأمريكية والتي تعتبر أول مؤسسة مختصة في تمويل الأفكار المبتكرة والجديدة، وذلك على يد "رالف فلاندرز"، الذي حاول مساعدة المؤسسات الصغيرة والأفكار الجريئة لتخطي عقبة التمويل، وذلك بأموال الأفراد والمؤسسات المالية الموجودة.<sup>1</sup>

ويعرف رأس المال المخاطر على أنه أسلوب لتمويل المشاريع الاستثمارية بواسطة مؤسسات رأس المال المخاطر، حيث أن هذا النوع من التمويل لا يعتمد على التمويل النقدي فقط كما هو الحال في التمويل البنكي، بل يقوم على أساس المشاركة، حيث تقوم مؤسسة رأس المال المخاطر بتمويل المشروع من دون ضمانات ولا عائد، كون أن معظم المشاريع في مراحل مبكرة من النمو. وعادة ما تتدخل مؤسسة رأس المال المخاطر وفق 03 مراحل أساسية:<sup>2</sup>

- **مرحلة ما قبل النشأة:** تتولى مؤسسة رأس المال المخاطر في هذه المرحلة تمويل تكاليف البحث والتنمية وكذا جس نبض السوق من خلال طرح السلعة أو الخدمة الجديدة لمعرفة مدى الإقبال عليها.
- **مرحلة الانطلاق:** تتولى مؤسسة رأس المال المخاطر تجسيد المشروع على أرض الواقع بالإضافة إلى عمليات الدعاية والتسويق.
- **مرحلة التوسع:** في هذه المرحلة تقوم مؤسسة رأس المال المخاطر بتمويل المؤسسات القائمة، من خلال زيادة ودعم الطاقة الإنتاجية للمشروع، البحث عن أسواق جديدة، كما تتدخل لتمويل الاستحواذ على مؤسسات أخرى أو تمويل الاحتياجات من رأس المال العامل.

انطلاقاً مما سبق نستنتج أن رأس المال المخاطر أسلوب تمويل يساهم بشكل كبير في دعم المؤسسات والمشاريع المصغرة التي لا تجد التمويل اللازم لتجسيد الأفكار على أرض الواقع، خاصة وأن التمويل البنكي يعتمد بشكل كبير على الضمانات والعائد وراء الاستثمار خاصة في الدول النامية التي تعاني بشكل كبير من مشاكل تمويلية معقدة. وتجدد الإشارة هنا إلى أن غياب الضمانات عند التمويل برأس المال المخاطر لا يعني تحمل هذه المؤسسات التمويلية لكل الخسائر والنتائج المترتبة عن فشل الأفكار والمشاريع الفتية. لهذا فإن مؤسسات رأس المال المخاطر تعتمد على دراسات الجدوى المعمقة للمشاريع قبل اتخاذ أي قرار تمويلي، كما تركز على المشاريع المبتكرة والتي لها احتمالية نمو كبيرة يرجى منها عوائد كبيرة أيضاً.

<sup>1</sup> عبد الكريم أحمد قندوز، مقترحات لتفعيل دور التمويل برأس المال المخاطر بالمملكة العربية السعودية، مجلة ملفات الأبحاث في الاقتصاد والتسيير، العدد 06، 2017، ص 108

<sup>2</sup> محمد الصغير قريشي، التمويل برأس مال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المبتكرة في الجزائر-دراسة تقييمية 2018/2010، Global Journal of Economics and Business، المجلد 07، العدد 01، 2019، ص ص 21-22.

### خلاصة الفصل:

حاولنا من خلال هذا الفصل التطرق لمختلف الجوانب المرتبطة بالابتكار المالي والهندسة المالية، ومحاولة التعمق في العلاقة بينهما من أجل إزالة اللبس والغموض حول المفهومين. فالابتكار المالي مهمته خلق وتطوير المنتجات والعمليات المالية التي تلبي رغبات المستثمرين والمؤسسات والأسواق المالية، بينما تعتبر الهندسة المالية الوسيلة التي تتم من خلالها تنفيذ الابتكار المالي.

ساهمت العديد من العوامل المباشرة وغير المباشرة في ظهور الابتكار المالي والهندسة المالية، خاصة بعد انهيار اتفاقية "بروتون وودز" وتبني نظام الصرف المرن، حيث زادت المخاطر المرتبطة بالاستثمار وهو ما بين الحاجة لأدوات جديدة تساهم في إدارة المخاطر وزيادة أرباح المستثمرين.

تطورت صناعة الهندسة المالية بشكل كبير خاصة في العقود الأخيرة، فبعدما وجدت من أجل إدارة المخاطر المالية خاصة في الأسواق المالية، تعدت كل الحواجز وأصبحت ذات علاقة مع جل المتغيرات والسياسات الاقتصادية الكلية، من نمو اقتصادي، سياسة نقدية، ادخار... إلخ. وهو ما ساهم في ازدهار ونمو هذه المؤشرات بشكل ملحوظ بفضل العمليات والأدوات التي توفرها الهندسة المالية والتي تساهم في تحقيق أهداف السياسات المنشودة.

لقد أحدثت الهندسة المالية ثورة كبيرة في مجال العمليات المالية، حيث استفادت من التكنولوجيا المالية والعملة وتطور تقنيات ووسائل المعلومات والاتصال في تصميم وتنفيذ مجموعة كبيرة من العمليات التي رفعت من أداء مستخدميها ومكنتهم من تقليص التكاليف والوقت وبالتالي رفع كفاءة الأسواق والنظام المالي والاقتصادي ككل.

## الفصل الثالث:

منتجات الهندسة المالية كآلية  
لتنشيط الأسواق المالية

## تمهيد

يعتبر التنوع أساس الاستثمار في الأسواق المالية، ذلك أن المستثمرين يبحثون دوماً عن تشكيل محفظة مالية فيها العديد من المنتجات المالية المختلفة، فإذا تحركت أسعار منتج معين في اتجاه هبوطي قد يتحرك المنتج الآخر في اتجاه صعودي، وبالتالي يتحقق التكافؤ في هذه المحفظة المالية. وفي هذا الصدد أفرزت الهندسة المالية مجموعة لامتناهية من المنتجات المالية التي تلبي مختلف الرغبات الاستثمارية، بداية بالأسهم والسندات التي تعتبر المنتجات المالية الملائمة خاصة للمستثمرين المتدئين أو الصغار بحكم العائد المكفول المتأتي من ورائها، بالإضافة إلى المخاطر المتدنية المرتبطة بها. كما أفرزت المنتجات المالية الهجينة التي تسمح للمستثمرين الحصول على امتيازات إضافية على الأسهم والسندات كونها تجمع بين خصائص كلاهما في منتج مالي أو أداة مالية معينة.

من ناحية أخرى يعتبر كل من التوريق والمشتقات المالية من أبرز وأهم ما ابتكرته الهندسة المالية في الأسواق المالية العالمية، نظراً لإسهاماتهما الكبيرة في مجال إدارة المخاطر وهو ما حل الكثير من العقبات والمشاكل المرتبطة بالتمويل والاستثمار مما انعكس إيجاباً على أداء ونشاط الأسواق المالية.

سنحاول من خلال هذا الفصل التطرق للمباحث التالية:

المبحث الأول: المنتجات المالية التقليدية

المبحث الثاني: المشتقات المالية

المبحث الثالث: منتجات الهندسة المالية ودورها في تنشيط الأسواق المالية

### المبحث الأول: المنتجات المالية التقليدية

إن الهدف من وجود منتجات الهندسة المالية التقليدية في الأسواق المالية هو حل مختلف المشاكل التي يعاني منها أصحاب الفوائض المالية، من خلال تجنبهم كساد أموالهم وتركها عاطلة مما يفقدها قيمتها بسبب تأكلها مع مرور الزمن، وأيضاً حل مشكلة نقص مصادر التمويل بالنسبة لأصحاب العجز المالي. ومن ناحية أخرى ضمان عوائد وأرباح مناسبة لأصحاب رؤوس الأموال في ظل مستوى مقبول من المخاطر وفي ظل الفرص الاستثمارية البديلة. كما تهدف بعض المنتجات إلى حماية حقوق ومصالح المستثمرين والمقرضين من مختلف المخاطر المرتبطة بالاستثمار. سنحاول في هذا المبحث التطرق إلى مختلف المنتجات المالية التي تفي بهذا الغرض والتي من بينها: الأسهم، السندات، المنتجات الهجينة والتوريق.

#### المطلب الأول: منتجات الملكية

تشير منتجات الملكية إلى تلك الأوراق المالية "الأسهم" التي تطرحها المؤسسات للاكتتاب بهدف الحصول على التمويل اللازم لإنشائها أو توسيع مختلف نشاطاتها، وفي المقابل يحصل حاملها على جملة من الحقوق المتفق عليها مسبقاً.

#### الفرع الأول: مفهوم الأسهم وخصائصها

تتيح الأسهم الفرصة للمستثمرين لامتلاك نصيب من رأسمال شركة معينة والحصول على عوائد من أرباحها، كما تسمح لهم بممارسة بعض الصلاحيات فيها.

#### أولاً: تعريف الأسهم

تعتبر الأسهم من أشهر المنتجات المالية التي تعبر عن الملكية، فهي تعبر عن الحقوق التي يأخذها حاملها من الشركات التي تصدر هذه المنتجات. ويمكن تعريف الأسهم بأنها: منتجات مالية تمثل حقوق قابلة للبيع، تتيح لحاملها الحصول على سلسلة من التدفقات النقدية في المستقبل، والتي تتأتى من أرباح الشركة أو من الفرص المستقبلية للشركة لتمويل مشاريع استثمارية جديدة، حيث يتم توزيع هذه الأرباح في العادة على فترات دورية منتظمة: ربع سنوية، نصف سنوية، سنوية، ... إلخ.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> James Bradfield, *Introduction to the Economics of Financial Markets*, Oxford University Press, 2007, P 21.

ويعرف البعض الآخر الأسهم بأنها: منتجات مالية متساوية القيمة، غير قابلة للتجزئة، يتم تداولها في الأسواق المالية بالطرق التجارية، وتمثل حقوق المساهمين في الشركات الذين أسهموا في رأسمالها والتي قامت بطرحها للتداول.<sup>1</sup>

كما تعرف الأسهم بأنها: منتجات ملكية قابلة للتداول تصدرها المؤسسات بقيمة إسمية متساوية الحقوق والالتزامات، حيث يحصل حامل السهم على نصيب من الأرباح التي يتم إعلانها بشكل دوري من قبل مجلس الإدارة إما نقداً أو في شكل أسهم جديدة. وفي حالة إفلاس الشركة أو تسهيل أصولها يحصل أصحاب الأسهم على حقوقهم بعد تسديد باقي الالتزامات التي تكون ذات أولوية على الأسهم كالسندات مثلاً.<sup>2</sup>

انطلاقاً من التعاريف السابقة نستنتج أن الأسهم هي:

- عبارة عن صكوك ملكية في مؤسسات معينة يمكن تداولها بيعاً وشراءً؛
- يتم إصدارها من قبل المؤسسات بقيمة متساوية بهدف تغطية نفقات تمويلها (حالة العسر المالي، عند التأسيس، عند التوسع، ... إلخ)؛
- يحصل حامل السهم على نصيب من أرباح المؤسسة حسب ما يقرره مجلس الإدارة؛
- عند تصفية المؤسسة، يعتبر حامل السهم آخر من يحصل على حقوقهم منها.

### ثانياً: القيم التي تأخذها الأسهم

تأخذ الأسهم مجموعة من القيم نفصلها كما يلي: <sup>3</sup>

- **القيمة الإسمية:** هي القيمة التي يتم تدوينها على قسيمة السهم والتي يتم تحديدها عادة عند التأسيس.<sup>4</sup>
- **القيمة الدفترية "الحاسبية":** هي القيمة التي يأخذها السهم ويسجل بها في الدفاتر المحاسبية للمؤسسة.
- **القيمة السوقية:** عبارة عن القيمة التوازنية بين قوى العرض والطلب في السوق، حيث تمثل القيمة أو السعر الذي يأخذه السهم في السوق.
- **القيمة الحقيقية:** تعبر عن القيمة السوقية العادلة أو القيمة المعقولة للسهم، والتي تتحدد انطلاقاً من معطيات موضوعية عن المؤسسة تشمل: موجوداتها، الأرباح الموزعة، آفاق نموها وكفاءة إدارتها.
- **قيمة التصفية:** تمثل المبلغ أو القيمة التي يمكن الحصول عليها عند بيع الأصول بمعزل عن المؤسسة أو التنظيم الإداري الذي كان يستخدمها.

<sup>1</sup> وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة: بحوث وفتاوى وحلول، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2002، الطبعة الأولى، ص 362.

<sup>2</sup> دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 235.

<sup>3</sup> إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، معهد السياسات الاقتصادية - صندوق النقد العربي -، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2010، ص ص 07-09.

<sup>4</sup> خاتم نوري كاكه حمه العطار، تأثير أسعار أسهم المصارف في حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية-دراسة تحليلية في القطاع المصرفي-، مجلة دراسات اقتصادية، جامعة الجلفة، المجلد 18، العدد 01، 2020، ص 42.

## الفرع الثاني: أنواع الأسهم

تعد الأسهم من بين أكثر الأدوات والمنتجات المالية التي تلقى إقبالا كبيرا من قبل المستثمرين وأصحاب الفوائض المالية من أجل استثمار مدخراتهم، نظرا للخصائص والامتيازات التي تقدمها لأصحابها، بالإضافة إلى التنوع في هذه المنتجات وهو ما يعطي للمساهمين فرصا استثمارية متعددة وخيارات تتناسب مع طبيعة واحتياجات كل مستثمر فيما يتعلق بـ: الربحية، السيولة والأمان. ويمكن تقسيم الأسهم استنادا إلى عدة معايير نفصلها كالتالي:

### أولا: من حيث الحقوق التي تمنح لحاملها:

حسب هذا المعيار نفرق بين:

1. **الأسهم العادية:** تمثل الأسهم العادية أكبر مصدر تلجأ إليه المؤسسات من أجل الحصول على الموارد المالية التي تحتاجها، نظرا للتكاليف المنخفضة المرتبطة بها، وكذا المحافظة على مصالح المؤسسات المصدرة لها، كون أنها تمثل حصص من حقوق الملكية تعطي حاملها الحق في الحصول على الأرباح بعد اقتطاع الضرائب اللازمة.<sup>1</sup> وتنقسم الأسهم العادية بدورها إلى عدة أقسام نذكر من بينها:<sup>2</sup>
  - **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** هذا النوع من الأسهم العادية يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام الإنتاجية.
  - **الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:** يعطي هذا النوع من الأسهم الحق للمؤسسات التي تبيع الأسهم العادية للعاملين بها خصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل احتساب الضريبة.
  - **الأسهم العادية المضمونة:** يعطي هذا النوع الحق لحاملها في مطالبة المؤسسة المصدرة لها بالتعويض إذا انخفضت قيمتها السوقية خلال فترة معينة أو قيمة معينة عقب عملية الإصدار.
2. **الأسهم الممتازة:** تعرف الأسهم الممتازة على أنها أسهم تمنح حاملها الحق في الحصول على توزيعات الأرباح بمقدار ثابت سنويا، مع إمكانية استرداد الأسهم الممتازة بشروط يتم الاتفاق عليها مسبقا، حيث يقع هذا النوع من الأسهم بين الأسهم العادية والسندات، فهي تشبه الأولى من ناحية اعتبارها

<sup>1</sup> خانم نوري كاكه العطار، ريزن ظاهر فتاح، شيلان عارف، كفاءة إدارة الموجودات المالية وأثرها على ربحية الشركات وعوائد الأسهم العادية، مجلة الميدان للعلوم الاجتماعية والإنسانية، المجلد 03، العدد 03، 2020، ص 305.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، رسيمة قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2005، ص ص 17-18.

- أداة ملكية كما أنها تشبه الثانية من ناحية حصولها على عائد ثابت سنويا.<sup>1</sup> وتتفرع الأسهم الممتازة هي الأخرى إلى مجموعة من الأنواع، نذكر منها:<sup>2</sup>
- **الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح:** هي الأسهم التي تعطي الحق لحاملها في الحصول على الأرباح المتحققة خلال السنوات التي لم يتم توزيع الأرباح فيها.
- **الأسهم الممتازة القابلة للاستبدال:** هذا النوع من الأسهم يعطي لحاملها خيار استبدالها بأسهم عادية وبمعدل استبدال محدد وفترة زمنية محددة أيضا.
- **الأسهم الممتازة متقاسمة الأرباح:** يستفيد حاملي هذا النوع من الأسهم على أرباح إضافية على تلك الأرباح الثابتة. فبإمكان حاملي هذا النوع مشاركة حاملي الأسهم العادية في الأرباح الموزعة كلياً أو جزئياً، حيث تحدد نسبة الأرباح الإضافية عند الإصدار.
- **الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء:** يمكن هذا النوع من الأسهم المؤسسات المصدرة لها من استدعاء حملتها وإعادة قيمتها للمستثمر مقابل علاوة مضافة على قيمتها الاسمية.

#### ثانياً: من حيث شكل الإصدار

بناءً على هذا المعيار تنقسم الأسهم إلى:<sup>3</sup>

- **أسهم إسمية:** هي عبارة عن منتجات مالية يتم فيها تدوين كل البيانات المرتبطة بمالكها، مثل: الاسم واللقب، الموطن، الجنسية، نوع الأسهم التي يمتلكها، نوع الشركة التي يساهم فيها، عنوانها، رأس مالها... إلخ.
- **أسهم لحاملها:** في هذا النوع من الأسهم لا يذكر فيها اسم المساهم بل تعود حيازتها لمالكها وحاملها، وبهذا تنتقل ملكيتها من شخص لآخر بمجرد منحها له، وهو ما يكسبها ميزة إضافية تتمثل في سرعة التداول، كما أن لحاملها الحق في حضور مداورات المؤسسة في جمعياتها العمومية. ومن جانب آخر تعترف المؤسسة بحاملها حتى وإن تم الحصول على الأسهم بطريقة غير مشروعة.
- **أسهم لأمر:** تقوم المؤسسات أحياناً بإصدار هذا النوع من الأسهم التي يشترط فيها بأن تكون كاملة الوفاء، أي أنه يتوجب على المساهم دفع كل القيمة الاسمية للسهم عند الاكتتاب، لأن المؤسسة لا يمكنها تتبع تداول السهم ولا يمكنها معرفة المساهم الأخير الملزم بالقيمة المستحقة والقيمة المتبقية للسهم.

<sup>1</sup> Moorad Choudhry, **Corporate Bonds and Structured Financial Products**, Elsevier, 2004, first edition, P 418.

<sup>2</sup> دريد كامل آل شبيب، **الأسواق المالية والنقدية**، مرجع سابق، ص ص 205-206.

<sup>3</sup> سالم صلال راهي الحسناوي، مرجع سابق، ص ص 92-93.

### ثالثاً: من حيث نوع الحصة المدفوعة

من حيث طبيعة الحصة المدفوعة عند الاكتتاب في السهم نفرق بين:<sup>1</sup>

- أسهم نقدية: هي الأسهم التي يكتب فيها المساهم بشرط أن يدفع قيمتها نقداً، ولا يتم تداول هذه الأسهم إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية وصدور مرسوم تأسيسها.
- أسهم عينية: هي الأسهم التي يدفع المكتتب فيها قيمتها بملكيات عينية، ولا تقوم المؤسسة المصدرة لها بتسليمها لأصحابها إلا بعد اكتمال المساهمات الخاصة بها.
- أسهم مختلطة: هي الأسهم التي يدفع المكتتب فيها جزءاً نقدياً وآخر عينيّاً.

### المطلب الثاني: منتجات الدين

تعد السندات من أبرز وأهم المنتجات المالية القائمة على الدين، وتعرف أيضاً بمنتجات الدخل الثابت، ذلك أن حاملها يتحصل على دخل ثابت بشكل دوري بناءً على طبيعة ونوع السند الذي يملكه.

### الفرع الأول: مفهوم السندات وخصائصها

تحتل السندات مكانة كبيرة لدى المستثمرين نظراً لثبات العائد المتأاتي من وراء الاستثمار فيها، وكذا نقص المخاطر المرتبطة بها مقارنة بباقي المنتجات المالية.

### أولاً: تعريف السندات

السند هو عبارة عن ورقة مالية تمثل أداة مديونية لمصدر السند (المقرض) لحامل السند (المستثمر)، حيث يلتزم المقرض بخدمة مديونيته، بالإضافة إلى الفائدة على أساس منتظم وسداد الدين عند تاريخ استحقاقه. وتجدر الإشارة إلى أن حاملي السندات ليس لهم القدرة على التصويت مالم تدعو الضرورة لذلك، عندما يكون المصدر في حالة عسر وغير قادر على خدمة دينه.<sup>2</sup>

والسندات هي عبارة عن قروض يقدمها المستثمرون إلى المؤسسات والحكومات، حيث يقوم المستثمر (المقرض) بالحصول على سعر فائدة محدد مقابل إقراض أمواله لمشروع معين. وفي المقابل تحصل الحكومة أو المؤسسة (المقرض) على الأموال التي تحتاجها لتغطية حاجاتها المالية، كما يحصل المستثمر في النهاية على مبلغ استثماره الأصلي (المبلغ الأساسي)، ويمكن أن تصل فترة إصدار السندات إلى ثلاثين عاماً.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص 95.

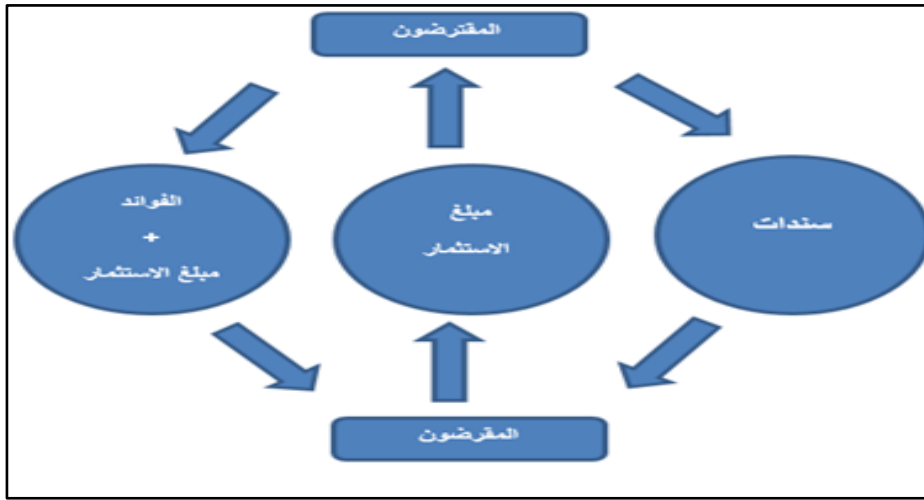
<sup>2</sup> Keith Dickinson, **Financial Markets Operations Management**, Wiley, 2015, P26.

<sup>3</sup> عصام حسين، أسواق الأوراق المالية-البورصة، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، الطبعة الأولى، ص ص 78-79.

بناءً على ما سبق نستنتج أن السندات عبارة عن منتجات مالية تقوم المؤسسات والحكومات ومختلف الهيئات الأخرى بإصدارها من أجل الحصول على الموارد المالية التي تحتاجها، حيث يقوم المستثمرون بتوظيف أموالهم فيها مقابل الحصول على عوائد ثابتة (سنوية، دورية، شهرية... إلخ). وبهذا يتمكن المقترضون من تسيير منشآتهم ومصالحهم دون خسائر، كما يقوم المقترضون بتوظيف وتنمية أموالهم عوضاً عن تركها عاطلة.

يمكن تبسيط مفهوم السندات من خلال الشكل الموالي:

شكل رقم (12): تبسيط لمفهوم السندات



المصدر: من إعداد الطالب بناءً على ما سبق

إذن فالسندات تعتبر أداة مالية مثلى لتلبية مصالح أصحاب الفوائض والعجز المالي دون وجود تعارض أو تشابك بين هذه المصالح، كون أنها تتميز بالوضوح والسهولة في التعامل بها مقارنة بباقي الأدوات المالية الأخرى.

#### ثانياً: خصائص السندات

تتميز السندات بجملة من الخصائص والميزات التي تنفرد بها عن باقي المنتجات المالية الأخرى، نذكر منها:<sup>1</sup>

- **الإصدار:** من وجهة نظر السوق، هناك قيود ضئيلة على مصدري هذا النوع من المنتجات المالية، حيث يكفي أن يقدموا ضمانات بشأن التسديد بالإضافة إلى كفاية رأس المال، ذلك أن مصدري السندات غالباً ما يكونون ذوي مراكز مالية قوية: حكومات، سلطات محلية، مؤسسات... إلخ.
- **الحجم وعملة الإصدار:** غالباً ما يتم الإشارة إلى حجم القرض بـ: "رأس المال" أو "المبلغ الإسمي" وهو الذي يتم على أساسه سداد أقساط الفوائد، ومن جانب آخر لمصدري السندات الحرية في اختيار العملة التي يتم الإصدار بها وفقاً لحاجاتهم وطبيعة العملية التي يرغبون القيام بها.

<sup>1</sup> Patrick J. Brown, *An Introduction to the Bond Markets*, John Wiley & Sons Ltd, England, 2006, PP 02- 06.

- **معدل الكوبون:** يتمثل في معدل الفائدة الإسمي الذي يتم دفعه على السند، حيث يتم تحديده كنسبة مئوية يتم دفعها في فترات إما: سنوية، ربع سنوية، شهرية أو عند الاستحقاق فقط.
- **مبلغ وتاريخ الاستحقاق:** يتم تحديد مختلف الشروط المرتبطة بالسندات عند الإصدار، فقد تتضمن عدة تواريخ "تاريخ السداد"، وعدة قيم للسداد "قيمة الاسترداد".
- **الضمانات:** إن الشروط التي يتم إصدار السندات بها ترتبط بشكل وثيق بالضمانات التي يتم تقديمها بشأن دفع الفائدة وسداد رأس المال.
- **المخاطر:** تتميز السندات بمكانة خاصة لدى المستثمرين، ذلك أنها تعتبر أصول متدنية المخاطر، كما أن العوائد المرتبطة بها أكثر يقينا مقارنة بباقي الأصول الأخرى.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: أنواع السندات

هناك مجموعة من المعايير التي يتم على أساسها تصنيف السندات، لعل أبرزها:

#### أولا: حسب العائد

تنقسم السندات حسب معيار العائد إلى:<sup>2</sup>

- **سندات ذات عائد ثابت:** هي التي تصدر بمعدلات فائدة ثابتة حتى تاريخ الاستحقاق.
- **سندات ذات عائد متغير:** هي التي تصدر بمعدلات فائدة متغيرة، حيث تتغير معدلات الفائدة على السندات بما يتلاءم مع مختلف المتغيرات في مؤشر معين تختاره المؤسسة المصدرة للسندات.
- **سندات صفرية الكوبون:** هي السندات التي ليس لها معدلات فائدة تدفع ولذلك يتم بيعها بقيمة تقل عن قيمتها الإسمية، ويتم استردادها بكامل قيمتها الإسمية عند حلول تاريخ استحقاقها والتي تعادل سعر الشراء والفوائد المستحقة.
- **سندات مرتبطة بمؤشر:** تعرف أيضا بـ: "السندات المستقرة"، وهي تلك السندات التي ترتبط بمعدلات فائدتها أو المبلغ الأصلي للسند أو كلاهما معا بتغيرات مؤشر معين، والهدف من ذلك هو الحفاظ على القدرة الشرائية لقيمة السند، إذ أنه في حالة التضخم تنخفض القيمة الحقيقية للسند لكن عند ربطه بمؤشر ما فإنه يحافظ على قيمته.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Roy E. Bailey, **OP.CIT**, P281.

<sup>2</sup> أشرف مصطفى توفيق، كيف تتعلم استثمار الأموال؟ - في البورصة-صناديق الاستثمار-أسواق رأس المال...، دار إيتراك للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2008، الطبعة الأولى، ص 22.

<sup>3</sup> جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل-الأدوات والاستراتيجيات، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، عين مليلة، الجزائر، 2011، الجزء الثاني، ص 735.

### ثانيا: حسب تاريخ الاستحقاق

تنقسم السندات حسب تاريخ استحقاقها إلى:<sup>1</sup>

- سندات قصيرة الأجل: هي التي تتراوح تواريخ استحقاقها بين سنة إلى خمس سنوات.
- سندات متوسطة الأجل: هي التي تتراوح تواريخ استحقاقها بين خمس وعشر سنوات.
- سندات طويلة الأجل: هي التي تتراوح تواريخ استحقاقها بين عشر وثلاثين سنة.

### ثالثا: حسب الضمان

تنقسم السندات حسب معيار الضمانات إلى:<sup>2</sup>

- سندات مضمونة: هي سندات تصدرها المنشآت مقابل ضمان يتمثل في رهن أصل من أصول المنشأة مهما كان نوعه.
- سندات غير مضمونة: هي سندات تصدرها المنشآت دون اللجوء إلى رهن أصولها، حيث يتمثل الضمان هنا في قدرة المنشأة على توليد التدفقات النقدية.

### رابعا: حسب القيمة التي تصدر بها السندات

نميز وفقا لهذا المعيار بين:<sup>3</sup>

- سندات تباع بالقيمة الاسمية: في الحالة العادية يتم بيع السندات بالقيمة الاسمية التي صدرت بها.
- سندات تباع بأكثر من قيمتها الاسمية: عندما يكون الطلب كبيرا على السندات فقد يجري بيعها بقيمة حقيقية تفوق القيمة الاسمية التي صدرت بها.
- سندات تباع بأقل من قيمتها الاسمية: في حالة انخفاض الطلب على السندات في السوق يتم طرحا بأقل من قيمتها الاسمية بهدف تحفيز الأفراد على اقتنائها.

هذا وتوجد العديد من التصنيفات الأخرى للسندات بناء على العديد من المعايير، فمن حيث طريقة السداد نجد سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها وسندات يمكن أن تسدد قبل تاريخ استحقاقها، ومن حيث إمكانية التداول توجد سندات سوقية (قابلة للتداول) وأخرى غير سوقية (غير قابلة للتداول).<sup>4</sup>

<sup>1</sup> أشرف مصطفى توفيق، مرجع سابق، ص 21.

<sup>2</sup> عبد القادر عبد الله، خالد السهلاوي، الإدارة المالية، مطابع السروات، المملكة العربية السعودية، 2017، الطبعة الخامسة، ص 26.

<sup>3</sup> مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية – البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال-، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2015، ص 70.

<sup>4</sup> المرجع نفسه، ص ص 74-75.

الفرع الثالث: الفرق بين الأسهم والسندات

تعتبر الأسهم والسندات من أهم منتجات الأسواق المالية التي تم استخدامها منذ زمن طويل، وبالرغم من اشتراكهما في كون أنهما عنصر ومصدر تمويلي لأصحاب العجز المالي، إلى أنهما يختلفان في العديد من الخصائص والميزات والتي سنحاول إبرازها من خلال الجدول الموالي:

جدول رقم (09): مقارنة بين الأسهم والسندات

| وجه المقارنة/ المنتج | الأسهم                                                                | السندات                                                            |
|----------------------|-----------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|
| التعريف              | جزء من رأس المال والمساهم شريك بقدر مساهمته                           | دين على مصدره وحامله دائن بقيمة السند                              |
| الضمانات             | ليس ضروريا رهن الموجودات عند اصدار الأسهم وخاصة العادية منها          | أغلبية السندات تتطلب رهن بعض العقارات أو الموجودات                 |
| الحق في الإدارة      | لحاميل السهم الحق في الإدارة والرقابة عن طريق الجمعية العامة          | ليس لحامله الحق في الإدارة                                         |
| المصدرون             | شركات المساهمة                                                        | الشركات، الحكومات، المؤسسات المالية المتخصصة، وغيرها               |
| طبيعة الدخل          | ربح صاحب السهم مرتبط بربح المؤسسة كما يشمل تحقيق خسائر                | ربح صاحب السند ثابت ولا تتأثر فيه الخسارة                          |
| الأولوية في التسديد  | نصيب الأسهم هو الأخير بعد تسديد كافة الديون                           | لحامله الأولوية في الحصول على المستحقات في حالة الخسارة أو التصفية |
| تاريخ الاستحقاق      | ليس للأسهم تاريخ استحقاق وهي مرتبطة بوجود الشركة                      | للسند تاريخ استحقاق محدد يتم فيه تسديد قيمته                       |
| الأخطار              | حامله لا يسترد رأسماله إلا عن طريق بيعه في البورصة أو في حالة التصفية | لا يتعرض لمخاطر لأن حامله يسترد رأسماله في تاريخ استحقاقه          |

المصدر: مونية سلطان، مرجع سابق، ص 57.

انطلاقاً من المقارنة السابقة يقوم المستثمر بالتحليل والاستشارة من أجل إختيار الأداة المالية المناسبة له، وفقاً للأهداف التي يريد تحقيقها مع ضرورة التركيز على معايير العائد والمخاطرة المرتبطة بكل أداة مالية، لأن هذين المعيارين أساس الاستثمار في مختلف الأوراق والمنتجات المالية.

### المطلب الثالث: المنتجات المالية الهجينة، التوريد

نظراً لرغبات المستثمرين المختلفة، تم ابتكار منتجات مالية جديدة تلبي أكبر قدر ممكن من الرغبات الاستثمارية وتقلل من مخاطر التعثر المالي، ومنتجات أخرى تسمح بإدارة المخاطر في حال وقوعها.

### الفرع الأول: المنتجات المالية الهجينة

إن الهدف الأساسي من ابتكار المنتجات المالية الهجينة هو محاولة مزج مختلف المزايا التي توفرها مختلف المنتجات المالية الأخرى المتفرقة، وتقديمها في شكل منتج مالي واحد من أجل تسهيل إدارته.

### أولاً: نظرة حول المنتجات المالية الهجينة

تعتبر كل من منتجات الملكية والدين أدوات مالية واضحة الشروط والمعالم، وكذا الالتزامات والحقوق التي تترتب عن الاستثمار فيها، ورغم ذلك ظهرت الحاجة إلى منتجات مالية تحمل خصائص وميزات مختلطة بين الأسهم والسندات أو باقي المنتجات المالية الأخرى، فهناك مثلاً فئة من المستثمرين ترغب في الحصول على عائد ثابت سنوياً (خصائص السندات)، إلا أنها ترغب في ممارسة حقها في الإدارة والتصويت على مختلف القرارات التي ترغب المؤسسة في اتخاذها (خصائص الأسهم)، ومن هنا قام المهندسون الماليون بتطوير مجموعة من الأدوات التي تلبي هذه الرغبة والتي تعرف بالمنتجات المالية الهجينة.

يمكن تعريف المنتجات المالية الهجينة على أنها أوراق مالية تحمل مميزات تقترب من الأسهم والسندات في نفس الوقت، أو هي تلك الأدوات المالية التي تنتمي إلى إحدى المجموعتين (أسهم أو سندات)، ولكن تحمل بعض خصائص المجموعة الأخرى.<sup>1</sup> وبالتالي فهذا النوع من المنتجات لا يميز قطعياً بين الصفات التي تمتلكها منتجات الملكية ومنتجات الدين، بل هي مزاج بين صفات وخصائص كل منهما، حيث لا يمكن تصنيفها ضمن نوع معين من النوعين السابقين، لهذا أصبحت تعرف بالمنتجات الهجينة.<sup>2</sup>

### ثانياً: نماذج لمنتجات مالية هجينة

هناك العديد من الأدوات المالية الهجينة التي تجمع بين خصائص أدوات الملكية والدين، أبرزها:

<sup>1</sup> سالم صلال راهي الحسناوي، مرجع سابق، ص 99.

<sup>2</sup> ياسمينه عامرة، مراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، مصر، 2019، الطبعة الأولى، ص 73.

- **شهادات الاستثمار:** عبارة عن أداة مالية تمنحها المؤسسات التي تمتلك حق إصدار الأسهم. حيث تجمع هذه الشهادات بين خصائص السهم من حيث أنها تمثل جزءاً صغيراً من رأس المال، ومن ناحية أخرى تمكن حاملها من الحصول على نسبة من الأرباح المحققة سنوياً، وبالتالي فهي تشبه السندات. وتمكن هذه الأداة المؤسسات المصدرة لها من الحصول على أصول جديدة دون فقدان حق السيطرة أو الإدارة.<sup>1</sup>
- **سندات المساهمة:** هي سندات تصدر عن شركات مساهمة خاصة أو عامة، تكون بمثابة أموال شبه خاصة (ديون أبدية). ويتحصل حامل هذه السندات على عائد يتكون من جزء ثابت وآخر متغير حسب النتيجة التي حققتها الشركة المصدرة للسند، وتجدر الإشارة إلى أن هذه المنتجات المالية ليس لها تاريخ استحقاق محدد.<sup>2</sup>
- **حصص التأسيس:** عبارة عن صكوك مالية قابلة للتداول ليس لها قيمة إسمية تصدرها شركات المساهمة، حيث تعطي هذه الصكوك لحاملها الحق في الحصول على نسبة من الأرباح دون أن يقابل ذلك تقديم حصة في رأسمال الشركة. ففي الغالب تقدم هذه الصكوك للأشخاص الذين قدموا خدمات أو مساعدات للشركة أثناء التأسيس أو كل من قدم مساعدات معنوية لا يمكن تقييمها نقداً.<sup>3</sup>
- **أسهم التمتع:** هي الأسهم التي تمنح للمساهمين الذين استهلكوا أسهمهم في رأس المال أثناء حياة الشركة. حيث تمنح لحاملها الحق في حضور الجمعيات العامة والحصول على الأرباح، كما يمكن تداولها مثل باقي الأسهم لكن ليس لصاحبها الحق في الحصول على موجودات الشركة عند التصفية.<sup>4</sup>
- **شهادات الإيداع الدولية:** هي أداة مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية الدولية، يصدرها أحد البنوك أو المؤسسات المالية الدولية بالدولار الأمريكي أو إحدى العملات الأجنبية المتداولة في السوق مقابل الاحتفاظ بغطاء يقابلها من الأسهم المحلية بناءً على اتفاق مسبق مع مؤسسة إصدار محلية، ومن ميزات هذه المنتجات أنها تمكن حاملها من الحصول على التدفقات النقدية والعينية من بيع الأسهم. يتم إصدار هذه الشهادات بهدف زيادة رأس المال والأطراف التي تتعامل بالشهادات هي: الشركة المصدرة، البنك المدير للإصدار، بنك الإيداع والحفظ الدولي، وكيل الإيداع (البنك المحلي) وكذا مراجع الحسابات والمستشار القانوني للإصدار وشركة الوساطة المالية.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص 100.

<sup>2</sup> شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2019، ص 88.

<sup>3</sup> طارق عفيفي صادق، مرجع سابق، ص 63.

<sup>4</sup> محمد عبد الله شاهين محمد، مرجع سابق، ص 45.

<sup>5</sup> بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص ص 44-45.

## الفرع الثاني: التوريق

شهدت المؤسسات والأسواق المالية العالمية مجموعة من التقلبات والأزمات المالية والمصرفية التي عكرت البيئة الاستثمارية وزادت من حالة اللايقين فيها، ومن هنا ظهرت عملية التوريق التي تساهم في الحفاظ على حقوق مختلف المستثمرين وذوي الحقوق.

### أولاً: مفهوم التوريق

التوريق أداة مالية أفرزتها الهندسة المالية يتم من خلالها تحويل الديون والقروض إلى أوراق مالية، ويتم ذلك من خلال قيام مؤسسة مالية ما بتجميع مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول ووضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانيا وموزع في شكل أوراق مالية متساوية القيمة، حيث يمكن تداول هذه الأوراق المالية بشكل عادي في الأسواق المالية بهدف تقليل المخاطر وضمان معدلات ملائمة من السيولة.<sup>1</sup>

وعادة ما يعرف التوريق على أنه: "تحويل الأصول غير السائلة (القروض بشكل خاص) إلى أوراق مالية قابلة للتداول". حيث يقوم المنشئ (البنوك عموماً) بتحويل مجموعة من القروض إلى مؤسسات ذات أغراض خاصة "SPV"، والتي تقوم بدورها بتمويل شراء هذه الأصول عن طريق إصدار الأوراق المالية المدعومة بتلك الأصول، وبعد ذلك تقوم الشركات ذات الأغراض الخاصة بتمرير التمويل من بيع الأوراق المالية إلى المنشئ وتوجيه مدفوعات الفائدة والأصل من اتفاقيات القروض الأساسية إلى المستثمرين.<sup>2</sup>

إن منتج التوريق يمر بمجموعة من الخطوات الضرورية من أجل تقديمه في شكله النهائي، ويكون ذلك وفقاً لمجموعة من الأساليب التي تتلاءم مع هذا النوع من المنتجات المالية، حيث توجد العديد من الأساليب التي تتم بها هذه التقنية، وأبرزها:<sup>3</sup>

- استبدال الدين: يقوم هذا الأسلوب على استبدال الحقوق والالتزامات الأصلية بأخرى جديدة، غير أنه يتطلب موافقة جميع الأطراف ذات العلاقة بالقرض حول إمكانية تحويله كلياً أو جزئياً إلى ورقة مالية.
- التنازل: يتم استخدام هذا الأسلوب عادة عند توريق الذمم الناشئة عن بيع بعض الأصول أو إيجارها، حيث يتم التنازل عن الأصول لصالح الدائنين أو المقرضين. ففي عقد البيع أو الإيجار يتم دفع الأقساط إلى الممول الأصلي والذي يقوم بدوره إما تحويلها إلى مشتري الذمم المدينة أو تسديدها ضمن سلسلة من الحوالات، وفي المقابل يقوم باسترداد المبلغ من المؤجرين.

<sup>1</sup> علي محي الدين القره داغي، الصكوك الإسلامية "التوريق" وتطبيقاتها المعاصرة-دراسة فقهية اقتصادية تطبيقية-، بحث مقدم إلى منظمة المؤتمر الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، ص 04.

<sup>2</sup> ANDRÉ UHDE, CHRISTIAN FARRUGGIO AND TOBIAS C. MICHALAK, **Wealth Effects of Credit Risk Securitization in European Banking**, Journal of Business Finance, VOL39, N 01 &02, January/March 2012, PP 196-197.

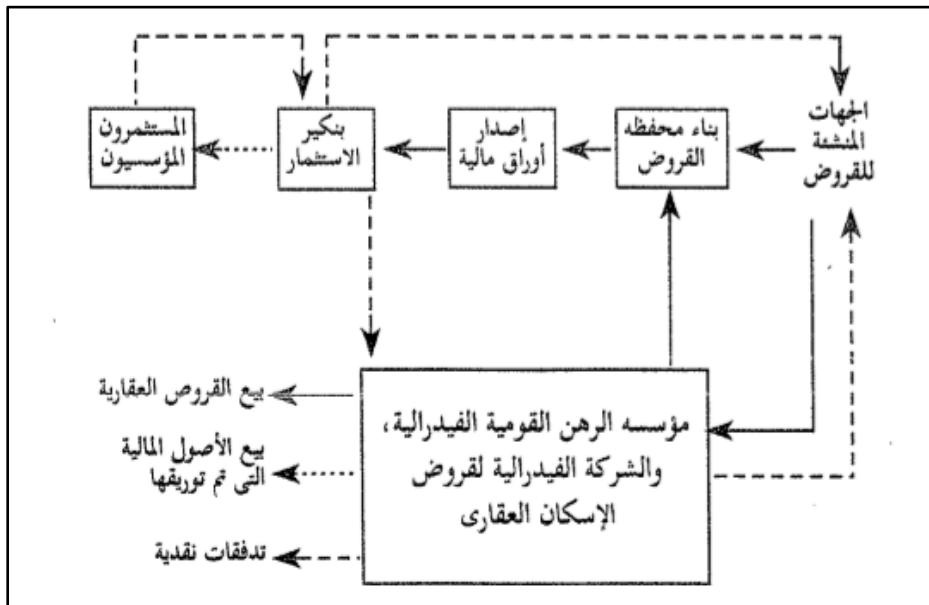
<sup>3</sup> إخلاص باقر النجار، قراءة في مفردات التوريق، مجلة الإدارة والاقتصاد، المجلد 06، العدد 23، 2007، ص ص 202.

- المشاركة الجزئية: يقوم هذا الأسلوب على بيع الذمم المدينة من طرف الدائن الأصلي إلى بنك متخصص في هذا الغرض، ولا يتحمل الدائن الأصلي أي مسؤولية بعد ذلك في حالة العجز عن السداد. ومنه يقوم المشتري بالتأكد من الجدارة الائتمانية وأهلية المدين، كما أن هناك عدة طرق يتحوط بها المشتري، منها حقوق إدارة الدين أو الضمانات العقارية.

#### ثانيا: مراحل عملية التوريق

تمر عملية التوريق بجملة من المراحل والخطوات، يلخصها الشكل الموالي:

شكل رقم (13): مراحل عملية التوريق



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية

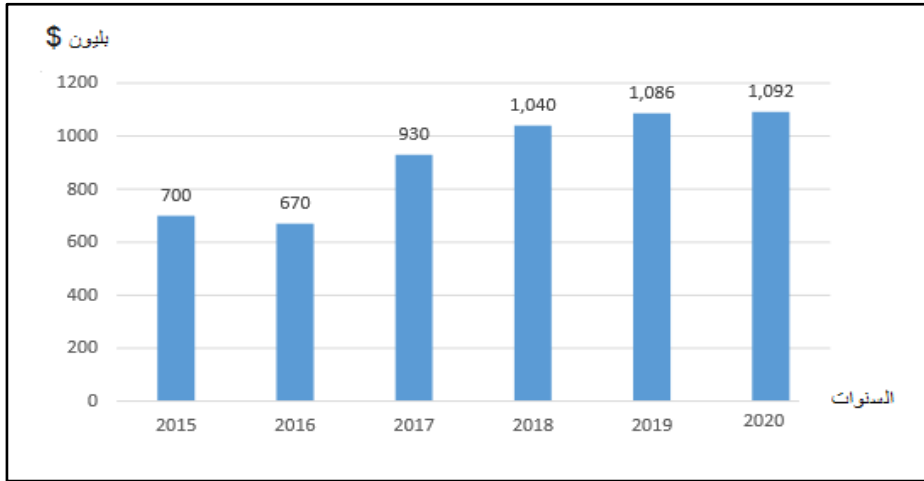
باستخدام التوريق والمشتقات، مرجع سابق، ص 436.

نستنتج من الشكل السابق المراحل الأساسية في عملية التوريق، حيث تقوم الجهة المنشئة للقروض ببيعه إلى مؤسسات الرهن، والتي تتولى بدورها ببناء محفظة القروض عن طريق تجميع كل القروض المتجانسة ومن ثم إصدار الأوراق المالية التي تتناسب مع كل محفظة، ومن ناحية أخرى يتولى بنك الاستثمار تسويق تلك الأوراق المالية المصدرة للمستثمرين وفي النهاية يتم الحصول على السيولة اللازمة في شكل تدفقات نقدية.

### ثالثا: حجم التوريق في العالم

بالنظر إلى أهمية منتج التوريق بالنسبة للبنوك والمؤسسات والأسواق المالية العالمية، فإن هذه الآلية لا تزال تسير بوتيرة كبيرة خلال السنوات الأخيرة. وعلى الرغم من أن عمليات التوريق كانت من أكبر مسببات الأزمة المالية العالمية 2008، إلا أن أحجامه تزيد سنة بعد أخرى كما يوضحه الشكل الموالي:

شكل رقم (14): أحجام التوريق في العالم



المصدر: من إعداد الطالب بناءً على الرابط أدناه، نقلا عن تقرير ستاندرد آند بورز:

[/https://vinodkothari.com](https://vinodkothari.com)

يتضح من خلال الشكل السابق أن حجم التوريق في العالم سجل خلال سنتي 2015 و2016 ما يقدر بـ: 700 و670 تريليون دولار أمريكي على التوالي، ويرجع ذلك إلى الشكوك التي لازالت تحوم حول هذه العملية في أعقاب الأزمة المالية، لنسجل بعدها في سنة 2017 نموا كبيرا بنسبة 37 % مع عودة الثقة للمستثمرين والمؤسسات والأسواق المالية، لنشهد بعدها نموا آخر بـ: 11.8 % خلال سنة 2019. ومن جانب آخر تتركز أكبر عمليات التوريق خلال تلك السنوات في كل من: أمريكا، آسيا والمحيط الهادئ، أوروبا وكندا على الترتيب.

### المبحث الثاني: المشتقات المالية

المعروف عن عمليات البيع والشراء في الأسواق المالية أنها تتم من خلال تسليم أصل ما مقابل دفع قيمة ذلك الأصل في الحال. لكن بعد ظهور المشتقات المالية كمخرج للهندسة المالية أصبح بالإمكان الاتفاق على تسليم واستلام الأصول المالية والحقيقية بتاريخ مستقبلية وبأسعار متفق عليها مسبقا، وهو ما سمح بتخطي مشاكل ندرة السلع والأصول المالية والنقدية، بالإضافة لإدارة مختلف المخاطر التي تكتنف عمليات الاستثمار المالي والحقيقي.

### المطلب الأول: مفهوم المشتقات المالية

تعتبر المشتقات المالية من أهم وأبرز منتجات الهندسة المالية الحديثة، نظرا لحجمها الكبير في الأسواق المالية، بالإضافة للجدل الحاصل حولها خاصة بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

### الفرع الأول: لمحة حول المشتقات المالية

المشتقات المالية أدوات خارج الميزانية تتطلب مبالغ استثمارية ضئيلة، إلا أنها قيمتها الكامنة تفوق بأضعاف قيمة المنتجات المالية الأخرى.

### أولاً: تعريف المشتقات المالية

تشير مختلف الأدبيات والدراسات المرتبطة بالهندسة والمشتقات المالية إلى أن ملاك الأراضي الإقطاعيين في اليابان هم أول من استخدموا المشتقات المالية، حيث كان منتجوا الأرز أنذاك يقومون بإبرام عقود آجلة تسمح بتداول وصولات إنتاج الأرز وفق مواعيد مستقبلية محددة، ويتم تداول تلك العقود في أسواق غير منظمة. أما عن استخدام العقود الآجلة بصورة منظمة فيعود إلى القرن 19 بالولايات المتحدة الأمريكية وتحديدًا عام 1856م، أين تم صياغة القوانين والتشريعات التي تنظم وتؤطر المعاملات الآجلة لمزارعي الحبوب والمضاربين والمستهلكين، وفي عام 1973م تم افتتاح أول سوق للخيارات في مدينة شيكاغو بالولايات المتحدة الأمريكية، أين تم إدخال شروط التعامل على هذه المنتجات مثل: نمطية العقود، تاريخ التنفيذ، قيمة الهوامش المبدئية، التسوية... إلخ.<sup>1</sup>

لقد شهدت تجارة المشتقات المالية في السنوات القليلة الماضية رواجاً كبيراً، سواءً من ناحية حجم العقود التي تبرم في الأسواق المنظمة وغير المنظمة والتي بلغت أرقاماً قياسية، أو من ناحية طبيعة المشتقات المالية في حد ذاتها أين تم ابتكار منتجات مالية مشتقة عديدة، حيث وصل الأمر إلى إشتقاق المنتجات المالية المشتقة نفسها أو ما تعرف بمشتقات المشتقات المالية.

ولتسليط الضوء أكثر ومحاولة منا لتبسيط مفهوم المشتقات المالية نقوم بعرض بعض التعاريف التي تناولتها في الآتي:

**التعريف الأول:** المشتقات المالية عبارة عن عقود فرعية تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية: أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع... إلخ. حيث ينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> علي عبد القادر بن الضب، مبادئ الهندسة المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2020، الطبعة الأولى، ص 41.  
<sup>2</sup> هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية-دراسة فقهية اقتصادية مقارنة-، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، مصر، 2011، الطبعة الأولى، ص 64.

**التعريف الثاني:** المشتقات المالية هي عقود مالية تشتق قيمتها جزئياً من قيمة وخصائص أصل أو عدة أصول مالية أخرى، مثل الأوراق المالية والسلع أو أسعار الفائدة أو الصرف أو المؤشرات.<sup>1</sup>

**التعريف الثالث:** المشتقات المالية عبارة عن عقود مالية تتعلق بنود خارج الميزانية أي حسابات نظامية، تتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها.<sup>2</sup>

**التعريف الرابع:** المشتقات المالية هي عقود مالية فرعية تشتق من عقود أساسية، وينتج عن ذلك أدوات مالية مستحدثة تستمد قيمتها من قيمة الأدوات المالية الأساسية.<sup>3</sup>

**التعريف الخامس:** عرفها بنك التسويات الدولية بأنها: عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول. وكعقد بين طرفين لتبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، وأن أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري.<sup>4</sup>

من خلال ما سبق نستنتج أن المشتقات المالية هي عبارة عن عقود تتم بين طرفين أو أكثر من أجل شراء وبيع أو تبادل سلسلة من الأصول أو المدفوعات في تاريخ مستقبلي، حيث يتم بناء هذه العقود استناداً إلى أصول مالية أو حقيقية. وتحدد قيمة المشتق المالي من خلال قيمة الأصل الأساسي موضوع العقد.

وبذلك نخلص إلى أن المشتقات المالية:

- عبارة عن عقود، تتطلب كل أركان العقود الأخرى من: البائع، المشتري، المحل... إلخ؛
- تقوم على أصول مالية أو حقيقية، مثل الأوراق المالية، الذهب، العملات... إلخ؛
- يتم تسويتها في تاريخ مستقبلي، وهو الغرض الأساسي من المشتقات المالية، حيث تهدف إلى الحماية من التقلبات (السعرية) المحتملة الحدوث في المستقبل؛
- لا تتطلب مبلغ استثمار باستثناء عقود الخيارات التي تتطلب هامش الأمان والذي يمثل نسبة ضئيلة جداً من مبلغ الاستثمار الكلي، حيث أن هذه المنتجات تعتمد بشكل أساسي على الرفع المالي عند الاستثمار فيها؛
- عبارة عن بنود خارج الميزانية، وهو ما يصعب مسك المحاسبة عليها.

<sup>1</sup> James Van Horne, John Wachowicz, **Fundamentals of financial management**, Pearson education limited, UK, 2008, 13th edition, P578.

<sup>2</sup> سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سابق، ص 58.

<sup>3</sup> إيهاب طلعت عبد الخالق، الهندسة المالية المعاصرة- رؤية شرعية اقتصادية معاصرة-، المركز العربي للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2021، الطبعة الأولى، ص 197.

<sup>4</sup> المرجع نفسه، ص ص 59-60.

## ثانيا: خصائص المشتقات المالية

تتميز المشتقات المالية بالعديد من الخصائص والميزات التي تميزها عن باقي المنتجات المالية، لعل أبرزها:<sup>1</sup>

- **طبيعة العمليات خارج الميزانية:** تتميز الأدوات المالية التقليدية كالأسهم والسندات بإمكانية إثبات قيمتها داخل الميزانية كأصول وخصوم مما يسهل معرفة أرصدها بدقة. بعكس المشتقات المالية التي تتطلب مبالغ نقدية ضئيلة جدا لا تعكس ما تتضمنه من قيمة كامنة، وهو ما يزيد من مخاطر عدم الإفصاح وضعف الرقابة عليها.
- **التعقيد:** بالنظر إلى حداثة المشتقات المالية كمنتجات مالية مبتكرة، ففي الغالب يكون هناك غموض حول كيفية استخدامها وتقييمها والمحاسبة عليها، وهو ما قد ينجر عنه عواقب كبيرة جراء سوء استخدامها.
- **السيولة:** غالبا ما تتسم المشتقات المالية بدرجة سيولة عالية، حيث يسهل بيعها وشراؤها في تاريخ الاستحقاق المحدد أو تسويتها من خلال إبرام صفقة عكسية لدى بيوت التسوية. إلا أن بعضها يصعب تسويتها أحيانا مما ينتج عنه مشاكل في عملية تقييمها والمراكز المرتبطة بها.
- **عدم وضوح القواعد المحاسبية:** لا يزال الغموض يكتنف المعالجة المحاسبية للمشتقات المالية، وذلك بسبب النمو والتطور السريع في مجال الابتكارات المالية واستخدام الأدوات المالية المشتقة والذي لا يواكبه استجابة محاسبية مماثلة.

## الفرع الثاني: استخدامات المشتقات المالية ومخاطرها

تستخدم المشتقات المالية في العديد من الأغراض، منها: التحوط، المضاربة والمراجحة، كما أن التعامل بها يعتره العديد من المخاطر.

### أولا: استخدامات المشتقات المالية

ظهرت المشتقات المالية في البداية كأدوات استثمارية تستخدم في إدارة مختلف المخاطر المرتبطة بالاستثمار، وبعد نجاحها في القيام بالدور الذي وجدت من أجله تم تطويرها من أجل استعمالها في أغراض أخرى بهدف المضاربة وتحقيق الأرباح. وفيما يلي الأوجه الأساسية لاستخدام المشتقات المالية:<sup>2</sup>

- **التحوط:** يقصد بالتحوط الحماية من المخاطر المحتملة، ذلك أن مخاطر الاستثمار تؤدي إلى حدوث تباين كبير في العوائد وعلى أساسها تتحدد الأرباح. وتساهم المشتقات المالية في التقليل من درجات عدم

<sup>1</sup> بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية يومي 20 و21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس، سطيف، ص ص 04-05.

<sup>2</sup> Alexandra Balmer, **Regulating financial derivatives**, Edward Elgar Publishing Limited, USA, 2018, PP 16-20.

اليقين وتقليل التعرض للمخاطر وبالتالي المساهمة في استقرار القطاع المالي والاقتصاد ككل. فمثلا تستعمل المشتقات في تجنب مخاطر التحركات السعرية في السوق من خلال اتخاذ عدة مراكز بين البيع والشراء، وكذا تجنب مخاطر الائتمان في حال عدم وفاء الأطراف المقابلة بالتزاماتها عند الاستحقاق. وتجدد الإشارة إلى أن عملية التحوط لا تكون من طرف المستثمرين المؤسسيين والكيانات فحسب، بل حتى الأفراد يمكنهم حماية محافظهم الاستثمارية من خلال عمليات التحوط.

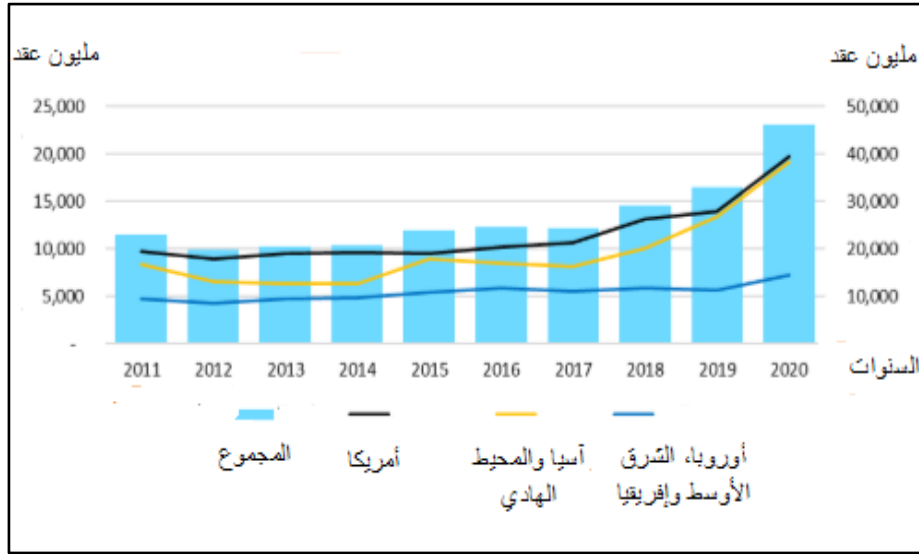
- **المضاربة:** على عكس المتحوطون الذين يستخدمون المشتقات المالية للتحوط بسبب الخوف من المخاطر، هناك فئة أخرى تقوم ببيع وشراء المشتقات المالية دون التعرض للمخاطر الأساسية وبغض النظر عن المخاطر الكامنة. حيث يهدف المضاربون إلى تحقيق الأرباح والعوائد من خلال توقع التغيرات السعرية في السوق الحاضر والدخول في مراكز السوق على عكس الرأي الشائع فيه. فمثلا إذا توقع المضاربون أن أسعار الأصول المالية ستنخفض يقومون بالبيع في الحاضر بسعر مرتفع ثم يقومون بشرائها عندما تنخفض أسعارها، أما في حالة توقعهم ارتفاع الأسعار مستقبلا فيلجأون إلى شراء الأصول المالية في السوق الحاضر بأسعار منخفضة على أمل إعادة بيعها عندما ترتفع أسعارها.

- **المراجحة (التحكيم):** اللاعب الثالث في سوق المشتقات المالية هم المراجحون، والمراجحة ببساطة هي عملية الاستفادة من فروقات الأسعار بين سوقين أو أكثر، حيث يتم استغلال عدم كفاءة الأسواق من أجل بيع وشراء مختلف المنتجات المالية لتحقيق أرباح استثنائية لا يمكن تحقيقها في نفس السوق.<sup>1</sup>

ونظرا للاستخدامات المتعددة للمشتقات المالية، فقد زاد انتشارها في مختلف الأسواق المالية العالمية خاصة في البورصات الأمريكية، حيث أصبح الاستثمار في المشتقات المالية يفوق بأضعاف كثيرة الاستثمار في باقي المنتجات المالية الأخرى، والشكل الموالي يوضح حجم المشتقات المالية المتداولة في مختلف البورصات العالمية، خلال الفترة: 2011-2020.

<sup>1</sup> Patrick Boyle, Jesse McDougall, **Trading and Pricing Financial Derivatives**, DE|G PRESS, Berlin, Germany, 2019, PP 03-04.

شكل رقم (15): حجم عقود المشتقات المالية في الأسواق المالية العالمية



المصدر: الاتحاد الدولي للبورصات (WFE)، التقرير السنوي 2020، ص 09.

نلاحظ من خلال الشكل السابق أن تطور عقود المشتقات المالية شهد استقرارا نسبيا خلال الفترة 2011-2017، وذلك بالنظر للحذر الشديد الذي أصبح ينتاب المستثمرين في مختلف الأسواق المالية بعد الأزمة المالية العالمية 2008 والجدل الكبير الذي أثير حول المشتقات المالية ودورها في تفعيل شرارة الأزمة، حيث لم يتجاوز التداول عليها 25 مليار عقد في تلك الفترة، وكان النصيب الأبرز من التداول فيها للبورصات الأمريكية، تليها البورصات الآسيوية ثم الأوروبية. وخلال الفترة: 2018-2020 سجلنا ارتفاعا كبيرا في تداول عقود المشتقات المالية خاصة في أمريكا وآسيا، حيث وصل إجمالي التداول في هذه البورصات ما يقارب 40 مليار عقد، نتيجة الدخول في صفقات على أسعار الفائدة، الأسهم والعملات والسلع. ومما تجدر الإشارة إليه أن الدخول في عقود المشتقات المالية تغير الهدف منه في السنوات الماضية من التحوط ضد المخاطر إلى المضاربة والمراجحة بين مختلف الأسواق المالية من أجل تحقيق الأرباح نتيجة الفروقات في الأسعار، وبالتالي أصبحت المشتقات المالية أدوات ربحية بامتياز.

#### ثانيا: مخاطر التعامل بالمشتقات المالية

إن مخاطر التعامل بالمشتقات المالية كبيرة جدا نظرا لخصوصيتها وطبيعتها، فهي تعتمد على عنصر المخاطرة في تحقيق الأرباح لأن تداولها يجري عكس اتجاه السوق في الغالب مما يتطلب الحذر الشديد عند استخدامها، ومن أبرز المخاطر المرتبطة بالمشتقات المالية:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> عيساوي سهام، مخاطر المشتقات المالية وإدارتها، مجلة الاقتصاد والتنمية، المجلد 02، العدد 02، 2014، ص ص 173-175.

- **مخاطر الائتمان:** هي المخاطر التي تنتج عن عدم قدرة أحد أطراف العقد على الوفاء بالتزاماته المالية المنصوص عليها في العقد. وتزيد هذه المخاطر عند التعامل بالمشتقات المالية في الأسواق غير الرسمية مما ينجر عنه مشاكل في توثيق المعاملات وتسوية التغيرات في المراكز اليومية للمتعاملين.<sup>1</sup>
- **مخاطر السوق:** ترتبط هذه المخاطر بالتقلبات والتحركات غير المتوقعة في القيمة العادلة للمنتجات المالية المشتقة، والتي ترجع في معظمها إلى تقلبات الأصول الأساسية موضوع العقد.<sup>2</sup>
- **مخاطر السيولة:** هي المخاطر الناشئة عن غياب السيولة مما ينجر عنه عدم القدرة على الوفاء بمختلف الالتزامات من قبل المتعاملين في الأسواق المالية المشتقة. وتشمل مخاطر السيولة عدم القدرة على إدارة الانخفاضات أو تغيرات مصادر التمويل غير المتوقعة (مخاطر سيولة التمويل) أو عدم القدرة على التعامل مع التغيرات الحاصلة في السوق، والتي تؤثر على عملية تسهيل الأصول بسرعة وبأقل تكلفة (مخاطر سيولة السوق).
- **مخاطر التسوية:** تعتبر مخاطر التسوية أكبر مشكل يعاني منه المتعاملون في المشتقات المالية كون أن القليل من المعاملات المالية يتم تسويتها في نفس يوم تاريخ استحقاقها. ففي الأسواق المالية الأمريكية مثلاً تصل مدة التسوية إلى خمسة أيام وهو ما يعرض أحد أطراف العقد إلى خسائر محتملة بناءً التحركات السريعة في السوق.
- **المخاطر القانونية:** تنشأ هذه المخاطر بسبب بعض التصرفات القانونية أو التنظيمية التي من شأنها أن تبطل صلاحية العقود أو تؤثر على المستخدمين النهائيين أو الأطراف المقابلة في العقد. ومثال ذلك عدم كفاية توثيق العقد أو عدم القدرة على ترتيب تصفية العقد أثناء الإفلاس، أو إدخال تغييرات في قانون الضرائب أو إحداث تغييرات في القوانين تحد وتمنع استخدام أدوات معينة.<sup>3</sup>
- **مخاطر الرفع المالي:** ترتبط هذه المخاطر بجميع الأدوات المالية المشتقة، فالمستثمر الذي يودع مثلاً 10% من قيمة الصفقة التي يدخل فيها كبائع أو مشتري، يمكنه أن يربح أو يخسر 10 مرات أكبر من لو أنه اشترى أو باع الأصل محل التعاقد.<sup>4</sup>
- **مخاطر التشغيل:** هي المخاطر التي تتعلق بأخطاء الأفراد العاملين على المشتقات المالية بالإضافة إلى عدم كفاءة الأنظمة الإدارية والرقابية، ويمكن إرجاع سبب هذه المخاطر إلى التعقيد الذي تتميز به المشتقات المالية مما يصعب إدارتها بالشكل اللازم.

<sup>1</sup> هشام طلعت عبد الحكيم، مخاطر عقود المشتقات المالية وانعكاساتها على الأزمة المالية العالمية-دراسة تحليلية في مصرف Toronto Dominion، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 24، العدد 103، 2018، ص 153.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص 153.

<sup>3</sup> خالد أحمد علي محمود، فن إدارة المخاطر في البنوك وسوق المال، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2019، الطبعة الأولى، ص 381.

<sup>4</sup> المرجع نفسه، ص 381.

- المخاطر الرقابية: تنشأ هذه المخاطر بسبب فشل أنظمة الرقابة الداخلية في اكتشاف الأخطاء والمشاكل المرتبطة بالمشتقات المالية.

### المطلب الثاني: أنواع المشتقات المالية

ظهرت العديد من المنتجات المالية المشتقة، بداية بالعقود الآجلة والعقود المستقبلية، عقود الخيارات، عقود المبادلات، المشتقات الائتمانية، وصولاً إلى مشتقات المشتقات المالية والتي تم ابتكارها انطلاقاً من المشتقات المالية في حد ذاتها.

### الفرع الأول: العقود الآجلة والعقود المستقبلية

إن مفهوم العقود الآجلة والعقود المستقبلية يستمد من تاريخ إجراء وتسوية الصفقات المبرمة، حيث يتم الدخول في عقود حاضرة يتم تسويتها آجلاً أي في المستقبل.

#### أولاً: العقود الآجلة (العقود الأمامية)

تعد العقود الآجلة الصورة الأولى للمشتقات المالية، فقد عرفت منذ القديم وكانت تتم في الغالب على المنتجات الزراعية، والتي كانت الاتفاقيات حولها من أجل ضمان المنتجات الزراعية بهدف تلبية مختلف احتياجات السكان.

### 1. تعريف العقود الآجلة

تعرف العقود الآجلة على أنها اتفاق لشراء أو بيع أصل ما في تاريخ مستقبلي يسمى وقت التسليم، وبسعر محدد سلفاً يسمى سعر التنفيذ. حيث يتخذ البائع في هذه الصفقة مركزاً قصيراً، بينما يتخذ المشتري مركزاً طويلاً.<sup>1</sup>

وتعرف أيضاً بأنها عقد بين طرفين لبيع أو شراء أصل معين بسعر محدد وتاريخ معين مستقبلاً. وتعتبر البنوك أكثر المستخدمين للعقود الآجلة، لتفادي تعرضها لمخاطر تقلبات الأسعار وخاصة أسعار الصرف في مجال الاستثمارات الدولية، وتدفقات الإيرادات والمطلوبات المستقبلية.<sup>2</sup>

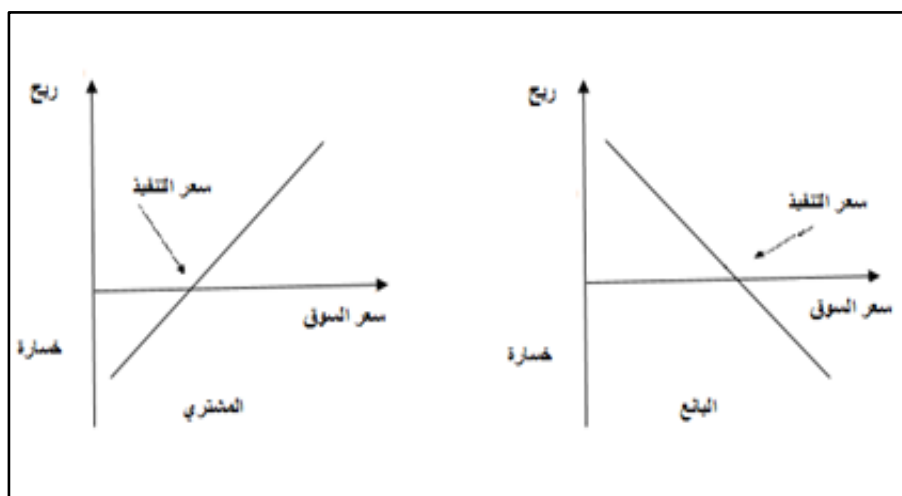
<sup>1</sup> Marek Capinski, Tomasz Zastawniak, **Mathematics for Finance : An Introduction to Financial Engineering**, Springer, 2003, P125.

<sup>2</sup> قاسم هادي موسى، محمد عبد اللطيف خطاب، السيطرة على عوائد ومخاطر المشتقات المالية، مجلة كلية التربية الأساسية، المجلد 21، العدد 88، 2015، ص 118.

إذن فالعقود الآجلة يكون الهدف منها التحوط من المخاطر المرتبطة بالتقلبات السعرية لمختلف الأصول المادية والمالية، فمثلا إذا كان شخص معين أو مؤسسة ما محتاجة لسلعة ما في تاريخ لاحق وأشارت التنبؤات إلى أن سعر هذه السلعة سيزداد منحنى صعودي في السوق، يتم إبرام عقد آجل على تلك السلعة لتجنب شرائها مستقبلا بثمن أكبر.

ويمكن توضيح العائد المتأتي من التعامل بالعقود الآجلة من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (16): عائد العقود الآجلة لطرفي العقد



Source : Salih Neftci, Principles Of Financial Engineering,

Elsevier, 2008, Second Edition, P53.

يتضح من الشكل السابق أن المشتري سيحقق أرباحا مستقبلية إذا توجهت أسعار السوق نحو الارتفاع، وفي المقابل يحقق البائع خسائر، أما إذا توجهت أسعار السوق نحو الانخفاض فإن البائع هو من سيحقق أرباح كون أن السعر المتفق عليه في العقد أكبر من سعر السوق وفي المقابل سيتكبد المشتري الخسارة. ولهذا تعرف العقود الآجلة بأنها عقود صفيرية كون أن ما يربحه طرف سيخسره الطرف الآخر والعكس.

## 2. أنواع العقود الآجلة

توجد العديد من العقود الآجلة، إلا أن أشهرها:<sup>1</sup>

- **العقود الآجلة للعملاء:** تستخدم العقود الآجلة للعملاء بشكل أساسي في إدارة مخاطر الصرف الأجنبي، حيث تعمل على تثبيت أسعار الصرف للصفقات عند تاريخ استحقاقها.

<sup>1</sup> جليل كاظم مدلول العارضي، زيد متعب عباس العباسي، **توظيف العقود الآجلة للحماية من تقلبات أسعار الفائدة والعملات-دراسة استشرافية لعينة من المصارف العراقية-**، مجلة الكلية الإسلامية الجامعة، المجلد 01، العدد 56، 2020، ص ص 106-107.

- العقود الآجلة لأسعار الفائدة: هي اتفاقيات تعقد بين طرفين في وقت محدد سلفاً من أجل تسوية الفرق بين سعر الفائدة المتفق عليه بتاريخ العقد وسعر الفائدة السائد في السوق بتاريخ التسوية، ويتضمن الاتفاق: سعر الفائدة، المبلغ، العملة، المدة.

### ثانياً: العقود المستقبلية

بعد النجاح الكبير الذي حققته العقود الآجلة في مختلف المعاملات اليومية، تم تطوير هذه العقود لتظهر العقود المستقبلية.

#### 1. تعريف العقود المستقبلية

بدأ التعامل بالعقود المستقبلية لأول مرة في بورصة شيكاغو سنة 1972م، وكان موضوع العقود العملات الأجنبية في الغالب، ومنذ ذلك الحين ازدهرت تجارة هذه العقود وتطورت بشكل كبير جداً فظهرت بعدها العقود المستقبلية لأسعار الفائدة سنة 1975م، العقود المستقبلية على أذونات الخزانة سنة 1976م، ثم ظهرت العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم سنة 1980م. ومع نهاية القرن العشرين أصبحت العقود المستقبلية تعقد على الخدمات وخاصة على الرحلات الترفيهية خلال الإجازات والعطل.<sup>1</sup>

والعقود المستقبلية هي اتفاق ملزم بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم أو يستلم من الطرف الآخر وبواسطة طرف ثالث (وسيط) كمية محددة من الأصول الحقيقية أو المالية في مكان وزمان محددين وبسعر متفق عليه مسبقاً.<sup>2</sup> وهي تعطي لحاملها الحق في القيام بعمليات البيع والشراء في سوق منظم لهذا الغرض ويلتزم كلا الطرفين بإيداع هامش معين يمثل نسبة مئوية من قيمة العقد لدى السمسار الذين يتعاملون معه إما في شكل نقدي أو أوراق مالية، وذلك بهدف حماية طرفي العقد من جميع المخاطر المحتملة والناجمة عن إخلال أحد الطرفين بشروط العقد أو عدم الوفاء بالتزاماته اتجاه الطرف الآخر.<sup>3</sup>

#### 2. أنواع العقود المستقبلية:

تنقسم العقود المستقبلية إلى:<sup>4</sup>

- العقود المستقبلية لمعدلات الفائدة: يتم التعامل بهذه العقود على أساس معدلات الفائدة على: الودائع، السندات، القروض... إلخ. وتستخدم للتحوط من التقلبات التي تحدث لأسعار الفائدة على مختلف

<sup>1</sup> أشرف محمد دوابه، مرجع سابق، ص 234.

<sup>2</sup> مصطفى يوسف كافي، محمود عزت اللحام، علاء مسلم البكور، مرجع سابق، ص 232.

<sup>3</sup> حسين بني هاني، الأسواق المالية: طبيعتها-تنظيمها-أدواتها-مشتقاتها، دار الكندي، عمان، الأردن، 2002، الطبعة الأولى، ص 179.

<sup>4</sup> همت محمد السويدي، مشكلات ومخاطر المشتقات المالية وعوامل الحد منها، مجلة البحوث المالية والتجارية، جامعة بورسعيد، مصر، المجلد 22، العدد 03، 2021، ص ص 373-374.

الأصول المالية. وتحدد الإشارة إلى أن أغلب هذه العقود يتم تسويتها قبل تاريخ استحقاقها بشكل عكسي.

- **العقود المستقبلية لأسعار الصرف:** هي عقود تتم بين طرفين لشراء وبيع عملة من العملات الأجنبية في تاريخ محدد يتم الاتفاق عليه بين الطرفين في تاريخ إبرام العقد. والهدف منها التحوط من تقلبات أسعار الصرف في المستقبل.
- **العقود المستقبلية لمؤشرات الأسهم:** هي عقود لتداول مؤشرات مختلفة للأسهم المدرجة في السوق في تاريخ مستقبلي وبسعر محدد سلفاً، وتستخدم هذه العقود عادة لأغراض التحوط والمضاربة.
- **العقود المستقبلية للسلع:** هي عقود يتم الاتفاق على أساسها لبيع وشراء مجموعة من الأصول الحقيقية: ذهب، قمح، معادن... إلخ. في تاريخ لاحق وبسعر متفق عليه مسبقاً.

### الفرع الثاني: عقود الخيارات، عقود المبادلات

عقود الخيارات وعقود المبادلات من أبرز أنواع المشتقات المالية التي تتميز بالمرونة في تسويتها مقارنة بباقي العقود الأخرى كون أنها تقدم مزايا إضافية تختصان بها.

#### أولاً: عقود الخيارات

على خلاف المشتقات المالية الأخرى، تتميز عقود الخيارات بميزتين أساسيتين تجعلان منها أكثر المنتجات استقطاباً، هما: إمكانية الدخول في العقود بهامش مالي ضئيل جداً مقارنة بقيمة الصفقة، وكذا الحرية في تسوية العقود من عدمها.

### 1. تعريف عقود الخيارات

تعددت التعاريف التي تناولت عقود الخيارات، نذكر من بينها:

- الخيارات: عقد بين طرفين (البائع والمشتري) يمنح من خلالها للمشتري الحق وليس الإلزام في شراء أو بيع شيء ما في تاريخ لاحق وبسعر متفق عليه الآن، حيث يدفع المشتري للبائع مكافأة (علاوة) مقابل اكتسابه هذا الحق.<sup>1</sup>
- عرفها "Stef Krul" بأنها: عقد بين البائع والمشتري، يكسب من خلاله المشتري الحق في أن يبيع أو يشتري أصلاً معيناً خلال فترة زمنية معينة وبسعر محدد سلفاً.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> DON M. CHANCE, ROBERT BROOKS, *An Introduction to Derivatives and Risk Management*, South-Western Cengage Learning, USA, 2010, P 02.

<sup>2</sup> سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2009، ص 191.

- عرفها "Thomas McCafferty" بأنها: عقد مثل باقي العقود ينص ببساطة على مجموعة من الشروط التي اتفق عليها طرفي العقد. وهو اتفاق بين طرفين يعطي لحامله الحق وليس الإلزام في بيع أو شراء أصل من الأصول المالية أو الحقيقية في وقت لاحق وبسعر محدد سلفاً.<sup>1</sup>
- كما تعرف عقود الخيارات بأنها: اتفاق بين البائع (محرر الخيار) والمشتري (مشتري الخيار)، يتم بموجبه حصول المشتري على الحق في الشراء أو البيع إذا ما رغب في ذلك أصلاً من الأصول بتاريخ محدد وخلال فترة زمنية معينة. ويدفع المشتري مقابل الحصول على هذا الحق علاوة لبائع الخيار عند التعاقد وهو ما يكسبه الحق وليس الإلزام في تنفيذ هذا العقد.<sup>2</sup>

انطلاقاً من التعاريف السابقة يمكن القول أن عقود الخيارات هي اتفاق بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري، يأخذ بموجبه المشتري صلاحية بيع أو شراء أصل من الأصول المالية أو الحقيقية للبائع في تاريخ لاحق وبسعر محدد الآن، وذلك مقابل دفعه علاوة تمثل نسبة ضئيلة من قيمة العقد والتي تمثل هامش أمان للبائع. وعند تاريخ الاستحقاق يمكن للمشتري تنفيذ العقد من عدمه وفقاً للتغيرات الحادثة في السوق أما البائع فهو ملزم بتنفيذ العقد فيما إذا أراد المشتري ذلك.

بناءً على ما سبق تتحدد أركان عقد الخيار الرئيسية، كالتالي:<sup>3</sup>

- **طرفي العقد:** هما مشتري الخيار وهو الطرف الذي يمتلك الحق في بيع أو شراء الأصول محل التعاقد، وبائع أو محرر الخيار وهو الطرف الذي يلتزم بشراء الأصول محل التعاقد.
- **الأصل محل الخيار:** ولا بد من بيان نوعه وكميته، سواء كان سلعة أو أدوات مالية أو عملات أو غير ذلك.
- **سعر التنفيذ:** ويسمى سعر الممارسة، وهو السعر الذي يتم على أساسه تسوية العقد في تاريخ التنفيذ.
- **تاريخ التنفيذ:** وهو التاريخ الذي بانتهائه ينتهي حق المشتري في الخيار.
- **ثمن الخيار:** ويسمى أيضاً العلاوة أو المكافأة، وهو المبلغ الذي يدفعه مشتري الخيار للبائع مقابل حصوله على حق الخيار.
- **العمولة:** يدفعها طرفي العقد للسماسار الذي يتعامل معهما.

<sup>1</sup> THOMAS McCafferty, *Options Demystified*, McGraw-Hill, USA, 2006, PP 01-02.

<sup>2</sup> عطا الله علي عودة، الإدارة المالية الدولية، زمزم ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2017، الطبعة الأولى، ص 110.

<sup>3</sup> هشام السعدني خليفة بدوي، مرجع سابق، ص ص 101-103.

## 2. أنواع عقود الخيارات

إن عقود الخيارات لا تقتصر على صورة واحدة فقط، بل تتنوع هذه العقود وفقاً لمجموعة من المعايير والأسس كطبيعة الخيار والهدف منه والأثار المترتبة عنه وطبيعة الأصول المتعاقد عليها وغيرها من المعايير الأخرى. وفيما يلي أهم أنواع عقود الخيار:

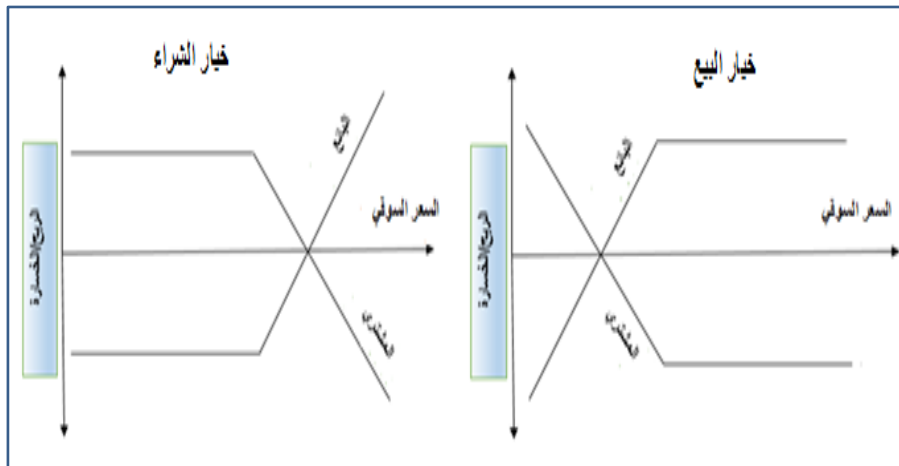
### حسب موقع طرفي العقد

بناءً على هذا المعيار يتم تحديد طبيعة العملية التي يحتوي عليها العقد فيما إذا كانت عملية بيع أو شراء، ونميز هنا بين:<sup>1</sup>

- **خيار الشراء:** يكون العقد خيار شراء، عندما يتيح للمشتري الحق في أن يشتري إذا رغب من محر الخيار أصلاً معينا وبكمية معينة وفي تاريخ محدد، مقابل حصول البائع على علاوة معينة تحددها شروط العقد.
- **خيار البيع:** يكون العقد خيار بيع عندما يتيح للمشتري الحق في أن يبيع إذا رغب من محر الخيار أصلاً معينا وبكمية معينة وفي تاريخ محدد، مقابل حصول البائع على علاوة معينة تحددها شروط العقد.

والشكل الموالي يوضح قيمة كل من خيار الشراء وخيار البيع بالنسبة للبائع والمشتري:

شكل رقم (17): قيمة خيار الشراء والبيع للبائع والمشتري



Source: Patrick J. Brown, Op.Cit, PP 109-110.

بعد دخول طرفي الصفقة في العقد كمشتري وبائع، وذلك بناءً على حاجتهم وكذا التحليلات السوقية التي يقومون بها، وعند وصول تاريخ التنفيذ فإن الأسعار السائدة في السوق هي التي ستفرض على مشتري الخيار تنفيذ

<sup>1</sup> حيدر حسين آل طعمة، الأسواق المالية: النشأة-المفهوم-الأدوات، سلسلة كراسات استراتيجية، مركز الدراسات الاستراتيجية، جامعة كربلاء، العراق، 2014، ص 29.

العقد من عدمه. بناءً على هذا يتحدد موقف بائع ومشتري خيارات البيع والشراء، انطلاقاً من السعر السوقي للأدوات المالية محل التعاقد كما يبرزه الجدول الموالي:

جدول رقم (10): وضع البائع والمشتري عند تاريخ الاستحقاق

| وضع السوق                        | خيار البيع                                                                                                         | خيار الشراء                                                                                                            |
|----------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| سعر السوق أكبر من<br>سعر التنفيذ | المشتري: يقرر المشتري عدم تنفيذ العقد<br>وتكون خسائره بقيمة المكافأة.<br>البائع: يحقق البائع أرباح بقيمة المكافأة. | المشتري: يقرر المشتري تنفيذ الاتفاق وتكون<br>أرباحه غير محدودة.<br>البائع: يحقق البائع خسائر غير محدودة.               |
| سعر السوق أقل من<br>سعر التنفيذ  | المشتري: يقرر المشتري تنفيذ العقد وتكون<br>أرباحه غير محدودة.<br>البائع: يحقق البائع خسائر غير محدودة.             | المشتري: يقرر المشتري عدم تنفيذ الاتفاق<br>وتكون خسائره بقيمة المكافأة.<br>البائع: يحقق البائع أرباحاً بقيمة المكافأة. |

المصدر: محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية،

مصر، 2008، ص 345.

- **خيار مزدوج (مختلط):** هذا النوع من عقود الخيار يجمع بين النوعين السابقين (خيار الشراء وخيار البيع)، حيث يتيح للمشتري تنفيذ عملية البيع أو الشراء للأصول في تاريخ التنفيذ. وفي هذا النوع يدفع مشتري الخيار ضعف ثمن الخيار الواحد.<sup>1</sup>

#### حسب تاريخ التنفيذ

تنقسم عقود الخيارات المالية من حيث مدة تنفيذها إلى:<sup>2</sup>

- **الخيارات الأمريكية:** بموجب الأسلوب الأمريكي، تعطي عقود الخيارات لمشتري حق الخيار بأن يشتري أو يبيع الأصول المتفق عليها في أي وقت خلال المدة الممتدة بين إبرام العقد وحتى تاريخ استحقاقه.
- **الخيارات الأوروبية:** بموجب الأسلوب الأوروبي، تعطي عقود الخيارات للمشتري الحق بأن يشتري أو يبيع الأصول محل العقد خلال تاريخ الاستحقاق فقط ولا يمكنه أن ينفذ العقد قبل ذلك.
- **خيارات برمودة:** تجمع هذه الخيارات بين النوعين السابقين (الأمريكي والأوروبي)، حيث تتيح لمشتري الحق الاختيار بتنفيذ العقد خلال تواريخ ومحطات يتم الاتفاق عليها مسبقاً مع محرر الخيار.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> هشام السعدني خليفة بدوي، مرجع سابق، ص 150.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص 29.

<sup>3</sup> عبد الكريم قندوز، المشتقات المالية، مرجع سابق، ص 130.

## حسب التغطية

بناءً على ملكية الأصول محل التعاقد نميز بين:<sup>1</sup>

- عقود الخيار المغطاة: هي عقود يمتلك فيها محرر الخيار الأصول موضوع العقد، وبالتالي يستطيع الوفاء بالتزاماته إذا أراد المشتري تنفيذ العقد.
- عقود الخيار غير المغطاة: هي عقود لا يمتلك فيها محرر العقد الأصول موضوع العقد، وبالتالي إذا أراد المشتري تنفيذ العقد فسيضطر البائع لشراء الأصول من السوق لتنفيذ التزاماته التعاقدية.

## ثانياً: عقود المبادلات

تقوم عقود المبادلة على تبادل الأصول والتدفقات النقدية بين أطراف العقد، حيث تسمح بتلبية الحاجيات الإستثمارية للمتعاقدين، في وقت وجيز وبتكاليف أقل.

### 1. تعريف عقود المبادلة

من أبرز التعاريف التي تناولت مفهوم عقود المبادلة نذكر:

- عقود المبادلات: اتفاق بين طرفين أو أكثر من أجل تبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة زمنية في المستقبل. فمثلاً يتفق الطرف "أ" على أن يدفع للطرف "ب" معدل فائدة ثابت على مبلغ معين لمدة زمنية معينة، وفي المقابل يقوم الطرف "ب" بدفع معدل فائدة متغير على نفس المبلغ طول المدة المتفق عليها.<sup>2</sup>
- وتعرف عقود المبادلة أيضاً بأنها: سلسلة من العقود الآجلة لاحقة التنفيذ. حيث تسوى عقود المبادلة على فترات (دورية، شهرية، سنوية... إلخ)، كما أنها عقود ملزمة لطرفي العقد على عكس عقود الخيار، والأرباح والخسائر لا تسوى يومياً مثل العقود المستقبلية.<sup>3</sup>
- كما تعرف بأنها: التزام تعاقدى لتبادل نوع معين من التدفقات النقدية أو الأصول في السوق الحاضر، مقابل تدفق نقدي أو أصول أخرى في الوقت نفسه في السوق الآجل، وذلك وفقاً لجملة من الشروط المتفق عليها.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> طارق حماد عبد العال، المشتقات المالية: المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 45.

<sup>2</sup> ROBERT KOLB, JAMES OVERDAHL, **Financial Derivatives**, John Wiley & Sons, Inc, 2003, third edition, P 10.

<sup>3</sup> محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 331.

<sup>4</sup> عبد الكريم جابر العيسوي، التمويل الدولي -مدخل حديث-، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، الطبعة الأولى، ص 177.

نستنتج مما سبق بأن عقود المبادلة هي التزام تعاقدى بين طرفين أو أكثر، يقوم بموجبه الطرف الأول بدفع سلسلة من التدفقات النقدية سواء كانت في شكل أسعار فائدة، أسعار صرف، عملات، أصول مالية أو غيرها في السوق الحاضر، على أن يقوم الطرف الثاني بإعادة التدفقات النقدية للطرف الأول في السوق الآجل.

ويتم اللجوء لعقود المبادلات بسبب التحليلات المتباينة للسوق من قبل المستثمرين والمضاربين وصناع السوق، وبالتالي محاولة الاستفادة من فروقات الأسعار، بالإضافة إلى أن هناك مستثمرين يرغبون في التحوط من تقلبات المستقبلية لأسعار السوق أو أنهم يحتاجون عملة معينة في بلد يتعامل بعملة غير عملة بلدهم أو هم في حاجة لعملة أجنبية مستقبلاً فيقومون بعقد مبادلة حولها.

## 2. أنواع عقود المبادلة:

من أشهر عقود المبادلة نذكر:

- **مبادلة العملات:** هي اتفاق بين طرفين لشراء وبيع عملة ما مقابل عملة أخرى على أساس التسليم الآني بسعر الصرف الحاضر بين العملتين، وعملية بيع وشراء في تاريخ لاحق على أساس سعر صرف محدد مسبقاً بين العملتين. وتتخذ عقود مبادلة العملات شكلين:<sup>1</sup>
  - **عقود مبادلة متوسطة وطويلة الأجل:** تعقد في أسواق رأس المال حيث يطلق عليها مصطلح المبادلات الرأسمالية، وتستخدم غالباً لأغراض التحوط من قبل المؤسسات المالية التي تلجأ للاقتراض طويل الأجل من أسواق رأس المال.
  - **عقود مبادلة قصيرة الأجل:** هي التي تعقد في أسواق النقد، ويتعامل بها المضاربين بهدف تحقيق الأرباح جراء تقلبات أسعار الصرف وأسعار الفائدة على تلك العملات.
- **مبادلة أسعار الفائدة:** هي عقد بين طرفين يتم من خلاله تبادل مدفوعات فائدة مرتبطة بسعر فائدة معوم بأخرى مرتبطة بسعر فائدة ثابت، حيث تحتسب على مبلغ معين محدد بينهما. ومثال ذلك أن يقوم بنك معين بدفع فوائد بسعر فائدة ثابت لشركة تأمين ما وفي المقابل تدفع شركة التأمين للبنك فوائد بسعر فائدة متغير.<sup>2</sup>
- **مبادلة الأسهم أو المؤشرات:** هي اتفاق بين طرفين يتم من خلاله تبادل مجموعة من التدفقات النقدية المستقبلية في مواعيد محددة سلفاً، حيث يتم ربط أحد هذه التدفقات بمعدل عائم (الليور مثلاً) ويشار لهذه التدفقات بالتدفقات العائمة، في حين يعتمد الطرف الثاني للمبادلة على أداء سهم معين أو مؤشر

<sup>1</sup> مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 176.

<sup>2</sup> أشرف محمد دوابه، دراسات في التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص 240.

معين ويشار إلى هذه التدفقات بتدفقات الأسهم. كما يمكن مبادلة معدل ثابت مقابل مؤشر السوق أو عائد سهم.<sup>1</sup>

- **مبادلة السلع:** هو اتفاق يتم من خلاله تبادل السعر العائم (السوقي) على أساس كمية معينة من سلعة ما بسعر ثابت خلال فترة محددة، وتنطوي غالبية عقود مبادلة السلع على النفط فقط بهدف ضمان انخفاض تكاليف النفط على المدى الطويل.<sup>2</sup>

### الفرع الثالث: المشتقات المالية المركبة، المشتقات الائتمانية

إن شغف المستثمرين بالمشتقات المالية وتوجههم الكبير للاستثمار بها، حتم على المهندسون الماليون ابتكار منتجات جديدة لتنوع محافظهم المشتقة فظهرت المشتقات المركبة والمشتقات الائتمانية.

#### أولاً: المشتقات المالية المركبة

تشير المنتجات المالية المركبة إلى تلك الاستثمارات التي تضم وتجمع بين منتجين ماليين أو أكثر، حيث تعتمد هذه المنتجات على العائد المرتبط إما بواحد من المنتجين ضمن المنتج المركب أو العائد على كليهما معاً. ويكون الهدف من تجميع المنتجات المالية في منتج واحد المحافظة على رأس المال الذي تم استثماره من خلال المنتج الأول، بينما يكون هدف المنتج الثاني تنمية رأس المال. وعموماً تتميز المنتجات المالية المركبة بالخصائص التالية:<sup>3</sup>

- **التوفيق بين العائد والمخاطرة:** تتميز المنتجات المالية المركبة بقدرة كبيرة على توفير خليط بين عوائد مختلف المنتجات المالية وفي ظل مستويات مخاطر مختلفة، وهو ما يزيد من الخيارات الاستثمارية وبالتالي تحقيق مختلف الأهداف المالية للمستثمرين.
- **قابلية التسييل:** تتميز بعض المنتجات المالية المركبة بإمكانية تسييلها يومياً نظراً لوجود سعرها يومياً وفي كل لحظة، إلا أن هناك منتجات أخرى لا يسمح بتسييلها إلا أسبوعياً أو شهرياً مثل صناديق التحوط.
- **الحاجة إلى الوساطة:** يتم تداول هذه المنتجات في الغالب من قبل المؤسسات الاستثمارية ووسطاء الأصول المالية وأحياناً الأفراد، لكن على العموم يتم التعامل بهذه المنتجات من قبل المؤسسات الاستثمارية بشكل يفوق باقي المتعاملين الآخرين.

وكما هو الحال بالنسبة للمنتجات المالية المركبة، تعتبر المشتقات المالية المركبة أو ما تعرف بمشتقات المشتقات المالية منتجات مالية حديثة يتم من خلالها الجمع بين خصائص منتجين ماليين مشتقين، فمثلاً يتم

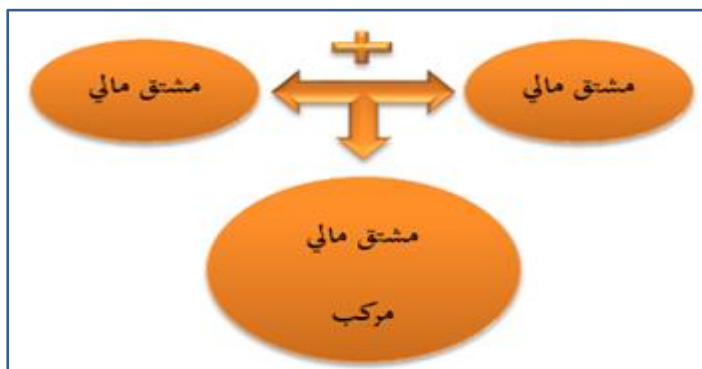
<sup>1</sup> علي عبد القادر بن الضب، مبادئ الهندسة المالية، مرجع سابق، ص 514.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص 517.

<sup>3</sup> عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص ص 86-87.

الدخول في عقد مستقبلي بين البائع والمشتري مع ربطها بخيار تنفيذ الصفقة من عدمه وفقا للتغيرات التي تحدث في السوق، ومن هنا يمكن تعظيم العوائد الاستثمارية وتدنية الخسائر إلى أقصى قدر ممكن. والشكل الموالي يوضح طبيعة هذه المنتجات:

شكل رقم (18): المشتقات المالية المركبة



المصدر: من إعداد الطالب بناءً على ما سبق

هذا وتوجد العديد من المشتقات المالية المركبة نذكر من بينها:<sup>1</sup>

- **الخيارات على المستقبلات:** ظهرت هذه المنتجات المالية سنة 1982م، حيث كان أول عقد على سندات الخزنة الأمريكية (T. Bonds)، ثم ظهرت بعدها خيارات مستقبلات اليورو دولار في بورصة شيكاغو سنة 1985م. وتعرف عقود الخيارات على المستقبلات بأنها اتفاقيات بين المشتري والبائع يتحصل من خلالها حامل العقد على الحق في شراء أو بيع عقد مستقبلي بسعر متفق عليه مسبقاً، في/ أو قبل تاريخ انتهاء صلاحية العقد وذلك مقابل علاوة معينة.
- **المبادلات الخيارية:** تجمع هذه العقود بين كل من المبادلات والخيارات إلا أن الخاصية الرئيسية التي تتميز بها مستمدة من عقود الخيارات، وهي تمتع المشتري بالحق وليس الإلزام في تنفيذ العقد من عدمه. وفي المقابل يجري تبادل حقوق تدفق مدفوعات ثابتة مع أخرى معومة كما هو الحال في عقود المبادلات، وبالتالي فعقود خيارات مبادلات الشراء تعطي لحاملها الحق في استلام معدل ثابت للعوائد وفي المقابل يدفع معدل معوم إلى طرف خيار مبادلات البيع الذي يستلم معدلاً معوماً للعوائد ليدفع معدلاً ثابتاً.
- **المبادلات الآجلة:** ترتبط هذه العقود في الغالب بأسعار الفائدة، ويمقتضاها لا يتم مبادلة دفعات الفائدة فوراً، بل يتم ذلك في تاريخ آجل (مستقبلي). فمثلاً تقوم مؤسسة مالية ما بالتحوط ضد مخاطر أسعار الفائدة في الحاضر على فرض أنه بعد ثلاث سنوات من الآن تفكر الشركة في زيادة حصتها من القروض بسعر فائدة ثابت وتقليل حصتها من القروض المرتبطة بسعر الفائدة المتحرك، وحتى تمنع الأثر المعاكس

<sup>1</sup> حاكم الربيعي وآخرون، مرجع سابق، ص ص 239-240.

لارتفاع أسعار الفائدة بعد التاريخ المحدد تقوم بعقد صفقة مبادلة أسعار الفائدة، وبالتالي تدخل في مبادلة آجلة تبدأ بعد ثلاث سنوات.<sup>1</sup>

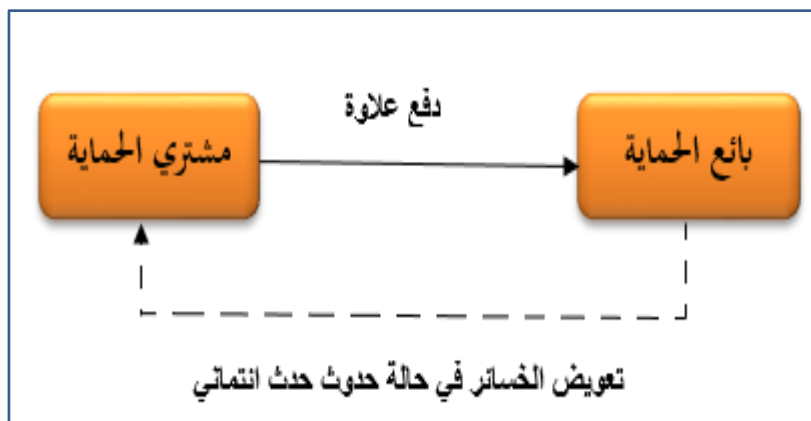
### ثانيا: المشتقات الائتمانية

نظرا للمخاطر الكبيرة التي تكثف عمليات الاستثمار، وخاصة الائتمانية منها ظهرت الحاجة إلى منتجات تساهم في التحوط منها وإدارتها، وهو ما تحقق بظهور المشتقات الائتمانية.

### 1. تعريف المشتقات الائتمانية

ترتبط المشتقات الائتمانية بشكل وثيق بالمخاطر الائتمانية، والتي تشير إلى عدم قدرة المدين على الوفاء بالتزاماته المالية بسبب حدث ائتماني معين. هنا تقوم المشتقات الائتمانية على تحويل المخاطر الائتمانية التي يتعرض لها المدينين (الكيانات المرجعية) إلى أطراف أخرى تكون على استعداد لتحمل هذه المخاطر.<sup>2</sup> والمشتقات الائتمانية هي عقود مالية مصممة خصيصا للتحوط من هذه المخاطر من خلال توفير التأمين اللازم ضد الخسائر المحتملة بسبب الأحداث الائتمانية، حيث تتيح هذه المشتقات للمستثمرين التعرض لمخاطر الائتمان على الأصول دون الحاجة إلى استثمار نقدي فعلي، ولا يعني ذلك أن المستثمرين يبحثون عن المخاطر بذاتها بل عن العوائد الكبيرة التي تترتب وراء تعرضهم إلى تلك المخاطر، خاصة وأن مشتقات الائتمان توفر لهم التغطية والحماية الكافية بالإضافة إلى إدارة المخاطر في حالة وقوعها.<sup>3</sup> ويمكن توضيح آلية عمل المشتقات الائتمانية من خلال الشكل الموالي:

شكل رقم (19): طبيعة المشتقات الائتمانية



Source: Andrew Kasapis, Mastering Credit Derivatives, FT Prentice Hall Pearson Education, 2009, second edition, 14.

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص 381.

<sup>2</sup> Alexandra Balmer, *op Cit*, PP 26-27.

<sup>3</sup> Moorad Choudhry et d'autres, *Capital Market Instruments Analysis and Valuation*, PALGRAVE MACMILLAN, UK, 2010, 3rd Edition, P 283.

إذن تسمح المشتقات الائتمانية بالتحوط من المخاطر الائتمانية، حيث يقوم مشتري الحماية بدفع علاوة إلى بائع الحماية، والذي يكون في الغالب عبارة عن بنك أو مؤسسة مالية متخصصة من أجل تأمينه ضد مختلف المخاطر الائتمانية وفي المقابل يلتزم البائع بالتعويض في حالة حدوث أي خطر ائتماني.

## 2. أنواع المشتقات الائتمانية

بعد النجاح والإقبال الكبير من طرف المستثمرين على المشتقات الائتمانية، تم تطوير هذه المنتجات إلى أصناف عديدة نذكر منها:

- **مبادلة التخلف عن سداد القروض CDS:** ظهرت هذه المنتجات المالية في بداية التسعينات وبالضبط عام 1994م، وتنص الاتفاقية المبرمة في إطار هذا المنتج بأن يلتزم البائع بدفع جميع الأقساط والفوائد للمشتري في حالة تخلف المدين عن السداد. كما يمكن للمشتري أن يتحوط من المخاطر عن طريق تحويل المخاطر إلى شركات التأمين مقابل المدفوعات الدورية، كون أن هذا النوع من المبادلات يسمح للمشتريين بشراء الحماية ضد حدث غير مرجح والذي قد يؤثر على استثماراته.<sup>1</sup>
- **عقود مبادلة العائد الإجمالي TRSs:** تعرف هذه العقود بأنها اتفاق بين مشتري العائد الإجمالي الذي يتحقق من أداة إئتمانية أساسية وبائع هذا العائد، حيث يتم بموجبه مبادلة العائد الاقتصادي المتأتي من تلك الأداة الائتمانية الأساسية والتي تكون عبارة عن قروض أو أية أصول مالية أخرى. ويتم سداد العائد الإجمالي من الأصل الأساسي للطرف المقابل بالعقد في شكل تدفقات نقدية بمعدل ثابت أو متحرك، كما أن هذا العقد لا يرتبط بتحقيق الحدث الائتماني، ويتم نقل مخاطر سعر الفائدة من خلال مبادلة العائد الإجمالي.<sup>2</sup>
- **مشتقات فروق الائتمان CSD:** يتيح هذا النوع من المشتقات الائتمانية المجال للمستثمرين باتخاذ مراكز على فارق الائتمان المستقبلي بين ورقتين ماليتين، حيث تكون الورقة الأولى محفوفة بالمخاطر أما الثانية فهي خالية من المخاطر، وبالتالي فهذه المنتجات تستند في الأساس إلى التغيرات في مكافآت مخاطر الائتمان والتي لا تعتمد قيمتها في الواقع على حدث ائتماني محدد مسبقا. وتأخذ مشتقات فروق الائتمان شكلين: العقود الآجلة والخيارات.<sup>3</sup>
- **الأذونات المرتبطة بالائتمان CLN:** يقصد بها الأذن الذي يعتمد سداده على وقوع أو وجود حالة إئتمانية أو مقياس ائتماني فيما يتعلق بجهة مرجعية أو مجمع للأصول. وتتمثل هذه المنتجات في ربط أداة من أدوات الدين مع أداة أخرى من المشتقات الائتمانية مقابل الحصول على عائد أعلى على هذه الورقة

<sup>1</sup> علي عبد القادر بن الضنب، مبادئ الهندسة المالية، مرجع سابق، ص 519-520.

<sup>2</sup> حسين عبد الباقي، دراسة العلاقة بين مشتقات الائتمان وتقييم الائتمان في البنوك المصرية-دراسة ميدانية-، مجلة المحاسبة أكاديمية الفراغة، العدد 01، مصر، 2021، ص 440.

<sup>3</sup> Richard Bruyère et autres, **Credit Derivatives and Structured Credit**, John Wiley & Sons, England, 2006, P 55.

المالية بحيث يقبل المستثمرون التعرض لحدث ائتماني معين. وقد يشترط تسديد قيمة الورقة المالية بأقل من قيمتها الإسمية في حال حدوث تعثر في الأصل المحدد قبل تاريخ استحقاق الورقة المالية. وفي الغالب يتم إدراج السندات كأداة دين يتم إصدارها من خلال تصنيف المقرض. فمثلاً قد تلجأ البنوك إلى بيع بعض تعرضات المخاطر الناتجة عن إصدار السندات المرتبطة بمخاطر التعثر وهو ما يساعدها في التقليل من هذه المخاطر.<sup>1</sup>

- **سندات الدين المضمونة CDO:** يقصد بها الأوراق المالية المضمونة بمجموعة مختلفة من الديون، والتي قد تتضمن سندات الشركة التي تم بيعها في أسواق المال أو القروض التي تم اقتراضها من مؤسسات الإقراض بالإضافة إلى التوريق.<sup>2</sup>

إن ارتفاع التعامل بالمشتقات الائتمانية في الآونة الأخيرة، يعود إلى الأزمات الائتمانية الحادة التي حدثت في القريب الماضي، مثل أزمة ديون أمريكا اللاتينية في أوائل الثمانينات، ففي شهر أوت 1982م أوقفت المكسيك مدفوعات القسائم لدائنها مما أدى إلى تفاقم الأزمة عبر الدول الأخرى. لتقوم وزارة الخزانة الأمريكية في شهر مارس 1989م بتطبيق ما يعرف بـ: خطة برادي "Brady Plan"، والتي تهدف إلى تخفيض الديون للمدينين مقابل القيام بإصلاحات اقتصادية بالتعاون مع صندوق النقد الدولي.<sup>3</sup>

### المطلب الثالث: دور المشتقات المالية في تفعيل الأزمات المالية

بالرغم من المزايا الكثيرة للمشتقات المالية، إلا أن الإفراط في التعامل بها أو استخدامها لغير الأغراض التي وجدت من أجلها قد ينجر عنه عواقب وخيمة يمكن أن تضرب استقرار النظام المالي العالمي.

### الفرع الأول: لمحة حول الأزمات المالية

الأزمات عموماً هي نتاج لمجموعة من العوامل المترابطة والمتراكمة فيما بينها، حيث يغذي كل عامل منها الآخر إلى غاية حدوث الانفجار. وتعرف الأزمة بأنها: مرحلة حرجية تصيب منظومة معينة، حيث ينتج عنها خلل في بعض أو كل الوظائف الحيوية لهذه المنظومة بشكل متسارع، وينتج عن ذلك زعزعة النظام الأساسي للمنظومة.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> قارة عشيرة نصر الدين، حيار عبد الرزاق، إدارة مخاطر الائتمان باستخدام: الحوكمة-معيار كفاية رأس المال-التوريق والمشتقات الائتمانية، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 06، العدد 02، 2020، ص 357.

<sup>2</sup> عبد الكريم قندوز، حقيقة المشتقات الائتمانية-أداة لتعزيز متانة النظام المالي أم لهشاشته؟، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 04، العدد 01، 2013، ص 244.

<sup>3</sup> Gunter Meissner, **Credit Derivatives : Application- Pricing-and Risk Management**, Blackwell Publishing, 2005, P 03.

<sup>4</sup> محمد حسن يوسف، الأزمة المالية العالمية: لماذا استعصى الحل؟، الدار العربية للعلوم ناشرون، بيروت، لبنان، 2013، الطبعة الأولى، ص 13.

أما بالنسبة للأزمات المالية فتعرف على أنها: تلك الانهيارات المفاجئة التي تحدث في سوق الأسهم أو في عملة دولة ما أو في سوق العقارات لتمتد آثارها بعد ذلك إلى مختلف القطاعات الاقتصادية. ويحدث هذا الانهيار المفاجئ في الغالب على مستوى أسعار الأصول المالية والحقيقية، نتيجة انفجار فقاعة سعرية معينة.<sup>1</sup> ليتمدد بعد ذلك إلى الانهيار المفاجئ للمؤسسات المالية نتيجة محاولة المستثمرين والمضاربين والمقرضين والمودعين تصفية أصولهم بسبب تغير التوقعات المتفائلة في الأسواق إلى حالة تشاؤم.<sup>2</sup>

مما سبق نستخلص أن الأزمات المالية هي جملة من التغيرات المفاجئة والعنيفة التي تضرب المنظومة المالية أو المصرفية لدولة معينة، حيث تتميز بسرعة الانتشار إلى باقي القطاعات مما ينجر عنه انهيارات متتالية لمختلف الكيانات المالية والاقتصادية وكذا الأسواق المالية لتلك الدولة.

إن حدوث الأزمات المالية غالبا ما تصاحبها العديد من الظواهر التالية: تغيرات حجم الائتمان وأسعار مختلف الأصول، اضطرابات كبيرة في عمليات الوساطة المالية، تزايد التمويل الخارجي للاقتصاد، مشاكل كبيرة في الميزانية العمومية (ل: الشركات، الأسر، الوسطاء، والحكومات)، التوسع في الدعم والانفاق الحكومي... إلخ. وبالتالي فالأزمات المالية عادة ما تكون في شكل أحداث متتالية يكون من الصعب قياسها بواسطة مؤشر واحد.<sup>3</sup> ومن الخصائص التي تتميز بها الأزمات المالية والتي تميزها عن باقي الأزمات الأخرى، نذكر:<sup>4</sup>

- المفاجأة؛ حيث تحدث هذه الأزمات بشكل غير متوقع يتزعزع من خلالها القطاع المالي وتسبب عدم الاستقرار فيه؛
- ركود أو تباطؤ في معدلات النمو الاقتصادي؛
- خصائص هيكلية، مثل هروب رؤوس الأموال الأجنبية للخارج؛
- ارتفاع معدلات الفائدة الحقيقية بسبب الصدمات الخارجية وتدهور معدلات التبادل وانخفاض قيمة الصادرات؛
- تحرك أسعار الصرف في اتجاهات غير سليمة؛
- انهيار قيمة العملة وتدهور أوضاع البنوك والمؤسسات المالية مما يؤدي إلى ارتفاع خسائرها وتعرضها للعسر المالي؛
- المخاطر المعنوية بسبب عمليات الإقراض بدون ضمان.

<sup>1</sup> مفتاح صالح، معارفي فريدة، أزمة النظام المالي العالمي وبديل البنوك الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية يومي 06 و06 ماي 2009، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، ص 03.

<sup>2</sup> Donald Rutherford, **Routledge Dictionary of Economics**, Routledge, London and New York, 2002, Second edition, P225.

<sup>3</sup> Stijn Claessens, M. Ayhan Kose, **Financial Crises : Explanations, Types, and Implications**, IMF Publications, January 2013, PP 04-05.

<sup>4</sup> جباري شوقي، دور الهندسة المالية في تأجيج شرارة الأزمة الراهنة، المؤتمر العلمي الحادي عشر حول الأزمات الاقتصادية المعاصرة: أسبابها، تداعياتها وعلاجها شهر ديسمبر 2010، جامعة جرش الأهلية، الأردن، ص ص 375-376.

إن الأزمات المالية غالباً ما تحدث في قطاع معين لتنتشر بعد ذلك وتنتقل إلى باقي القطاعات الاقتصادية ومن أشهر أنواع الأزمات المالية نجد:<sup>1</sup>

- **أزمة العملات وأسعار الصرف:** تحدث نتيجة للتغيرات المفاجئة التي تحدث على أسعار صرف العملات، وهو ما يؤثر في قدرة العملة على أداء وظائفها الحيوية كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة، لذا يعرف هذا النوع أيضاً بأزمة ميزان المدفوعات.
- **الأزمة المصرفية:** تحدث هذه الأزمة عندما يتوجه المودعين بشكل فجائي نحو البنوك لسحب ودائعهم، أو عند تعثر أحد البنوك أو إخفاق البنوك في قيامها بإيقاف التزاماتها الداخلية.
- **أزمة الأسواق المالية:** يحدث هذا النوع من الأزمات بسبب ما يعرف بظاهرة "الفقاعات"، حيث تتشكل الفقاعة عندما يتم ارتفاع أسعار الأصول المالية بشكل مبالغ فيه وتتجاوز القيمة العادلة لها دون وجود أسباب حقيقية وراء ذلك.
- **أزمة الديون الخارجية:** تحدث أزمة الديون الخارجية عندما يتوقف المقرضون عن سداد التزاماتهم المالية نحو الخارج أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث فيتجهون إلى تصفية القروض القائمة.<sup>2</sup>

وتجدر الإشارة إلى أن هذه الأزمات يمكن أن تحدث دفعة واحدة، كما يمكن أن تحدث عبر مراحل، لتشكل لنا في الأخير أزمة مالية كبيرة إن لم تتم السيطرة عليها واتخاذ الإجراءات اللازمة في الوقت المناسب.

### الفرع الثاني: علاقة التوريق والمشتقات بالأزمة المالية لسنة 2008

مما لا شك فيه أن الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 أو ما تعرف بأزمة الرهن العقاري هي أكبر وأعنف أزمة عرفها النظام المالي العالمي خلال القرن 20. حيث تعود شرارتها الأولى إلى سوق الإقراض الأمريكي "Sub-prime" الذي منح قروض لشراء السكنات دون النظر في الملاءة المالية للمقترضين. ومع توسع البنوك والمؤسسات المالية في عمليات التمويل العقاري دون أخذ الضمانات اللازمة، أدى ذلك إلى التأثير سلباً على قدراتها المالية خاصة مع عجز المقترضين من ذوي الدخل المنخفضة على سداد التزاماتهم المالية باتجاهها، وقد صاحب هذه الحالة تدهور في أسعار الأسهم وهو ما أدى إلى تعثر العديد من البنوك بسبب مشاكل الائتمان العقاري مما أدى إلى التوجه نحو التخلي عن الأسهم بشكل مبالغ فيه مما أدى إلى حدوث أزمة في أسواق المال الأمريكية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> رواج عبد الرحمان، الأزمة المالية والاقتصادية "أزمة الرهن العقاري"، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية-دراسات اقتصادية، المجلد 24، العدد 01، 2015، ص 223.

<sup>2</sup> إبراهيم عبد الله عبد الرؤوف محمد، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد المصري "نظرة عامة"، المؤتمر العلمي الثالث عشر حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية يومي 01 و02 أبريل 2009، جامعة المنصورة، مصر، ص 07.

<sup>3</sup> محمد حسن يوسف، الأزمة المالية العالمية: لماذا استعصى الحل؟، مرجع سابق، ص ص 14-17.

ومما زاد الأمر سوءاً توجه البنوك إلى استخدام محفظة الرهون العقارية كضمان من أجل الحصول على تمويلات جديدة من مؤسسات مالية أخرى من خلال إصدار سندات ومنتجات مالية مضمونة بتلك المحافظ العقارية، وهو ما أدى إلى انتشار الأزمة وامتداد تأثيراتها إلى مختلف المؤسسات والأسواق المالية العالمية، وهنا لجأت البنوك إلى التأمين ضد إفلاس المؤسسات المصدرة للسندات وتعثر أصحاب المنازل، مما زاد في تكاليف القروض وأدى إلى التوسع في إصدار السندات.<sup>1</sup> ويمكن تلخيص أهم أحداث الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 في الجدول الموالي:

جدول رقم (11): كرونولوجيا الأزمة المالية العالمية 2008

| التاريخ                      | الحدث                                                                                                                                         |
|------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| فيفري 2007                   | عدم قدرة العديد من المدينين على سداد قروضهم العقارية، مع غياب الضمانات على تلك القروض وهو ما أدى إلى إفلاس العديد من المؤسسات المالية.        |
| من أبريل إلى<br>جويلية 2007  | ظهور بؤادر الأزمة المالية وتفاقمها، مع غياب الآليات الضرورية لمواجهتها والحد من انتشارها.                                                     |
| أوت 2007                     | اتساع مخاطر الأزمة المالية وحدث هزات عنيفة في الأسواق المالية وبداية تدخل البنوك المركزية لدعم السيولة في الأسواق.                            |
| من أكتوبر إلى<br>ديسمبر 2007 | زيادة حدة الأزمة المالية وحدث انخفاض حاد في أسهم العديد من البنوك والمؤسسات المالية.                                                          |
| جانفي 2008                   | قام البنك المركزي الأمريكي بتخفيضات متتالية لمعدلات الفائدة، حيث وصلت إلى 02 % في شهر أبريل.                                                  |
| سبتمبر 2008                  | إفلاس العديد من البنوك والمؤسسات المالية العريقة في الو. م.، مثل: "bank of America"، "Lehman Brothers"                                        |
| أكتوبر 2008                  | قامت الحكومة البريطانية بإعادة هيكلة 08 مؤسسات مصرفية.<br>اتفاق دول الاتحاد الأوروبي على ضخ المزيد من الأموال إلى المؤسسات المصرفية المتعثرة. |

المصدر: يوسف أبو فارة، قراءة في الأزمة المالية العالمية 2008، بحث متوفر على الرابط:

<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/11/9-%D9%82%D8%B1%D8%A7%D8%A1%D8%A9-%D9%81%D9%8A-%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B2%D9%85%D8%A9-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9-%D8%A7%D9%84%D8%B9%D8%A7%D9%84%D9%85%D9%8A%D8%A9.pdf>

إن الشيء الجدير بالملاحظة من خلال الجدول السابق هو أن الأحداث جاءت بصورة متسارعة وعنيفة وهو ما صعب من عمل الحكومات والهيئات المالية في مواجهة الأزمة المالية، خاصة بعد انتشارها لباقي المؤسسات

<sup>1</sup> بن رجم محمد خميسي، التوريق ووقعه على الأزمات المالية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 08، 2010، ص 68.

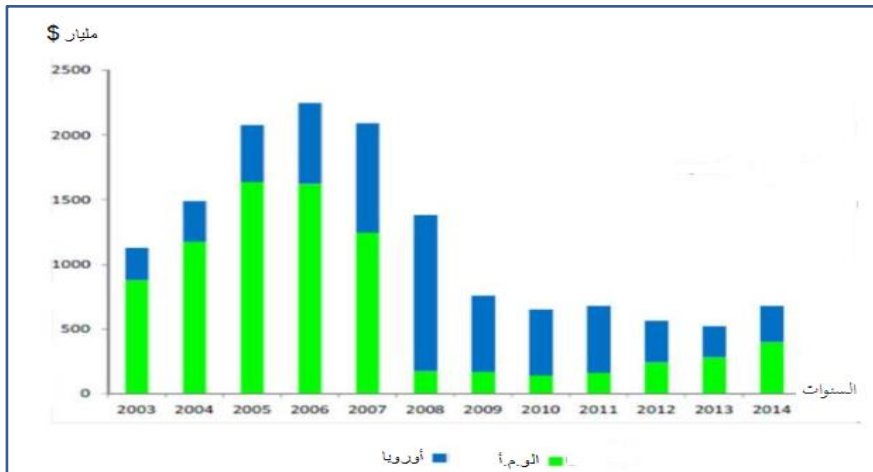
والأسواق المالية العالمية في ظل ترابط النظام المالي العالمي. لتتكبد مختلف الأنظمة المالية والحكومات خسائر كبيرة لم تكن متوقعة بفقدانها الكثير من البنوك والمؤسسات الكبيرة.

هذا وتذهب الكثير من الآراء إلى أن عملية التوريق من أهم مسببات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008. فعمليات توريق الديون الكبيرة التي قامت بها البنوك والمؤسسات المالية في أمريكا كانت بأحجام مبالغ فيها دون فرض قيود عليها، مما أدى إلى حدوث العديد من التلاعبات في ضمانات التوريق والتي اتخذت العديد من الصور نذكر من بينها:<sup>1</sup>

- توريق القروض الرديئة؛
- توريق القروض دون التدقيق في ملاءة المقترضين؛
- توريق القروض المسممة.

إن غياب الرقابة وتسهيل إجراءات التوريق أدى إلى انحراف الأهداف المبتغاة من ورائه، حيث أصبحت عمليات التوريق تهدف إلى المضاربة وتحقيق الأرباح وهو ما أدى إلى زيادة حجمه بشكل كبير في تلك الفترة، كما يوضحه الشكل الموالي:

شكل رقم (20): حجم التوريق أثناء الأزمة المالية العالمية 2008



المصدر: الموقع الرسمي للاتحاد الأوروبي، تاريخ الاطلاع: 2021/12/24، على الرابط:

[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/MEMO\\_15\\_5733](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/MEMO_15_5733)

يتضح جلياً من خلال الشكل السابق كيف زاد إصدار الأوراق المالية المورقة في الأسواق المالية الأوروبية والأمريكية خلال الفترة 2003-2008، حيث وصل إجمالي الأوراق المصدرة سنة 2006 ما يقارب 2000 مليار

<sup>1</sup> صبري عبد العزيز إبراهيم، التوريق وأثره في وقوع الأزمة المالية العالمية في ضوء الفكر الإسلامي، المؤتمر العلمي السنوي الثالث حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية يومي 01 و 02 أبريل 2009، جامعة المنصورة، مصر، ص ص 19-20.

دولار في أمريكا و2500 مليار دولار في أوروبا، وهو ما يعطي صورة واضحة عن المبالغة في عمليات التوريق في تلك الفترة والتي أدت إلى حدوث الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

ومن جانب آخر لم تكتفي البنوك والمؤسسات المالية بالتوسع في عمليات التوريق، بل توسعت أيضا في استخدام المشتقات المالية، فالبنوك حين تقوم بتوريق القروض بإصدار سندات عليها وطرحها على الجمهور للتداول لا تكتفي بذلك، بل تقوم بتجميع القروض المشابهة في محفظة واحدة وتقوم بموجها بالاقتراض من بنك أو مؤسسة مالية أكبر، هذه الأخيرة تقوم بنفس العملية مع بنوك أكبر منها وهكذا تتوالى عمليات اشتقاق القروض باستخدام المشتقات المالية فتزداد معها المخاطر التي تؤدي إلى حالة العسر المالي ومنه زيادة تفاقم الأزمة المالية.<sup>1</sup>

### المبحث الثالث: منتجات الهندسة المالية ودورها في تنشيط الأسواق المالية

تلعب منتجات الهندسة المالية دورا كبيرا في تفعيل وتحفيز الأسواق المالية، فالأسواق النشطة تتميز بإدراج العديد من المنتجات المالية سواء من ناحية النوع أو من ناحية الكم. وهو ما يتيح للمستثمرين بدائل وخيارات استثمارية متنوعة تسمح لهم بتنويع محافظهم المالية وفقا لأهدافهم المسطرة. وفي هذا الصدد قامت العديد من البورصات العالمية بإدراج هذه المنتجات وخاصة المشتقات المالية، وهو ما رفع من أدائها الشيء الذي ساهم في دفع عجلة التنمية الاقتصادية لتلك الدول. كما أن منتجات الهندسة المالية ساهمت بشكل فعال في نمو وتطور البورصات الناشئة، مثل ما هو الحال في بورصتي تايلندا وآثينا.

#### المطلب الأول: عوامل ومؤشرات نشاط الأسواق المالية

من أجل تنشيط الأسواق المالية يجب توفير مجموعة من العوامل الضرورية التي تساهم في تحقيق هذا الغرض، بالإضافة إلى ذلك يجب توفر مجموعة من المعايير والمؤشرات الخاصة التي تمكن من قياس نشاطها.

#### الفرع الأول: عوامل تنشيط الأسواق المالية

هناك العديد من العوامل والمتغيرات الداخلية في الأسواق المالية، وكذا الخارجية التي لها علاقة مباشرة أو غير مباشرة بها تساهم في تفعيل وزيادة نشاط الأسواق المالية، وسنحاول تفصيلها في الآتي.

#### أولا: تنشيط الأسواق المالية من جانب الطلب

يعتبر عنصر الطلب أساس نشاط أي سوق، فمن خلاله يتم تحفيز العارضين على تلبية مختلف الرغبات بهدف تحقيق الأرباح. وعموما يتم تنشيط الأسواق المالية من جانب الطلب من خلال عنصرين مهمين: نشر

<sup>1</sup> صبري عبد العزيز إبراهيم، مرجع سابق، ص 16.

الوعي والثقافة المالية لدى الأفراد بهدف توجيههم نحو الاستثمار المالي، وكذا توفير مختلف المعلومات عن الشركات المدرجة خاصة فيما يتعلق برقم الأعمال وحصائل أنشطتها السنوية بغرض جذبهم نحو الاكتتاب في منتجاتها المالية. وكل هذا سينعكس في الأخير بالإيجاب على السوق المالي. وفيما يلي تفصيل لذلك:<sup>1</sup>

## 1. نشر الوعي المالي

الوعي المالي هو أحد الركائز الضرورية في الأسواق المالية، فمن خلاله يتمكن المتعاملين في السوق من إدارة أموالهم بشكل سليم ومراقبة تحركاتها اليومية في السوق واتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة. والسوق المالي الذي يتميز الناشطين فيه بدرجة وعي كبيرة يتجه دوما نحو النمو والتطور، فعندما يتم إدراج منتجات وتقنيات مالية جديدة في السوق، نجد هناك استجابة إيجابية وسريعة في التعامل معها وهو ما يؤدي لخفض تكلفة ووقت المعاملات وفي النهاية الرفع من كفاءة السوق المالي. وينعكس الوعي المالي بصورة مباشرة على نشاط الأسواق المالية من خلال:<sup>2</sup>

- توفير المناخ الاستثماري الملائم لتحقيق سلامة التعامل بالمنتجات المالية وخاصة المنتجات الحديثة التي تتميز بالتعقيد؛
- حماية المتعاملين بالمنتجات المالية والمستثمرين من الغش والتلاعب؛
- تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات؛
- تطوير القدرات الاستثمارية وإدارة المخاطر لتصبح العمليات الاستثمارية أكثر مردودا واستقرارا.

## 2. توفير المعلومات اللازمة عن الشركات المدرجة في السوق المالي

يشكل الإفصاح عنصرا ولاعبا مهما في الأسواق المالية الحديثة، وأهم دور للمراقبين بالنسبة للشركات المصدرة هو التأكد من القيام بإفصاحات كاملة لجميع المعلومات المرتبطة بالشركة خاصة فيما يتعلق بالمركز المالي وحصيلة النشاطات التي تقوم بها. ويستمد عنصر الإفصاح في الأسواق المالية أهميته في كون أنه يساعد المستثمرين في الحصول على المعلومات الكافية والمتساوية من أجل اتخاذ القرارات الاستثمارية.<sup>3</sup> ومن جانب آخر يساهم الإفصاح في تعزيز كفاءة ونشاط الأسواق المالية، بالنظر إلى أن الأسواق ذات الكفاءة هي تلك التي لها القدرة على عكس المعلومات الداخلة للسوق مباشرة على أسعار مختلف الأدوات المالية.

<sup>1</sup> سارة بكوش، أثر إدارة وتطوير المنتجات المالية في تنشيط السوق المالية-دراسة مقارنة بين الأسواق المالية لكل من الجزائر، المغرب وتركيا للفترة: 2005-2017، مجلة الاقتصاد الدولي والعولمة، المجلد 03، العدد 01، 2020، ص ص 137-139.

<sup>2</sup> إيمان عبد المطلب حسن المولى، أهمية المعرفة المالية في اتخاذ قرارات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية، مجلة تكريت للعلوم الاقتصادية والإدارية، العراق، المجلد 03، العدد 43، 2018، ص ص 32-33.

<sup>3</sup> أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006، ص 498.

انطلاقاً مما سبق، نستنتج أن الخطوة الأولى لتنشيط أي سوق مالي تتمثل في نشر الثقافة المالية لدى الجمهور والمؤسسات وحتى الحكومات حول مختلف المنتجات والعمليات المالية التي يتم التعامل بها في الأسواق، حتى تشكل لديهم فكرة واضحة حول كيفية الاستثمار بها، ومحاولة توظيف مدخراتهم المالية فيها. ومن ناحية أخرى يجب على الهيئات القائمة على الأسواق المالية أن تفرض ضوابط وقيود صارمة على المؤسسات فيما يتعلق بالإفصاح والشفافية على مختلف القوائم والعمليات المالية. وذلك من أجل إعطاء صورة واضحة للجمهور والمحللين حول وضعية المؤسسات المدرجة من أجل مساعدتهم في اتخاذ القرارات الإستثمارية المناسبة. وبهذا يتم تحفيز المستثمرين ورؤوس الأموال للولوج إلى الأسواق المالية، وهو ما ينعكس إيجاباً على نشاطها.

### ثانياً: تنشيط الأسواق المالية من جانب العرض

بالإضافة إلى جانب الطلب، يمكن أيضاً تنشيط الأسواق المالية من جانب العرض وذلك من خلال:<sup>1</sup>

#### 1. إنشاء وتوسيع شركات الأموال

تعتبر الشركات المحرك الرئيسي للأسواق المالية، فهي العامل الذي يساعد على نموها ونشاطها، وكلما زاد عدد الشركات المدرجة كلما زادت فعالية السوق، من خلال تحفيز عمليات الاستثمار والتداول وتلبية احتياجاتها التمويلية.<sup>2</sup> ومن جانب آخر تقوم المؤسسات بطرح الأسهم والأدوات المالية الأخرى للاكتتاب وهو ما يوسع خيارات المستثمرين عند بناء محافظهم المالية مما يؤدي إلى خلق نوع من الحيوية والديناميكية في السوق، ويساهم هذا التنوع في إدارة مختلف المخاطر الاستثمارية.

#### 2. خلق منتجات مالية جديدة

يتطلب تنشيط الأسواق المالية من جانب العرض خلق منتجات وأدوات مالية جديدة تتوافق مع الرغبات المتزايدة والمختلفة للمستثمرين وطالبي التمويل. وفي هذا الإطار يمكن الاستفادة من الهندسة المالية بشكل كبير في تحقيق هذا الغرض، لأن هذه الأخيرة وجدت بشكل أساسي من أجل تطوير أدوات التمويل. ويمكن تنشيط الأسواق المالية الخاملة من خلال إدراج منتجات مالية جديدة في حدود إمكانيات ومدى كفاءة تلك الأسواق كي لا تستخدم تلك المنتجات بشكل خاطئ وينجر عنه عواقب وخيمة، وهو ما أثبتته التجربة في الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، أين استخدمت بعض المنتجات المالية بشكل مبالغ فيه وفي غير محلها وخاصة تقنية التوريق، الشيء الذي أدى إلى انفجار الأزمة.

<sup>1</sup> سارة بكوش، أثر إدارة وتطوير المنتجات المالية في تنشيط السوق المالية-دراسة مقارنة بين الأسواق المالية لكل من الجزائر، المغرب وتركيا للفترة: 2005-2017، مرجع سابق، ص ص 135-136.

<sup>2</sup> حبيلة بن وارث، ربعة حملوي، آليات تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال الوعي والمناخ الاستثماري-دراسة بورصة الجزائر، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 07، العدد 02، 2016، ص 247.

### ثالثا: تنشيط الأسواق المالية من قبل إدارة السوق

لتنشيط الأسواق المالية يجب على إدارة الأسواق وكل الأطراف ذوي العلاقة بها القيام بمجموعة من الترتيبات الضرورية، نذكر من بينها:<sup>1</sup>

#### 1. توجيه الاهتمام نحو سوق الإصدار

ويكون ذلك من خلال تشجيع إنشاء المؤسسات الجديدة وتيسير عمليات الإدراج وطرح الأدوات المالية التي تحقق هذا الغرض، بالإضافة إلى منح الامتيازات والاعفاءات الضريبية والجمركية لها ومساعدتها في إيجاد مكتتبين حقيقيين على منتجاتها.

#### 2. تطوير القوانين والتشريعات وتحديثها باستمرار

يجب على المشرعين في الأسواق المالية صياغة قوانين تتميز بالمرونة وتضمن حقوق مختلف المتعاملين فيها من أجل تشجيع المدخرات المحلية على التوجه نحوها، بالإضافة إلى منح مزايا خاصة لرؤوس الأموال الأجنبية وعدم فرض قيود تثبيطية خاصة فيما يتعلق بعمليات التحويل وذلك من أجل دمج السوق المالي المحلي في الأسواق المالية العالمية.

#### 3. خلق الثقة في السوق

لضمان سوق مالي نشط يجب حماية المستثمرين من المضاربات التي لا تفيد الاقتصاد الوطني ولا تعطي أي قيمة مضافة له. لذلك يجب دعم عمليات الإفصاح والحوكمة في السوق وخلق بيئة استثمارية مناسبة عنوانها الوضوح والشفافية في المعاملات.

وتجدر الإشارة إلى أن أدوار إدارة الأسواق المالية وخاصة الناشئة منها مهمة وضرورية جدا في مسار تنشيط الأسواق، لذا يجب عليها تشديد الرقابة على مختلف المتعاملين في الأسواق الجزئية، خاصة عند إدراج منتجات مالية جديدة لم يسبق التعامل بها، حتى تتفادى المشاكل والأزمات المالية. كما يجب عليها إعطاء أكبر قدر ممكن من الاهتمام لأسواق المؤسسات الصغيرة والصغيرة، وتحفيز المؤسسات الناشئة على الإدراج فيها بهدف مساعدتهم على النمو والتوسع.

<sup>1</sup> وصاف عتيقة، عاشور سهام، مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، يومي 21 و22 نوفمبر 2006، جامعة بسكرة، الجزائر، ص ص 12-13.

## الفرع الثاني: مؤشرات قياس نشاط الأسواق المالية

هناك العديد من المعايير والمؤشرات التي يتم من خلالها الحكم على مدى نشاط ودرجة تطور الأسواق المالية، وفيما يلي بيان لأهم المؤشرات المستخدمة في قياس درجة نشاط أي سوق مالي.

### أولاً: المؤشر العام لأسعار الأسهم

يعتبر هذا المؤشر مقياس قوي للتعرف على اتجاهات السوق المستقبلية وحركة الأسعار بشكل عام. فهو يستخدم كمقياس للحركة العامة في السوق، حيث يتم قياسه انطلاقاً من مجموع الأوراق المالية التي تمثل مختلف قطاعات السوق، ومنه فإن أي ارتفاع أو انخفاض في هذا المؤشر يدل على ارتفاع أو انخفاض السوق ككل في نفس الاتجاه.<sup>1</sup> ويكتسب هذا المؤشر أهمية كبيرة لدى مختلف المتعاملين في السوق، حيث جرت العادة على أن يتم تقييم نشاط السوق، خاصة من قبل المستثمرين من خلال متابعة مؤشرات الأسواق المالية من أجل اتخاذ مختلف القرارات الاستثمارية. وتجدر الإشارة إلى أن الصحف العالمية تقوم يومياً بنشر مختلف التطورات التي تحدث على مؤشرات الأسهم وهو ما يساعد المستثمرين في الاطلاع على استثماراتهم وبالتالي يزيد من مقدرتهم على توجيه رؤوس أموالهم نحو الأسواق المالية الأكثر كفاءة واستقراراً.<sup>2</sup>

### ثانياً: مؤشرات قياس حجم السوق

هناك مؤشرين رئيسيين يساعدان في الحكم على حجم واتساع أي سوق مالي هما:

#### 1. معدل الرسملة السوقية (معدل القيمة السوقية)

تمثل القيمة السوقية مجموع قيمة رأسمال الشركات المدرجة في السوق المالي، وتحسب هذه النسبة من خلال نسبة القيمة السوقية للأسهم المحلية المدرجة في السوق للدولة المعنية إلى الناتج المحلي الإجمالي للدولة. ويستخدم هذا المؤشر لقياس حجم العرض الكلي في السوق، وبالتالي فهو يعتبر مرآة عاكسة لمدى تأثير الدولة على تحركات رؤوس الأموال وتنوع المخاطر في الاقتصاد الكلي من خلال السياسات المالية والنقدية والضريبية التي تشجع على إنشاء الشركات وإدراجها في السوق المالي.<sup>3</sup> ومنه فإن استخدام مؤشر الرسملة السوقية لقياس حجم السوق المالي يكون من خلال:<sup>4</sup>

- أن رسملة السوق تبين الحجم الكلي للسوق بوصفها نسبة من الناتج المحلي الإجمالي؛

<sup>1</sup> أزهري الطيب الفكي أحمد، مرجع سابق، ص 148.

<sup>2</sup> عباس كاظم الدغمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، الطبعة الأولى، ص ص 176-177.

<sup>3</sup> أزهري الطيب الفكي أحمد، مرجع سابق، ص 147.

<sup>4</sup> عبد الكريم جابر العيساوي، مرجع سابق، ص 184.

- يرتبط حجم السوق المالي بالقدرة على تعبئة رأس المال وتنويع المخاطر.

## 2. عدد الشركات المدرجة

يشير هذا المؤشر إلى عدد الشركات المدرجة في السوق المالي والتي يتم تداول منتجاتها المالية في السوق المنظمة، ويستخدم هذا المؤشر لمعرفة حجم السوق وتركيبه القطاع الاقتصادي، وغالبا ما تشير الزيادة في عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية إلى تطور وازدهار السوق في ذلك البلد. لكن هذا المؤشر قد يفقد دلالة إذ لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية، فقد يكون عدد الشركات المدرجة في السوق كبيرا لكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغير.<sup>1</sup>

## ثالثا: مؤشرات قياس سيولة السوق

من أجل معرفة سيولة الأسواق المالية، نستعين بالمؤشرين التاليين:

### 1. معدل حجم التداول

يعتبر المحللون الفنيون أن حجم التداول مؤشر هام لمعرفة التغير في الأسعار في المستقبل، فإذا تبين أن حجم التداول في سوق معين قد ارتفع فهذا دليل على أن اتجاه السوق تصاعدي، أي أن الطلب يفوق العرض في السوق وهو ما يؤدي لارتفاع الأسعار. أما إذا كان حجم التداول في انخفاض فهذا يعني أن اتجاه السوق تنازلي وأن الأسعار تتجه للانخفاض.<sup>2</sup>

ويتم حساب هذا المؤشر من خلال قسمة قيمة الأدوات المالية المتداولة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي. ويعتبر مؤشر حجم التداول مقياسا جيدا للحكم على نشاط وسيولة أي سوق مالي كون أنه يأخذ نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي، إذ أن التداول يعطي إشارات مهمة عن قوة السوق واتجاهاته في المستقبل. فعمليات البيع والشراء لأداة مالية معينة تولد حجما كبيرا للتداول وينتج عن ذلك زيادة الطلب ومن ثم زيادة أسعارها، أما إذ لم يكن هناك تداول كبير للأدوات المالية فإن ذلك يؤدي إلى قلق المستثمرين وبالتالي سوف يتجهون نحو تصفية مراكزهم الاستثمارية مما يؤدي لزيادة العرض وبالتالي انخفاض الأسعار.<sup>3</sup>

### 2. معدل الدوران

يتيح هذا المؤشر قياس النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو مجموعة شركات داخل قطاع من القطاعات الاقتصادية المختلفة، وذلك بهدف التعرف على نشاط هذه الأسهم في سوق التداول في مدة زمنية

<sup>1</sup> حيدر حسين آل طعمة، مرجع سابق، ص 36.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 2005، ص 314.

<sup>3</sup> حيدر حسين آل طعمة، مرجع سابق، ص 35.

معينة. ويمكن حساب معدل الدوران من خلال قسمة إجمالي الأسهم المتداولة على القيمة السوقية (رسملة السوق) خلال فترة زمنية معينة.<sup>1</sup> وتصدر الإشارة إلى أن مؤشر معدل دوران الأوراق المالية من المؤشرات المهمة التي تعطي صورة واضحة عن نشاط الأسواق المالية، حيث يعكس هذا المؤشر مدى الإقبال على مختلف الأدوات المالية وخاصة الأسهم ومقدار الصفقات التي تعقد على أي أداة من الأدوات المالية.<sup>2</sup>

#### رابعاً: مؤشرات أخرى

تعتبر المؤشرات سابقة الذكر أساس قياس نشاط الأسواق المالية كون أنها تعتبر مقاييس عديدة تعطي نتائجها بدقة وهو ما يسهل الحكم على أي سوق. إلا أنه توجد مؤشرات أخرى مثل:

#### 1. درجة التركيز

يقيس هذا المؤشر درجة تركيز التداول، فيما إذا كان حجم التداول مركزاً في عدد محدد من الشركات المقيدة أو موزع على عدد كبير منها، ويمكن قياس درجة التركيز من خلال حساب نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال السوقي وإجمالي قيمة التداول.<sup>3</sup>

#### 2. درجة التذبذب

يعتبر هذا المؤشر من أهم المؤشرات التي تقيس نشاط واستقرار الأسواق المالية، حيث أن درجة تذبذب الأسعار يعبر عنها بدرجة تشتت العائد عبر الزمن، والتي تقاس من خلال الانحراف المعياري للعوائد المتحققة. فكلما زادت درجة تشتت العائد دل ذلك على وجود احتمال مخاطر كبيرة قد تكون عائقاً أمام الاستثمارات في السوق وهذا بسبب عدم استقرار السوق، وبالتالي عدم استقرار الأسعار نسبياً بين فترتي الشراء والبيع، ومنه وجود صعوبات في تقدير العوائد المحتملة، ويمكن قياس مستوى التذبذبات من خلال معامل الاختلاف والانحراف المعياري.<sup>4</sup>

#### 3. مؤشر كفاءة تسعير الأصول الرأسمالية

تقاس كفاءة تسعير الأصول الرأسمالية من خلال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية والذي يتيح ويمكن من الحكم على القيمة السوقية للورقة المالية من خلال المقارنة بين العائد الفعلي والعائد على الاستثمار، فمثلاً إذا كان العائد على الاستثمار على ورقة مالية وفقاً لهذا النموذج في حدود 16% وكان العائد الفعلي 18%، فهذا يعني أن

<sup>1</sup> عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق، ص 179.

<sup>2</sup> حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 185.

<sup>3</sup> عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق، ص 180.

<sup>4</sup> سليمان بن بخمة، الشريف ريحان، مؤشرات فعالية أسواق الأوراق المالية العربية: دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية السعودي للفترة 2007-2016، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير، المجلد 13، العدد 01، 2017، ص 44.

الورقة المالية مسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية.<sup>1</sup> ويعتمد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على فكرة العلاقة بين العائد والمخاطرة، حيث قدمه وليام شارب "William Sharpe" لأول مرة عام 1964م لاستخدامه كأساس لتقييم الاستثمار في الأوراق المالية.<sup>2</sup> ويحسب بالمعادلة التالية:<sup>3</sup>

$$E(R_X) = R_F + [E(R_M) - R_F]B_X$$

حيث:

$E(R_X)$ : العائد المطلوب للورقة المالية؛  $E(R_M)$ : العائد المطلوب على محفظة السوق؛

$B_X$ : معامل بيتا للورقة المالية (يقيس درجة حساسية عائد الورقة المالية اتجاه عائد السوق).

#### 4. مؤشرات تطور البنية المؤسسية والتنظيمية للسوق

لقد ساهمت العولمة المالية في تغير شكل الأسواق المالية، حيث أنه في ظل مقاربة التعولم صارت الأسواق تستغل بشكل سلبي من طرف المتعاملين فيها وهو ما أثر على كفاءتها ونشاطها. وفي ظل هذه التغيرات توجهت الدراسات إلى استقصاء أهم المؤشرات المؤثرة في البنية المؤسسية والتنظيمية للأسواق المالية، وتم التوصل إلى أنه توجد مؤشرات داعمة لها، وهي:<sup>4</sup>

- مؤشر مدى نشر الشركات المدرجة للمعلومات المرتبطة بالعائد والمخاطر؛
- مؤشر مدى توفر العوائق على الاستثمار الأجنبي وتحويل رؤوس الأموال.

#### المطلب الثاني: أهمية تداول منتجات الهندسة المالية في زيادة نشاط الأسواق المالية

إن منتجات الهندسة المالية ضرورية لدعم الأسواق المالية، فهي تساهم في إدارة مختلف المخاطر مما يوفر بيئة استثمارية مناسبة تحفز مختلف المستثمرين المحليين والأجانب وهو ما ينعكس بالإيجاب على السوق.

#### الفرع الأول: آليات استخدام منتجات الهندسة المالية في تنشيط الأسواق المالية

منذ ظهور الابتكار المالي والهندسة المالية حدثت تغيرات وتحولات كبيرة في المفاهيم والآليات التي تحكم الأسواق المالية، فقد ساهمت طفرة المالية التي أفرزتها الهندسة المالية في خلق وابتكار منتجات وأدوات مالية والتي

<sup>1</sup> إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية للنشر، القاهرة، مصر، 2000، ص ص 41-42.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007، الطبعة السادسة، ص 428.

<sup>3</sup> Steffen Hüper, CAPM und Tax-CAPM im Mehrperiodenfall, Springer Galber, 2018, P14.

<sup>4</sup> سليمان بن بخمة، الشريف ريحان، مرجع سابق، ص 45.

من أبرزها المشتقات المالية التي زادت من نشاط وفعالية الأسواق من خلال استخدامها في عدة مجالات نذكر من بينها:<sup>1</sup>

#### أولاً: التغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية

تعتبر منتجات الهندسة المالية الحديثة أدوات جيدة للتغطية ضد مخاطر تقلبات الأسعار في السوق، وذلك من خلال آلية نقل المخاطر من الأشخاص الذين لا يرغبون في تحمل المخاطر إلى أشخاص آخرين يرغبون في تحملها دون الحاجة إلى شراء مسبق للأصول محل التعاقد. ومن المؤكد أن التغطية من أهم وظائف الهندسة المالية التي وجدت من أجلها.

#### ثانياً: أدوات لاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر

تسمح منتجات الهندسة المالية بالتعرف على ما ستؤول إليه أسعار الأصول التي أبرمت عليها العقود في السوق الحاضر في تاريخ التسليم. لذا تعرف بأنها أدوات جيدة لاكتشاف السعر، أي استكشاف المستوى الذي يمكن أن يكون عليه السعر في السوق الحاضر عند تاريخ التسليم، فعلى ضوء أسعار منتجات الهندسة المالية يبدأ سعر الأصل في السوق الحاضر في التغير بما يعكس الأسباب التي تظاهر الاتجاه العام لتوقعات المتعاملين.

#### ثالثاً: إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية

تتيح منتجات الهندسة المالية المجال للمستثمرين من أجل تخطيط تدفقاتهم النقدية، حيث يستطيع أطراف العقود التي تعقد حول تلك المنتجات رسم تدفقاتهم النقدية المستقبلية بدقة حسب هدف كل طرف، وذلك طالما أن البائع يدرك أن نتيجة بيع الأصل ستكون على أساس سعر العقد، كما يدرك المشتري أن مدفوعاته للشراء هي أيضاً على أساس سعر العقد.

#### رابعاً: إتاحة فرص استثمارية للمضاربين

يسعى المضاربون في الأسواق المالية إلى تحقيق الأرباح من خلال توقعاتهم بشأن الأسعار، في إطار سعيهم لتحقيق المكاسب بدخولهم أطرافاً في مختلف العقود، فهم يقدمون خدمات اجتماعية حتى وإن كانوا لا يقصدون ذلك. حيث أن الطرف الذي تنتقل إليه المخاطر التي لا ترغب فيها الأطراف الأخرى، أي الأطراف التي لا تمتلك الأصول فعلياً (البائعون) أو ترغب في امتلاكها مستقبلاً (المشترون). هذا يعني أنه يزيل عدم التأكد لدى الطرف الآخر بما يتيح له فرصة أكبر لتركيز جهوده على استثمارات أخرى.

<sup>1</sup> وائل رفعت خليل، إبراهيم السيد، التحليل المالي وإدارة المخاطر المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2017، ص ص 208-209.

#### خامسا: تيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد

تتميز منتجات الهندسة المالية وخاصة المشتقات المالية بانخفاض تكلفة معاملاتها على مستوى الأسواق الحاضرة، فمثلا تكلفة صفقة عقد مستقبلي قيمته مليون دولار لا تتجاوز 100 دولار، وهو معدل تكلفة يبلغ 0.01 % من قيمة العقد. وبما أن تكلفة المعاملات تؤثر بشكل كبير على سيولة السوق فإن هذه المنتجات تجعل الأسواق أكثر كفاءة بما يتيح فرصا إضافية لإبرام الصفقات بسعر أقرب للقيمة العادلة. ومن جانب آخر يساهم التعامل في العقود في تنشيط سوق الأصول المتعاقد عليها، وذلك من خلال زيادة حجم التداول عليها وذلك بسبب أن العقود المالية لا تتطلب إلا مبالغ ضئيلة جدا من حجم الصفقة تكون غالبا في شكل علاوات أو مكافآت.<sup>1</sup>

#### سادسا: سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية

تتميز منتجات الهندسة المالية بمرونتها فضلا عن سيولتها، فلو أن مستثمر يرغب في القيام باستثمار بمبلغ مليون دولار في محفظة التنويع، فيمكنه شراء تشكيلة من الأسهم الفردية التي تحقق رغباته. هذا الاختيار قد يتطلب تنفيذه وقتا وتكلفة كبيرة. وبدل ذلك يمكنه القيام باستثمار في المشتقات المالية التي تمكنه من تنفيذ استثماراته في زمن أقل وبتكاليف متدنية جدا.<sup>2</sup>

#### سابعا: تحقيق سمة الكمال للسوق

تتحقق سمة الكمال للأسواق المالية عندما تتوفر الأصول المالية لكافة المتعاملين بما يلبي رغباتهم ويحقق أهدافهم الاستثمارية سواء من حيث العائد أو المخاطرة. وعلى الرغم من أن سمة الكمال يصعب تحقيقها في الواقع، إلا أنه ومن خلال الهندسة المالية ومنتجاتها يمكن للمستثمرين الحصول على توليفات من المنتجات والأدوات المالية المتداولة في السوق الحاضر، وفي ظلها يتحقق للمستثمرين مستويات فريدة من العائد والمخاطرة التي لا تحققها أي ورقة مالية متداولة في السوق الحاضر.<sup>3</sup>

#### الفرع الثاني: أثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط الأسواق المالية

تمكن منتجات الهندسة المالية المستثمرين من إدارة مختلف المخاطر باستخدام التنويع بواسطة هذه المنتجات، بالإضافة إلى البيع والتأمين ضد المخاطر وهو ما يسمح بخلق بيئة استثمارية مناسبة خالية من المخاطر، مما يحفز عمليات الاستثمار المالي وبالتالي تنشيط الأسواق المالية، ويكون ذلك من خلال:<sup>4</sup>

<sup>1</sup> حاكم الربيعي وآخرون، مرجع سابق، ص 338

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص ص 338-339.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص 339.

<sup>4</sup> بن عبد الله رشيدة رشا، أهمية استخدام الهندسة المالية في الأسواق المالية الناشئة، مجلة الاقتصاد والقانون، العدد 01، 2018، ص 284.

- **تجنب المخاطر:** عندما تمتنع البنوك والمؤسسات المالية وكذا المستثمرين عن توجيه أموالهم نحو الاستثمارات عالية المخاطر لتجنب مخاطر الائتمان، وعدم الاستثمار في المنتجات المالية طويلة الأجل لتجنب مخاطر الفائدة، تقدم الهندسة المالية مجموعة من المنتجات وخاصة المشتقات المالية والتي يمكن من خلالها استثمار الأموال في ظل مستويات متدنية من المخاطر؛
- **تقليل المخاطر:** وفي هذا الإطار تقدم الهندسة المالية جملة من المنتجات والتقنيات التي تساهم في التنبؤ بمختلف المخاطر والتقليل من تأثيرها في حال وقوعها؛
- **نقل المخاطر:** تعتبر منتجات الهندسة المالية أكثر المنتجات المالية فعالية في تحويل ونقل المخاطر من المستثمرين الذين لا يرغبون في تحمل المخاطر إلى الأطراف التي ترغب في تحملها؛
- **المراجعة بين الأسواق:** بفضل منتجات الهندسة المالية يمكن القيام بعمليات المراجعة بين مختلف الأسواق المالية، وبالتالي نقل هذه المنتجات من سوق لآخر وهو ما يؤدي إلى تنشيط الأسواق الخاملة أو تلك التي تفتقر لأدوات مالية معينة؛
- **التنوع:** تتيح منتجات الهندسة المالية المجال للمستثمرين لتنويع محافظهم المالية وتحديد أدواتهم الاستثمارية وخاصة المشتقات المالية.

### المطلب الثالث: تجارب دولية في تنشيط الأسواق المالية من خلال منتجات الهندسة المالية

بعد المزايا الكبيرة التي قدمتها منتجات الهندسة المالية للأسواق المالية التي كانت السبابة في إدراجها، سارعت العديد من الأسواق الأخرى بطرحها للتداول. سنحاول عرض تجربتي السوق المالي اليوناني والتايلندي لمعرفة مدى مساهمة منتجات الهندسة المالية في تنشيط هذين السوقين.

#### الفرع الأول: تجربة بورصة آثينا

سنحاول من خلال الآتي تسليط الضوء على بورصة آثينا وتداول منتجات الهندسة المالية فيها وأثر ذلك على نشاطها من خلال تحليل بعض مؤشراتهما.

#### أولاً: لمحة حول بورصة آثينا

بورصة آثينا، أو ما تعرف بـ: "ASE" أو "ATHEX". تأسست هذه البورصة سنة 1876م كمنظمة عامة ذاتية التنظيم لتتحول بعدها سنة 1918م إلى هيئة عامة تمثل الدولة اليونانية. وبالرغم من الانطلاقة المتأخرة نسبياً للبورصة مقارنة بباقي البورصات الأوروبية والعالمية، إلا أن بورصة آثينا شهدت جملة من التطورات والتغيرات الهيكلية المتسارعة والتي أدت إلى نموها ومواكبتها لباقي الأسواق المالية الأوروبية، نلخص أبرزها في الجدول الموالي:

جدول رقم (12): مراحل تطور بورصة آثينا

| التاريخ | الحدث                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|---------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1991    | بدأ تشغيل أول نظام تداول إلكتروني "ASIS"، مما ألغى أسلوب المناذاة المفتوح. كما تم تأسيس مركز الإيداع المركزي للأوراق المالية "CSD" لتصفية المعاملات.                                                                                                                                                                                                              |
| 1995    | باعت الدولة اليونانية من خلال اكتتاب خاص، 39.67٪ من رأس مال البورصة، بعدما كانت الدولة المساهم المسيطر عليها.                                                                                                                                                                                                                                                     |
| 1998    | باعت الدولة اليونانية من خلال اكتتاب ثاني ما يقرب من 12٪ من رأس المال إلى مستثمرين مختارين.                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| 1999    | - بدأت بورصة مشتقات آثينا "ADEX" وغرفة مقاصة مشتقات آثينا "ADECH" عملياتها، حيث تم تداول أول منتجات المشتقات المالية في شهر أوت.<br>- بدأ مشروع إزالة الطابع المادي للأسهم، واستبدلت إيصالات الإيداع الورقية تدريجيًا بإدخالات الكتاب الإلكتروني في نظام الأوراق المالية غير المادية "DSS". وفي نوفمبر تم تشغيل نظام التجارة الإلكترونية "OASIS" ليحل محل "ASIS". |
| 2003    | قامت الدولة اليونانية كجزء من برنامج الخصخصة، ببيع ما تبقى من الأسهم التي تمتلكها إلى 7 بنوك. لتنتقل مسؤولياتها التنظيمية المتبقية إلى هيئة أسواق رأس المال اليونانية.                                                                                                                                                                                            |
| 2008    | - بدأ أول صندوق تداول في البورصة "ETF" تداولاته في السوق اليونانية.<br>- بدأ تشغيل السوق البديلة "ENA". وبحلول نهاية العام قامت 09 شركات بإدراج أسهمها في تلك السوق.                                                                                                                                                                                              |

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على موقع بورصة آثينا، تاريخ الاطلاع: 2021/11/27، على الرابط:

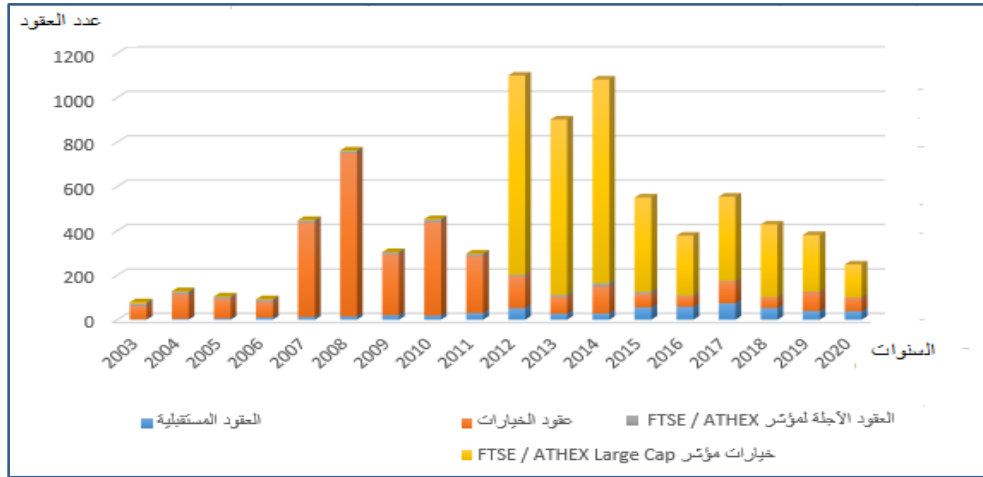
<https://www.athexgroup.gr/history>

تجدر الإشارة إلى أن بورصة آثينا تعرضت للعديد من الهزات والصدمات التي أثرت على نشاطها، لعل أبرزها التبعات التي كانت بسبب أزمة الديون السيادية في اليونان سنة 2009 م، والتي أدت إلى تدهور الأوضاع الاقتصادية في البلد وارتفاع علاوة المخاطر على الأدوات المالية الحكومية، مما أدى إلى انسحاب الشركات المدرجة في البورصة وعزوف المستثمرين عن منتجاتها المالية.

### ثانيا: تطور منتجات الهندسة المالية في بورصة آثينا

لمعرفة مدى نشاط بورصة آثينا، نستعرض من خلال الشكل الموالي متوسط عدد العقود على المشتقات المالية التي يتم إبرامها يوميا في هذه البورصة:

شكل رقم (21): متوسط عدد العقود اليومية على المشتقات المالية في بورصة آثينا



المصدر: من إعداد الطالب بناءً على التقارير السنوية لبورصة آثينا (2003-2020)

نلاحظ من الشكل السابق أن عقود الخيارات على المؤشرات هي المسيطر الأكبر على إجمالي عقود المشتقات المالية المتداولة في البورصة، حيث بلغت أعلى قيمة لها سنة 2011 بمعدل 1308 عقد يوميا. بينما العقود الآجلة على المؤشرات تحتل المركز الثاني من إجمالي العقود على المؤشرات وبلغت أعلى نسبة لها سنة 2014 بمعدل يفوق 14 عقد يوميا. ومن ناحية أخرى نلاحظ هيمنة باقي عقود الخيارات المالية على التداولات في بورصة آثينا، حيث وصلت نسبتها سنة 2008 إلى 734 عقد يوميا بينما سجلت باقي العقود الآجلة أكبر متوسط لها سنة 2017 بمعدل يزيد عن 74 عقد يوميا.

وعموما نلاحظ من الشكل أيضا أن منتجات الهندسة المالية شهدت في بورصة آثينا رواجاً كبيراً في السنوات الأخيرة الماضية، خاصة خلال الفترة: 2012-2014، مع ملاحظة هيمنة عقود الخيار على التداولات. ويمكن إرجاع ذلك إلى التقلبات الشديدة التي شهدتها الاقتصاد اليوناني في ظل الأزمة المالية العالمية وبعدها الأزمة اليونانية، الشيء الذي دفع مختلف المتعاملين والمستثمرين في السوق المالي إلى تفضيل عقود الخيار التي تعطي لهم حق تنفيذ العقود من عدمه وفقاً لحالة السوق المالي خاصة مع الغموض الكبير الذي شهدته الدولة في السنوات السابقة.

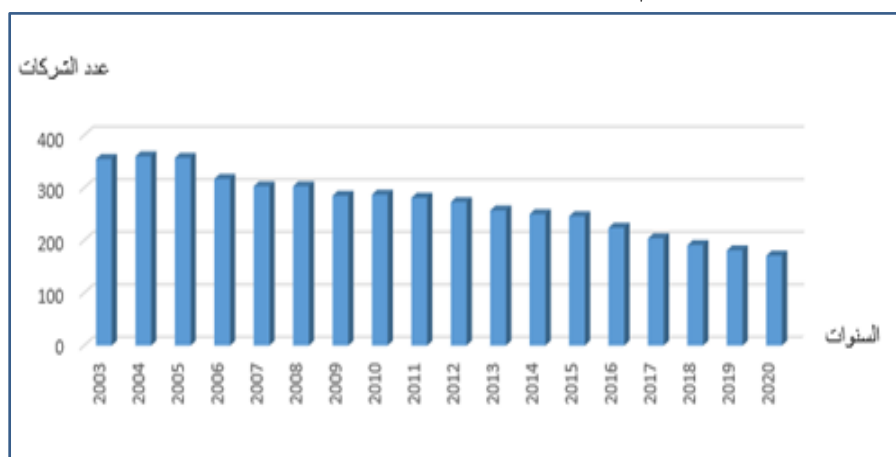
### ثالثاً: أثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة آثينا

لمعرفة أثر تداول منتجات الهندسة المالية على بورصة آثينا نقوم بتحليل بعض مؤشرات نشاطها.

#### 1. تطور عدد الشركات المدرجة

يعتبر مؤشر عدد الشركات معيار قوي للحكم على نشاط الأسواق المالية لأي دولة، والشكل الموالي يوضح الشركات التي يتم تداول منتجاتها المالية في بورصة آثينا خلال الفترة 2003-2020:

شكل رقم (22): عدد الشركات المدرجة في بورصة أثينا



المصدر: من إعداد الطالب بناءً على التقارير السنوية لبورصة أثينا (2003-2020)

نلاحظ من الشكل السابق أن عدد الشركات المدرجة في بورصة أثينا بلغت أعلى نسبة لها سنة 2004 بمقدار 360 شركة، حيث شهدت بورصة أثينا استقراراً في تلك الفترة، بسبب فترة الراج التي مر بها اقتصاد البلد، ومع بروز الأزمة المالية العالمية انخفض عدد الشركات إلى 303 شركة سنة 2008. وبعد الأزمة الأخرى التي شهدتها اليونان استمرت بورصة أثينا في فقد الشركات المدرجة في السوق، إلى أن وصل عددها سنة 2020 إلى 171 شركة منها 10 شركات تنشط في السوق البديلة و صندوق استثماري وحيد.

## 2. تطور حجم التداول

لمعرفة نشاط بورصة أثينا تتبعنا حجم التداول خلال الفترة: 2003-2020، من خلال الجدول الآتي:

جدول رقم (13): تطور حجم التداول في بورصة أثينا

| السنة                    | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007  | 2008 |
|--------------------------|------|------|------|------|-------|------|
| حجم التداول (مليار يورو) | 34,9 | 35,6 | 52,5 | 85,1 | 121,3 | 78,1 |
| السنة                    | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013  | 2014 |
| حجم التداول (مليار يورو) | 50,9 | 35,1 | 20,7 | 12,9 | 21,3  | 31,5 |
| السنة                    | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019  | 2020 |
| حجم التداول (مليار يورو) | 19,1 | 15,1 | 14,8 | 13,9 | 16,6  | 16,2 |

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على التقارير السنوية لبورصة أثينا (2003-2020)

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن بورصة أثينا مرت بمرحلتين خلال الفترة: 2003-2020. ففي المرحلة الأولى من 2003 إلى 2007 شهدت البورصة انتعاشاً كبيراً بسبب ارتفاع الطلب في السوق على مختلف

المنتجات المالية، وهو ما إنعكس بشكل مباشر على حجم التداول الذي بلغ أكبر نسبة له سنة 2007 بـ: 121.3 مليار يورو. أما في المرحلة الثانية والتي امتدت إلى غاية سنة 2020 ف سجلنا انخفاضا ملحوظا في حجم التداول، حيث وصل لأدنى قيمة له سنة 2012 بمقدار 12.9 مليار يورو بسبب رغبة المستثمرين في التخلص من منتجاتهم المالية بعد الصدمة التي تلقونها إبان الأزمة المالية وهو ما أدى إلى إرتفاع العرض منها وبالتالي انخفاض حجم التداول في بورصة آثينا.

### 3. مؤشرات أخرى

يمكن استعراض باقي مؤشرات نشاط بورصة آثينا ومقارنتها مع متوسط مؤشرات النشاط في البورصات الأوروبية خلال الفترة: 2005-2020، من خلال الجدول الموالي:

جدول رقم(14): مؤشرات نشاط بورصة آثينا

| السنة/ المؤشر |               | معدل الرسملة السوقية      |               | معدل الدوران                  |               | درجة التركيز                  |  |
|---------------|---------------|---------------------------|---------------|-------------------------------|---------------|-------------------------------|--|
|               | بورصة آثينا % | متوسط الرسملة الأوروبية % | بورصة آثينا % | متوسط معدل الدوران الأوروبي % | بورصة آثينا % | متوسط درجة التركيز الأوروبي % |  |
| 2005          | 36.2          | 81.2                      | 34.4          | 73.8                          | -             | -                             |  |
| 2006          | 72.9          | 91.1                      | 44.7          | 91.1                          | -             | -                             |  |
| 2007          | 81.4          | 89                        | 52.3          | 126.4                         | -             | -                             |  |
| 2008          | 26.8          | 44.1                      | 100           | 188.6                         | 51.7          | 41.8                          |  |
| 2009          | 33            | 30.3                      | 58.8          | 81.3                          | 60.5          | 40.8                          |  |
| 2010          | 22.5          | 64.2                      | 64.6          | 82                            | 57.6          | 39.3                          |  |
| 2011          | 12.8          | 53.2                      | 74.6          | 93                            | 58.4          | 41.3                          |  |
| 2012          | 18.1          | 59.1                      | 36.1          | 63.7                          | 61.8          | 38.3                          |  |
| 2013          | 32.8          | 69.5                      | 30.3          | 55.4                          | 56.7          | 36.6                          |  |
| 2014          | 25.7          | 71.2                      | 60.9          | 61.7                          | 63.7          | 35.6                          |  |
| 2015          | 21.3          | 74.5                      | 45.9          | 71.7                          | 64.2          | 34.8                          |  |
| 2016          | 20.3          | 75.1                      | 36.3          | 58.1                          | 68.9          | 33.5                          |  |
| 2017          | 23.8          | 80.4                      | 30.1          | 55.9                          | 59.7          | 31.5                          |  |
| 2018          | 18.7          | 67.9                      | 31.1          | 67.9                          | 57            | 30.2                          |  |
| 2019          | 26.1          | 81.8                      | 29.8          | 49.8                          | 56.9          | 29.7                          |  |
| 2020          | 25.2          | 89.5                      | 32.3          | 57.2                          | 54.4          | 27.7                          |  |

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على التقارير السنوية لبورصة آثينا (2005-2020)

نلاحظ من خلال الجدول السابق مايلي:

- **بالنسبة لمعدل الرسملة السوقية:** شهد معدل الرسملة السوقية في الفترة: 2005-2008 ارتفاعا متزايدا بلغ سنة 2008 معدل: 81.4 % وهو معدل كبير قارب متوسط الرسملة الأوروبية في تلك السنة والذي بلغ بدوره معدل: 89 %. ولعل الأزمة المالية العالمية أثرت بصورة كبيرة على رسملة بورصة آثينا والأسواق المالية الأوروبية الأخرى، وهو ما نلاحظه من خلال التراجع الواضح في هذا المعدل الذي وصل في السنة الموالية لـ: 26.8 %، ليشهد بعد ذلك استقرارا نسبيا في السنوات الموالية، حيث بلغ سنة 2020 ما يقارب 25.2 %.

- **بالنسبة لمعدل الدوران:** يعكس معدل دوران المنتجات المالية بصورة كبيرة حيوية ونشاط أي سوق مالي. وقد شهد هذا المؤشر ارتفاعا كبيرا في بورصة آثينا خلال الفترة: 2005-2008، وصل إلى معدل: 100 %، أي أن الأفراد أصبحوا لا يحتفظون بمنتجاتهم المالية وذلك خوفا من أضرار الأزمة المالية العالمية، وفي المقابل وصل معدل الدوران في باقي الأسواق المالية الأوروبية إلى: 188.6 %، ويفسر ذلك بقيام المستثمرين والمضاربين ببيع منتجاتهم المالية على المكشوف بسبب الخسائر الكبيرة التي عمت الأسواق المالية في تلك الفترة. وبعد الاستقرار الذي شهدته البورصات العالمية، سجلنا تراجع نسبي في معدل دوران المنتجات المالية في بورصة آثينا تراوح بين 29.8 % سنة 2019 و 74.6 % سنة 2011.

- **بالنسبة لدرجة التركيز:** تتميز بورصة آثينا بدرجة تركيز مرتفعة نسبيا مقارنة بباقي البورصات الأوروبية، حيث سجلنا أعلى نسبة لها سنة 2015 بـ: 64.2 %، وفي المقابل لم تتعدى درجة التركيز الأوروبية نسبة: 41.8 % وكان ذلك سنة 2008. ويمكن إرجاع ذلك إلى هشاشة الاقتصاد اليوناني واعتماده على شركات معينة، وفي المقابل درجة تنوع مرتفعة بباقي الاقتصاديات الأوروبية.

من خلال ما سبق نستنتج أن منتجات الهندسة المالية ساهمت وتساهم بشكل كبير في تنشيط بورصة آثينا، خاصة من زاوية إدارة المخاطر، ففي ظل التقلبات والأزمات المالية المتكررة التي شهدتها النظام المالي العالمي، لعبت هذه المنتجات خط الدفاع الأول للتقليل من آثار الأزمات التي شهدتها الاقتصاد اليوناني، بالإضافة إلى أن العوائد المتأتية منها وخاصة المنتجات المالية المشتقة ساهمت في نمو وتطور بورصة آثينا لتجعلها تواكب باقي البورصات الأوروبية. ولعل الشيء الجدير بالذكر هو أنه بالرغم من أن الاقتصاد اليوناني أقل نموا وتطورا مقارنة بباقي الاقتصاديات الأوروبية إلا أن بورصة آثينا تساهم بشكل كبير ومستمر في دفع عجلة التنمية في اليونان من خلال تعبئتها للمدخرات المحلية والأجنبية وتوجيهها للاقتصاد.

## الفرع الثاني: تجربة بورصة تايلندا

قامت بورصة تايلندا بإدراج مجموعة من منتجات الهندسة المالية وطرحها للتداول بهدف تحسين مؤشراتنا وزيادة نشاطها.

### أولاً: لمحة حول بورصة تايلندا

يعود تاريخ إنشاء بورصة تايلندا إلى ستينات القرن 19، حين قامت الحكومة التايلندية بتنفيذ أول خطة رئيسية لدعم عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية بهدف تعزيز النمو الاقتصادي. حيث كان ضمن هذه الخطة إنشاء سوق مالي يكون مهمته تعبئة رأس المال اللازم لدعم التنمية الاقتصادية والصناعية في البلد خلال الفترة: 1967-1971. وعموماً يمكن تقسيم مراحل تطور بورصة تايلندا إلى مرحلتين أساسيتين:<sup>1</sup>

- **المرحلة الأولى:** تم في هذه المرحلة إنشاء بورصة "بانكوك"، حيث تأسست أول بورصة تايلندية في جويلية 1962م في شكل شراكة محدودة، وفي سنة 1963 تم تسجيل البورصة كشركة محدودة وتم تسميتها ب: بورصة بانكوك المحدودة "BSE".
- **المرحلة الثانية:** في هذه المرحلة تم إنشاء بورصة تايلندا، وعلى الرغم من أن بورصة بانكوك لم تنجح في القيام بدورها، إلا أن المفهوم المتعلق بإنشاء سوق مالي جيد التنظيم حظي بدعم حكومي واسع النطاق. لذلك اقترحت الخطة الوطنية الثانية للتنمية الاقتصادية والاجتماعية (1967-1971) إنشاء سوق رأس المال لأول مرة من خلال توفير التدابير والأدوات المناسبة لتسهيل تداول الأوراق المالية. وفي عام 1969، بناءً على توصية البنك الدولي، تم القيام بجملة من الأبحاث لتطوير السوق والتي أصبحت الخطة الرئيسية للتطوير المستقبلي لسوق رأس المال التايلاندي. وفي عام 1972 اتخذت الحكومة التايلاندية خطوة أخرى في إنشاء سوق رأس المال من خلال تعديل "إعلان المجلس التنفيذي رقم 58 بشأن مراقبة التعهدات التجارية التي تؤثر على السلامة العامة والرفاهية". وسعت التغييرات من سيطرة الحكومة وتنظيمها على عمليات شركات التمويل والأوراق المالية، التي كانت تعمل حتى ذلك الحين بحرية إلى حد ما. ثم في ماي 1974، تم سن التشريع الذي طال انتظاره لإنشاء بورصة الأوراق المالية في تايلاند "SET" لتوفير تداول الأوراق المالية من أجل تعزيز المدخرات وتعبئة رأس المال المحلي. تبع ذلك مراجعات لقانون الإيرادات في نهاية العام، مما سمح باستثمار المدخرات في سوق رأس المال. وبحلول عام 1975 كان الإطار التشريعي الأساسي ساري المفعول، وفي 30 أبريل 1975، بدأت بورصة الأوراق المالية في تايلاند التداول رسمياً. في 01 جانفي 1991، تم تغيير الاسم رسمياً إلى بورصة تايلاند "SET".

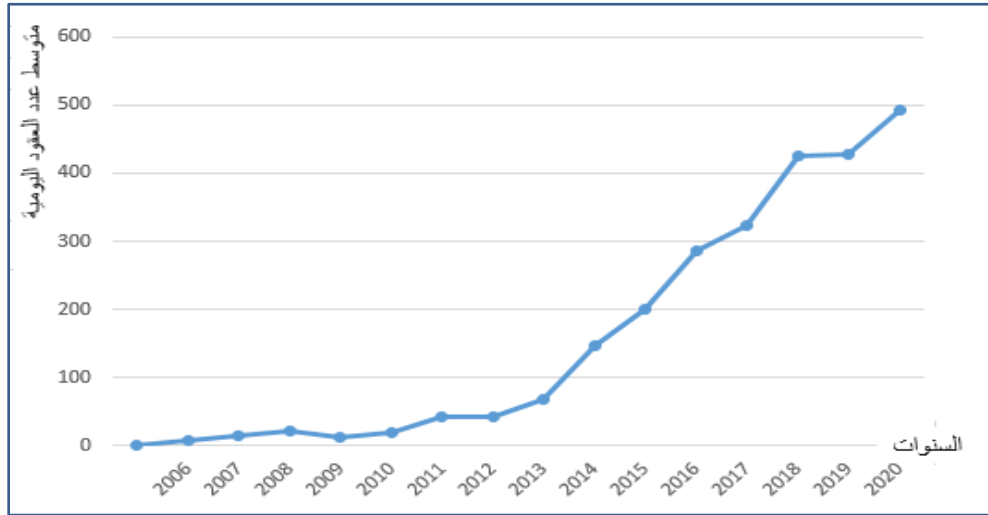
<sup>1</sup> موقع بورصة تايلندا، تاريخ الاطلاع: 2021/12/21، على الرابط:

[https://www.set.or.th/en/about/overview/history\\_p1.html](https://www.set.or.th/en/about/overview/history_p1.html)

### ثانيا: تطور منتجات الهندسة المالية في بورصة تايلندا

شكلت عقود المشتقات المالية الخيار الاستثماري الأبرز والأهم في بورصة تايلندا خلال السنوات القليلة الماضية، نظرا للمزايا الكبيرة التي توفرها هذه العقود سواءً بالنسبة للمستثمرين أو بالنسبة للسوق المالي. وسنحاول من خلال الشكل الموالي تتبع متوسط عدد العقود اليومية على المشتقات المالية خلال الفترة: 2006-2020.

شكل رقم (23): متوسط عدد العقود اليومية على المشتقات المالية في بورصة تايلندا



المصدر: من إعداد الطالب بناءً على التقارير السنوية لبورصة تايلندا (2006-2020)

نلاحظ من خلال الشكل السابق أنه وخلال الفترة: 2009-2013، لم تكن المشتقات المالية تنال الاهتمام الواسع من قبل المستثمرين في بورصة تايلندا بدليل عدد العقود المنخفض الذي يتم إبرامه عليها، حيث بلغ أكبر متوسط لها سنة 2013 بـ: 68 عقد. وابتداءً من سنة 2014 شهدت عقود المشتقات المالية في بورصة تايلندا رواجاً ونمو كبيرين، حيث وصل متوسط عدد العقود اليومية إلى: 428 و 494 عقد سنّي 2019 و 2020 على التوالي. ويمكن إرجاع هذا الإرتفاع الكبير في عقود المشتقات المالية إلى التقلبات الكبيرة التي حدثت في أسعار السوق وخاصة أسعار الفائدة والصرف وهو ما دفع المستثمرين للتحوط منها، بالإضافة إلى معدلات النمو التي حققها الاقتصاد التايلندي في السنوات الأخيرة، والذي دفع إلى ابتكار وإدخال آليات تمويلية جديدة من أجل تلبية الإحتياجات المالية للإقتصاد.

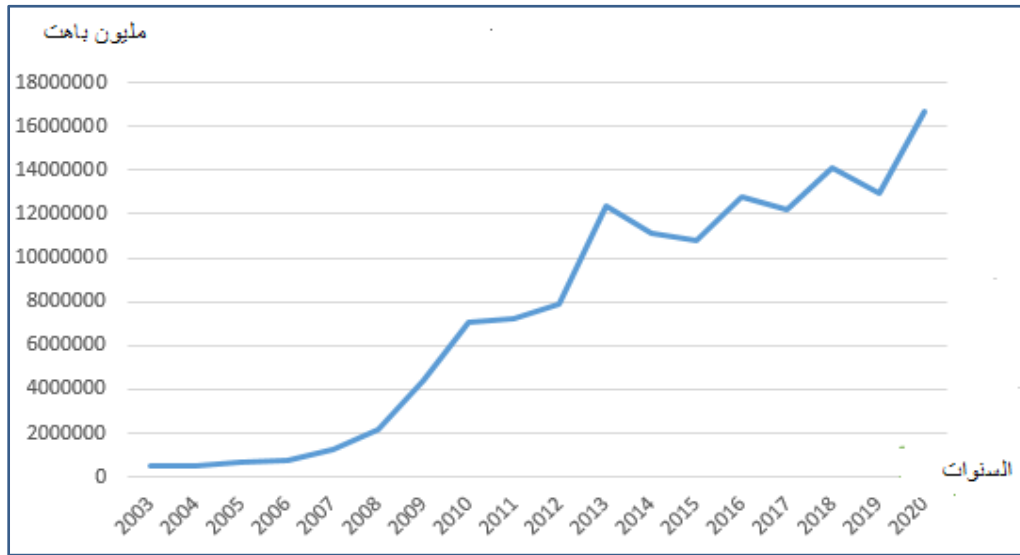
### ثالثاً: أثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة تايلندا

لقد ساهمت منتجات الهندسة المالية في تحسين مؤشرات بورصة تايلند، وسنقوم من خلال التالي بتتبع بعض هذه المؤشرات.

## 1. تطور حجم التداول

إن المتتبع لحجم التداول في بورصة تايلندا يجد أنه لم يكن هناك اقبال كبير على المنتجات المالية في بداية عمل البورصة، حيث بلغ حجم التداول السنوي 160 مليون بات تايلاندي فقط في عام 1968م و114 مليون بات تايلاندي في عام 1969م. واستمر حجم التداول في الانخفاض بشكل حاد حيث وصل إلى 28 مليون بات تايلاندي في عام 1971م. بينما بلغ حجم التداول في السندات 87 مليون بات تايلاندي في عام 1972م، ويمكن إرجاع ذلك إلى نقص الدعم الحكومي ونقص الثقافة المالية للمستثمرين التايلانديين وعدم فهمهم الجيد لهذه المنتجات وطريقة عمل البورصة.<sup>1</sup> بالإضافة إلى العدد المحدود للأدوات المالية وانحصارها في الأسهم والسندات، إلى أنه ومع مرور الوقت اتضحت الرؤيا في البورصة للمستثمرين خاصة مع إدخال منتجات مالية جديدة زاد حجم التداول بشكل لافت للانتباه كما يظهره الشكل الموالي:

شكل رقم (24): تطور حجم التداول في بورصة تايلندا



المصدر: من إعداد الطالب بناءً على التقارير السنوية لبورصة تايلندا (2003-2020)

يتضح جلياً من الشكل السابق أن حجم التداول في بورصة تايلندا بلغ أرقاماً قياسية في السنوات الأخيرة، فبعد فترة الركود التي مرت بها البورصة خلال الفترة: 2003-2008، شهد بعدها إجمالي التداول انتعاشاً كبيراً، حيث وصل سنة 2013 إلى ما يفوق 12 مليار بات تايلندي، لينخفض بعدها في السنتين الموالتين بـ: 09.03 % و 09.66 % على التوالي. ليواصل بعدها حجم التداول الارتفاع، ليصل إلى أعلى قيمة له سنة 2020 بما يفوق 16 مليار بات تايلندي.

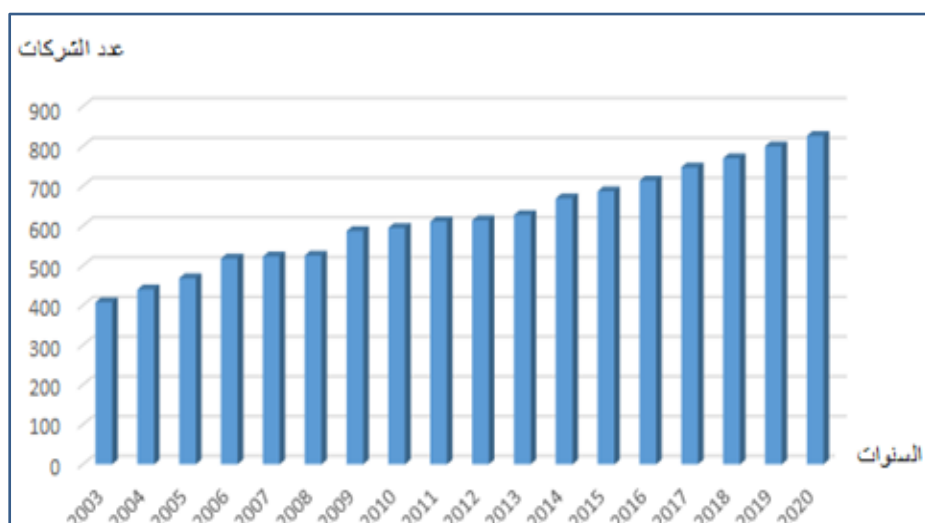
<sup>1</sup> موقع بورصة تايلندا، تاريخ الاطلاع: 2021/12/22، على الرابط:

[https://www.set.or.th/en/about/overview/history\\_p1.html](https://www.set.or.th/en/about/overview/history_p1.html)

## 2. تطور عدد الشركات المدرجة

لقد قامت الدولة التايلندية بتشجيع المؤسسات على الإدراج في بورصة الأوراق المالية، من خلال تسهيل شروط الإدراج وإعطاء مزايا إضافية للشركات المدرجة، كما قامت البورصة بإدخال منتجات وأدوات مالية جديدة، وخاصة المشتقات المالية بمختلف أنواعها بهدف جذب المؤسسات والمستثمرين نحو البورصة، والشكل الموالي يوضح تطور عدد الشركات المدرجة خلال الفترة: 2003-2020:

شكل رقم (25): عدد الشركات المدرجة في بورصة تايلندا



المصدر: من إعداد الطالب بناءً على التقارير السنوية لبورصة تايلندا (2003-2020)

نلاحظ من الشكل السابق أن عدد الشركات المدرجة في بورصة تايلندا عرف ارتفاعاً مستمراً، فبعد أن كان لا يتجاوز 408 شركة في سنة 2003، وصل سنة 2006 إلى 518 شركة، لنشهد بعد ذلك ادراج بطيء خلال السنتين الموالتين بزيادة 07 شركات فقط. لتواصل بورصة تايلندا استقطاب الشركات بعد ذلك ولكن بأعداد قليلة نوعاً ما مقارنة بالفترة بين: 2003 و 2006. حيث قدر عدد الشركات المدرجة بـ: 669 شركة مدرجة في نهاية تلك السنة.

أما خلال السنوات الأخيرة بين: 2015-2020 فقد شهدنا اقبالاً ونمو كبيرين للشركات المدرجة في بورصة تايلندا، حيث وصل عدد الشركات المدرجة سنة 2020 إلى 826 شركة وهو أكبر عدد وصلت إليه البورصة خلال الفترة: 2003-2020.

## 3. تطور معدل الدوران

لمعرفة حركية ونشاط بورصة تايلندا، قمنا بتتبع معدل الدوران في البورصة خلال الفترة: 2003-2020، كما يوضحه الجدول الموالي:

جدول رقم (15): تطور معدل الدوران في بورصة تايلندا

| السنة          | 2003 | 2004  | 2005 | 2006 | 2007 | 2008  |
|----------------|------|-------|------|------|------|-------|
| معدل الدوران % | 87,8 | 101,3 | 72,5 | 69,2 | 57,2 | 102,8 |
| السنة          | 2009 | 2010  | 2011 | 2012 | 2013 | 2014  |
| معدل الدوران % | 71,5 | 80    | 80,1 | 61,2 | 98,7 | 72,1  |
| السنة          | 2015 | 2016  | 2017 | 2018 | 2019 | 2020  |
| معدل الدوران % | 77,7 | 80,9  | 61,8 | 77,1 | 64,4 | 88,6  |

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على بيانات البنك الدولي، متاحة على الرابط:

<https://data.albankaldawli.org/indicator/CM.MKT.TRNR?locations=TH>

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن معدل الدوران في بورصة تايلندا عرف تذبذباً خلال الفترة: 2003-2008، حيث بلغ أعلى معدل له خلال سنتي 2004 و2008 بـ: 101,3 % و 102,8 % على التوالي. أما خلال الفترة: 2009-2020 فقد شهدنا معدلات دوران مستقرة نسبياً بين: 61,2 % و 98,7 %. والشئ الجدير بالملاحظة أن معدلات الدوران في بورصة تايلندا مرتفعة مقارنة بالبورصات الآسيوية، الشئ الذي يعكس حيوية ونشاط البورصة، ويرجع ذلك لتنوع المنتجات المالية المتداولة في البورصة وخاصة المنتجات المالية المشتقة، وكذا العدد الكبير للمستثمرين والشركات المدرجة في البورصة. وكل هذا يعطي صورة واضحة على أهمية بورصة تايلندا في الاقتصاد التايلندي ولعبها دوراً أساسياً في دفع عجلة التنمية الاقتصادية.

## خلاصة الفصل

لقد ساهمت الهندسة المالية في ابتكار منتجات وأدوات مالية كثيرة في الأسواق المالية، أدت إلى تذليل مختلف الصعوبات التي عانت منها الأسواق من قبل وسهلت انتقال رؤوس الأموال من أصحاب الفوائض المالية إلى أصحاب العجز المالي، وأعطت مكانة الأسواق المالية في اقتصاديات الدول خاصة فيما يتعلق بتحريك عجلة التنمية الاقتصادية.

تعتبر الأسهم والسندات من أشهر وأقدم المنتجات المالية، حيث كانت مختلف التعاملات تقوم عليها، ومع الثورة التي شهدتها الصناعة المالية في السنوات الأخيرة تم ابتكار المشتقات المالية، هذه الأخيرة نالت هي الأخرى اهتمام لا متناهي من قبل مختلف المتعاملين في الأسواق المالية، حيث أن تداولها بلغ معدلات قياسية بالرغم من المخاطر الكبيرة التي ترتبط بها بسبب سوء استخدامها، وخير دليل ما حدث خلال الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 بسبب التوريق وبعض أنواع المشتقات المالية.

إن إدراج منتجات الهندسة المالية في الأسواق المالية يساهم في تنشيطها وتفعيل وظائفها الحيوية، من خلال استخدامها في التغطية ضد مخاطر التقلبات السعرية وإيجاد حلول فعالة للتعامل مع مختلف المخاطر في الأسواق، خاصة إذا توفرت العوامل والبيئة المناسبة لتداول هذه المنتجات، وتوفر الوعي والثقافة المالية لدى مختلف المتعاملين بها.

نظرا لأهمية منتجات الهندسة المالية سارعت بورصتي آثينا وتايلندا إلى إدراجها، الشيء الذي أدى إلى تحسن مختلف مؤشرات هاتين البورصتين من خلال زيادة عدد الشركات المدرجة بهما وارتفاع حجم التداول بهما وهو ما أدى إلى نموها وزيادة نشاطهما.

## الفصل الرابع:

دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول  
منتجات الهندسة المالية على نشاط  
بورصة يورونكست خلال الفترة:  
2007-2021

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

تمهيد:

تعتبر رؤوس الأموال المحرك الأساسي لاقتصاديات الدول كونها تساهم في تحقيق وتحسيد أهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية والمالية، لذا فإن الدول المتقدمة تحتاج لأسواق مالية كبيرة وذات كفاءة عالية تستطيع تلبية مختلف الحاجات الاقتصادية المتزايدة في ظل السعي الدائم نحو النمو. ولهذا تم إنشاء بورصة أوروبية مشتركة يورونكست "EURONEXT"، بهدف تمويل اقتصاديات الدول الأعضاء دون الحاجة لآليات التمويل الأخرى.

تحتوي بورصة يورونكست على تركيبة متنوعة من المنتجات والأدوات المالية الحديثة التي تم تصميمها بما يتوافق مع طبيعة التمويل الذي يحتاجه المستثمرين فيها، حيث نجد منتجات تركز على الدخل وأخرى ذات عائد ثابت، بالإضافة إلى المنتجات التي تستخدم في عمليات المضاربة وإدارة المخاطر.

إن تنوع المنتجات المالية في بورصة يورونكست يجعل منها السوق الملائمة من أجل معرفة وقياس مدى مساهمة كل منتج في نشاط البورصة، من خلال قياس تأثيره في المؤشرات البورصية المعروفة والتي يتم استخدامها عادة للتعبير عن مدى نشاط البورصات. لذا سنحاول من خلال هذا الفصل قياس مدى تأثير تداولات مختلف منتجات الهندسة المالية المتداولة في بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021 على مختلف مؤشراتنا، من خلال القيام بالتحليل ومحاولة بناء نماذج قياسية مخصصة لتحقيق هذا الغرض. ولهذا تم تقسيم هذا الفصل للمباحث التالية:

المبحث الأول: الإطار العام لبورصة يورونكست

المبحث الثاني: تحليل تطور منتجات ونشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

### المبحث الأول: الإطار العام لبورصة يورونكست

تعتبر بورصة يورونكست حديثة نسبياً مقارنة بباقي البورصات العالمية الكبرى الأخرى، لكن لو نظرنا إلى البورصات المشكلة لها فإننا نجد لها عريقة جداً وتم إنشاؤها منذ زمن بعيد. وقد استفادت بورصة يورونكست من الثورة التكنولوجية وتطور وسائل الإعلام والاتصال في السنوات الأخيرة خاصة مع ظهور الابتكار المالي والهندسة المالية، لتجسد لنا مفاهيم جديدة في عمليات الاستثمار المالي، حيث تعتبر أول بورصة إلكترونية في العالم ساهمت في تجاوز الكثير من القيود والعقبات التي لازمت الأسواق المالية، كما أنها لازالت تتوسع وتستحوذ على البورصات الأوروبية لتشكل لنا تكتلاً كبيراً ساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية للدول الأعضاء فيها.

### المطلب الأول: تقديم بورصة يورونكست

ترجع فكرة إنشاء بورصة أوروبية موحدة إلى ظهور الاتحاد الأوروبي، حيث سعت الدول الأعضاء إلى توحيد اقتصادياتها وأنظمتها المالية.

### الفرع الأول: نشأة بورصة يورونكست وتطورها

سعى الاتحاد الأوروبي منذ سنة 1999 إلى إنشاء إطار موحد للخدمات المالية، من خلال مواءمة قواعد الدول الأعضاء بشأن: الأوراق المالية، الخدمات المصرفية، التأمين، الرهون العقارية، المعاشات التقاعدية وغيرها من المعاملات المالية الأخرى، حيث أن غياب التنظيم والرقابة على المستوى الأوروبي كان أحد العوائق والعقبات التي عانى منها الاتحاد في المجال المالي خاصة بعد محاولات اندماج البورصات الأوروبية فيما بينها. وبعد تحسين نظم الرقابة المالية بين الدول الأعضاء تم الانتقال إلى مرحلة تجسيد الاندماج في مجال الأسواق المالية.<sup>1</sup>

هذا وتعود جذور إنشاء السوق الأوروبية المشتركة "يورونكست" إلى القرار الذي اتخذته البورصات: البلجيكية، الفرنسية والهولندية بالاندماج فيما بينها وكان ذلك في شهر سبتمبر من سنة 2000 لتشكيل أول مجموعة بورصات في أوروبا. وقد تم القيام بهذا التحالف والاندماج استجابة إلى مجموعة من التغيرات والتحديات التي شهدتها النظام المالي والاقتصادي العالمي، خاصة بعد إنشاء العملة الأوروبية المشتركة "اليورو" سنة 1999. والتي ساهمت في تقليل مخاطر العملة داخل السوق الأوروبية، وجعل النظام المالي الأوروبي أكثر تجانساً واستقراراً في ظل ظهور العولة وتداعيتها على القطاع المالي الدولي. وفي سنة 2001 قامت يورونكست بالاستحواذ على بورصة لندن للعقود الآجلة والخيارات "LIFE"، حيث نتج عن هذا الاندماج سوق جديدة تدعى: "EURONEXT LIFE". وفي سنة 2002 م قامت

<sup>1</sup> Ekaterina Dorodnykh, *Stock Market Integration: An International Perspective*, PALGRAVE MACMILLAN, UK, 2014, PP 31-32.

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

مجموعة يورونكست بالتوسع داخل السوق الأوروبية لتشمل البورصات البرتغالية من خلال بورصتي لشبونة وبورتو وكان ذلك في شهر أبريل من نفس العام.<sup>1</sup>

في 22 ماي 2006 شهدت يورونكست تحولا مهما في أدائها، حين قدمت بورصة نيويورك "NYSE" عرضا قدر بـ: 08 مليار أورو للاستحواذ على السوق المالي الأوربي، وتم الاتفاق على تسديد هذه القيمة بمزيج من النقد والأسهم. ويعتبر هذا العرض هو الثاني من نوعه بعد الأول الذي قدمته البورصة الألمانية "Deutsche Börse" بما يفوق 8.6 مليار أورو لكن عملية الاندماج لم تتم، وفضلت يورونكست عرض بورصة نيويورك بعد تصويت المساهمين وقبول الجهات التنظيمية، وقد صوت المساهمون في بورصة يورونكست بالأغلبية لصالح بورصة نيويورك بنسبة 98.2 % مقابل 1.8 % للعرض الألماني، لتظهر أول بورصة دولية تقوم بتداول الأموال على المستوى العالمي سميت بـ: "NYSE EURONEXT".<sup>2</sup>

في شهر جوان من سنة 2013 تم القيام بالعديد من الإجراءات على السوق، كان أبرزها إقدام الجمع الأمريكي "انتركونتيننتال" أو ما يعرف بـ: "ICE: INTERCONTINENTAL EXCHANGE"، بالاستحواذ على مجموعة "NYSE EURONEXT" بمبلغ قدر بـ: 8.2 مليار دولار، ومن خلاله أصبح هو المشرف على هذه السوق ليتم بعد ذلك بتاريخ 20 جوان 2014 الإعلان عن انفصال كل من بورصة نيويورك "NYSE" و "LIFE" ليصبح السوق المالي الأوروبي يورونكست "EURONEXT" بالشكل الذي هو عليه الآن.<sup>3</sup>

بتاريخ 27 مارس 2018 أعلنت بورصة يورونكست عن اكتمال عملية الاستحواذ على أسهم البورصة الإيرلندية بعد موافقة الجهات التنظيمية، ومنه تمت عملية الانضمام الرسمي لبورصة دبلن "Dublin" الإيرلندية بشكل نهائي، وبذلك أصبحت يورونكست أكبر مجمع مالي دولي أنذاك يحتوي على أكثر من 37000 سند و 5600 سهم بالإضافة إلى 1050 صندوق استثماري وهو ما خلق قيمة مضافة بالنسبة للمساهمين وأصحاب المصالح.<sup>4</sup>

في جانفي 2019 أعلنت بورصة يورونكست عن تقديم عرض لبورصة أوسلو "OSLO" النرويجية بما يعادل 729 مليون يورو، وفي نفس الوقت حاولت ناسداك "NASDAQ" الاستحواذ على بورصة أسلو، إلا أن يورونكست تمكنت من الاستحواذ على البورصة بفضل دعم الحكومة النرويجية لتصبح بعد ذلك جزء من يورونكست تحت

<sup>1</sup> Panagiotis Andrikopoulos, Andreas Albin Hoefer, Vasileios Kallinterakis, **On the Impact of Market Mergers over Herding: Evidence from EURONEXT**, Review of Behavioral Finance, VOL 06, N02, 2014, P 10.

<sup>2</sup> بن معتوق صابر، دراسة تحليلية لاندماج الأسواق المالية الدولية: تجارب دولية مختارة، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 05، العدد 03، ديسمبر 2019، ص 271.

<sup>3</sup> سماري ابتسام، قياس أثر تداول المشتقات المالية على أداء الأسواق المالية: دراسة حالة السوق المالي الأوروبي (Euronext) خلال الفترة: 2002-2016، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 12، العدد 01، 2018، ص 434.

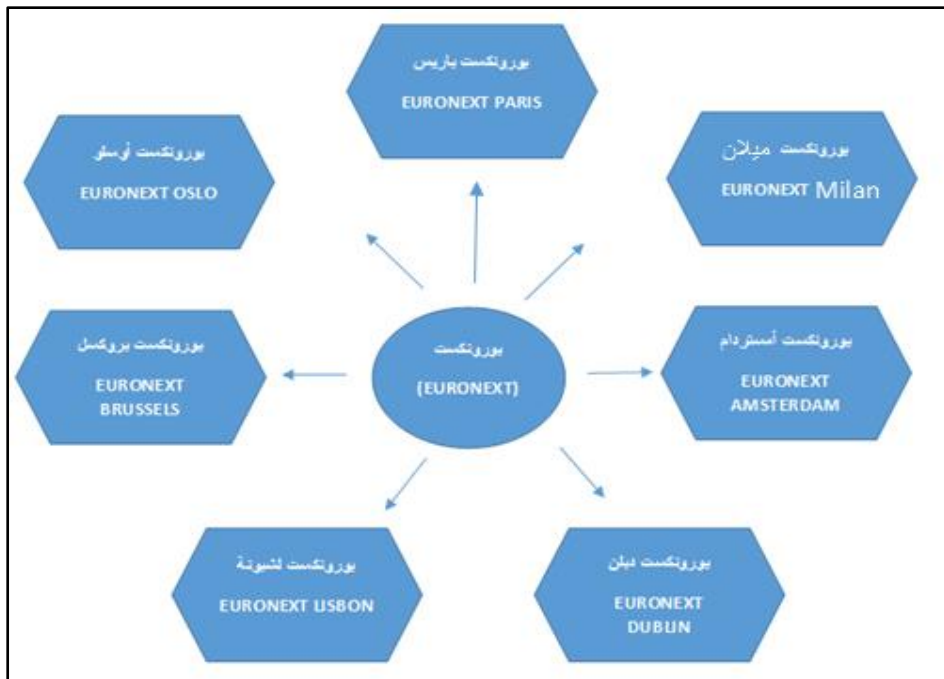
<sup>4</sup> بن معتوق صابر، مرجع سابق، ص 271.

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

مسمى: يورونكست أوسلو "EURONEXT OSLO"<sup>1</sup>. وفي أبريل 2021 أعلنت مجموعة يورونكست عن الاستحواذ على بورصة ميلانو الإيطالية وبذلك أصبحت هذه المجموعة منتشرة في العديد من الدول الأوروبية، وبالإضافة لذلك فهي تمتلك ممثلين في كل من ألمانيا، إسبانيا وسويسرا. كل ذلك بهدف تقديم أفضل الخدمات الممكنة لعملائها.<sup>2</sup>

وبهذا أصبح السوق المالي الأوروبي يورونكست على الشكل التالي:

شكل رقم (26): تشكيل بورصة يورونكست



المصدر: من إعداد الطالب بناءً على ما سبق

هذا ويسعى القائمون على بورصة يورونكست الاستحواذ على أسواق أوروبية أخرى والتوسع قدر الإمكان بهدف تحقيق وفورات الحجم مستغلين في ذلك الكفاءة العالية التي تتوفر عليها السوق. وكذا الإمكانيات الكبيرة التي تحوزها في ظل العولمة المالية وتطور تكنولوجيا المعلومات والاتصال خاصة وأن السوق الأوروبية تعتمد بشكل أساسي على التداول الإلكتروني من خلال العمليات العديدة التي وفرتها الهندسة المالية في هذا المجال.

<sup>1</sup> Issouf Soumaré, **Commodity Exchanges: Concepts, Tools and Guidelines**, Edward Elgar publishing limited, UK, 2022, P51.

<sup>2</sup> Richard Muller, **The short- and long-term performance of Initial Public Offerings: Evidence from the Euronext stock exchanges**, Master's Thesis in Finance, Faculty of Economics and Business, Rijksuniversiteit Groningen, Nederland, 2021, P 10.

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

### الفرع الثاني: تنظيم بورصة يورونكست

هناك العديد من الإجراءات والقوانين التي تنظم عمل بورصة يورونكست، حيث تم تقسيم السوق إلى عدة أقسام، كما أن شروط الإدراج تختلف من قسم لآخر بما يتماشى مع حجم وقدرات المؤسسات والمستثمرين الراغبين في الولوج إليها.

#### أولاً: أقسام بورصة يورونكست

بهدف تسهيل مختلف المعاملات المالية في بورصة يورونكست تم تقسيم السوق إلى قسمين أساسيين: السوق النظامي والذي خصص للمؤسسات الكبيرة، والسوق غير النظامي والمخصص للمؤسسات الصغيرة وكذا الصغيرة والمتوسطة.<sup>1</sup>

#### 1. السوق النظامي (EUROLIST)

تتمثل السوق النظامية يورونكست في تلك السوق التي تم إنشاؤها على إحدى أراضي الدول الأعضاء في السوق، وتتميز بكون أنها تخضع لمتطلبات إفصاح وشفافية أكبر من الأسواق الأخرى، كما يخضع التداول فيها لقواعد أكثر صرامة من باقي أماكن التداول الأخرى. ولا يمكن للسوق الخاضع للتنظيم أن يعمل دون الحصول على إذن مسبق من المنظمين.<sup>2</sup>

قامت بورصة يورونكست خلال سنة 2005 بإصلاح عمليات الإدراج في السوق النظامي، حيث تم تنفيذه في البداية على يورونكست باريس "EURONEXT PARIS" ليمتد بعد ذلك إلى باقي الأسواق. وبناءً على هذا الإصلاح الذي تم بناؤه بالتشاور مع جميع اللاعبين في السوق تم التخلي على نظام الأسواق الأولية والثانوية الذي كان معمول به من قبل، واستحدث ما يعرف بالسوق المنظم "EUROLIST" المخصص للمؤسسات الكبيرة، وينقسم هذا السوق وفقاً لمعيار القيمة السوقية للمؤسسات إلى 03 أقسام رئيسية:<sup>3</sup>

- **القسم A:** يضم المؤسسات التي تفوق قيمتها السوقية مليار أورو؛
- **القسم B:** يضم المؤسسات التي تتراوح قيمتها السوقية بين 150 مليون يورو ومليار أورو؛
- **القسم C:** يضم المؤسسات التي تقل قيمتها السوقية عن 150 مليون أورو.

<sup>1</sup> مقدم عبد الإله، أثر تداول المشتقات المالية على الاستثمار المالي، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة مستغانم، 2020-2021، ص 163.

<sup>2</sup> Euronext, Annual Report, 2020, p. 16.

<sup>3</sup> موقع tradingsat، تاريخ الاطلاع: 2022/02/20، على الرابط: <https://www.tradingsat.com/lexique-boursier/definition-eurolist-85.html>

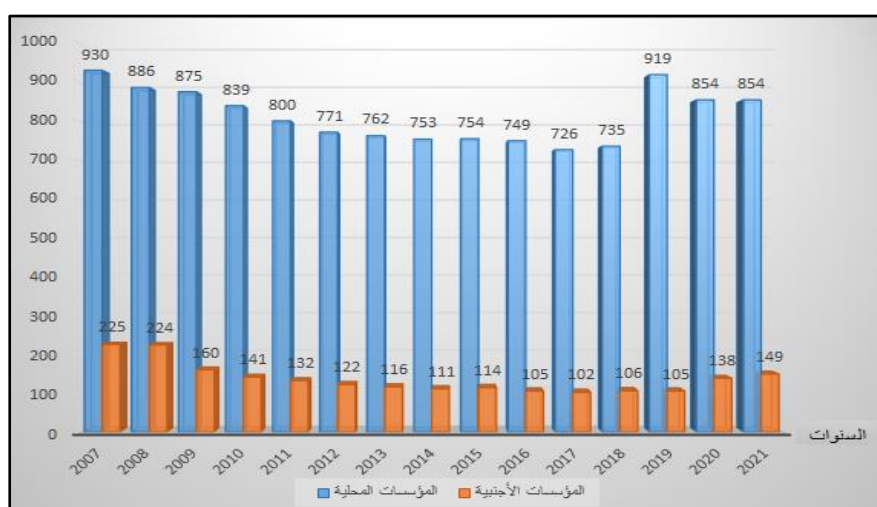
## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

هذا وتخضع الشركات الراغبة في الانضمام إلى السوق النظامي إلى شرطين رئيسيين:<sup>1</sup>

- الإفصاح عن حساباتها المدققة والمصادق عليها خلال آخر ثلاث سنوات؛
- توزيع 25 % على الأقل من رأسمالها على الجمهور مع إمكانية زيادته حسب رأس المال المستثمر.

يشكل هذه السوق المكان الخصب الذي يستقطب المستثمرين المحليين والأجانب الذين يرغبون في الاستثمار في البورصة، والشكل الموالي يوضح عدد الشركات المدرجة فيه خلال الفترة: 2007-2021:

شكل رقم (27): عدد الشركات المدرجة في السوق النظامي



المصدر: من إعداد الطالب بناءً على الموقع الإلكتروني للبورصة، على الرابط:

[www.euronext.com](http://www.euronext.com)

نلاحظ من خلال الشكل السابق أن عدد الشركات المدرجة في السوق النظامي ليورونكست عرف تراجعاً مستمراً خلال الفترة: 2007-2014، فبعد أن كان عددها في نهاية سنة 2007 يبلغ 1155 وصل في نهاية سنة 2014 إلى 864 شركة، بمعدل تراجع قدره 25.19 %. ويعود هذا الانخفاض إلى العديد من العوامل منها الآثار التي خلفتها الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، وكذا انفصال البورصة عن بورصة نيويورك سنة 2013. لنشهد بعد ذلك ابتداءً من سنة 2015 عودة الشركات للإدراج في السوق المنظم للبورصة، حيث ارتفع خلال السنوات الموالية ليصل سنة 2019 إلى 1024 شركة تزامناً مع اندماج بورصتي دبلن "Dublin" وأوسلو "Oslo". وفي نهاية سنة 2021 بلغ عدد الشركات المدرجة في السوق المنظم 1003 شركة بعد أن بلغ سنة 2020 حوالي 992 شركة فقط

<sup>1</sup> Marchés au comptant L'organisation institutionnelle et fonctionnelle des marchés d'Euronext, Euronext publications, 2006, P 07.

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

بفعل التداعيات التي خلفتها جائحة كورونا على الأسواق المالية العالمية، وانتشار حالة الذعر واللايقين بين المستثمرين في تلك الفترة.

ومن جانب آخر نلاحظ هيمنة الشركات والمستثمرين المحليين على الإدراج في السوق النظامي لبورصة يورونكست، ففي نهاية سنة 2007 بلغ عدد الشركات المحلية المدرجة أكبر نسبة لها بـ: 80.51 % مقابل 19.49 % للشركات الأجنبية. وهي أكبر نسبة وصلت لها الشركات الأجنبية خلال الفترة: 2007-2021.

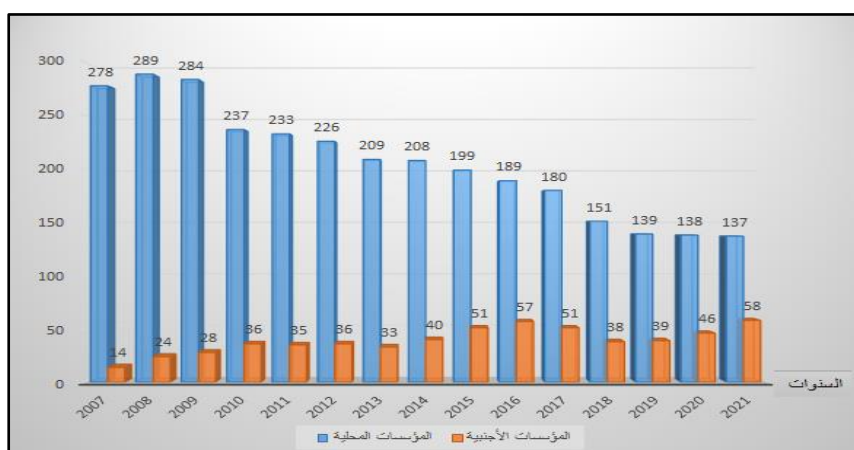
### 2. السوق غير النظامي

ينقسم السوق غير النظامي يورونكست بدوره إلى قسمين: سوق الدخول وسوق النمو، حيث يختص الأول بتمويل الشركات المصغرة، أما الثاني فيختص بتمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة.

#### • سوق الدخول (Euronext Access)

سوق الدخول هو إحدى أسواق يورونكست الذي يضم الشركات المصغرة والصغيرة جداً، والتي تتميز بدرجة نمو عالية. تاريخياً كان يعرف بـ: "Marché Hors Cote"، ثم "Marché Libre" أي السوق الحر، وما يميز هذا السوق أنه غير منظم، مما يعني أن المنتجات المالية المتداولة فيه لا تخضع لإجراءات القبول، كما أن المصدرين فيه يخضعون بدرجة أقل لالتزامات الإفصاح والشفافية.<sup>1</sup> والشكل الموالي يوضح عدد الشركات المحلية والأجنبية المستثمرة في سوق الدخول خلال الفترة: 2007-2021:

شكل رقم (28): عدد الشركات المدرجة في سوق الدخول



المصدر: من إعداد الطالب بناءً على الموقع الإلكتروني للبورصة، على الرابط:

[www.euronext.com](http://www.euronext.com)

<sup>1</sup> موقع Vernimmen.net، تاريخ الاطلاع: 2022/02/20، على الرابط: <https://www.vernimmen.net/Pratiquer/Glossaire/definition/Euronext%20Access.html>

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

من خلال الشكل السابق نلاحظ أن إجمالي عدد الشركات الصغيرة والمصغرة المدرجة في سوق الدخول ارتفع من 292 شركة سنة 2007 إلى 313 شركة سنة 2008 بمعدل نمو 07.19 %، وكان للشركات المصغرة والصغيرة الأجنبية نصيب من هذا الارتفاع بمعدل 03.19 % فقط مقابل نسبة 96.81 % للشركات المصغرة المحلية. لنشهد بعدها انخفاض كبير ومستمر في عدد الشركات المصغرة والصغيرة المحلية المدرجة في سوق الدخول إلى أن وصل سنة 2021 إلى 137 شركة مدرجة فقط، وفي المقابل شهد سوق الدخول ارتفاعاً في عدد الشركات المصغرة والصغيرة الأجنبية المدرجة حيث وصل عددها إلى 58 شركة سنة 2021. ويعزى ذلك إلى فشل العديد من الشركات المحلية وإفلاسها وبالتالي شطبها من السوق.

لقد ساهم سوق الدخول يورونكست في التكفل بصنف مهم جداً من الشركات والمتمثل في الشركات المصغرة، فبما أن هذا النوع يواجه في الغالب درجة مخاطر كبيرة ومشاكل تمويلية عديدة، فإن الإدراج في بورصة يورونكست ساهم في تخطي مختلف هذه العراقيل.

### • سوق النمو (Euronext Growth)

سوق النمو هو الاسم الجديد للسوق البديل "Alternext" منذ شهر جوان 2017، تم تخصيص هذا السوق للشركات الصغيرة والمتوسطة، يأخذ الشكل القانوني لنظام تجاري متعدد الأطراف تديره يورونكست. من خصائص هذا السوق أنه يفرض على الشركات المدرجة فيه الإفصاح عن حساباتها بشكل دوري.<sup>1</sup> كما أنه يفرض على المصدرين شروطاً أقل مقارنة بباقي الأسواق مثل: السوق المنظم. وبعد الأكثر ملائمة لحجم الشركات ومواردها المادية والبشرية، حيث تعمل التنظيمات المرتبطة بالسوق على تعزيز عمليات الإدراج وتوسيع قاعدة المساهمين في الشركات التي ترغب في الإدراج بهدف إرضاء جميع أصحاب المصالح في السوق من مصدرين ومستثمرين ووسطاء.<sup>2</sup> ويمكن تتبع عدد الشركات المدرجة في سوق النمو خلال الفترة: 2007-2021 من خلال الشكل الموالي:

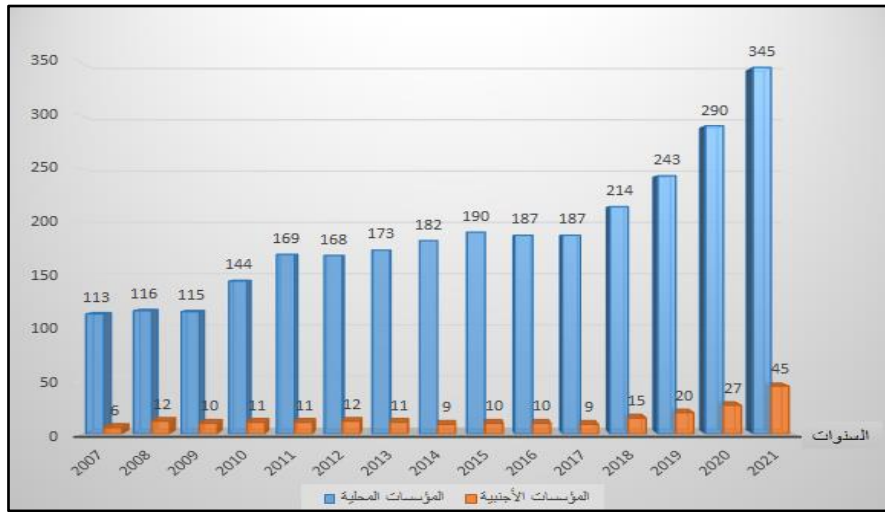
<sup>1</sup> موقع lafinancepourtous، تاريخ الاطلاع: 2022/02/20، على الرابط:

<https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/marches-financiers/acteurs-de-la-finance/bourse/euronext>

<sup>2</sup> M. Pierre Mella-Barral, *Qui préfère une cotation sur Alternext?*, HEC PARIS, 2006, P03.

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

شكل رقم (29): عدد الشركات المدرجة في سوق النمو



المصدر: من إعداد الطالب بناءً على الموقع الإلكتروني للبورصة، على الرابط:

[www.euronext.com](http://www.euronext.com)

تبين معطيات الشكل السابق بوضوح التطور الكبير الذي شهده سوق النمو، من خلال ارتفاع عدد الشركات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في هذا السوق. ففي سنة 2007 كان عددها 119 منها 113 شركة محلية و 06 شركات أجنبية فقط. ليصل عدد الشركات المدرجة سنة 2015 إلى 200 شركة بمعدل نمو قدره: 04.71 % في تلك السنة. لتشهد السنتين الموالتين استقراراً نسبياً في عددها عند: 197 و 196 شركة على التوالي. ومع هذا التراجع الطفيف وبما أن الشركات الصغيرة والمتوسطة عصب اقتصاديات الدول سارعت بورصة يورونكست إلى القيام بإصلاحات عديدة على مستوى سوق النمو، لتأتي ثمارها في السنوات الموالية على السوق من خلال الإقبال الكبير للشركات الصغيرة والمتوسطة للإدراج في هذا السوق، حيث وصل عدد الشركات المدرجة سنة 2021 إلى 390 شركة منها 45 شركة أجنبية.

ثانياً: الإدراج في بورصة يورونكست

من أجل الوصول إلى بورصة يورونكست وضع القائمون عليها 03 طرق أساسية للإدراج فيها، وهي:<sup>1</sup>

- **الطريقة الأولى:** تقوم هذه الطريقة على مبدأ الاكتتاب العام الأولي التقليدي، ومن خلاله تقوم الشركات الراغبة في الإدراج بعرض أسهمها للجمهور بمساعدة وكلاء الإدراج المعتمدين من قبل بورصة يورونكست. حيث تكمن مهمة هؤلاء الوكلاء (بنوك استثمار في الغالب) في توجيه المؤسسات وتوضيح الخطوات اللازمة التي تسبق عملية الاكتتاب العام. كما تقوم بتقديم مجموعة من الخدمات المهمة لتلك الشركات،

<sup>1</sup> Richard Muller, OP CIT, PP 11-12.

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

منها: خدمات الاستثمار، التدقيق والاستشارات القانونية، بالإضافة إلى الاستعانة بمختصين في تمويل الشركات للتأكد من أن العملية تتم على أحسن وجه.

● **الطريقة الثانية:** تقوم هذه الطريقة على مبدأ الطرح الخاص. والهدف منها هو اختيار المستثمرين المؤهلين والمحترفين وأصحاب الكفاءة الاستثمارية العالية للاكتتاب في أسهم الشركة الراغبة في الإدراج بدلا من الاكتتاب العام. ويتم اللجوء لهذه الطريقة عادة عندما تريد جهة الإصدار تجنب تعقيدات الاكتتاب العام، كما تستخدم من أجل زيادة رأس المال الإضافي للشركات التي لا ترغب في الطرح العام. إلا أن الجانب السلبي في هذه الطريقة هو أن هناك اهتماما أقل بالشركة من الجمهور العام بسبب قلة المعلومات حول عملية الاكتتاب.

● **الطريقة الثالثة:** تتمثل هذه الطريقة في الإدراج المباشر في البورصة، ويكون ذلك من خلال قبول التداول في يورونكست أثناء عملية التداول الفعلي في سوق منظم أو سوق آخر معترف به مع ضرورة الإدراج المباشر في أسواق يورونكست.

إن الشروط المطبقة على الشركات التي ترغب في الإدراج في بورصة يورونكست تختلف من سوق لآخر وذلك تماشيا مع قدرات وحجم الشركات. ويمكن توضيح أهم متطلبات الإدراج من خلال الجدول الموالي:

جدول رقم (16): متطلبات الإدراج في أسواق يورونكست

| السوق النظامي                                  | سوق النمو                                                                       | سوق الدخول                                                                        |
|------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|
| التعويم الحر<br>"طريقة حساب<br>القيمة السوقية" | 25- % كحد أدنى من رأس المال؛<br>05- % إذا كان رأس المال يفوق<br>05 ملايين يورو. | 2.5 مليون يورو من الطرح العام<br>غير محددة                                        |
| الإفصاح                                        | البيانات المالية لثلاث سنوات                                                    | البيانات المالية لأحسن<br>سنتين ماليتين                                           |
| معايير المحاسبة                                | IFRS أو المعايير المحاسبية المعادلة لها                                         | IFRS اختياري أو<br>معايير المحاسبة الوطنية                                        |
| النشرات ووثائق<br>المعلومات                    | يجب أن تكون نشرة الإصدار معتمدة<br>من السلطة المختصة                            | يجب أن تكون نشرة<br>الإصدار المعتمدة من الجهة<br>الرقابية في حالة وجود<br>عرض عام |

Source: Imanou AKALA, COMPARISON OF THE EUROPEAN AND THE U.S.UNREGULATED STOCK MARKETS DESIGNED FOR SMEs, Journal of Economics and Business, Vol XXII, N 01, 2019, P69.

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

يتضح جليا من خلال الجدول السابق كيف أن السوق المنظمة لبورصة يورونكست تخضع لقواعد وشروط صارمة خاصة فيما يتعلق بالإفصاح والشفافية والمحاسبة المتبعة، أما الأسواق الأخرى فتخضع لقيود أقل صرامة خاصة يورونكست الدخول الخاص بالمؤسسات المصغرة باعتبارها مؤسسات حديثة النشأة عادة وتحتاج إلى الرعاية والتوجيه السليم من أجل تطورها لتصبح مؤسسات كبيرة.

### المطلب الثاني: مؤشرات بورصة يورونكست

هناك العديد من المؤشرات الموجودة في بورصة يورونكست، منها ما يعبر عن حالة الأداء العام للسوق ككل ومنها ما يعبر عن حالة البورصات المشكلة لها.

### الفرع الأول: المؤشرات الرئيسية للسوق

هناك مؤشرين رئيسيين للتعبير عن الأداء العام للسوق هما: مؤشر "Euronext 100" والذي يمثل أهم 100 شركة مدرجة ومؤشر "Next 150" والذي يمثل أهم 150 شركة مدرجة في البورصة.

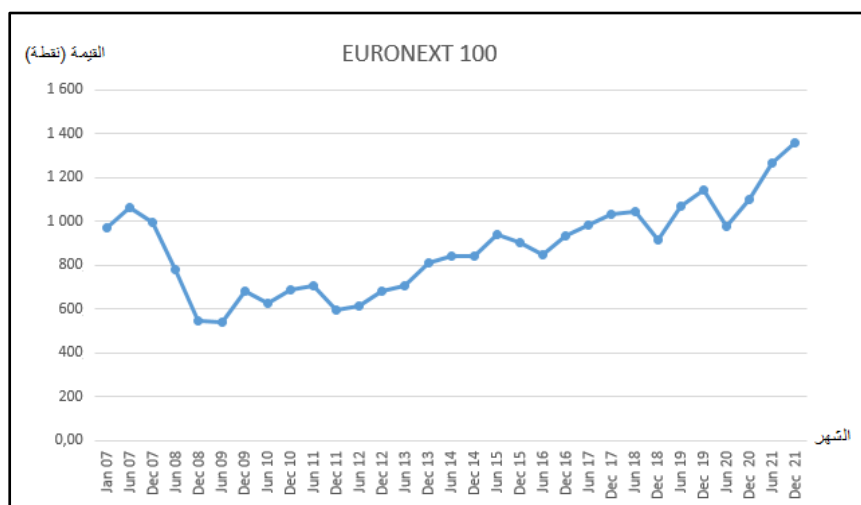
### أولا: مؤشر "Euronext 100"

يعبر هذا المؤشر عن تطور وأداء الأسهم الرئيسية في بورصة يورونكست، وهو مؤشر مرجح يتكون من أكبر 100 شركة مدرجة في البورصة. يتم مراجعة الشركات المكونة له كل ثلاث أشهر، كما أنه يتأثر بحركة المؤشرات الأخرى وخاصة مؤشر "CAC 40"، بسبب المكانة الراجعة للأسهم الفرنسية في الرسملة الكلية لبورصة يورونكست.<sup>1</sup> والشكل الموالي يمثل تغيرات مؤشر "Euronext 100" خلال الفترة: 2007-2021:

<sup>1</sup> Roland Bellegarde, Euronext Paris- Comment investir en Bourse ?-, AOF, Paris, France, mars 2006, PP 04-05.

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

شكل رقم (30): تطور مؤشر "Euronext 100"



المصدر: من إعداد الطالب بناءً على الموقع الإلكتروني لبورصة يورونكست:

[www.euronext.com](http://www.euronext.com)

نلاحظ من خلال الشكل السابق أن مؤشر "Euronext 100" تأثر هو الآخر بتبعات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، فبعد أن بلغ خلال شهر جوان 2007 ما يفوق 1066 نقطة، انخفض فيما بعد ليصل في شهر جوان 2009 إلى ما يقارب 542 نقطة فقط، وهي قيمة ضعيفة جداً إذا ما تمت مقارنتها بباقي مؤشرات البورصة، وهو ما يوحى إلى الاتجاه النزولي للبورصة بفعل تبعات الأزمة.

ابتداءً من شهر جويلية 2009 بدأ مؤشر "Euronext 100" في الانتعاش والتحسين الملحوظ، ومن ناحية أخرى الشيء الجدير بالملاحظة هو أن التقلبات والتذبذبات التي تحدث في قيمة المؤشر هي قليلة جداً، وهو ما جعل منه المؤشر الأكثر استقراراً في السوق بالرغم من أن قيمته أقل نسبياً من قيم باقي المؤشرات. فلو لاحظنا نسبة تأثير جائحة كورونا مثلاً على أداء المؤشر نجد أنها أثرت عليه بحوالي 26.87 % فقط، حيث انخفض المؤشر في شهر مارس 2020 إلى حوالي 819 نقطة بعد أن كان يقدر بـ 1120 خلال شهر جانفي 2020. ليشهد بعدها المؤشر انتعاشاً في الأشهر الموالية، إلى أن وصلت قيمته لـ 1361.69 نقطة خلال شهر ديسمبر 2021.

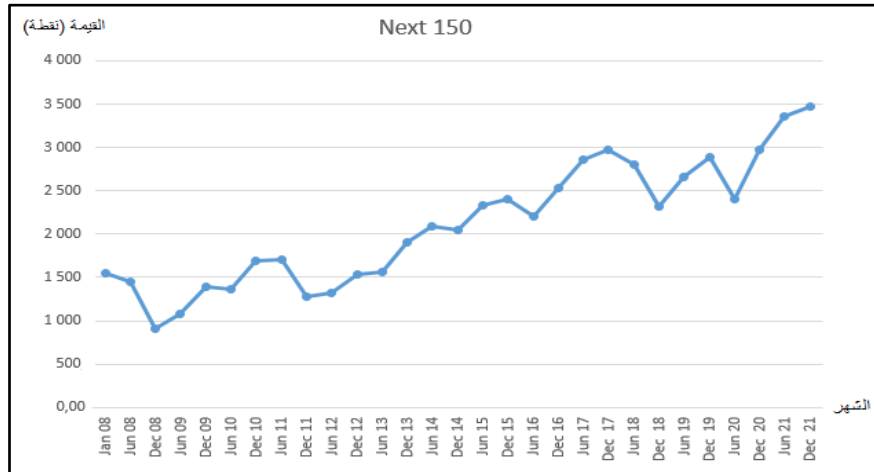
### ثانياً: مؤشر "Next 150"

هو مؤشر سوق الأسهم في بورصة يورونكست والخاص برؤوس الأموال الكبيرة والمتوسطة في السوق، يضم هذا المؤشر 150 سهم من بين أفضل أسهم الشركات المدرجة من ناحية معيار الرسملة السوقية، كما يجب أن تكون الشركات المختارة للتمثيل في المؤشر ذات معاملات نشطة باستمرار ولهذا السبب يتم مراجعة قائمة الشركات كل

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

ثلاث أشهر.<sup>1</sup> ولمعرفة الأداء العام لسوق المؤسسات الكبيرة والمتوسطة في بورصة يورونكست نقوم من خلال الشكل الموالي باستعراض تغيرات المؤشر الذي يمثلها خلال الفترة: 2008-2021:

شكل رقم (31): تطور مؤشر "Next 150"



المصدر: من إعداد الطالب بناءً على الموقع الإلكتروني لبورصة يورونكست:

[www.euronext.com](http://www.euronext.com)

يتضح من خلال الشكل السابق أن مؤشر "Next 150" سجل خلال نهاية سنة 2007 قيمة 1549.64 نقطة لتتخفّف سنة 2008 إلى ما يقل عن 910 نقطة، لنشهد بعدها خلال الأشهر والسنوات الموالية ارتفاعاً كبيراً في قيمة المؤشر توازياً مع الإصلاحات التي شهدتها بورصة يورونكست والتي خصّصت قسم من السوق للشركات الكبيرة والمتوسطة خلال سنة 2015، حيث أتى هذا الإصلاح بثماره وأدى إلى تحسّن أداء السوق لتصل قيمة المؤشر خلال شهر جانفي إلى ما يفوق 2167 نقطة. وخلال الفترة بين شهر فيفري 2018 ومارس 2020 شهدت قيمة المؤشر تذبذبات كبيرة، لتعود قيمة المؤشر إلى الارتفاع بعد ذلك إلى أن وصلت في نهاية سنة 2021 إلى قيمة 3468.23 نقطة.

### الفرع الثاني: المؤشرات الثانوية للسوق

إلى جانب المؤشرين الرئيسيين السابقين، تحتوي كل بورصة مدرجة في يورونكست على مؤشر خاص يقيس الأداء العام لها وهي كما يلي:

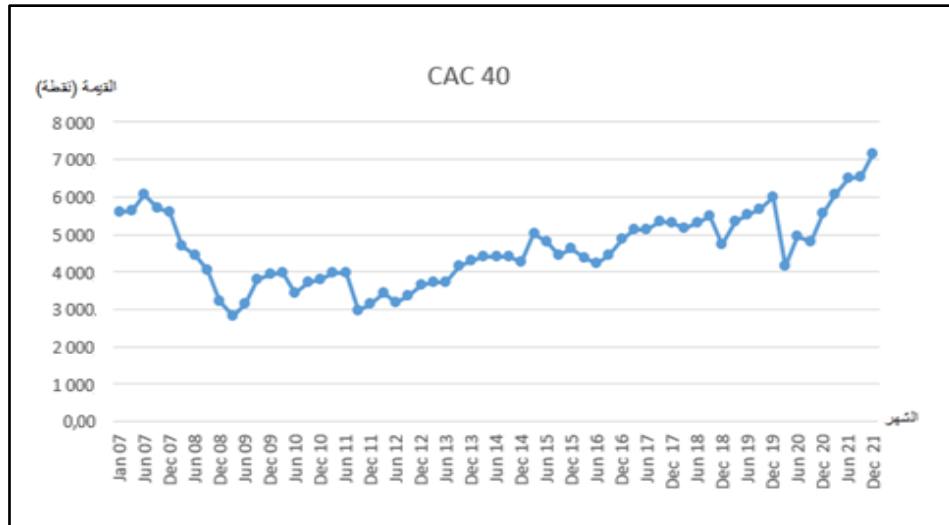
<sup>1</sup> Next 150, Vu le: 23/03/2022, sur le cite: <https://www.boursedescredits.com/lexique-definition-next-150-2921.php>

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

### أولاً: مؤشر "CAC40"

تم إنشاء هذا المؤشر في 31 ديسمبر 1987 ليعكس الاتجاهات العامة لأداء أسهم الشركات الفرنسية الكبرى في الأسواق المالية. ويشير رمز "CAC" إلى التسعير المساعد المستمر لأفضل 40 شركة فرنسية مختارة من بين أكبر 100 رأس مال في بورصة باريس، وتتغير قيمة المؤشر باستمرار كل يوم عمل بين الساعة 09:00 صباحاً و 17:30 مساءً يتم تحديثها كل 15 ثانية. كما يتم عقد اجتماع كل 03 أشهر من قبل الخبراء في المجلس العلمي لبورصة يورونكست لإتخاذ القرار بشأن الشركات التي تدخل أو تخرج من المؤشر، حيث يتم الاستناد في ذلك إلى معيارين رئيسيين هما: حجم المعاملات ودرجة تمثيل قطاع النشاط.<sup>1</sup> ويمكن تتبع الأداء العام لبورصة "يورونكست باريس" خلال الفترة: 2007-2021، من خلال هذا المؤشر الذي يعبر عن أداء السوق المالي الفرنسي من خلال الشكل الموالي:

شكل رقم (32): تطور مؤشر "CAC40"



المصدر: من إعداد الطالب بناءً على الموقع الإلكتروني لبورصة يورونكست:

[www.euronext.com](http://www.euronext.com)

نلاحظ من خلال الشكل السابق أن مؤشر البورصة الفرنسية عرف انخفاضاً شديداً خلال الأزمة المالية العالمية، فبعد أن كان يبلغ في نهاية 2007 ما يقارب 5614.08 نقطة انخفض ليصل إلى 2702.48 نقطة خلال شهر فيفري 2008، هذا الانخفاض كان نتيجة للأثار التي خلفتها الأزمة المالية وانتشار حالة الذعر وعدم اليقين في مختلف الأسواق المالية العالمية وإفلاس بعض المؤسسات المدرجة، لنشهد بعدها تذبذبات في قيمة المؤشر بين

<sup>1</sup> Association nationale pour la couverture du risque, la retraite et l'épargne, **tout comprendre sur les indices boursiers**, Disponible sur le lien: [http://www.ancre-vie.com/images/MCFINANCE/INDICES\\_BOURSIERS\\_20\\_12\\_2021.pdf](http://www.ancre-vie.com/images/MCFINANCE/INDICES_BOURSIERS_20_12_2021.pdf)

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

الارتفاع والانخفاض نتيجة لعدم استقرار السوق وعدم تعافيتها إلى غاية شهر ماي 2012، أين استقر المؤشر عند 3017.01 نقطة.

بعد المرحلة الحرجة التي مر بها السوق المالي الفرنسي شهدنا ابتداءً من شهر جوان 2012 تحسناً ملحوظاً في الأداء العام للسوق، الشيء الذي انعكس إيجاباً على مؤشر "CAC40" والذي عرف ارتفاعاً كبيراً ومستمرًا خلال الفترات الموالية، حيث وصل في شهر ماي 2015 إلى ما يفوق 5007 نقطة ليشهد بعدها ترجعاً طفيفاً في الأشهر الموالية، ثم يعود للارتفاع إلى أن وصل في شهر ديسمبر 2019 إلى قيمة 5978.06 نقطة.

شهد العالم في بداية سنة 2020 أزمة صحية عالمية تمثلت في تفشي فيروس "كورونا"، والتي خلفت أثراً وتبعات كبيرة على مختلف القطاعات، وكانت الأسواق المالية من أكثر القطاعات تضرراً بسبب إحجام المستثمرين على التداول وتجميد نشاط الشركات. وهو ما تجلّى في الهبوط الحاد لمؤشر "CAC40"، حيث وصل في فترة وجيزة إلى ما يقارب 4154 نقطة وكان ذلك خلال شهر مارس 2020 تزامناً مع ارتفاع عدد الإصابات بجائحة كورونا في الدول الأوروبية والتي من بينها فرنسا، حيث وصل عدد الإصابات خلال شهر مارس إلى ما يفوق 50 ألف إصابة في البلد. ليشهد بعدها المؤشر تحسناً سريعاً خلال الأشهر الموالية بعد بداية التعافي من الأزمة الصحية ليصل مؤشر "CAC40" إلى مستويات قياسية استقرت عند 5569.48 نقطة في نهاية سنة 2021.

### ثانياً: مؤشر "AEX"

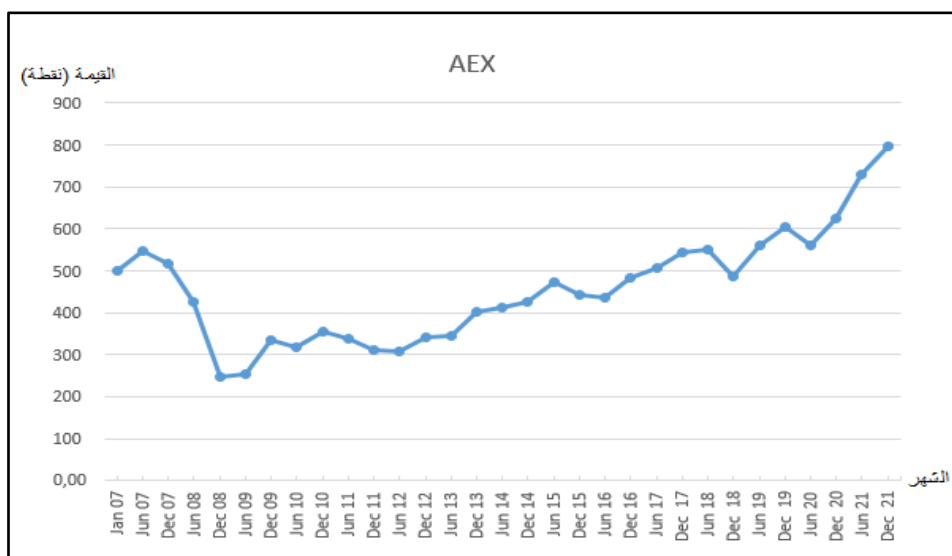
هذا المؤشر خاص ببورصة يورونكست أمستردام "Euronext Amsterdam" الهولندية، ويقيس أداء السوق من خلال أكبر 25 شركة مدرجة فيها. بدأ العمل بهذا المؤشر ابتداءً من شهر جانفي 1983 بقيمة ابتدائية بلغت 100 نقطة. وبعد تلك الفترة ارتبط أداء المؤشر بشكل كبير بأداء المؤشرات المالية العالمية مثل مؤشر "Dow Jones" ومؤشر "Dax"، خاصة في سنوات التسعينات مما جعل السوق الهولندية أكثر ترابطاً مع باقي الأسواق المالية العالمية خاصة بعد تشكيل بورصة يورونكست أين بلغ مؤشر "AEX" أكبر قيمة له منذ إنشائه وكان ذلك في شهر سبتمبر 2000.<sup>1</sup>

ولتحليل أداء مؤشر "AEX" خلال الفترة: 2007-2021 قمنا بتتبع قيمه من خلال الشكل أدناه والذي يوضح كيف تأثر هذا المؤشر كغيره من المؤشرات الأوروبية بالأزمة المالية العالمية، حيث سجل المؤشر أدنى قيمة له خلال شهر مارس 2009 بما يعادل 216.98 نقطة بعد أن كان يبلغ 548.21 خلال شهر جوان 2007.

<sup>1</sup> ما هو مؤشر AEX25، تاريخ الاطلاع: 2022/03/29، على الرابط: <https://www.dokan.news/12187/%D9%85%D8%A7-%D9%87%D9%88-%D9%85%D8%A4%D8%B4%D8%B1-aex25>

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

شكل رقم (33): تطور مؤشر "AEX"



المصدر: من إعداد الطالب بناءً على الموقع الإلكتروني لبورصة يورونكست:

[www.euronext.com](http://www.euronext.com)

ابتداءً من شهر أبريل 2009 بدأ المؤشر بالتحسن التدريجي، حيث ارتفعت قيمته بنسبة 09.87 %، ليواصل في التحسن بعدها ليصل في شهر نوفمبر 2015 إلى 469.52 نقطة. لنسجل بعدها تذبذبات طفيفة في أداء المؤشر خلال الفترة بين نهاية 2018 وبداية 2020، لكن المؤشر عرف تطوراً ملحوظاً وسريعاً ابتداءً من شهر أبريل 2020 حيث بلغ 512.92 نقطة ليشهد بعدها ارتفاعاً كبيراً إلى غاية شهر ديسمبر 2021 أين عرف المؤشر أكبر قيمة له بما يقارب 798 نقطة.

### ثالثاً: مؤشر "BEL20"

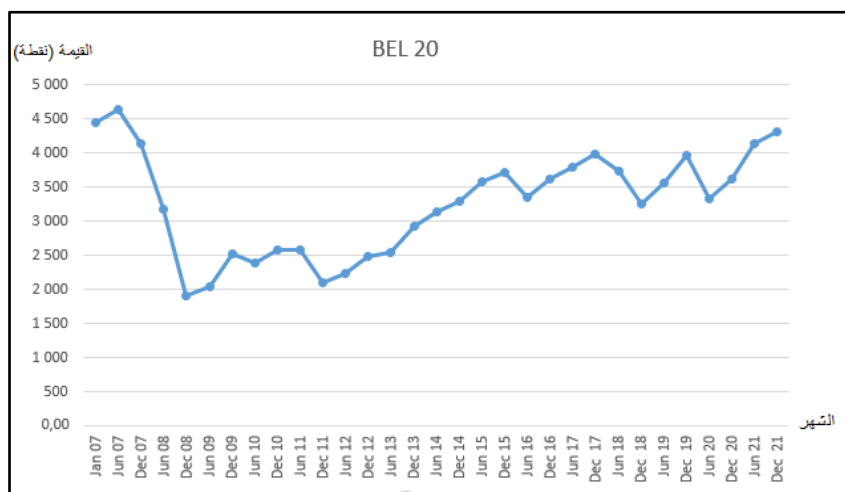
هو المؤشر القياسي لسوق الأسهم في يورونكست بروكسل "Euronext Bruxelles" البلجيكية. يتكون من أكبر 20 شركة مدرجة في البورصة من حيث الرصمة السوقية، ويتم مراجعة هذه القائمة سنوياً على أساس أسعار الإغلاق في يوم الجمعة الأخير من شهر أبريل لكل سنة. ويشترط على الشركات التي تمثل هذا المؤشر أن تكون نسبة 15 % من رأسمالها موزعة على الجمهور وألا تقل رسملتها السوقية عن 300000 ضعف سعر المؤشر في آخر يوم تداول من السنة السابقة.<sup>1</sup>

شهد مؤشر "BEL20" تطوراً كبيراً في قيمته منذ انضمام البورصة البلجيكية إلى بورصة يورونكست سنة 2000، والشكل الموالي يوضح قيم المؤشر خلال الفترة: 2007-2021:

<sup>1</sup> BEL 20, Vu le: 31/03/2022, sur le cite: <https://stringfixer.com/fr/BEL20>

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

شكل رقم (34): تطور مؤشر "BEL20"



المصدر: من إعداد الطالب بناءً على الموقع الإلكتروني لبورصة يورونكست:

[www.euronext.com](http://www.euronext.com)

يتضح من الشكل السابق أن قيمة المؤشر بلغت أرقاما قياسية قبل الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، أين وصلت قيمته في شهر ماي 2007 إلى ما يقارب 4698 نقطة، إلا أنه سرعان ما انخفض في الأشهر الموالية لتصل قيمته في شهر فيفري 2009 إلى 1696.58 نقطة فقط، بانخفاض قدره: 63.88 %، وهو ما يوضح حجم الصدمة الذي تعرضت لها البورصة البلجيكية بسبب تلك الأزمة. لنشهد خلال الفترة الموالية حالة من عدم التوازن في أداء المؤشر والسوق ككل، إلى غاية بداية سنة 2012 أين عرف المؤشر بداية تعافيه وعودته إلى القيم التي عرفها قبل الأزمة، ففي شهر ديسمبر 2012 بلغ 2475.81 نقطة، ثم تجاوز بعد ذلك في شهر جوان 2015 قيمة 3475 نقطة.

أما خلال الفترة الممتدة بين نهاية سنة 2017 وبداية سنة 2020 فقد عرف مؤشر "BEL20" بعض التذبذبات بين الارتفاع والانخفاض بفعل مجموعة من العوامل، منها ما تعلق بإدارة الدين العام وتداعيات جائحة كورونا. لكن سنة 2021 كانت مرحلة التعافي الكبير لبورصة يورونكست بروكسل، حيث بلغ المؤشر في نهاية تلك السنة 4310.15 نقطة.

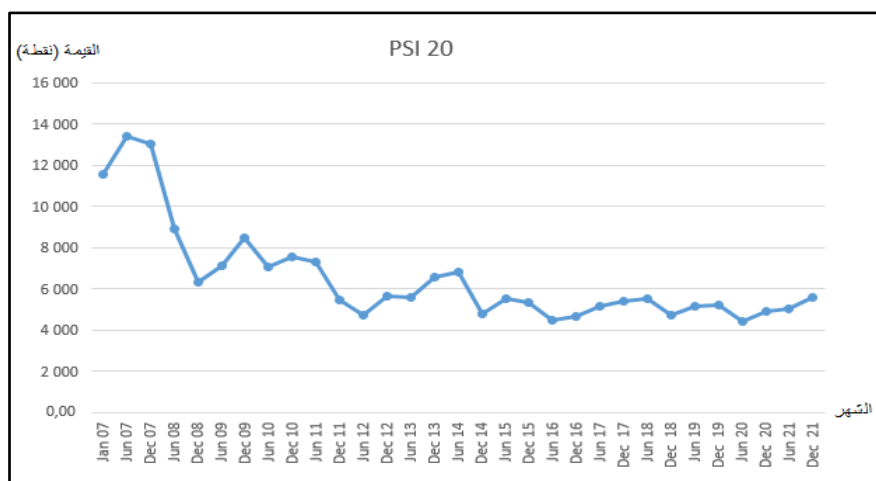
### رابعا: مؤشر "PSI 20"

هو مؤشر سوق الأسهم للشركات المدرجة في يورونكست لشبونة "Euronext Lisbon" البرتغالية، تم إطلاقه بتاريخ: 31 ديسمبر 1992 بقيمة أساسية بلغت 3000 نقطة آنذاك. يضم هذا المؤشر أكبر 20 شركة مدرجة في السوق من حيث القيمة السوقية ومعدل دوران الأسهم. شهد المؤشر تقلبات شديدة فاقت كل

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

التقلبات التي شهدتها الأسواق المالية الأوروبية خلال الفترة: 1998-2000، بسبب حالة عدم اليقين التي عرفتتها الأسواق الناشئة في تلك الفترة.<sup>1</sup> وبعد انضمام بورصة لشبونة إلى يورونكست شهد المؤشر تحسنا ملحوظا، حيث وصلت قيمة المؤشر في شهر جويلية 2007 إلى ما يفوق 13434.2 نقطة كما يوضحه الشكل الموالي:

شكل رقم (35): تطور مؤشر "PSI 20"



المصدر: من إعداد الطالب بناءً على الموقع الإلكتروني لبورصة يورونكست:

[www.euronext.com](http://www.euronext.com)

لقد أثرت الأزمة المالية العالمية بشكل كبير على "يورونكست لشبونة"، والشكل السابق يوضح لنا حجم الصدمة جراء الأزمة، فقد وصلت قيمة المؤشر في مدة قصيرة جدا إلى 6300.41 نقطة وكان ذلك في شهر نوفمبر 2008. وبالرغم من أن مختلف البورصات الأوروبية وكذا البورصات المشككة ليورونكست سجلت تعافي من الأزمة خلال الأشهر القليلة الموالية لها، إلا أن مؤشر "PSI 20" واصل التدهور والانخفاض في قيمته، حيث وصل إلى ما يقارب 4513 نقطة في شهر ماي 2012، ليشهد بعدها نوعا من الاستقرار النسبي في الأشهر والسنوات الموالية بين 4000 و5000 نقطة، إلا أنه لم يعد للتحسن والقيم الكبيرة التي شهدتها قبل الأزمة المالية العالمية والتي قاربت 14000 نقطة. كما أن المؤشر لم يتأثر كثيرا بتداعيات جائحة كورونا مثل باقي الأسواق المالية الأخرى، أين سجل في شهر مارس 2020 قيمة 3972.71 نقطة، بعدما سجل قيمة 5214.14 في نهاية سنة 2019 وهو انخفاض طفيف مقارنة بنسبة الانخفاض التي شهدتها باقي المؤشرات الأوروبية والتي شهدت صدمات كبيرة نسبيا خلال شهر مارس 2020. ومع نهاية سنة 2021 شهد مؤشر "PSI 20" تحسنا نسبيا استقر عند 5569.48 نقطة خلال شهر ديسمبر من نفس السنة.

<sup>1</sup> PSI-20, Vu le: 29/03/2022, sur le Cit: <https://stringfixer.com/fr/PSI-20>

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

إن المؤشرات السابقة الذكر تعتبر أهم وأبرز المؤشرات الثانوية التي تعبر عن نشاط أسواق بورصة يورونكست، باعتبار أن هذه الأسواق كانت السبابة لإنشاء والانضمام للسوق الأوروبية الموحدة، لكن الفترة الأخيرة شهدت إدراج مؤشرات أخرى مثل مؤشر: يورونكست دبلن "ISEQ20" ويورونكست أوصلو "OBX".

### المطلب الثالث: تطبيقات الهندسة المالية في بورصة يورونكست

تعتبر بورصة يورونكست من أهم البورصات العالمية التي تجمع بين مختلف المنتجات والعمليات المالية التي أفرزتها الهندسة المالية، حيث أن الصبغة الإلكترونية لها جعلتها البيئة الخصبة لتداول وتطبيق مختلف الابتكارات المالية.

### الفرع الأول: المنتجات المالية

توفر بورصة يورونكست للمستثمرين ومختلف المشاركين في السوق العديد من المنتجات والأدوات الاستثمارية والتي يتم تداولها من خلال صنفين من الأسواق: سوق النقد والذي يحتوي على الأسهم، السندات وصناديق الاستثمار وغيرها من المنتجات المالية المركبة، بالإضافة إلى سوق المشتقات المالية.

### أولاً: منتجات السوق الحاضرة

يتم تداول العديد من المنتجات المالية في هذا السوق، من أهمها:<sup>1</sup>

1. **الأسهم:** تعد بورصة يورونكست الرائدة في تداول الأسهم النقدية عبر مختلف أسواقها المحلية، ففي سنة 2020 بلغ متوسط الحصة السوقية لها في تداول هذا النوع من المنتجات 70 %، حيث كان للبورصة هيمنة قوية مع تواجد 27 مصدراً في مؤشر الأسهم "Euro STOXX 50" و164 مصدراً في مؤشر الأسهم "Euro STOXX 600" القياسي. كما تحتل بورصة يورونكست المرتبة الأولى في أوروبا من خلال متوسط قيمة الأسهم اليومية المتداولة. هذا وقد بلغ إجمالي قيمة المعاملات على حقوق المساهمين ما يفوق 2.27 مليار يورو خلال سنة 2020 وبزيادة تقدر بـ: 19.9 % عن سنة 2019.
2. **السندات:** تتيح بورصة يورونكست تداول مختلف الأدوات المالية ذات الدخل الثابت في سوقها المنظم وخاصة سوق التجزئة، حيث يتم تداول ما يفوق 100 عضو في 6000 شركة ومؤسسة مالية وسندات حكومية مدرجة، وهو ما يمثل حجم مبيعات شهري يقارب 08 مليار يورو خلال سنة 2020 على هذا النوع من المنتجات. والشيء الجدير بالذكر أن سوق السندات شهدت نمواً كبيراً في السنوات الأخيرة، حيث أن حجم المبيعات الشهري لم يكن يتجاوز 0.6 مليار يورو خلال سنة 2017.

<sup>1</sup> Euronext, Annual report, 2020, PP 29-31.

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

3. **صناديق الاستثمار المتداولة:** يمكن للمتعاملين في بورصة يورونكست الإدراج والتداول في صناديق الاستثمار "ETF"، حيث يتم تلاقي العرض والطلب على المنتجات في إطار من السيولة العميقة والأسعار المتكافئة، وتجدر الإشارة إلى أن يورونكست فازت في خمس سنوات متتالية: 2016-2020 على جائزة "ETF Express" كأفضل بورصة أوروبية لإدراج صناديق الاستثمار المتداولة.
4. **المنتجات المركبة:** تدير بورصة يورونكست مجموعة كبيرة من المنتجات المالية المركبة كالضمانات والشهادات المختلفة، والتي تلبي احتياجات المستثمرين في السوق من خلال تقديم الخدمات الوسيطة كما تساهم في توفير السيولة للسوق وزيادة الكفاءة التشغيلية لها.

### ثانياً: منتجات السوق المشتقة

إلى جانب المنتجات المالية التقليدية، تعد بورصة يورونكست المكان الرائد في أوروبا في تداول المشتقات المالية، حيث صُنفت في 31 ديسمبر 2021 كثاني أكبر سوق في أوروبا من حيث تداول العقود الآجلة لمؤشرات الأسهم، وثاني أكبر سوق أيضاً من ناحية عدد عقود خيارات مؤشرات الأسهم المتداولة. ومن أبرز المنتجات المالية المشتقة المتداولة في بورصة يورونكست نجد:<sup>1</sup>

1. **مشتقات الأسهم:** تعتبر عقود الخيارات والعقود الآجلة أهم المنتجات المشتقة التي يتم إبرامها على الأسهم في بورصة يورونكست، حيث يتم استخدامها غالباً في التحوط ضد التغيرات في أسعار الأسهم الأساسية.
2. **مشتقات المؤشرات:** تسمح الخيارات والعقود الآجلة على المؤشرات وخاصة مؤشرات الأسهم بالتحوط واتخاذ القرارات المناسبة بشأن التغيرات التي تحدث على مستوى مؤشر معين.
3. **مشتقات السلع:** يورونكست هي المزود الأساسي لمشتقات السلع الزراعية من خلال العديد من العقود التي تم تأسيسها كمعايير أسعار عالمية للمجتمع التجاري والمالي الدولي. فمثلاً نمت أحجام عقود طحين القمح الآجلة خلال سنة 2021 بنسبة 17 %، وهو ما يعادل متوسط يزيد عن 58000 "لوت" يتم تداولها على أساس يومي.

### الفرع الثاني: العمليات المالية

إضافة إلى المنتجات المالية، هناك العديد من العمليات التي أفرزتها الهندسة المالية والتي استفادت منها بورصة يورونكست، حيث ساهمت في ريادتها وجعلها من أهم وأكبر البورصات في العالم، نذكر من بينها ما يلي:

<sup>1</sup> Euronext, UNIVERSAL REGISTRATION DOCUMENT, 2021, PP 35-37.

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

### أولاً: عمليات الاندماج

إن الهدف الأساسي من إنشاء بورصة يورونكست هو توفير الجهد والتكاليف المادية والبشرية الكبيرة التي تتطلبها عمليات الاستثمار في الأسواق المالية. فيمكن الاستفادة من وفورات التكلفة من خلال القضاء على ازدواجية البنى التحتية من حيث تكنولوجيا المعلومات وتكاليف التشغيل. ويمكن ذكر أهم مزايا إنشاء بورصة يورونكست في التالي:<sup>1</sup>

- الوصول إلى منصة تداول واحدة لعدة أسواق، وهو ما يتيح لمحتري الأسواق ومختلف المتعاملين تقليل الأجهزة والبرامج ورأس المال البشري المؤهل للوصول للعديد من منصات التداول؛
- تنوع المحافظ الاستثمارية من خلال مجموعة كبيرة من المنتجات المالية التي توفرها الأسواق المندمجة؛
- توفير السيولة الكافية في السوق من خلال عملية الاندماج؛
- زيادة السيولة يمكن أن تقلل من الامتيازات السعرية التي قد يضطر المستثمرين لقبولها لتنفيذ الأوامر الكبيرة، كما تقلل من التقلبات في السوق.

وبهدف معرفة درجة الاندماج والتكامل بين مختلف البورصات المشكلة ليورونكست، نقوم بقياس درجة الترابط بين مؤشرات هذه الأسواق خلال الفترة: 2007-2021، وتحديد مصفوفة الارتباط من خلال الجدول الموالي:

جدول رقم (17): مصفوفة الارتباط بين مؤشرات بورصة يورونكست

| معامل الارتباط | AEX | BEL20   | CAC40   | PSI20 | EURO 100 |
|----------------|-----|---------|---------|-------|----------|
| AEX            | 1   | **0.861 | **0.965 | -0.70 | **0.988  |
| BEL20          |     | 1       | **0.931 | 0.252 | **0.910  |
| CAC40          |     |         | 1       | 0.144 | **0.982  |
| PSI20          |     |         |         | 1     | -0.29    |
| EURO 100       |     |         |         |       | 1        |

\*\*معامل الارتباط ذو دلالة عند 0.01

المصدر: مخرجات برنامج spss ومعطيات الملحق رقم (01)

<sup>1</sup> BRUNO ECKELS, THE CONSEQUENCES OF EURONEXT INTEGRATION ON THE FRENCH, BELGIAN AND DUTCH STOCK MARKETS THE CONSEQUENCES OF EURONEXT INTEGRATION ON THE FRENCH, BELGIAN AND DUTCH STOCK MARKETS, PhD Thesis in Philosophy, Bournemouth University, UK, 2013, P 17.

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

نلاحظ من خلال المصفوفة في الجدول السابق أن معاملات الارتباط بين مؤشرات الأسواق المالية ذات معنوية عند مستوى 01 % باستثناء مؤشر "PSI 20" الخاص ببورصة لشبونة البرتغالية والذي يعتبر غير معنوي وليس له أي ارتباط مع باقي المؤشرات الأخرى. أما بالنسبة لمؤشرات البورصات الأخرى فهي ترتبط بشكل كبير مع المؤشر الرئيسي للسوق "Euronext 100" وبدرجات تفوق كلها نسبة 90 %. كما ترتبط هذه البورصات فيما بينها بدرجات كبيرة أيضاً، فمثلاً نلاحظ الترابط الكبير بين مؤشري البورصة الفرنسية والهولندية بنسبة 96.5 % تليها البورصة الفرنسية مع البورصة البلجيكية بنسبة 93.1 %، ثم البورصة البلجيكية مع الهولندية بنسبة 86.1 %.

إن هذا الترابط الكبير الموجود بين مؤشرات البورصات المشكلة ليورونكست يعزى إلى عملية الاندماج بين تلك البورصات، حيث تم توحيد مختلف التعاملات والقوانين المرتبطة بعمليات الاستثمار في الأسواق، مما أفرز لنا بورصة وحيدة برسملة سوقية كبيرة جدا فاقت 6475 مليار يورو في نهاية سنة 2021، الشيء الذي جعلها من أكبر وأبرز البورصات الأوروبية والعالمية.

### ثانياً: التداول الإلكتروني

تعتبر بورصة يورونكست أول بورصة في العالم تقدم جميع خدماتها بطريقة إلكترونية، فكل البورصات المنظمة فيها تم ربطها من خلال منصة تداول إلكترونية واحدة تلتقي فيها جميع الأوامر والطلبات الاستثمارية للمتعاملين والمتعلقة بتجارة الأسهم والمشتقات والعملات. وهو ما ساهم في تجاوز التكاليف والمشاكل الكثيرة التي كانت تلازم الطرق التقليدية في التداول، خاصة من ناحية مطابقة أوامر البيع والشراء. ومن أبرز الأنظمة التي أطلقتها بورصة يورونكست في هذا المجال:

- **UTP**: هو اختصار لـ: "Universal Trading Platform"، أي منصة التداول العالمية، أطلقتها بورصة يورونكست نيويورك "NYSE EURONEXT" في ديسمبر 2008. وهي منصة تتيح للعملاء الوصول إلى جميع أسواق النقد والمشتقات المالية في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية آنذاك. بدأ التداول فيها من خلال أسواق السندات الأوروبية في بورصة "يورونكست نيويورك"، لتنتشر عبر أسواق الأسهم والخيارات والعقود الآجلة خلال سنة 2009. وكان هذا النظام يتكون من:<sup>1</sup>
- **SFTI**: تتيح هذه الشبكة للعملاء الوصول إلى جميع خدمات بورصة يورونكست نيويورك من خلال شبكة اتصال واحدة؛

<sup>1</sup> NYSE Euronext Universal Trading Platform, vue le 01/04/2022, Disponible sur le lien:

[https://www.marketswiki.com/wiki/NYSE\\_Euronext\\_Universal\\_Trading\\_Platform](https://www.marketswiki.com/wiki/NYSE_Euronext_Universal_Trading_Platform)

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

- **CCG**: هي بوابة العملاء المشتركة تستخدم في عملية إدخال الأوامر والوصول إلى المنصة؛
- **WEP**: هو نظام لنشر بيانات السوق المختلفة.
- **Optiq**: في إطار تحسين أنظمة التداول الإلكترونية قامت بورصة يورونكست بتحديث منصة التداول الخاصة بها منذ جويلية 2017 باستخدام تقنية "optiq" والتي توفر للعملاء أكبر قدر من المرونة والرسائل المبسطة والمنسقة بالإضافة إلى الاستقرار وكفاءة الأداء.<sup>1</sup> ويتميز هذا النظام بأنه يوفر للمتعاملين معلومات خاصة ذات ترددات عالية غير مرئية لباقي المتعاملين الآخرين حول ظروف السوق، وغيرها من البيانات التي يمكن استخدامها من طرف المتعاملين بهدف تحقيق أرباح إضافية ناتجة عن هذه الميزة المعلوماتية الدقيقة التي يمكن أن تصل إلى الميكرو ثانية، حيث يتم استغلال تلك القدرات التكنولوجية والمالية لصالحهم خاصة وأنها تعمل من خلال مجموعة من الخوارزميات المرفقة بأوامر وطلبات المتعاملين في السوق.<sup>2</sup>

### ثالثا: الحفظ والتسوية

تقوم بورصة يورونكست بأنشطة كبيرة في عمليات الحفظ والتسوية خاصة في السنوات الأخيرة وذلك تزامنا مع عمليات الاستحواذ المتتالية على بورصتي: أوسلو وميلان. وفي هذا الإطار أطلقت يورونكست خدمة جديدة لها تتمثل في شبكة "CSD" والتي تربط مختلف اقتصاديات الدول الأوروبية بالأسواق المالية العالمية، حيث تم بواسطتها وضع أكثر من 6.5 تريليون يورو من الأصول تحت الحفظ، بالإضافة إلى معالجة أكثر من 130 مليون أمر تسوية في عام 2021. هذا وتستهدف بورصة يورونكست توسيع عملياتها في هذا المجال لتشمل مختلف الدول الأوروبية، وذلك من خلال:<sup>3</sup>

- **توسيع الخدمات الإلكترونية**: من خلال تطوير خدمات القيمة المضافة المحلية والشمول المالي للمؤسسات والمصدرين في الأسواق المالية؛
- **التقارب**: وذلك عبر تطوير البنى التحتية والتنسيق بينها لتسهيل الوصول إلى مختلف الأسواق المالية التي تستهدفها يورونكست؛
- **توسيع الأنشطة**: تدعم يورونكست الأسواق الأولية والثانوية في جميع الدول الأوروبية، كما تحاول الاستفادة من إمكانيات إصدار الأوراق المالية الرقمية؛

<sup>1</sup> Euronext, **Annual Report**, 2020, P 25.

<sup>2</sup> Mathijs Giltjes, Arnoud Pijls, **Informational Advantages of Euronext's Trading System: Colocation and Private Feeds**, vue le 01/04/2022, Disponible sur le lien:

<https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2021/03/informational-advantages-euronexts-trading-system-colocation-and>

<sup>3</sup> Euronext, **UNIVERSAL REGISTRATION DOCUMENT**, 2021, P42.

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

- تحسين تجربة العملاء المحليين والدوليين: من خلال التحديث المستمر للخدمات المالية المقدمة للعملاء.

هذا وتعتبر شبكة "CSD" أهم وأبرز أنظمة مقاصة الأوراق المالية في بورصة يورونكست، حيث تتفرع عبر شبكات ثانوية، هي: "Euronext VPS" بالنرويج، "Interbolsa" بالبرتغال، "Monte Titoli" بإيطاليا و"VP Securities" بالدنمارك.

### المبحث الثاني: تحليل تطور منتجات ونشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

من أجل معرفة مدى مساهمة منتجات الهندسة المالية المتداولة في بورصة يورونكست في تنشيط والرفع من كفاءة البورصة، سنقوم من خلال هذا المبحث بعرض وتحليل تطور مختلف تداولات هذه المنتجات من: أسهم، سندات، منتجات مركبة، مشتقات مالية، بالإضافة إلى تداولات صناديق الاستثمار خلال الفترة: 2007-2021، كما سيتم تحليل مختلف مؤشرات نشاط السوق، لنستنتج في الأخير علاقة المنتجات المتداولة بنشاط البورصة.

#### المطلب الأول: تحليل تطور المنتجات المالية التقليدية

يتم تداول العديد من المنتجات المالية التقليدية في بورصة يورونكست، لعل أبرزها الأسهم والسندات بالإضافة إلى المنتجات المالية المركبة، وكذا تداولات صناديق الاستثمار.

#### الفرع الأول: تطور الأسهم والسندات

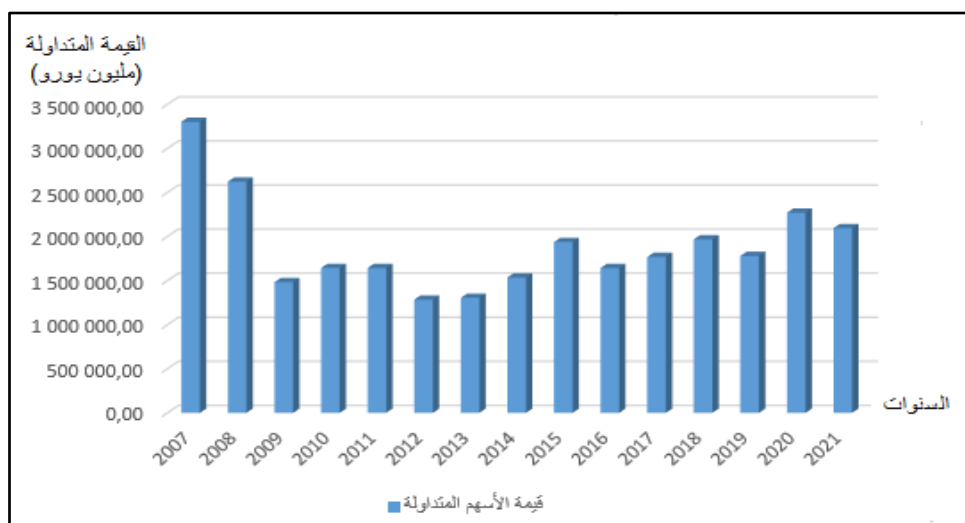
بالنظر إلى الحجم الكبير لبورصة يورونكست، فإن قيمة تداولات الأسهم فيها كبيرة جداً، لكن تداول السندات أقل مقارنة بمنتجات الملكية فيها.

#### أولاً: تطور قيمة الأسهم المتداولة

تعد الأسهم من أهم المنتجات المالية التي توفر للمستثمرين فرصة الدخول إلى مختلف الأسواق المالية، لذا فإن نوعية وجودة الأسهم المطروحة في أي سوق تعكس بشكل مباشر كفاءة ونشاط السوق ونوعية المؤسسات المدرجة فيها. ولا يمكن الحكم على أي سوق من خلال عدد الأسهم المتداولة فقط، بل إن قيمة هذه الأسهم المطروحة للتداول هي التي تعطي صورة واضحة عن مكانة السوق المالية ومدى قيامها بدورها التمويلي بالشكل المطلوب، لذا سنحاول من خلال الشكل الموالي تتبع قيمة الأسهم المتداولة في بورصة يورونكست خلال الفترة الممتدة بين سنتي 2007 و2021:

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

شكل رقم (36): قيمة الأسهم المتداولة في بورصة يورونكست



المصدر: من إعداد الطالب بناءً على الموقع الإلكتروني لبورصة يورونكست:

[www.euronext.com](http://www.euronext.com)

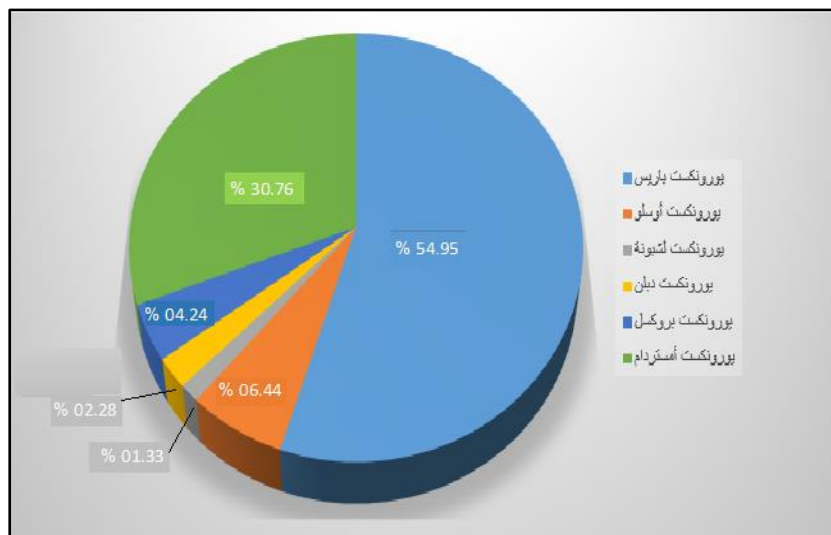
يتضح من الشكل السابق كيف انخفضت قيمة الأسهم المتداولة في بورصة يورونكست في أعقاب الأزمة العالمية لسنة 2008، فبعد أن كانت قيمتها تبلغ في سنة 2007 ما يفوق 3302 مليار يورو، انخفضت خلال السنتين الموالتين بنسبتي: 20.56 % و 46.08 % على التوالي، بسبب الاحجام على الأسهم خاصة في ظل استمرار عدم الثقة في الأسواق من جهة، وكذا شطب بعض المؤسسات التي لها وزن كبير في بورصة يورونكست من جهة أخرى، ومن أبرزها: شركة "Lucia" الفرنسية التي شطبت أكثر من 4.5 مليون سهم وشركة "Norsk Hydro" النرويجية والتي شطبت أيضا ما يفوق مليار سهم من يورونكست سنة 2009.

خلال سنتي 2011 و 2012 شهدت بورصة يورونكست تحسنا نسبيا في قيمة الأسهم المتداولة فيها، حيث استقرت عند ما يقارب 1650 مليار يورو، لتبلغ في سنة 2015 قيمة 1938 مليار يورو. وبالرغم من التذبذبات الطفيفة التي حصلت في السنوات الأخيرة في قيمة الأسهم المتداولة، إلا أنها بدأت تعود إلى قيمها المعهودة سابقا، حيث سجلنا خلال سنة 2020 ارتفاع كبير في قيمة الأسهم أين وصلت إلى 2272 مليار يورو، وهي أعلى قيمة بلغت منذ الأزمة المالية العالمية لسنة 2008. ويعود هذا التحسن إلى استراتيجيات التوسع التي انتهجتها يورونكست في الأسواق المالية الأوروبية والتي ضمت معها أسهم أكبر الشركات العالمية. ففي سنة 2020 مثلا تم إدراج العديد من الشركات الجديدة منها: 26 شركة في السوق النظامي، 71 شركة في سوق النمو و 13 شركة في سوق الدخول. لنشهد بعدها خلال سنة 2021 تراجع طفيف في قيمة الأسهم المتداولة بنسبة: 07.73 %.

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

ولمعرفة قيمة الأسهم التي تم تداولها في بورصة يورونكست خلال سنة 2021 حسب السوق. يوضح الشكل الموالي وزن كل سوق من إجمالي تداولات الأسهم:

شكل رقم (37): قيمة الأسهم المتداولة حسب السوق



المصدر: من إعداد الطالب بناءً على الموقع الإلكتروني لبورصة يورونكست:

[www.euronext.com](http://www.euronext.com)

يتضح من الشكل السابق هيمنة "يورونكست باريس" على إجمالي الأسهم المتداولة خلال سنة 2021، حيث أنها تحوز على أكثر من نصف تداولات الأسهم في يورونكست، تليها "يورونكست أمستردام" بـ: 30.76 %، أما حصة "يورونكست لشبونة" فلا تتجاوز 1.33 % من إجمالي التداولات. ويمكن إرجاع ذلك إلى أن أكبر الشركات المدرجة في يورونكست تأخذ يورونكست باريس كنقطة دخول للبورصة وتقوم بطرح أسهمها للتداول من خلالها، حيث احتلت يورونكست باريس المرتبة الأولى من حيث إدراجها لأكثر الشركات من ناحية الرسملة السوقية بـ: 19 شركة من أصل أكبر 30 شركة مدرجة في يورونكست خلال نفس السنة، أما يورونكست أمستردام فاحتلت المرتبة الثانية بإدراجها لـ: 09 شركات من أصل أكبر 30 شركة من حيث الرسملة السوقية خلال سنة 2021.

### ثانياً: تطور قيمة السندات المتداولة

بالنظر إلى حجم بورصة يورونكست والتي فاقت رسملتها 4.4 بليون يورو في الثلاث سنوات الأخيرة، فهي تعتبر المصدر المناسب للحكومات وباقي المؤسسات المحلية والدولية من أجل الحصول على التمويل المناسب، من خلال طرح السندات للاكتتاب في البورصة. إذ ساعدت بورصة يورونكست العديد من حكومات الدول الأوروبية

**الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست  
خلال الفترة: 2007-2021**

في تجاوز العقبات والأزمات التي عانت منها خلال الفترة الماضية، والشكل الموالي يوضح تطور قيمة السندات الحكومية والخاصة المتداولة في البورصة خلال الفترة: 2007-2021:

**جدول رقم (18): قيمة السندات المتداولة في بورصة يورونكست**

| السنة | القيمة المتداولة |            | (مليون يورو) |
|-------|------------------|------------|--------------|
|       | سندات حكومية     | سندات أخرى | المجموع      |
| 2007  | 4047             | 7900       | 11947        |
| 2008  | 4 637            | 7 093      | 11 730       |
| 2009  | 3 707            | 7 907      | 11 614       |
| 2010  | 3 072            | 17 474     | 20 546       |
| 2011  | 1 851            | 7 422      | 9 272        |
| 2012  | 4 037            | 8 240      | 12 277       |
| 2013  | 1 844            | 8 320      | 10 164       |
| 2014  | 1 462            | 9 151      | 10 613       |
| 2015  | 733              | 7 732      | 8 465        |
| 2016  | 489              | 6 164      | 6 653        |
| 2017  | 1 440            | 5 296      | 6 735        |
| 2018  | 1 648            | 4 228      | 5 876        |
| 2019  | 1 063            | 3 613      | 4 676        |
| 2020  | 6 902            | 4 636      | 11 538       |
| 2021  | 533              | 2 929      | 3 462        |

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على الموقع الإلكتروني لبورصة يورونكست:

[www.euronext.com](http://www.euronext.com)

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن تداول السندات في بورصة يورونكست عرف نشاطاً ورواجاً كبيرين خلال سنة 2010، حيث بلغت قيمتها المتداولة ما يقارب 20.5 مليار يورو، منها 85.04 % سندات خاصة ويرجع ذلك إلى حالات العسر المالي الكبير التي مرت بها مختلف البنوك والمؤسسات المالية في تلك الفترة، مما أدى بها إلى التوجه نحو الأسواق المالية للحصول على التمويل من أجل تفادي إفلاسها. لتتخفص بعدها قيمة تداولها في السنة الموالية بنسبة 54.87 %. وخلال الفترة بين: 2012 و 2014 شهدنا استقراراً نسبياً في قيمة السندات المتداولة بين 10 و 12 مليار أورو.

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

ابتداءً من سنة 2015 بدأت قيمة السندات المتداولة في بورصة يورونكست بالانخفاض، حيث قدرت بـ: 8.4 مليار يورو في تلك السنة لتواصل التراجع في السنوات الموالية إلى أن وصلت سنة 2019 إلى ما يقارب 4.6 مليار يورو. لكن خلال سنة 2020 شهدنا نمواً كبيراً في قيمة السندات المتداولة بنسبة 146.74 % مقارنة بسنة 2019 كان الشق الأكبر منها عبارة عن سندات حكومية، وذلك بسبب حالة الكساد التي شهدتها العالم جراء تبعات أزمة كورونا، لتشهد سنة 2021 عودة تراجع السندات المتداولة بعد بداية التعافي من الأزمة حيث انخفض تداول السندات إلى 3.4 مليار يورو.

وبما أن بورصة يورونكست هي بورصة حديثة تم إنشاؤها سنة 2000 فقط، فهي تأخذ بعين الاعتبار المتغيرات والتطورات العالمية الأخيرة، ومع كثرة المشاكل المناخية والبيئية التي أخذت حيزاً كبيراً من الاهتمام في السنوات الأخيرة، قامت يورونكست بطرح السندات الخضراء والتي تخصص لتمويل المشاريع والاستثمارات البيئية. والجدول الموالي يوضح قيمة السندات الخضراء المتداولة في بورصة يورونكست خلال الفترة: 2012-2021:

جدول رقم (19): قيمة السندات الخضراء المتداولة في بورصة يورونكست

| السنة                   | 2012   | 2013    | 2014    | 2015    | 2016   | 2017    | 2018    | 2019    | 2020    | 2021    |
|-------------------------|--------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| القيمة<br>(مليون دولار) | 482.14 | 1859.85 | 3854.58 | 3127.74 | 8530.4 | 27151.8 | 34238.3 | 54207.1 | 52843.3 | 36847.5 |
| حجم<br>الإصدارات        | 01     | 01      | 03      | 08      | 18     | 32      | 32      | 107     | 132     | 117     |

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على موقع Statista، تاريخ الاطلاع: 2022/04/05، على الرابط:

<https://www.statista.com/statistics/1109092/value-of-green-bonds-listed-on-euronext-stock-exchange-by-venue-europe>

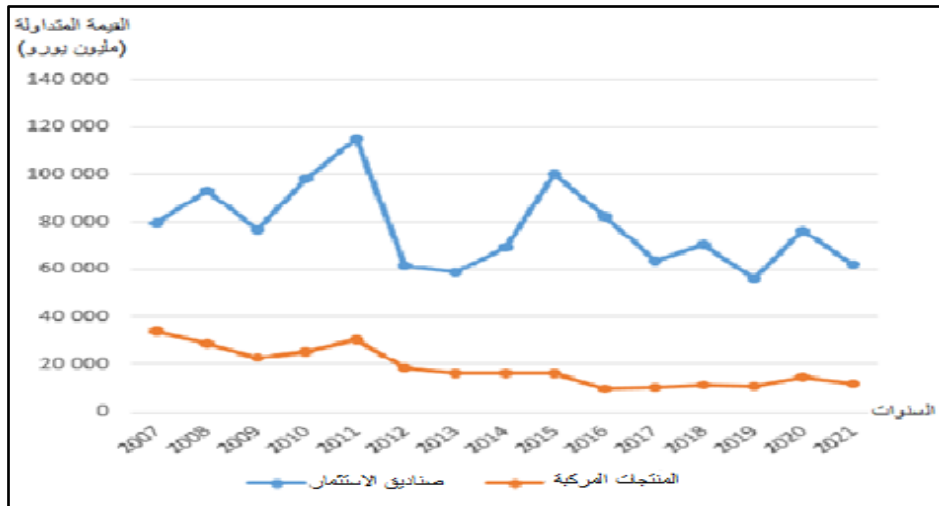
خلال الفترة: 2012-2014 اقتصر تداول السندات الخضراء في بورصة يورونكست بباريس، والجدول السابق يوضح كيف ارتفعت قيمة السندات من 482 مليون دولار إلى 3854 مليون دولار بنمو قدره 699.58 % في ظرف سنتين فقط. وبعد نجاح تداول هذا النوع من السندات وإقبال المستثمرين عليها، تم طرحها في باقي أسواق يورونكست، وهو ما أدى إلى ارتفاع قيمة تداولها، حيث وصلت خلال سنة 2017 إلى ما يفوق 27.1 مليار دولار، لتصل سنة 2019 إلى أكبر قيمة لها منذ طرحها أول مرة سنة 2007، حيث فاقت قيمة 54.2 مليار دولار، لتسجل في السنتين الموالتين تراجعاً في قيمة السندات المتداولة، خاصة خلال سنة 2021 أين انخفضت إلى ما يقارب 37 مليار دولار.

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

### الفرع الثاني: تطور المنتجات المركبة وصناديق الاستثمار

تتميز بورصة يورونكست بتنوع المنتجات المالية المتداولة فيها، فإلى جانب الأسهم والسندات توجد العديد من المنتجات المركبة مثل شهادات الاستثمار وسندات المساهمة والسندات ذات الكوبون الصفري وهو ما أدى إلى زيادة نشاط البورصة، نظرا للمزايا الكبيرة التي تقدمها هذه المنتجات للمستثمرين والتي تنعكس إيجابا على البورصة. ومن جانب آخر توفر بورصة يورونكست للمتعاملين الذين ليس لهم القدرة أو الرغبة في الاستثمار في البورصة بصورة مباشرة مجموعة من الآليات التي تساعدهم في استثمار أموالهم، منها صناديق الاستثمار والتي هي عبارة عن أوعية تقوم بتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها بصورة مشتركة من قبل هيئات ومؤسسات مختصة. والشكل الموالي يوضح قيمة المنتجات المالية المركبة وصناديق الاستثمار التي تم تداولها خلال الفترة: 2007-2021 في بورصة يورونكست:

شكل رقم (38): قيمة تداولات المنتجات المركبة وصناديق الاستثمار في بورصة يورونكست



المصدر: من إعداد الطالب بناءً على الموقع الإلكتروني لبورصة يورونكست:

[www.euronext.com](http://www.euronext.com)

يتضح من خلال الشكل السابق ما يلي:

- بالنسبة للمنتجات المالية المركبة: بلغت قيمة المنتجات المركبة خلال سنة 2007 ما يقارب 33816 مليون يورو، لتخفّض خلال سنة 2009 إلى حوالي 22974 مليون يورو. لنشهد في سنة 2011 نموها مجدداً بنسبة 31.2 % مقارنة بسنة 2009. أما خلال الفترة الممتدة بين 2012-2015 فقد شهدنا استقراراً نسبياً في تداولات المنتجات المركبة المتداولة في بورصة يورونكست بين 16 و 18 مليار يورو. لتتخفّض قيمتها بعد ذلك مجدداً خلال الفترة: 2016-2021 إلى ما يقارب 10 و 11 مليار يورو،

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

مع تسجيل ارتفاع خلال سنة 2020، حيث قدرت أنذاك بـ: 14.7 مليار يورو. والشيء الملاحظ على هذا النوع من المنتجات أن قيمة تداولاتها ضعيفة نسبيا مقارنة بباقي المنتجات الأخرى ففي أكبر قيمة تداول لها خلال سنة 2007 لم تمثل إلا نسبة 0.9 % فقط من إجمالي تداولات السوق الثانوي، وهو ما يوحي إلى أن المستثمرين في بورصة يورونكست يفضلون المنتجات المالية الأخرى كالأسهم والسندات وغيرها عند استثمار أموالهم.

- **بالنسبة لصناديق الاستثمار المتداولة:** شهدت تداولات صناديق الاستثمار العديد من التقلبات والتذبذبات في بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021، فبعد أن بلغت في سنة 2007 ما يفوق 79738 مليون يورو، ارتفعت خلال سنة 2008 بنسبة 16.59 %، لتتخفض خلال السنة الموالية بنسبة 17.3 %، لتعود للارتفاع خلال السنتين الموالتين، حيث بلغت خلال سنة 2011 أكبر قيمة لها بما يفوق 114800 مليون يورو، وهو ما يمثل 06.79 % من إجمالي تداولات السوق الثانوي ليورونكست. وخلال سنة 2012 شهدت صناديق الاستثمار انخفاضا حادا في قيمتها قدر بـ: 46.37 % واستمر هذا الانخفاض خلال السنتين الموالتين، لنشهد في سنة 2015 ارتفاعا ملحوظا بنسبة 44.99 % مقارنة بسنة 2014. وخلال الفترة الممتدة بين 2016 و2021 شهدنا انخفاض وتذبذبات في قيمة صناديق الاستثمار المتداولة في البورصة استقرت عند 62284 مليون يورو في نهاية سنة 2021 بما يعادل 02.65 % فقط من إجمالي تداولات السوق الثانوي.

### المطلب الثاني: تحليل تطور المشتقات المالية

إن الاندماجات التي حدثت بين بورصتي يورونكست ونيويورك وكذا بورصة لندن للعقود الآجلة كان له أثر كبير على تداول المشتقات المالية باعتبار أن البورصتين رائدتين في المنتجات المالية المشتقة. وتنقسم المشتقات المالية المتداولة في بورصة يورونكست إلى قسمين أساسيين: العقود المستقبلية وعقود الخيارات.

### الفرع الأول: تطور العقود المستقبلية

يتم تداول العقود المستقبلية في الأسواق المنظمة لبورصة يورونكست، نظرا للمزايا الفريدة التي توفرها للمستثمرين في البورصة.

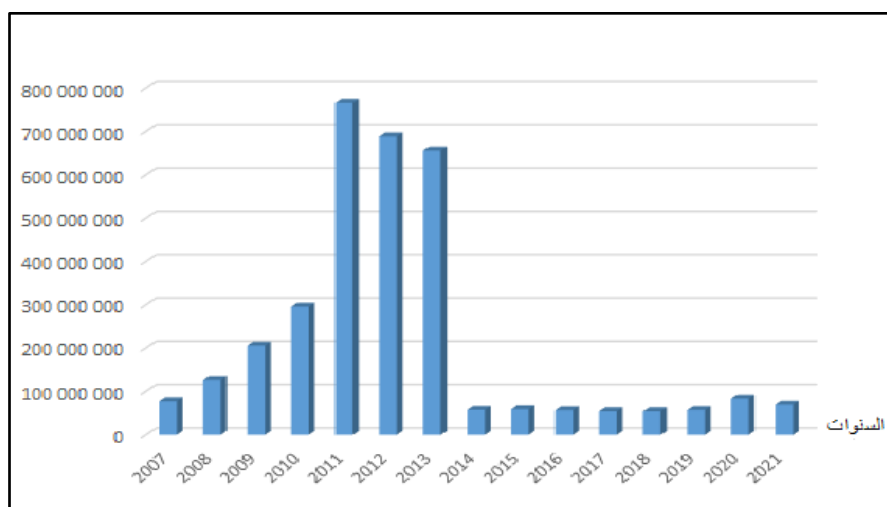
### أولا: تطور حجم العقود المستقبلية

تستخدم العقود المستقبلية في الأسواق المالية من أجل تحقيق العديد من الأغراض وخاصة التحوط من مخاطر الاستثمار، كون أن هذا النوع من المشتقات وجد أساسا في البداية من أجل هذا الهدف قبل أن تستخدم في

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

عمليات المضاربة والمراجعة. وبهذا شهدت بداية سنوات الألفينات نمواً وتطوراً كبيراً في حجم العقود الآجلة في مختلف الأسواق المالية العالمية، حيث فاقت هذه العقود 27.08 بليون دولار في الربع الأخير من سنة 2007 في مختلف الأسواق العالمية المنظمة. وفي سنة 2008 سجلت بورصة يورونكست المرتبة الرابعة عالمياً من حيث عدد العقود المستقبلية للأسهم الفردية المتداولة. ولتسليط الضوء على حجم العقود المستقبلية المتداولة في بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021، نستعرض الشكل الموالي:

شكل رقم (39): حجم العقود المستقبلية المتداولة في بورصة يورونكست



المصدر: من إعداد الطالب بناءً على الموقع الإلكتروني لبورصة يورونكست:

[www.euronext.com](http://www.euronext.com)

نلاحظ من خلال الشكل السابق أن نمو العقود المستقبلية في بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021 مر بمرحلتين أساسيتين:

- من 2007 إلى 2013: شهدت هذه المرحلة نمواً مستمراً لعدد العقود المستقبلية المتداولة في البورصة، فبعد أن كان عدد العقود يقدر بـ: 77253851 عقد في سنة 2007، وصل خلال سنة 2010 إلى 295718699 عقد بمعدل زيادة قدره: 282.27 % في ثلاث سنوات فقط، حيث استفادت يورونكست من اندماجها مع بورصة نيويورك الأمريكية التي تعتبر الرائدة في تداول العقود المستقبلية. وابتداءً من سنة 2011 شهدت بورصة يورونكست انفجاراً في حجم العقود المستقبلية، حيث ارتفعت في تلك السنة بـ: 159.11 % في أشهر قليلة، وذلك بسبب الاتفاق الذي كان بين بورصة يورونكست ولندن في مجال المشتقات المالية وتشكيل منصة واحدة للتداول "NYSE Liffe" مما أثر

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

إيجاباً على حجم العقود المستقبلية في بورصة يورونكست. لنشهد بعدها خلال السنتين الموالتين تراجع طفيف في حجم العقود المستقبلية بنسبة 10.10 % و 04.78 % على التوالي.

- من 2014 إلى 2021: إنخفض عدد العقود المستقبلية خلال سنة 2014 بشكل كبير جداً بنسبة 91.12 %، إذ بلغ عدد العقود في تلك السنة 57598004 عقد، وهذا بعد انفصال كل من بورصة نيويورك و "Liffe" عن بورصة يورونكست، ومن ثم سجلنا في السنوات الموالية استقراراً نسبياً في عدد العقود المستقبلية المتداولة كان أكبرها خلال سنة 2020 بـ: 83258668 عقد.

إن العقود المستقبلية المتداولة في بورصة يورونكست كانت تتركز في مجملها على الأسهم والسلع ومعدلات الفائدة، والشكل الموالي يوضح نسبة كل نوع من إجمالي العقود المستقبلية:

جدول رقم (20): حجم العقود المستقبلية في بورصة يورونكست حسب النوع

أنواع العقود المستقبلية (% إجمالي العقود المستقبلية)

| السنة | الأسهم | المؤشرات | السلع | الفائدة قصيرة الأجل | الفائدة متوسطة وطويلة الأجل |
|-------|--------|----------|-------|---------------------|-----------------------------|
| 2007  | 13,38  | 16,58    | 2,04  | 62,87               | 5,12                        |
| 2008  | 20,4   | 17,39    | 1,93  | 56,03               | 4,23                        |
| 2009  | 32,11  | 14,98    | 0,17  | 48,71               | 4,01                        |
| 2010  | 36,22  | 12,07    | 1,76  | 46,16               | 3,75                        |
| 2011  | 32,68  | 12,68    | 2,25  | 47,73               | 4,63                        |
| 2012  | 35,79  | 12,19    | 2,79  | 43,56               | 5,64                        |
| 2013  | 18,33  | 12,6     | 3,08  | 59,93               | 6,61                        |
| 2014  | 0,03   | 81,16    | 18,79 | /                   | /                           |
| 2015  | 0,15   | 81,14    | 18,69 | /                   | /                           |
| 2016  | 0,47   | 78,13    | 21,38 | /                   | /                           |
| 2017  | 0,71   | 76,94    | 22,34 | /                   | /                           |
| 2018  | 2,03   | 73,28    | 24,68 | /                   | /                           |
| 2019  | 7,7    | 70,1     | 22,18 | /                   | /                           |
| 2020  | 32,7   | 48,37    | 18,92 | /                   | /                           |

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على تقارير المشتقات السنوية لاتحاد البورصات

العالمية (WFE)، 2008-2020.

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن العقود المستقبلية خلال الفترة: 2007-2013 كانت تبرم بالأساس للتحوط من تقلبات أسعار الفائدة قصيرة الأجل، حيث بلغ حجم هذه العقود بين: 43.56 % و 62.87 % من إجمالي العقود المستقبلية، بينما نالت العقود المستقبلية على الأسهم الفردية المرتبة الثانية من حيث عدد العقود المتداولة بنسب تراوحت بين: 13.38 % و 36.22 %. أما العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم فجاءت في المرتبة الثالثة بنسب بين: 12.07 % و 17.39 %. أما فيما يتعلق بالعقود المستقبلية على السلع ومعدلات الفائدة متوسطة وطويلة الأجل فلم تحظيان بالاهتمام الكبير في تلك الفترة، حيث لم تتجاوزا نسبة 3.08 % و 6.61 % لكل منهما على التوالي.

خلال الفترة: 2014-2020، وبعد انفصال يورونكست على بورصة نيويورك، أخذت العقود المستقبلية تركيبة جديدة من التداول، حيث أصبحت هذه العقود تبرم بشكل كبير على مؤشرات الأسهم، وقد تجاوز عددها خلال سنتي 2014 و 2015 نسبة 81 %، لتخفّض في السنوات الموالية وتصل خلال سنة 2020 إلى ما يقارب 48 %. وفي المقابل شهدت العقود المستقبلية على السلع استقرار نسبي في تلك الفترة بين 18 % و 24 %. أما فيما يتعلق بالعقود المستقبلية على الأسهم فقد شهدت بعد سنة 2013 انخفاضا كبيرا جدا، حيث لم تكن تتعدى نسبة 01 %، لكن ابتداءً من سنة 2018 بدأت هذه العقود في العودة إلى مستوياتها السابقة ووصلت سنة 2020 إلى نسبة 32.7 % من إجمالي العقود المستقبلية.

من خلال ما سبق يمكن إرجاع التغيرات والتقلبات الكبيرة في تركيبة العقود المستقبلية إلى التغيرات الهيكلية التي حدثت في بورصة يورونكست خلال سنة 2013، مما أدى إلى تغير تركيبة المشتقات المالية المتداولة في البورصة عموما والعقود المستقبلية بشكل خاص.

#### ثانيا: تطور قيمة العقود المستقبلية

إن مؤشر عدد العقود المستقبلية المتداولة في بورصة يورونكست، قد لا يكون كافيا لمعرفة أهمية هذه العقود داخل البورصة، لذا يجب معرفة قيمتها السوقية المتداولة من أجل فهم ومعرفة الدور الذي تقوم به في رفع أداء البورصة وزيادة نشاطها. والجدول الموالي يستعرض قيمة العقود المستقبلية المتداولة في بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021:

**الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021**

جدول رقم (21): قيمة العقود المستقبلية المتداولة في بورصة يورونكست

| السنة               | 2007        | 2008        | 2009      | 2010       | 2011        |
|---------------------|-------------|-------------|-----------|------------|-------------|
| القيمة (مليون يورو) | 764952,9    | 755836,9    | 784430,5  | 1161495,09 | 325385579,2 |
| السنة               | 2012        | 2013        | 2014      | 2015       | 2016        |
| القيمة (مليون يورو) | 264964954,4 | 339188374,4 | 2463211,9 | 2838216,2  | 2489883,5   |
| السنة               | 2017        | 2018        | 2019      | 2020       | 2021        |
| القيمة (مليون يورو) | 2724368,8   | 2716854,1   | 2817906,5 | 2743629,5  | 2799094,5   |

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على الموقع الإلكتروني لبورصة يورونكست:

[www.euronext.com](http://www.euronext.com)

من الجدول السابق يتضح أن قيمة العقود المستقبلية المتداولة لم تتأثر كثيراً بالأزمة المالية العالمية، حيث انخفضت سنة 2008 بـ: 11.91 % فقط، وهي نسبة ضئيلة إذا ما تمت مقارنتها بحزات باقي الأسواق المالية العالمية، ويرجع ذلك إلى تكتل البورصات المشكلة ليورونكست الشيء الذي لم يفقدها ثقة المستثمرين فيها. وابتداءً من سنة 2010 ارتفعت قيمة العقود المستقبلية المتداولة بشكل كبير جداً وبمعدل نمو قدره: 148.06 %، واستمر الارتفاع في التداول خلال السنتين الموالتين، ليعود خلال سنة 2014 إلى قيمه الطبيعية حيث بلغت العقود المستقبلية في تلك السنة ما يقارب: 2463.2 مليار يورو.

خلال سنة 2015 نمت العقود المستقبلية بمعدل 15.22 % لتعود للانخفاض خلال السنة الموالية بـ: 12.27 %، وابتداءً من سنة 2017 شهدت هذه العقود استقراراً نسبياً في قيم تداولها، حيث أنها لم تتعرض لتذبذبات كبيرة مثل التي حدثت من قبل، لتستقر خلال سنة 2021 عند ما يقارب: 2799.09 مليار يورو. والشيء الجدير بالملاحظة أن تداول هذه العقود يشهد رواجاً كبيراً في بورصة يورونكست أكبر مما كان عليه قبل الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، مما يؤكد أن سوء استخدام هذه المنتجات المالية هو الذي قد يؤدي إلى مخاطر وأزمات، وليست المنتجات في حد ذاتها هي المخاطر.

#### الفرع الثاني: تطور عقود الخيار

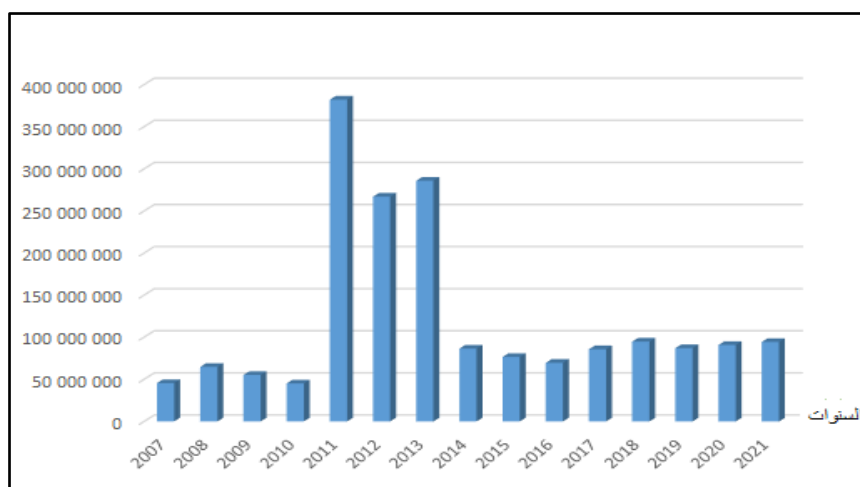
إلى جانب العقود المستقبلية، تعتبر عقود الخيارات النوع الثاني من المشتقات المالية التي يتم تداولها في السوق المنظم ليورونكست.

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

### أولاً: تطور حجم عقود الخيار

يتم إبرام هذا النوع من المشتقات المالية في البورصة على الأسهم والمؤشرات ومختلف المنتجات السلعية. ومثل ما هو الحال بالنسبة للعقود المستقبلية شهد حجم عقود الخيار تذبذباً كبيراً خلال الفترة: 2007-2021، كما يبرزه الشكل الموالي:

شكل رقم (40): حجم عقود الخيار المتداولة في بورصة يورونكست



المصدر: من إعداد الطالب بناءً على الموقع الإلكتروني لبورصة يورونكست:

[www.euronext.com](http://www.euronext.com)

نلاحظ من الشكل السابق أن تداولات عقود الخيار هي الأخرى مرت بثلاث مراحل أساسية:

- من 2007 إلى 2010: خلال سنة 2007 بلغ حجم عقود الخيارات 45521964 عقد، أي ما يعادل 37.07% من حجم عقود المشتقات المالية المتداولة في بورصة يورونكست، وفي سنة 2008 عرفت نمواً بـ: 42.18%، أين بلغت 64723724 عقد. ويأتي هذا الارتفاع توازياً مع الرواج الكبير التي شهدته المشتقات المالية في مختلف الأسواق المالية العالمية في تلك السنة، أما خلال السنتين الموالتين وبفعل الأزمة التي هزت الأسواق المالية، شهدت عقود الخيارات تراجعاً بنسبة: 14.73% و 18.25% على التوالي.
- من 2011 إلى 2013: بداية من سنة 2011 شهدت بورصة يورونكست نمواً غير طبيعي في حجم عقود الخيارات بسبب دمجها مع "NYSE Liffe" وهي بورصة لندن الدولية للعقود الآجلة والخيارات، حيث ارتفع حجم عقود الخيارات في تلك السنة إلى 382232447 عقد، بمعدل نمو قدره: 747.11%، حيث استفادة بورصة يورونكست من العديد من المزايا التي تتصف بها بورصة لندن بحكم

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

اختصاصها في تداول المشتقات المالية. وفي سنة 2012 انخفض حجم عقود الخيارات بمعدل 30.14 % ليعود للنمو مرة أخرى خلال سنة 2013 بـ: 07.09 %.

- من 2014 إلى 2021: خلال هذه الفترة عادت عقود الخيارات إلى أحجامها الطبيعية، بسبب اقتصار تداولها في البورصات المحلية المشككة ليورونكست فقط، وبعد التراجع الذي عرفته هذه العقود خلال سنة 2014 حين قدر حجمها بـ: 86460872 عقد، أي بانخفاض قدره 69.76 %. عرفت السنوات الموالية استقراراً نسبياً في حجم عقود الخيارات المتداولة تراوح بين 69590712 عقد سنة 2016 و 94828220 عقد في سنة 2018. في حين بلغ حجمها سنة 2021 ما يقارب 94404750 عقد.

وإذا ما أردنا معرفة حجم عقود الخيارات المتداولة في بورصة يورونكست وفقاً لنوع الأصول محل التعاقد، فالجدول الموالي يوضح نسبة كل نوع من العقود خلال الفترة: 2007-2020:

جدول رقم (22): حجم عقود الخيار في بورصة يورونكست حسب النوع

أنواع عقود الخيار (% إجمالي عقود الخيار)

| السنة | الأسهم | المؤشرات | السلع | الفائدة قصيرة<br>الأجل | الفائدة متوسطة<br>وطويلة الأجل |
|-------|--------|----------|-------|------------------------|--------------------------------|
| 2007  | 48,15  | 16,32    | 0,33  | 35,06                  | 0,14                           |
| 2008  | 41,87  | 15,22    | 0,33  | 42,47                  | 0,1                            |
| 2009  | 40,03  | 14,85    | 0,36  | 44,55                  | 0,19                           |
| 2010  | 41,34  | 13,49    | 0,6   | 44,49                  | 0,06                           |
| 2011  | 39,39  | 13,41    | 0,9   | 46,23                  | 0,04                           |
| 2012  | 42,26  | 14,45    | 1,38  | 41,83                  | 0,06                           |
| 2013  | 34,51  | 14,5     | 1,27  | 49,64                  | 1,38                           |
| 2014  | 77,35  | 19,89    | 2,75  | /                      | /                              |
| 2015  | 68,65  | 3,54     | 27,8  | /                      | /                              |
| 2016  | 58,77  | 11,2     | 30,02 | /                      | /                              |
| 2017  | 81,72  | 17,11    | 1,6   | /                      | /                              |
| 2018  | 78,69  | 20,09    | 1,21  | /                      | /                              |
| 2019  | 78,24  | 20,75    | 0,99  | /                      | /                              |
| 2020  | 76,46  | 21,97    | 1,53  | /                      | /                              |

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على تقارير المشتقات السنوية لاتحاد البورصات العالمية (WFE)، 2008-2020

نلاحظ من الجدول السابق أن عقود الخيارات كانت تتركز خلال الفترة: 2007-2013 على معدلات الفائدة قصيرة الأجل، ففي سنة 2007 كانت تشكل نسبة 35.06 % لتصل سنة 2013 إلى ما يقارب نصف حجم عقود الخيار المتداولة. بينما عقود الخيار على الأسهم الفردية هي الأخرى نالت قسطا كبيرا من إجمالي عقود الخيارات في تلك الفترة، حيث تراوحت بين 34.51 % و 48.15 %.

شكلت عقود الخيارات على المؤشرات خلال الفترة: 2007-2019 مستويات ضعيفة مقارنة بالعقود على معدلات الفائدة قصيرة الأجل والأسهم، حيث لم تتعدى نسبتها 16.32 % من إجمالي عقود الخيار خلال سنة 2007 لتتخفّف في السنوات الموالية، فمثلا تراجعّت بـ: 13.41 % في سنة 2011. أما فيما يتعلق بعقود الخيار على معدلات الفائدة متوسطة وطويلة الأجل والسلع فهما لا يمثلان إلا نسبة ضئيلة جدا من إجمالي العقود وكلاهما لم يتجاوز نسبة 1.38 % طول تلك الفترة.

خلال الفترة: 2014-2020، وبعد التغيرات الهيكلية التي حصلت في بورصة يورونكست، أصبحت عقود الخيارات تبرم بشكل أساسي على منتجات الأسهم الفردية، فابتداءً من سنة 2014 أصبحت هذه العقود تشكل 77.35 % لترتفع في سنة 2017 بـ: 81.72 %.

بالنسبة لعقود الخيار على المؤشرات والسلع، فقد شهدت تذبذبات خلال الفترة: 2014-2020، فمثلا سجلت عقود الخيار على المؤشرات نسبة: 19.89 % في سنة 2014، لتتخفّف في السنة الموالية بـ: 3.54 %، بينما سجلت عقود الخيار على السلع نسبة 30.02 % في سنة 2016، لتتخفّف خلال سنة 2017 إلى 1.6 % من إجمالي عقود الخيار.

#### ثانيا: تطور قيمة عقود الخيار

بعد تسليط الضوء على حجم عقود الخيار المتداولة في بورصة يورونكست، سنحاول الآن التطرق إلى قيمة هذه العقود خلال الفترة: 2007-2021 من خلال الجدول الموالي:

**الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021**

جدول رقم (23): قيمة عقود الخيار المتداولة في بورصة يورونكست

| السنة               | 2007        | 2008        | 2009      | 2010      | 2011        |
|---------------------|-------------|-------------|-----------|-----------|-------------|
| القيمة (مليون يورو) | 1796081,5   | 1934504,4   | 1489470,2 | 1176760,7 | 165393799,6 |
| السنة               | 2012        | 2013        | 2014      | 2015      | 2016        |
| القيمة (مليون يورو) | 106698660,7 | 135208921,7 | 862956,57 | 815428,89 | 616554,9    |
| السنة               | 2017        | 2018        | 2019      | 2020      | 2021        |
| القيمة (مليون يورو) | 968621,02   | 1275805,05  | 1252663,6 | 1303234,5 | 1523780,2   |

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على الموقع الإلكتروني لبورصة يورونكست:

[www.euronext.com](http://www.euronext.com)

بلغت قيمة الخيارات المتداولة في بورصة يورونكست خلال سنة 2007 ما يقارب 1796.08 مليار يورو، وفي سنة 2008 شهدت نمواً بـ: 07.7 % لتتخفص خلال السنة الموالية مرة أخرى. ومثل ما هو الحال في العقود المستقبلية شهدت هذه المنتجات ارتفاعاً كبيراً جداً ابتداءً من سنة 2011، حيث وصلت في تلك السنة إلى ما يفوق 165393.7 مليار يورو، لتتخفص خلال سنة 2012 بـ: 35.48 % وتعود للارتفاع خلال سنة 2013 بـ: 26.72 %. ويمكن إرجاع هذه المعدلات الكبيرة في التذبذبات في تلك الفترة إلى عدد البورصات المشكلة ليورونكست وأحجامها الكبيرة، حيث كانت تتشكل من 04 بورصات أوروبية بالإضافة إلى بورصة لندن للعقود الآجلة والخيارات وكذا بورصة نيويورك.

ابتداءً من سنة 2014 وبعد انفصال بورصة يورونكست عن البورصات الأخرى، بلغت قيمة الخيارات المتداولة في تلك السنة 862.9 مليار يورو، لتشهد خلال 03 سنوات الموالية تذبذبات طفيفة بين الارتفاع والانخفاض. لكن منذ سنة 2018 عادت هذه العقود إلى النمو والرواج حيث بلغت 1275.8 مليار يورو في تلك السنة، لتستمر في النمو بعدها لتصل قيمتها في نهاية سنة 2021 إلى ما يفوق 1523.7 مليار يورو.

#### المطلب الثالث: تحليل نشاط بورصة يورونكست

من أجل تحليل نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021، يجب أولاً تتبع تطورات مختلف المؤشرات التي تقيس وتعبّر عن حالة البورصة، ثم استخلاص العلاقة وشكل الارتباط بينها وبين تداولات مختلف منتجات الهندسة المالية فيها.

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

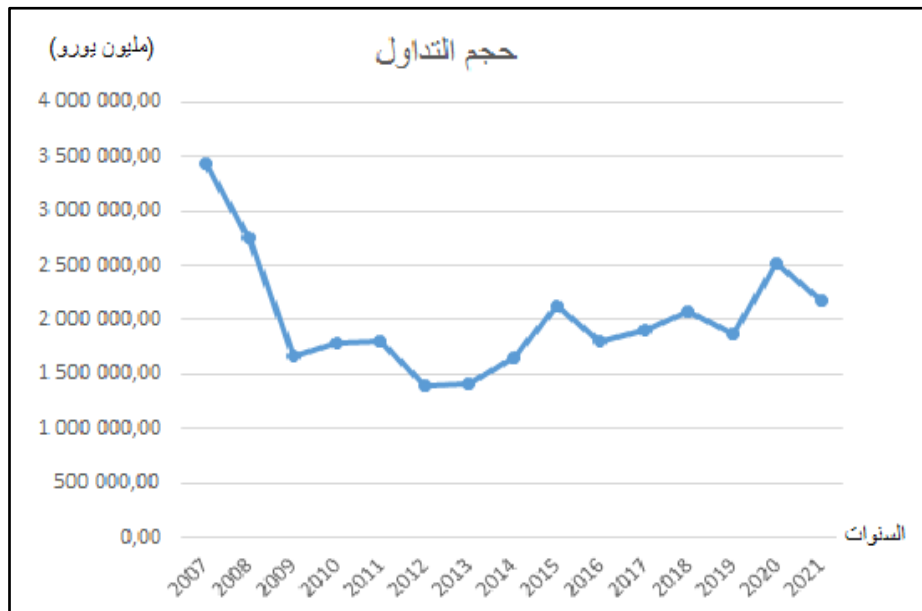
### الفرع الأول: تطور مؤشرات نشاط بورصة يورونكست

هناك العديد من المؤشرات التي يمكن من خلالها الحكم على درجة نشاط بورصة يورونكست، سواءً من حيث الحجم أو السيولة أو درجة التركيز فيها.

#### أولاً: تطور حجم التداول

يعتبر حجم التداول من أهم المؤشرات التي تقيس نشاط الأسواق المالية، فكلما ارتفع هذا المؤشر دل ذلك على أن هذا السوق يتميز بحيوية وأداء مرتفع وأنه يسير في اتجاه صعودي. والشكل الموالي يوضح تطور حجم التداول في بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021:

شكل رقم (41): تطور حجم التداول في بورصة يورونكست



المصدر: من إعداد الطالب بناءً على الموقع الإلكتروني لبورصة يورونكست:

[www.euronext.com](http://www.euronext.com)

من خلال الشكل السابق يتبين أن بورصة يورونكست عرفت تراجعاً شديداً خلال الفترة: 2007-2010، حيث انخفض حجم التداول من 3428087.71 مليون يورو سنة 2007 إلى 1671976.43 مليون يورو سنة 2009، بمعدل انخفاض قدره 51.22% في ظرف سنتين فقط وهو ما يعكس حجم الصدمة التي شهدتها البورصة بسبب الأزمة المالية العالمية. وابتداءً من سنة 2010 شهد حجم التداول تحسناً طفيفاً بنسبة 07.1% و0.83% خلال السنتين الموالتين على التوالي، ليعود للانخفاض مرة أخرى حيث وصل خلال سنة 2012 إلى أدنى قيمة له في تلك الفترة بـ: 1387324.01 مليون يورو.

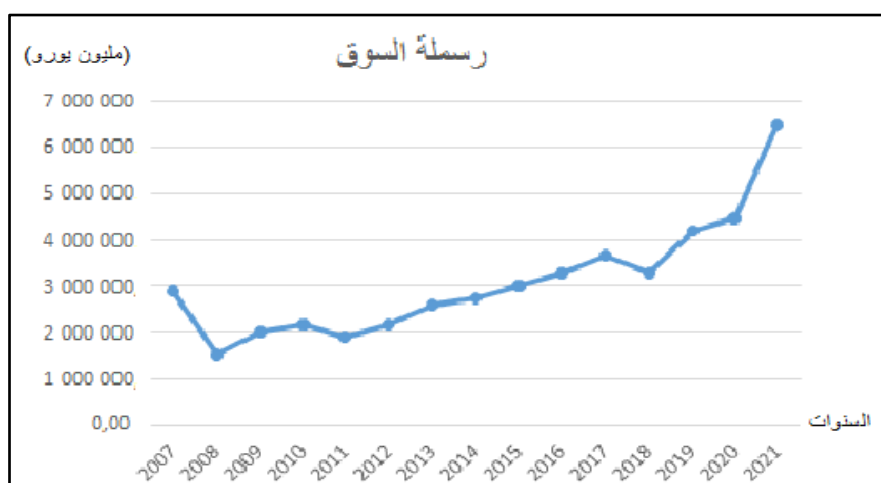
## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

شهد حجم التداول في بورصة يورونكست خلال الفترة: 2013-2020 ارتفاعا ملحوظا ومستمرًا باستثناء سنتي 2016 و 2019 اللتان انخفض فيهما حجم التداول بنسب قليلة. حيث وصل سنة 2020 إلى ما يفوق 2513444 مليون يورو، لكنه انخفض خلال سنة 2021 إلى ما يقارب 2173807 مليون يورو.

### ثانيا: تطور رسملة البورصة

مؤشر القيمة السوقية يمثل إجمالي الأسهم المتداولة في البورصة ممثلة بأسعار إغلاقها، وهو يعطي صورة واضحة عن حجم البورصة من خلال عدد الأسهم والشركات المدرجة فيها، وكلما ارتفع هذا المؤشر دل على اتساع حجم السوق وارتفاع المشاركين فيه. وبهدف معرفة حجم بورصة يورونكست، يمثل الشكل الموالي القيمة السوقية لها خلال الفترة: 2007-2021:

شكل رقم (42): تطور رسملة بورصة يورونكست



المصدر: من إعداد الطالب بناءً على موقع اتحاد بورصات الأوراق المالية الأوروبية "FESE"، على الرابط:

[/https://www.fese.eu](https://www.fese.eu)

على ضوء الشكل السابق يتضح أنه خلال سنة 2008 انخفضت القيمة السوقية للبورصة بمعدل 47.77 %، حيث بلغت 1508423 مليون يورو. وخلال الفترة: 2009-2017 سجلت القيمة السوقية ارتفاعا مستمرا باستثناء سنة 2012 التي تراجعت فيها بشكل طفيف، فالسوق أخذ في هذه الفترة اتجاهها تصاعديا مما يعطي فكرة واضحة عن زيادة حجمه ودخول المستثمرين فيه باستمرار. لكن في سنة 2018 انخفضت القيمة السوقية للبورصة بقيمة: 407584 مليون يورو.

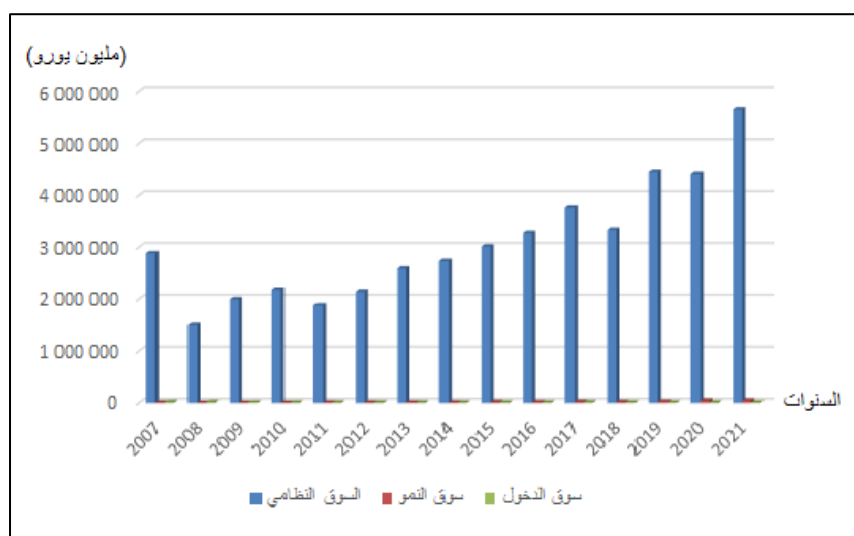
شهدت الفترة: 2019-2021 نموا كبيرا جدا للقيمة السوقية لبورصة يورونكست فبعد أن بلغت خلال سنة 2019 ما يفوق 4193921 مليون يورو، نمت خلال السنتين الموالتين بـ: 06.31 % و 45.23 % على

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

التوالي. ويرجع ذلك إلى توسع يورونكست في الدول الأوروبية من خلال الاستحواذ على بورصة أوصلو النرويجية سنة 2019 وبورصة ميلانو الإيطالية سنة 2021.

ومن أجل معرفة حجم أسواق بورصة يورونكست بالتفصيل، يوضح الشكل الموالي القيمة السوقية لـ: السوق النظامي، سوق النمو وسوق الدخول، خلال الفترة: 2007-2021:

شكل رقم (43): رسملة أسواق بورصة يورونكست



المصدر: من إعداد الطالب بناءً على الموقع الإلكتروني لبورصة يورونكست:

[www.euronext.com](http://www.euronext.com)

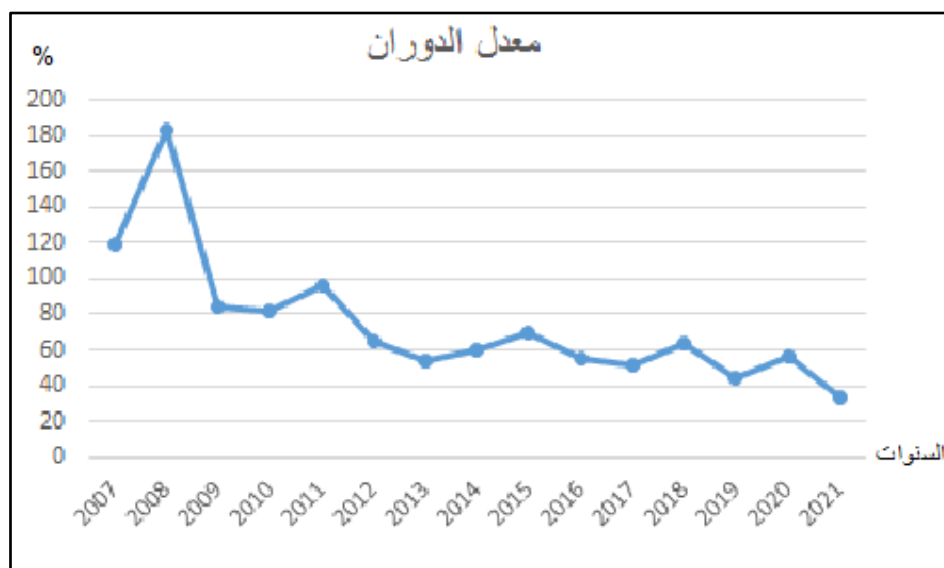
يتضح من الشكل السابق أن القيمة السوقية للسوق النظامي تفوق بأضعاف القيمة السوقية لسوق النمو وسوق الدخول، وهذا بسبب أن هذين السوقين مخصصين للمؤسسات الصغيرة والصغيرة والمتوسطة والتي تقل قيمتها السوقية عن مليار يورو كما ذكرنا سابقاً، بالإضافة إلى أن المؤسسات التي تنمو تنتقل للإدراج في السوق النظامي المخصص للمؤسسات التي تزيد قيمتها السوقية عن مليار يورو.

### ثالثاً: تطور معدل الدوران

يقيس معدل الدوران عدد مرات انتقال الأسهم بين المستثمرين في السوق المالي خلال مدة زمنية معينة. وكلما ارتفعت هذه النسبة دل ذلك على سيولة ونشاط السوق. ومن أجل معرفة نسبة دوران الأسهم في بورصة يورونكست نقوم بقسمة القيمة السوقية للأسهم المتداولة على حجم التداول في البورصة، والشكل الموالي يوضح تطور هذا المعدل في البورصة خلال الفترة: 2007-2021:

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

شكل رقم (44): تطور معدل الدوران في بورصة يورونكست



المصدر: من إعداد الطالب بناءً على الموقع الإلكتروني لبورصة يورونكست:

[www.euronext.com](http://www.euronext.com)

يلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن معدل الدوران ارتفع من 118.68 % سنة 2007 إلى 182.77 % سنة 2008، وهو معدل كبير جدا يعكس السيولة الكبيرة والنشاط الذي شهدته بورصة يورونكست خلال تلك الفترة في ظل ارتفاع القيمة السوقية للمنتجات المالية المتداولة فيها، وكذا حركية المستثمرين في البحث عن منتجات أكثر أمانا لتجاوز الأزمة، لكن سرعان ما انخفض هذا المؤشر خلال سنة 2009 إلى 83.9 % وهو هبوط حاد كان بسبب إحجام المتعاملين على التداول تزامنا مع حالة الغموض التي اكتنفت الأسواق المالية العالمية جراء الأزمة المالية.

خلال سنة 2011 شهد معدل الدوران في بورصة يورونكست تحسنا نسبيا، حيث بلغ 95.8 %، لكنه عاد للتراجع مرة أخرى خلال السنتين الموالتين إلى 64.58 % و 54.01 % على التوالي، حيث شهدت البورصة حالة من عدم الاستقرار في تلك الفترة مما دفع للتوجه إلى الاستثمار في المشتقات المالية بدل الأسهم، بالإضافة إلى بداية ظهور بوادر الانفصال مع بورصة نيويورك الأمريكية وهو ما أدى إلى تراجع سيولة السوق.

ابتداءً من سنة 2014 شهد معدل الدوران استقرارا نسبيا في بورصة يورونكست، حيث أن التذبذبات في هذا المؤشر أصبحت طفيفة مقارنة بالسنوات السابقة، حيث تراوح معدل الدوران بين 44.61 % و 70.07 % إلى غاية سنة 2020. وفي سنة 2021 وبفعل تداعيات الأزمة الصحية الأخيرة على الأسواق المالية انخفض معدل الدوران إلى 33.56 % وهو أدنى معدل عرفته بورصة يورونكست خلال كل هذه الفترة.

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

### رابعاً: تطور نسبة التركيز

يشير مؤشر درجة التركيز إلى رسملة أكبر عشر شركات مدرجة في بورصة ما، وكلما ارتفع هذا المؤشر دل ذلك على أن القيمة السوقية لتلك البورصة تعتمد على عدد قليل من الشركات، لذا فإن شطب أو خروج شركة من البورصة قد يؤثر بشكل كبير عليها. وخلال الفترة: 2008-2020 ترواح متوسط درجة التركيز في البورصات الأوروبية بين: 27.7 % و 41.8 %. ومن أجل تتبع درجة التركيز في بورصة يورونكست يوضح الجدول الموالي نسبتهما خلال الفترة: 2008-2021:

جدول رقم (24): نسبة التركيز في بورصة يورونكست

| السنة    | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| النسبة % | 37,38 | 33,87 | 34,63 | 39,27 | 37,86 | 35,33 | 34,81 |

| السنة    | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019 | 2020  | 2021  |
|----------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|
| النسبة % | 32,28 | 33,92 | 30,01 | 31,19 | 30,2 | 30,07 | 32,45 |

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على الموقع الإلكتروني لبورصة يورونكست:

[www.euronext.com](http://www.euronext.com)

نلاحظ من الجدول السابق أن نسبة التركيز في بورصة يورونكست خلال تلك الفترة لم تتجاوز 39.27 % وكان ذلك سنة 2011 أين بلغت القيمة السوقية لأكبر عشر شركات مدرجة 562735 مليون يورو، تصدرتها شركة "Royal Dutch Shell A+B" المدرجة في يورونكست أمستردام بقيمة 183843 مليون يورو. أما عن أقل نسبة تركيز فقد كانت سنة 2017 بمعدل 30.01 %، حيث بلغت القيمة السوقية لأكبر عشر شركات مدرجة في يورونكست 1129439 مليون يورو، وكان النصيب الأكبر منها لنفس الشركة بقيمة 234066 مليون يورو.

خلال سنة 2021 بلغت نسبة التركيز في بورصة يورونكست 32.45 %، حيث بلغت القيمة السوقية لأكبر عشر شركات مدرجة 1835266 مليون يورو، والجدول الموالي يوضح القيمة السوقية لكل شركة:

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست  
خلال الفترة: 2007-2021

جدول رقم (25): القيمة السوقية لأكثر 10 شركات مدرجة في بورصة يورونكست

| اسم الشركة        | نقطة الدخول | القيمة السوقية (مليون يورو) | عدد الأسهم المصدرة |
|-------------------|-------------|-----------------------------|--------------------|
| LVMH              | Paris       | 366 959                     | 504 757 339        |
| ASML HOLDING      | Amsterdam   | 287 256                     | 406 474 472        |
| L'OREAL           | Paris       | 232 521                     | 557 671 748        |
| HERMES INTL       | Paris       | 162 155                     | 105 569 412        |
| PROSUS            | Amsterdam   | 152 475                     | 2 073 643 605      |
| ROYAL DUTCH SHELL | Amsterdam   | 148 645                     | 7 695 945 342      |
| CHRISTIAN DIOR    | Paris       | 131 770                     | 180 507 516        |
| UNILEVER          | Amsterdam   | 123 719                     | 2 629 243 772      |
| TOTALENERGIES     | Paris       | 117 842                     | 2 640 429 329      |
| SANOFI            | Paris       | 111 925                     | 1 263 543 332      |

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على الموقع الإلكتروني لبورصة يورونكست:

[www.euronext.com](http://www.euronext.com)

يتضح من خلال الجدول السابق أن أهم الشركات المدرجة في بورصة يورونكست تتوطن في بورصتي باريس وأمستردام، وهو ما يبين أهمية هذين السوقين في يورونكست. حيث كانت أكبر قيمة سوقية لشركة "LVMH" المدرجة في بورصة باريس بـ: 366959 مليون يورو، أي ما يمثل 19.99 % من القيمة السوقية لهذه الشركات، في حين احتلت شركة "SANOFI" المرتبة العاشرة بنسبة 06.09 % من حيث قيمة الشركات المدرجة.

#### الفرع الثاني: علاقة منتجات الهندسة المالية بنشاط بورصة يورونكست

يعد تداول المنتجات المالية من أهم العوامل التي تؤدي إلى تحفيز الأسواق المالية، وكلما زاد عدد هذه المنتجات كلما زادت الخيارات الاستثمارية لدى المتعاملين في السوق، وبالتالي المساهمة في جذب مستثمرين جدد سواء كانوا محليين أو أجانب. بينما تتيح المشتقات المالية الفرصة للمستثمرين بالتحوط وإدارة مختلف المخاطر التي تواجههم وهو ما يساهم في تنشيط مختلف المؤشرات البورصية. ومن أجل معرفة العلاقة الموجودة بين المنتجات المالية المتداولة في بورصة يورونكست ونشاط هذه الأخيرة نقوم بحساب معاملات الارتباط بين تداولات هذه المنتجات ومؤشرات نشاط البورصة من خلال الجدول الموالي:

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست  
خلال الفترة: 2007-2021

جدول رقم (26): معاملات الارتباط بين المنتجات المالية ومؤشرات نشاط يورونكست

| المنتج/المؤشر    | مؤشر EURO100 | مؤشر NEXT150 | حجم التداول | رسملة السوق | معدل الدوران | عدد الشركات |
|------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|-------------|
| الأسهم           | .392**       | .142         | .995**      | .239**      | .581**       | .064        |
| السندات          | -.474**      | -.524**      | .146*       | -.482**     | .490**       | -.281**     |
| المنتجات المركبة | -.656**      | -.723**      | .218**      | -.629**     | .772**       | -.329**     |
| المستقبلات       | -.455**      | -.389**      | -.361**     | -.373**     | -.20         | -.205**     |
| الخيارات         | -.457**      | -.390**      | -.313**     | -.371**     | 0.32         | -.189**     |

\* معامل الارتباط ذو دلالة عند 0.05  
\*\* معامل الارتباط ذو دلالة عند 0.01

المصدر: مخرجات برنامج spss ومعطيات الملحق رقم (02)

يتضح من خلال الجدول السابق، ما يلي:

- ترتبط الأسهم بعلاقة طردية مع كل مؤشرات نشاط بورصة يورونكست، لكن تأثيرها يختلف من مؤشر لآخر، حيث نلاحظ أنه كبير جدا مع حجم التداول وصل إلى 99.5 % ومتوسط مع باقي مؤشرات النشاط الأخرى.
  - تمارس السندات والمنتجات المركبة نفس طبيعة التأثير على مؤشرات نشاط البورصة، حيث ترتبطان طرديا مع مؤشري سيولة بورصة يورونكست (حجم التداول ومعدل الدوران)، بينما ترتبطان عكسيا مع مؤشري الأداء العام للسوق (EURO100 و NEXT150)، ومؤشري حجم السوق (رسملة السوق وعدد الشركات).
  - إن العلاقة بين مختلف المنتجات المالية المشتقة ومؤشرات نشاط البورصة في الغالب هي علاقة عكسية، حيث نلاحظ أن عقود الخيارات هي فقط من تساهم في زيادة معدل الدوران في البورصة.
- إن التأثيرات المتباينة التي تمارسها تداولات المنتجات المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021، قد لا تكون واضحة من خلال حساب معامل الارتباط فقط. وهو ما يدفعنا لإجراء دراسة قياسية خلال نفس الفترة، بهدف التعمق في دراسة هذه التأثيرات في الأجلين: القصير والطويل، كون أن الأسواق المالية تتميز بكثرة التقلبات، وبالتالي وجب التدقيق في دراسة هذه التأثيرات.

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

### المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط يورونكست للفترة: 2007-2021

تعتبر بورصة يورونكست من أهم وأبرز البورصات العالمية التي تزخر بمختلف المنتجات المالية، ذلك أنها تحتوي على العديد من البورصات الأوروبية المندمجة فيما بينها وهو ما يتيح للمستثمرين والشركات حزمة متنوعة من المنتجات التي تلبي رغباتهم وهو ما ينعكس إيجاباً على نشاط وكفاءة البورصة. لذا سنحاول من خلال هذا المبحث قياس أثر تداول مختلف منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست وذلك باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL.

#### المطلب الأول: الإجراءات المنهجية للدراسة

سيتم من خلال هذا المطلب التعريف بمختلف المتغيرات التي تم استخدامها في قياس مدى تأثير منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست، بالإضافة إلى إختبار استقرارية هذه المتغيرات ثم تحديد والتعريف بالنموذج المناسب للدراسة.

#### الفرع الأول: تقديم متغيرات الدراسة واختبار استقرارياتها

هذه الخطوة مهمة جداً للوصول إلى الأهداف المرجوة من الدراسة، حيث أن اختيار المتغيرات المناسبة التي تعبر وتمثل بصدق مختلف الجوانب المرتبطة بالدراسة، سيضمن بالتأكيد الوصول إلى نتائج دقيقة وتحقيق الأهداف المنشودة.

#### أولاً: التعريف بمتغيرات الدراسة

تنقسم المتغيرات المستخدمة في الدراسة إلى قسمين أساسيين، كما يلي:

##### 1. المتغيرات التابعة

هناك العديد من المؤشرات التي تعبر وتقيس نشاط الأسواق المالية كما تم تفصيلها سابقاً، حيث سيتم استخدامها لمعرفة نشاط بورصة يورونكست، وتنقسم إلى: مؤشرات تقيس نشاط وأداء السوق عموماً، ومؤشرات تقيس حجم السوق وأخرى تقيس سيولة السوق. وعلى هذا الأساس تم اختيار ثلاث متغيرات تابعة هي:

- متغيرة عدد الشركات المدرجة: يعبر هذا المؤشر عن نشاط بورصة يورونكست، وفي هذا الصدد تم أخذ بيانات ربع سنوية للفترة: 2007-2021، تم الحصول عليها من موقع اتحاد بورصات الأوراق المالية الأوروبية "FESE"، وتم الترميز لها بـ: LNLC.

- متغيرة حجم التداول: تم أخذ مؤشر حجم التداول للتعبير عن سيولة بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021، وذلك من خلال بيانات ربع سنوية تم الحصول عليها من موقع البورصة، وتم الترميز لها بـ: LTV.
  - متغيرة معدل الدوران: تم أخذ مؤشر معدل الدوران للتعبير أيضا عن نشاط بورصة يورونكست، حيث يعتبر مقياس قوي لمعرفة مدى حركية بورصة يورونكست من خلال تتبع تحركات المنتجات المالية وانتقالها بين المستثمرين في السوق. وقد تم أخذ بيانات ربع سنوية للمؤشر خلال الفترة: 2007-2021، تم الحصول عليها من موقع اتحاد بورصات الأوراق المالية الأوروبية، وتم الترميز لها بـ: LSTR.
2. المتغيرات المستقلة

- يتم تداول العديد من منتجات الهندسة المالية في بورصة يورونكست كما تم ذكره سابقا، حيث تنقسم بين المنتجات المالية الأساسية والمشتقة، وعلى هذا الأساس تم اختيار مجموعة من المنتجات، كما يلي:
- متغيرة الأسهم: تم الاعتماد في هذه الدراسة على قيمة الأسهم المتداولة في بورصة يورونكست كونها تعتبر المنتج الذي لا يمكن أن تخلو الأسواق منه، حيث تم استخدام بيانات ربع سنوية للفترة: 2007-2021 تم الحصول عليها من موقع البورصة، وتم الترميز لها بـ: LVST.
  - متغيرة السندات: تعتبر السندات أهم مؤشر يعبر عن منتجات الدخل الثابت، وبهذا تم الاعتماد على قيمة السندات المتداولة في بورصة يورونكست من خلال بيانات ربع سنوية للفترة: 2007-2021، حيث تم الحصول عليها من موقع البورصة، وتم الترميز لها بـ: LVBT.
  - متغيرة المنتجات المركبة: تشكل المنتجات المالية المركبة حيزا كبيرا ومهما من إجمالي التداولات في بورصة يورونكست، نظرا للمزايا العديدة التي تقدمها للمتعاملين في السوق، حيث أنها تجمع بين خصائص عدة منتجات. وبهذا قمنا بأخذ بيانات ربع سنوية لتداولاتها للفترة: 2007-2021، تم الحصول عليها من موقع البورصة، وقد أخذت الرمز: LVSP.
  - متغيرة المشتقات المالية: تم الاعتماد على قيمة المشتقات المالية المتداولة في بورصة يورونكست، من خلال بيانات ربع سنوية للفترة: 2007-2021، تم الحصول عليها من الموقع الحالي لبورصة يورونكست والموقع السابق للبورصة "NYSE EURUNEXT"، وتم الترميز لها بـ: LDRV.

#### ثانيا: الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

من أجل أخذ صورة واضحة عن المتغيرات المستقلة والتابعة المستخدمة في الدراسة، نستعرض من خلال الجدول الموالي بعض البيانات الوصفية المرتبطة بها:

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست  
خلال الفترة: 2007-2021

جدول رقم (27): البيانات الوصفية لمتغيرات الدراسة

| الحد الأدنى | الحد الأعلى | الانحراف المعياري | الوسيط   | المتوسط الحسابي | المتغيرات |
|-------------|-------------|-------------------|----------|-----------------|-----------|
| Minimum     | Maximum     | Std.Dev           | Median   | Mean            | Variables |
| 6.859615    | 7.598399    | 0.159780          | 7.011210 | 7.064138        | INLC      |
| 12.62879    | 13.75078    | 0.253868          | 13.07511 | 13.10057        | ITV       |
| 8.58000     | 34.36000    | 6.636237          | 16.39000 | 18.37517        | ISTR      |
| 12.54762    | 13.70994    | 0.263792          | 13.01208 | 13.0272         | IVST      |
| 6.538256    | 9.054726    | 0.493105          | 7.766934 | 7.673184        | IVBT      |
| 7.607585    | 9.154187    | 0.393014          | 8.330783 | 8.296878        | IVSP      |
| 12.92983    | 18.78668    | 1.987956          | 13.73532 | 14.58273        | IDRV      |

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على مخرجات برنامج Eviews10

نلاحظ من خلال الجدول السابق، أن هناك تباين كبير في البيانات الوصفية لمختلف متغيرات الدراسة، وتجدر الإشارة هنا إلى أننا قمنا بالإعتماد على إجمالي قيمة المشتقات المالية المتداولة، بدلا من الاعتماد على العقود المستقبلية وعقود الخيارات بصفة منفردة، ويعود ذلك لوجود مشكلة التعدد الخطي بين المتغيرين، حيث أن معامل الارتباط بينهما فاق 90 %، كما أن معامل تضخم التباين للمتغيرين أكبر من القيمة 5 بكثير.

#### ثالثا: الارتباط بين المتغيرات المستقلة

تسمح هذه الخطوة بمعرفة درجة الارتباط بين مختلف المتغيرات المستقلة، وذلك من أجل الحصول على نماذج خالية من مختلف المشاكل القياسية، خاصة مشكلة التعدد الخطي بين المتغيرات المستقلة. ويمكن توضيح مصفوفة الارتباط بين المتغيرات التفسيرية من خلال الجدول الموالي:

جدول رقم (28): مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المستقلة

|      | LVST      | LVBT     | LVSP     | LDRV  |
|------|-----------|----------|----------|-------|
| LVST | 1.000     |          |          |       |
| LVBT | -0.17535  | 1.000    |          |       |
| LVSP | 0.056083  | 0.694349 | 1.000    |       |
| LDRV | -0.484042 | 0.133161 | 0.273954 | 1.000 |

المصدر: مخرجات برنامج Eviews10

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن كل معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة أقل من نسبة 80 %، وهي مقبولة إحصائياً وتشير إلى خلو المتغيرات من مشكلة التعدد الخطي، ومن أجل التأكد من ذلك نقوم بحساب معامل تضخم التباين (VIF)، والذي نستعرض نتائجه في الجدول الموالي:

جدول رقم (29): معامل تضخم التباين (VIF) للمتغيرات المستقلة

| المتغيرة | VST      | VBt      | VSP      | DRV      |
|----------|----------|----------|----------|----------|
| VIF      | 1.403707 | 1.984588 | 2.212634 | 1.513773 |

المصدر: مخرجات برنامج Eviews10

نلاحظ من الجدول السابق أن كل معاملات تضخم التباين منخفضة جداً وهي أقل من القيمة 5، وبالتالي يتأكد لنا أنه لا توجد مشكلة التعدد الخطي بين المتغيرات المستقلة، ومنه يمكن الحصول على نتائج تقدير جيدة من خلال هذه المتغيرات التفسيرية.

### رابعاً: اختبار استقرارية متغيرات الدراسة

تعتبر هذه الخطوة مهمة جداً وأساس التحليل الإحصائي من أجل معرفة سكون السلاسل الزمنية المستخدمة في الدراسة. ويقال أن السلسلة الزمنية مستقرة، إذا كان متوسطها وتباينها ثابتاً بمرور الزمن وتعتمد قيمة التغير بين فترتين زمنيتين على الفجوة أو التأخر بين الفترتين وليس على اللحظة التي يتم فيها حساب التغير.<sup>1</sup>

وفي هذا الصدد هناك العديد من الاختبارات التي يتم من خلالها قياس ومعرفة مدى سكون السلاسل الزمنية، إلا أننا سنعتمد على اختبارين مهمين يعتبران الأكثر شيوعاً في هذا المجال، هما: اختبار "ديكي فولر الموسع" واختبار "فيلبس بيرون".

### 1. اختبار "ديكي فولر" الموسع (Augmented Dickey-Fuller (ADF)

هذا الاختبار هو امتداد لاختبار ديكي فولر البسيط، حيث يقوم على استخدام الفروقات ذات الفجوات الزمنية، بهدف التخلص من مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي.<sup>2</sup> وتكون نتائج الاختبار كما يلي:

- نرفض فرضية العدم "الاستقرار": إذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الحرجة؛
- نقبل فرضية العدم "الاستقرار": إذا كانت القيمة المحسوبة أقل من القيمة الحرجة.

<sup>1</sup> DAMODAR N. GUJARATI, DAWN C. PORTER, **BASIC ECONOMETRICS**, MC GRAW HILL, NEW YORK, USA, 2009, Fifth Edition, P 740.

<sup>2</sup> محمد شبيخي، طرق الاقتصاد القياسي: محاضرات وتطبيقات، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، الطبعة الأولى، ص 210.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست  
خلال الفترة: 2007-2021

يمثل الجدول الموالي نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة باستخدام ديكي فولر الموسع:

جدول رقم (30): نتائج اختبار ADF

| الرتبة | الفرق الأول       |           |         | المستوى           |           |         | السلسلة |          |
|--------|-------------------|-----------|---------|-------------------|-----------|---------|---------|----------|
|        | TREND & INTERCEPT | INTERCEPT | NONE    | TREND & INTERCEPT | INTERCEPT | NONE    |         |          |
| I(1)   | -9.0557           | -8.7212   | -8.4929 | -0.9673           | 1.9657    | 1.5238  | INLC    |          |
| I(1)   | -8.0438           | -7.6788   | -7.6919 | -2.8342           | -2.9502   | -0.6955 | ITV     |          |
| I(1)   | -8.6171           | -8.6935   | -8.3650 | -3.0514           | -1.2611   | -2.0720 | ISTR    |          |
| I(1)   | -7.5224           | -7.0993   | -7.1146 | -2.6966           | -2.8114   | -0.6547 | IVST    |          |
| I(1)   | -8.3332           | -8.3313   | -8.3140 | -3.7125           | -2.8115   | -0.8905 | IVBT    |          |
| I(1)   | -9.6921           | -9.7480   | -9.8157 | -3.4774           | -1.8289   | -0.3771 | LVSP    |          |
| I(1)   | -7.5343           | -7.5775   | -7.6442 | -2.0631           | -1.9877   | -0.1558 | IDRV    |          |
|        | -4.1273           | -3.5503   | -2.6061 | -4.1213           | -3.5460   | -2.6061 | %1      | القيم    |
|        | -3.4906           | -2.9135   | -1.9466 | -3.4878           | -2.9117   | -1.9466 | %5      | الدرجة   |
|        | -3.1739           | -2.5945   | -1.6131 | -3.1723           | -2.5935   | -1.6131 | %10     | المجدولة |

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على مخرجات برنامج Eviews10

تظهر نتائج اختبار جذر الوحدة في الجدول السابق أن كل السلاسل الزمنية غير مستقرة في المستوى، سواءً مع استخدام القاطع أو مع القاطع والاتجاه العام أو بدونهما. حيث أن القيم المحسوبة لجميع المتغيرات أكبر من القيم الحرجة عند المستوى، وبالتالي فإن جميع المتغيرات تحتوي على جذر وحدة. إلا أنه وبعد إجراء الفرق الأول تبين لنا أن جميع السلاسل استقرت، وهو ما يشير إلى أنها متكاملة من الرتبة الأولى.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست  
خلال الفترة: 2007-2021

2. اختبار "فيلبس بيرون" Philips and Perron

اقترح فيلبس بيرون سنة 1988م اختبارا فعالا غير معلمي يأخذ في الحسبان التباين الشرطي للأخطاء، كونه يتيح إلغاء التحيزات الناتجة عن المميزات الخاصة للتذبذبات العشوائية. وتحسب إحصائية الاختبار بالعلاقة:

$$LM = \frac{1}{S_1^2} \frac{\sum_{t=1}^T S_t^2}{T^2}$$

وتكون النتيجة كما يلي:<sup>1</sup>

- نرفض فرضية العدم "الاستقرار": إذا كانت قيمة LM أكبر من القيمة الحرجة؛
- نقبل فرضية العدم "الاستقرار": إذا كانت قيمة LM أقل من القيمة الحرجة.

يوضح الجدول الموالي استقرارية متغيرات الدراسة بناء على هذا الاختبار:

جدول رقم (31): نتائج اختبار PP

| الرتبة | الفرق الأول       |           |          | المستوى           |           |         | السلسلة |                             |
|--------|-------------------|-----------|----------|-------------------|-----------|---------|---------|-----------------------------|
|        | TREND & INTERCEPT | INTERCEPT | NONE     | TREND & INTERCEPT | INTERCEPT | NONE    |         |                             |
| I(1)   | -9.4497           | -8.8115   | -8.4929  | -0.6536           | 0.6383    | 1.8513  | INLC    |                             |
| I(1)   | -9.3117           | -9.1694   | -9.2297  | -2.5883           | -2.7896   | -0.3749 | ITV     |                             |
| I(1)   | -11.7293          | -11.8352  | -12.6399 | -4.2554           | -1.6557   | -1.4817 | ISTR    |                             |
| I(1)   | -9.5683           | -8.9947   | -9.0541  | -2.6966           | -2.6491   | -0.3760 | IVST    |                             |
| I(1)   | -16.8918          | -14.1235  | -12.2954 | -3.6770           | -2.7871   | -1.4540 | IVBT    |                             |
| I(1)   | -9.8594           | -9.9106   | -9.9757  | -3.3650           | -1.6450   | -0.4516 | LVSP    |                             |
| I(1)   | -7.5343           | -7.5775   | -7.6442  | -2.0972           | -2.0469   | -0.1539 | IDRV    |                             |
|        | -4.1242           | -3.5482   | -2.6054  | -4.1213           | -3.5460   | -2.6047 | %1      | القيم<br>الحرجة<br>المجدولة |
|        | -3.4892           | -2.9126   | -1.9465  | -3.4878           | -2.9117   | -1.9464 | %5      |                             |
|        | -3.1731           | -2.5940   | -1.6131  | -3.1723           | -2.5935   | -1.6132 | %10     |                             |

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على مخرجات برنامج Eviews10

<sup>1</sup> علي بن الضب، محمد شيخي، الاقتصاد القياسي المالي وتطبيقاته في الأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017، الطبعة الأولى، ص ص 206-208.

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

يتضح لنا من خلال نتائج الجدول أعلاه أن القيم المحسوبة لجميع المتغيرات المستقلة والتابعة أكبر من القيم الحرجة المجدولة عند المستوى، وهو ما يؤدي لقبول فرضية العدم التي تنفي فرضية الاستقرار، وبالتالي نستنتج أن جميع متغيرات الدراسة تحتوي على جذر وحدة. وبعد إجراء الفرق الأول تبين لنا أن المتغيرات استقرت عند جميع المستويات: 1%، 5% و 10%. وهو ما يؤكد نتائج الاختبار السابق.

### الفرع الثاني: تقديم نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL

بعد القيام بالاختبارات السابقة نلاحظ أن جميع شروط نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة متوفرة، هذا ويعتبر هذا النموذج من أهم النماذج الحديثة المستخدمة في الاقتصاد القياسي، كونه يتيح إمكانية استخدام فترات زمنية مختلفة للمتغيرات وهو ما يسمح بالوصول إلى نتائج أكثر دقة.

### أولاً: تعريف نموذج ARDL

تم تطوير نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL من طرف كل من: (Pesaran (1997، (1998 Shin and Sun و (2001 Pesaran at al. ما يميز هذا النموذج عن غيره من النماذج أنه لا يتطلب نفس درجة تكامل السلاسل الزمنية، شرط أن لا تكون هذه الأخيرة متكاملة من الرتبة الثانية.<sup>1</sup>

يتطلب تطبيق منهجية ARDL تضمين متغيرات داخلية متباطئة إلى جانب المتغيرات الخارجية كمتغيرات مفسرة لضمان عملية تعديل سلوك المتغير التابع، وبهذا يتم دمج نماذج الإبطاء لنموذج الانحدار الذاتي، مما يعطي نماذج الاستجابة الديناميكية متضمنة كل من المتغيرات الداخلية والخارجية المتباطئة. وتعطى نماذج الإبطاء للمتغير الداخلي والخارجي وفقاً للنموذج الآتي:<sup>2</sup>

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 Y_{t-1} + \beta_2 Y_{t-2} + \dots + \beta_p Y_{t-p} + \alpha_0 X_t + \alpha_1 X_{t-1} + \alpha_2 X_{t-2} + \dots + \alpha_q X_{t-q} + \varepsilon_t$$

حيث:

$Y_t$ : مفسر بالقيم المبطة للمتغير ذاته، كما يتضمن إبطاءات متتالية للمتغير المستقل  $X$ .

$B_0$ : الحد الثابت.  $P$ : عدد فترات الإبطاء للمتغير  $Y_t$ .

<sup>1</sup> Anvar Khosravi, Mohammad Sharif Karimi, To Investigation the Relationship between Monetary, Fiscal Policy and Economic Growth in Iran : Autoregressive Distributed Lag Approach to Cointegration, American Journal of Applied Sciences, VOL 07, N 03, P 416.

<sup>2</sup> فتية مزارشي، أثر السياسة النقدية على مستوى المعيشة-دراسة حالة الجزائر-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف 1، 2017-2018، ص 374.

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

Q : عدد فترات الإبطاء للمتغير  $X_t$ .  $\varepsilon_t$ : حد الخطأ العشوائي.

وبصورة أشمل تكون الصيغة الرياضية لنموذج ARDL مكون من متغير تابع Y و عدد k من المتغيرات المستقلة:  $X_1, X_2, X_3, \dots, Y_K$ ، على الشكل التالي:<sup>1</sup>

$$\Delta y_t = c + \sum_{i=1}^p \beta_1 \Delta y_{t-1} + \sum_{i=0}^{q_1} \beta_2 x_{1t-1} + \sum_{i=0}^{q_2} \beta_3 \Delta x_{2t-1} + \dots + \sum_{i=0}^{q_k} \beta_k \Delta x_{kt-1} + \alpha_1 y_{t-1} + \alpha_2 x_{1t-1} + \alpha_3 x_{2t-1} + \dots + \alpha_k x_{kt-1} + \varepsilon$$

حيث:

C : الحد الثابت  $\Delta$  : الفروق من الدرجة الأولى.

P : فترات إبطاء المتغير التابع Y. K : عدد المتغيرات المستقلة

$q_1, q_2, q_3, \dots, q_K$ : فترة المتغيرات المستقلة:  $X_1, X_2, X_3, \dots, Y_K$ ، على الترتيب.

$B_1, B_2, B_3, \dots, B_K$ : معاملات العلاقة قصيرة المدى.

$a_1, a_2, a_3, \dots, a_K$ : معاملات العلاقة طويلة المدى.

هذا ويتميز نموذج ARDL بالعديد من الخصائص والميزات التي ينفرد بها عن باقي النماذج الأخرى، لعل أبرزها ما يلي:<sup>2</sup>

- يمكن إجراء اختبار الحدود في هذا النموذج بغض النظر فيما إذا كانت السلاسل الزمنية مستقرة عند المستوى أو عند الفرق الأول، أو في حالة مزيج بينها. إلا أنه يشترط أن لا تكون مستقرة عند الفرق الثاني؛
- يمكن تطبيق هذا النموذج على العينات الصغيرة جداً، على خلاف باقي النماذج الأخرى، مثل VAR و VECM التي تتطلب عينات كبيرة حتى يتم الحصول على نتائج جيدة؛
- يسمح هذا النموذج بتقدير الأجلين الطويل والقصير في آن واحد، بدلا من تقديرهما في معادلتين منفصلتين؛

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص ص 374-376.

<sup>2</sup> بن عمرة عبد الرزاق، السياسة النقدية والمالية وأثرهما على التوازن الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (1990-2018)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة بومرداس، 2021-2022، ص 373.

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

- يمكن النموذج من إضافة فترات إبطاء مختلفة للمتغيرات المستقلة والتابعة، كما يساعد في تجاوز مشاكل الارتباط الذاتي؛
- يتيح هذا النموذج إضافة المتغيرات الصماء في اختبار التكامل المشترك.

### ثانيا: مراحل تطبيق نموذج ARDL

لضمان التطبيق السليم لنموذج ARDL يجب إتباع مجموعة من المراحل والخطوات الضرورية نوضحها في الآتي:

#### 1. التأكد من وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات

يتم في هذه الخطوة القيام بإجراء اختبار Wald، للتحقق من قيمة المعلمات في النموذج المقدر، وذلك للتأكد من وجود علاقة توازنية طويلة الأجل. حيث يتم اختبار الفرضية الصفرية القائلة بعدم وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة. وفي هذا الإطار نستخرج من اختبار Wald قيمة فيشر المحسوبة والتي يتم مقارنتها مع القيمة الجدولية التي وضعها Narayan سنة 2015. ومنه نقرر ما يلي:<sup>1</sup>

- إذا كانت (F-statistics) أكبر من القيمة الجدولية العليا عند مستوى معنوية محدد، فإن الاستنتاج هو وجود علاقة توازنية طويلة الأجل (نرفض الفرضية الصفرية)؛
- إذا كانت (F-statistics) أقل من القيمة الجدولية الدنيا عند مستوى معنوية محدد، فإن الاستنتاج هو عدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل (نقبل الفرضية الصفرية)؛
- إذا كانت (F-statistics) تقع بين القيمتين الجدوليتين العليا والدنيا فإن نتيجة الاختبار تكون غير حاسمة.

#### 2. اختيار فترات الإبطاء المثلى

بعد التأكد من وجود علاقة توازنية طويلة المدى بين المتغيرات، تأتي مرحلة البحث وتحديد فترات الإبطاء أو التأخر المناسبة لكل المتغيرات الأساسية المستخدمة في الدراسة، وذلك بهدف تحديد النموذج المناسب للمعادلة الأساسية طويلة المدى. وفي هذا الصدد يمكن تحديد طول فترة التأخر المثلى اعتمادا على العديد من المعايير، مثل: معيار Akaike (AIC) أو معيار Schwarz Bayesian (SBC) أو معيار Hannan-Quinn (HQC)<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> لمياء عماني، محمد زكريا بن معزو، قياس تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في المغرب-دراسة تجريبية باعتماد نموذج ARDL للفترة (1988-2014) -، مجلة الباحث، العدد 17، 2017، ص 134.

<sup>2</sup> Emeka Nkoro, Aham Kelvin Uko, **Autoregressive Distributed Lag (ARDL) cointegration technique : application and interpretation**, Journal of Statistical and Econometric Method, VOL 05, N 04, 2016, PP 82-83.

### 3. تقدير العلاقة طويلة الأجل ومعامل تصحيح الخطأ

في هذه الخطوة يتم تقدير العلاقة طويلة الأجل بين المتغيرات وفق الصيغة التالية:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_{1t} + \beta_2 X_{2t} + \dots + \beta_k X_{kt} + v_t$$

كما يتم توصيف العلاقة قصيرة الأجل من خلال اشتقاق نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد ECM كما يلي:

$$\Delta Y_t = c + \sum_{i=1}^p \alpha_0 \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_1} \alpha_1 \Delta X_{1t-i} + \sum_{i=0}^{q_2} \alpha_2 \Delta X_{2t-i} + \dots + \sum_{i=0}^{q_k} \alpha_k \Delta X_{kt-i} + \lambda ECT_{t-1} + \varepsilon_t$$

ويجب أن يكون حد معامل تصحيح الخطأ سالب الإشارة ومعنوي إحصائياً، أي أن الاختلالات بين المتغيرات المستقلة والتابعة في الأجل القصير تعود للتوازن في الأجل الطويل.<sup>1</sup>

### 4. القيام بالاختبارات التشخيصية للنموذج

يتم في هذه المرحلة القيام بالعديد من الاختبارات التشخيصية أهمها: اختبار الارتباط التسلسلي بين البواقي المقترح من قبل (Godfrey & Breush, 1978)، اختبار ثبات التباين المشروط بالانحدار الذاتي (Arch) الذي قدمه (Engle, 1982)، اختبار الشكل الدالي للنموذج المقدم من طرف (Ramsay, 1969)، اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية المقترح من قبل Jarque & Bera سنة 1980.<sup>2</sup>

### 5. اختبار الاستقرار الهيكلي للنموذج وقدرته على التنبؤ

يجب التأكد من عدم وجود تغير هيكلي في البيانات المستخدمة في النموذج، ويتم ذلك من خلال القيام باختبارين أساسيين هما: اختبار المجموع التراكمي للبواقي المعادة (CUSUM) واختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعادة (CUSUM OF SQUARES).<sup>3</sup> كما يتم قياس الأداء التنبؤي للنموذج من خلال العديد من الاختبارات أهمها: معامل عدم التساوي (Theil Lnequality Coefficient) المقترح من طرف Theil سنة 1985

<sup>1</sup> سالمى جمال، النفقات العامة وأثرها على النمو الاقتصادي في ظل الإصلاحات الاقتصادية الراهنة حالة الجزائر-دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة عنابة، 2018-2019، ص 160.

<sup>2</sup> بن عمرة عبد الرزاق، مرجع سابق، ص 377-379.

<sup>3</sup> لعصامي أمنة، تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشرات الأسواق المالية العربية: دراسة حالة السوق المالية السعودية وبورصة عمان خلال الفترة (2000-2018)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف 1، 2020-2021، ص 239-240.

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

والمعدل من طرفه سنة 1966. ومعيار عدم التساوي (مصادر الخطأ) واختبار مدى تطابق القيم الحقيقية للبيانات في النموذج مع القيم المقدرة (اختبار التطابق).<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: النماذج الأساسية للدراسة

سيتم في هذه الدراسة الاعتماد على ثلاثة نماذج أساسية نحاول من خلالها محاولة قياس أثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021. وفي هذا الصدد تم اختيار ثلاث مؤشرات للتعبير عن نشاط بورصة يورونكست هي: مؤشر عدد الشركات المدرجة LNLN، مؤشر حجم التداول LTV، بالإضافة إلى مؤشر معدل الدوران LSTR.

### الفرع الأول: تحديد فترات الإبطاء المثلى واختبار التكامل المشترك

تتمثل الخطوة الأولى في نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة في تحديد فترات الإبطاء المثلى، ليليه بعد ذلك اختبار التكامل المشترك للتأكد من وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات.

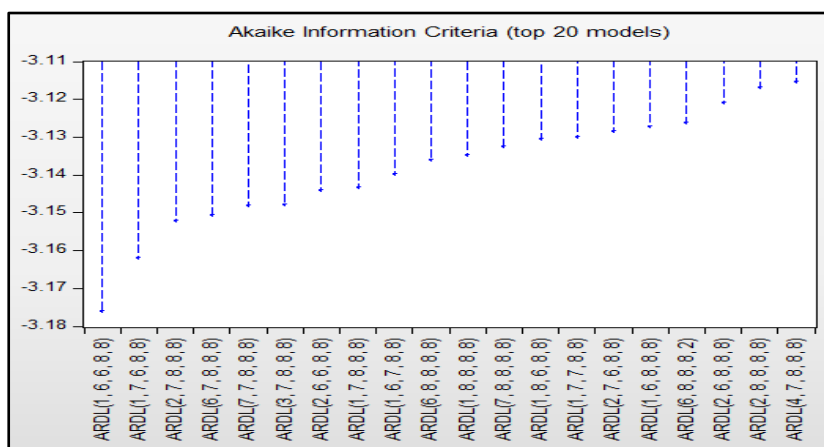
#### أولاً: تحديد فترات الإبطاء المثلى

يتم اختيار فترات الإبطاء المثلى للمتغيرات المستخدمة في النماذج الثلاثة لقياس نشاط البورصة وفقاً لمعيار (AIC)، ونتائج هذا الاختبار موضحة في الأشكال التالية:

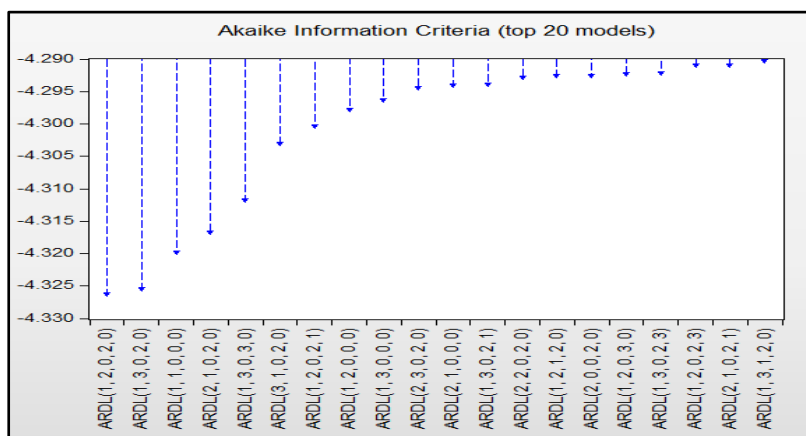
<sup>1</sup> بن عمرة عبد الرزاق، مرجع سابق، ص ص 377-378.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست  
خلال الفترة: 2007-2021

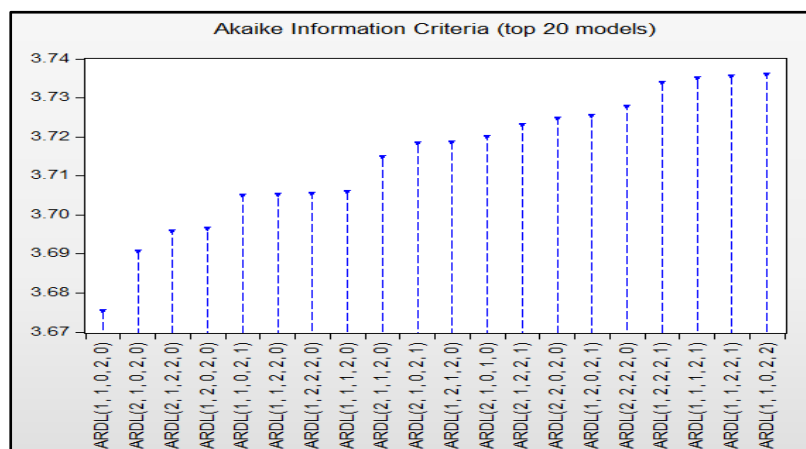
شكل رقم (45): فترات الإبطاء المثلى لنموذج عدد الشركات المدرجة



شكل رقم (46): فترات الإبطاء المثلى لنموذج حجم التداول



شكل رقم (47): فترات الإبطاء المثلى لنموذج معدل الدوران



المصدر: مخرجات برنامج Eviews10

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

توضح الأشكال الثلاثة السابقة أفضل نموذج حسب معيار AIC من بين أفضل 20 نموذج تم تقديرها لكل من: عدد الشركات، حجم التداول ومعدل الدوران. ويمكن تلخيص هذه النتائج في الآتي:

- التركيبة (8, 8, 6, 6, 1) بالنسبة لنموذج عدد الشركات المدرجة؛
- التركيبة (0, 2, 0, 2, 1) بالنسبة لنموذج حجم التداول؛
- التركيبة (0, 2, 0, 1, 1) بالنسبة لنموذج معدل الدوران؛

### ثانياً: اختبار التكامل المشترك

نقوم في هذه المرحلة باختبار الحدود Test Bound، وذلك بهدف التأكد من وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة. حيث تنص الفرضية الصفرية على عدم وجود علاقة تكامل مشترك إذا كانت إحصائية F المحسوبة أقل من القيم الحرجة، أما إذا كانت قيمتها أكبر فهذا مؤشر على وجود علاقة تكامل مشترك. والجدول الموالي يعرض نتائج هذا الاختبار في مختلف نماذج الدراسة:

جدول رقم (32): نتائج اختبار الحدود لمتغيرات الدراسة

| النموذج                   | F المحسوبة  | النتيجة                        |
|---------------------------|-------------|--------------------------------|
| نموذج عدد الشركات المدرجة | 7.343299    | وجود علاقة توازنية طويلة الأجل |
| نموذج حجم التداول         | 6.116682    | وجود علاقة توازنية طويلة الأجل |
| نموذج معدل الدوران        | 3.985457    | وجود علاقة توازنية طويلة الأجل |
| مستوى المعنوية            | الحد الأعلى | الحد الأدنى                    |
| 10%                       | 3.09        | 2.2                            |
| 5%                        | 3.49        | 2.56                           |
| 2.5%                      | 3.87        | 2.88                           |
| 1%                        | 4.37        | 2.29                           |

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على مخرجات برنامج Eviews10 (الملاحق: 3، 4، 5)

من الجدول أعلاه يتبين لنا أن قيم F-stat المحسوبة في النماذج الثلاثة تساوي: 7.34، 6.11 و 3.98 على التوالي، وهي أكبر تماماً من الحدود العليا للقيم الحرجة عند درجتَي معنوية 5% و 10%، وبالتالي نرفض فرضية العدم في النماذج الثلاثة ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود تكامل مشترك، وعلاقة توازنية طويلة الأجل

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

بين مختلف مؤشرات نشاط بورصة يورونكست والمتغيرات المستقلة المتمثلة في منتجات الهندسة المالية المتداولة في البورصة.

### الفرع الثاني: اختبارات التشخيص والتنبؤ

بعد التأكد من وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات في النماذج الثلاث، نقوم الآن بمجموعة من الإختبارات التشخيصية للتأكد من صلاحية النماذج وإمكانية الاستعانة بها في التنبؤ.

#### أولاً: اختبارات التشخيص

لكي تكون نتائج الدراسة صحيحة بالشكل اللازم لابد من التأكد من صلاحية النماذج القياسية وخلوها من مختلف المشاكل القياسية. لهذا يجب القيام ببعض اختبارات التشخيص على النماذج الثلاث والتي نستعرض نتائجها في الجدول الموالي:

جدول رقم (33): اختبارات تشخيص النماذج

| الاختبار                  | نموذج عدد الشركات |          | نموذج حجم التداول |          | نموذج معدل الدوران |          |
|---------------------------|-------------------|----------|-------------------|----------|--------------------|----------|
|                           | القيمة            | الاحتمال | القيمة            | الاحتمال | القيمة             | الاحتمال |
| الارتباط الذاتي (LM TEST) | 0.284187          | 0.6009   | 0.496845          | 0.6117   | 0.232731           | 0.7933   |
| عدم ثبات التباين (ARCH)   | 1.529944          | 0.2271   | 0.318010          | 0.5751   | 0.099703           | 0.9053   |
| الشكل الدالي (Ramsay)     | 1.612906          | 0.2212   | 0.493752          | 0.4857   | 2.318115           | 0.1096   |

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على مخرجات برنامج Eviews10 (الملاحق: 6، 7، 8)

من خلال الجدول السابق نلاحظ ما يلي:

- قدرت نتيجة إختبار Breush-Godfrey Serial Correlation (LM TESE) في النماذج الثلاث بـ: 0.28، 0.49 و 0.23 على التوالي، وهي غير معنوية عند مستوى دلالة 5 %، وهو ما يؤدي بنا إلى قبول الفرضية الصفرية، ومنه فإن النماذج الثلاث خالية من مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء.
- قدرت نتيجة إختبار Heteroskedasticity (ARCH TEST) في النماذج الثلاث: 1.52، 0.31، 0.09 على التوالي، وكلها غير معنوية عند مستوى دلالة 5 %، وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية التي تنص على عدم وجود اختلاف في تباين الأخطاء، ومنه نستنتج أن النماذج الثلاث خالية من هذه المشكلة.

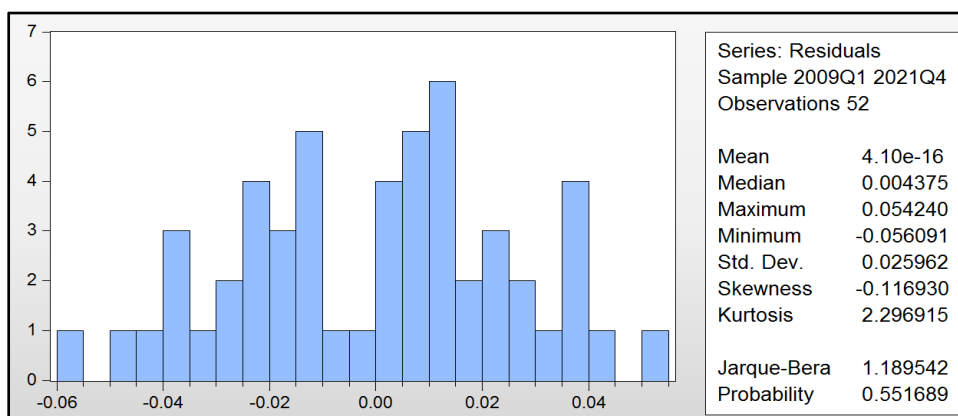
## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

- قدرت نتيجة إختبار Ramsay في النماذج الثلاث بـ: 1.61، 0.49 و 2.31 على التوالي، وهي غير معنوية عند مستوى دلالة 5 %، وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية وهو ما يؤكد صحة الشكل الدالي للنماذج الثلاث.

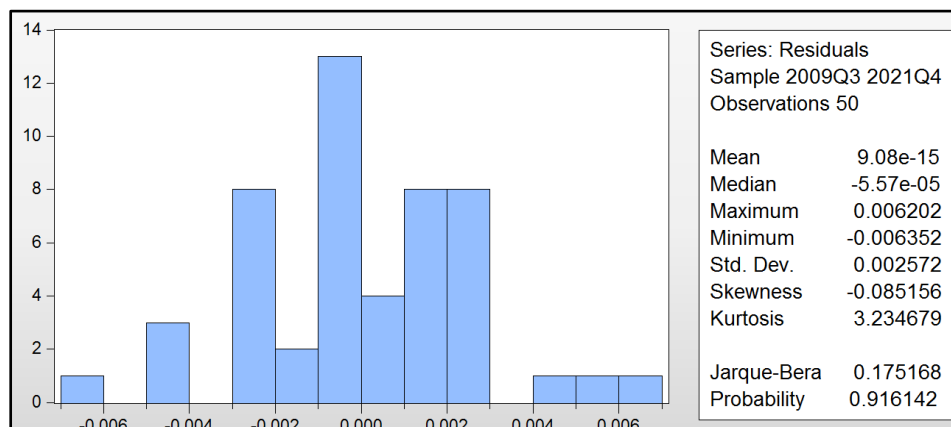
من خلال النتائج السابقة تبين لنا أن كل من نموذج عدد الشركات المدرجة، حجم التداول ومعدل الدوران خالية تماما من مختلف المشاكل القياسية المعروفة. وللتأكد من ذلك نقوم بإجراء ما يعرف باختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية "Jarque-Bera"، والذي نبرز نتائجه في الأشكال الموالية:

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست  
خلال الفترة: 2007-2021

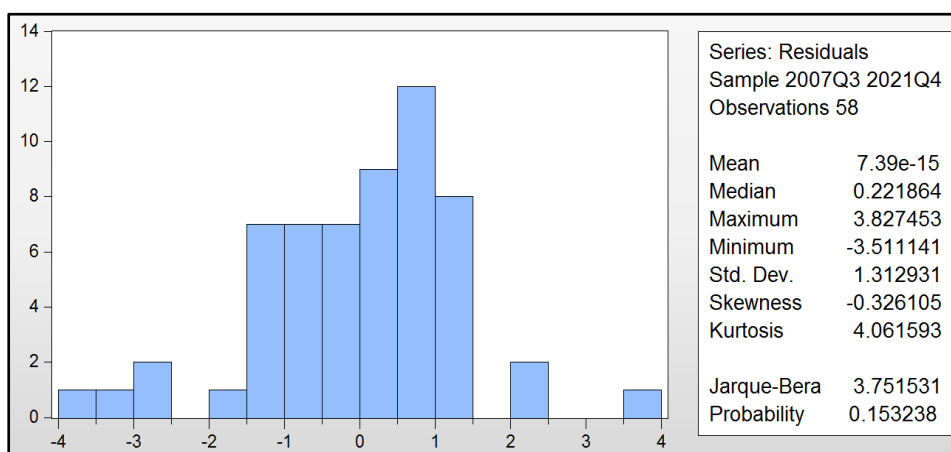
شكل رقم (48): إختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية لنموذج عدد الشركات



شكل رقم (49): إختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية لنموذج حجم التداول



شكل رقم (50): إختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية لنموذج معدل الدوران



المصدر: مخرجات برنامج Eviews10

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

يلاحظ من الأشكال الثلاث السابقة أن قيمة Jarque-Bera بلغت:

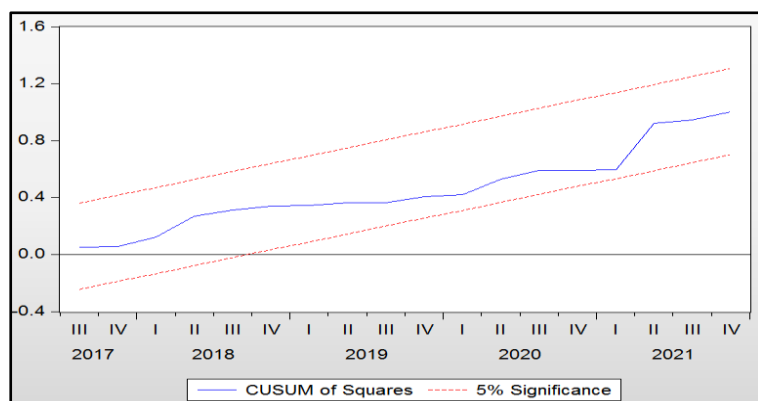
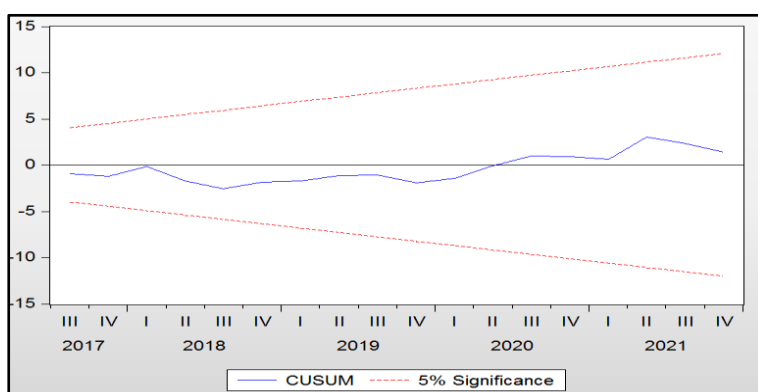
- 1.18 وباحتمال يساوي 0.5516 في نموذج عدد الشركات وهي غير معنوية عند مستوى دلالة 5 %؛
- 0.17 وباحتمال يساوي 0.9161 في نموذج حجم التداول وهي غير معنوية عند مستوى دلالة 5 %؛
- 3.75 وباحتمال يساوي 0.1532 في نموذج معدل الدوران وهي غير معنوية عند مستوى دلالة 5 %.

وعليه نستنتج أن الأخطاء العشوائية تتبع التوزيع الطبيعي في جميع نماذج الدراسة.

### ثانياً: اختبار الاستقرار الهيكلي

من أجل التأكد من أن البيانات المستخدمة في الدراسة سواءً تعلق الأمر ببيانات منتجات الهندسة المالية المتداولة في بورصة يورونكست أو بمؤشرات نشاط هذه الأخيرة، نقوم بإجراء اختبار المجموع التراكمي للبواقي المعادة CUSUM، وكذا اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعادة CUSUM OF SQUARES لكل النماذج المستخدمة في الدراسة، ويمكن توضيح نتائج هذه الاختبارات في الأشكال الموالية:

شكل رقم (51): نتائج اختبار الاستقرار الهيكلي لنموذج عدد الشركات

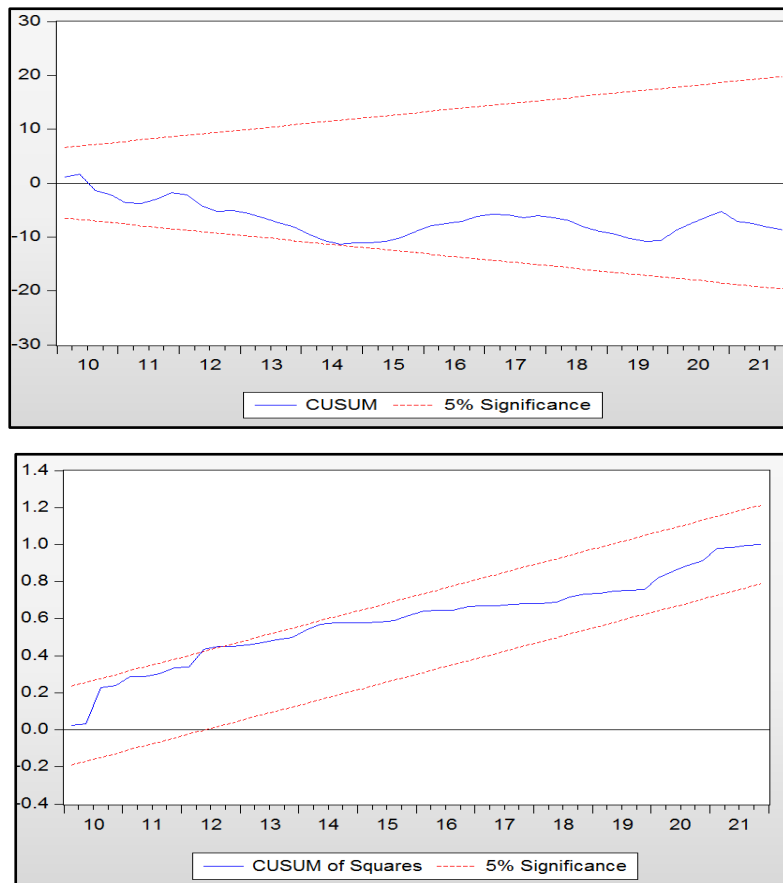


المصدر: مخرجات برنامج Eviews10

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

نلاحظ من الشكلين السابقين أن إحصائية كل من CUSUM و CUSUM OF SQUARES لنموذج عدد الشركات المدرجة تقعان داخل المنطقة الحرجة عند مجال الثقة 5 %، وهو ما يعني أن هذا النموذج مستقر هيكليا.

شكل رقم (52): نتائج اختبار الاستقرار الهيكلي لنموذج حجم التداول

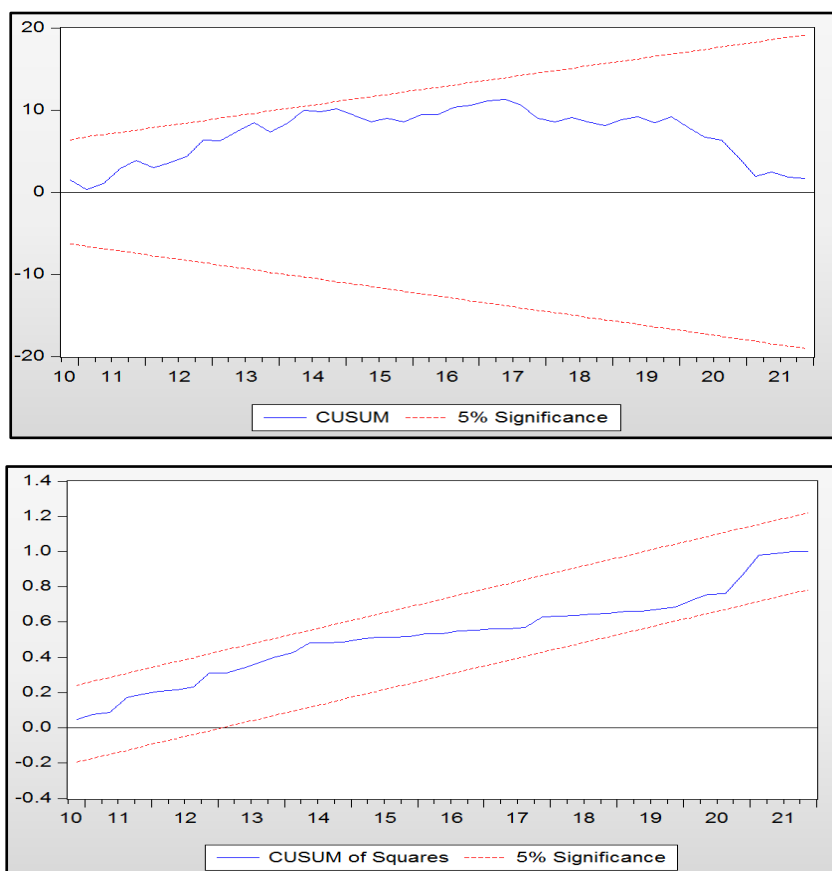


المصدر: مخرجات برنامج Eviews10

نلاحظ من الشكلين السابقين أن إحصائية كل من CUSUM و CUSUM OF SQUARES لنموذج حجم التداول تقعان داخل المنطقة الحرجة عند مجال الثقة 5 %، وهو ما يعني أن هذا النموذج كذلك مستقر هيكليا.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست  
خلال الفترة: 2007-2021

شكل رقم (53): نتائج اختبار الاستقرار الهيكلي لنموذج معدل الدوران



المصدر: مخرجات برنامج Eviews10

نلاحظ من الشكلين السابقين أن إحصائية كل من CUSUM و CUSUM OF SQUARES لنموذج معدل الدوران تقعان داخل المنطقة الحرجة عند مجال الثقة 5 %، وهو ما يعني أن هذا النموذج كذلك مستقر هيكلياً.

### ثالثاً: اختبار القدرة التنبؤية للنماذج

بهدف قياس مدى قدرة النماذج الثلاث على التنبؤ نقوم ببعض الاختبارات المخصصة لهذا الغرض، والتي نستعرض نتائجها في الجدول الموالي:

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست  
خلال الفترة: 2007-2021

جدول رقم (34): نتائج اختبارات القدرة التنبؤية لنماذج الدراسة

| النموذج            | Theil Inequality Coefficient | Bias Proportion | Variance Proportion | Covariance Proportion |
|--------------------|------------------------------|-----------------|---------------------|-----------------------|
| نموذج عدد الشركات  | 0.001777                     | 0.000004        | 0.060975            | 0.939022              |
| نموذج حجم التداول  | 0.000926                     | 0.000011        | 0.003485            | 0.996503              |
| نموذج معدل الدوران | 0.054264                     | 0.032738        | 0.005586            | 0.961676              |

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على مخرجات برنامج Eviews10 (الملاحق: 9، 10، 11)

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن معاملات كل من: عدم التساوي، التحيز والتباين أقل من الواحد في جميع نماذج الدراسة وكلها تؤول للقيمة 0. ومن جانب آخر نلاحظ أيضاً أن معاملات التغير للنماذج الثلاث تقترب كثيراً من القيمة 1. وبالتالي نستنتج أن كل من نموذج عدد الشركات، حجم التداول ومعدل الدوران هي نماذج ذات قدرة تنبؤية جيدة جداً ويمكن الاعتماد عليها في تحديد سلوك بورصة يورونكست مستقبلاً انطلاقاً من قيمة تداولات مختلف منتجات الهندسة المالية فيها.

#### المطلب الثالث: نتائج الدراسة ومناقشتها

سنحاول من خلال هذا المطلب عرض ومناقشة مختلف نتائج التقدير التي تم الوصول إليها في النماذج الثلاث، من أجل تفسير وتحليل مدى تأثير منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست والوصول إلى المنتجات التي تساهم بشكل فعال في تنشيط البورصة.

#### الفرع الأول: نتائج تقدير نماذج الدراسة

بعد التأكد من وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، نقوم الآن بمحاولة تقدير معلمات كل نموذج من أجل معرفة العلاقة بين تداولات منتجات الهندسة المالية ونشاط بورصة يورونكست.

#### أولاً: نتائج تقدير نموذج عدد الشركات

من أجل معرفة العلاقة بين تداولات منتجات الهندسة المالية وعدد المستثمرين في بورصة يورونكست قمنا بقياس أثر هذه المنتجات على عدد الشركات المدرجة في البورصة، وكانت النتائج كما يلي:

#### 1. نتائج تقدير العلاقة قصيرة الأجل

يوضح الجدول الموالي نتائج تقدير العلاقة بين منتجات الهندسة المالية وعدد الشركات المدرجة في بورصة يورونكست في الأجل القصير:

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست  
خلال الفترة: 2007-2021

جدول رقم (35): نتائج تقدير العلاقة قصيرة الأجل لنموذج عدد الشركات

| المتغيرات     | فترة الإبطاء | المعامل   | القيمة المحسوبة | الاحتمال  |
|---------------|--------------|-----------|-----------------|-----------|
| LVST          | t            | 0.249843  | 2.484119        | 0.0231    |
|               | t-1          | -0.299693 | 93.324831       | 0.0038    |
|               | t-2          | -0.294070 | -4.183667       | 0.0006    |
|               | t-3          | -0.232436 | -3.122615       | 0.0059    |
|               | t-4          | 0.000675  | 0.009836        | 0.9923    |
|               | t-5          | -0.447963 | -5.711826       | 0.0000    |
| LVBT          | t            | -0.126623 | -4.481999       | 0.0003    |
|               | t-1          | -0.018719 | -0.776006       | 0.4478    |
|               | t-2          | 0.079928  | 3.107450        | 0.0061    |
|               | t-3          | 0.001793  | 0.068408        | 0.9462    |
|               | t-4          | -0.044894 | -1.607757       | 0.1253    |
|               | t-5          | 0.136340  | 50.538636       | 0.0000    |
| LVSP          | t            | 0.329687  | 4.709685        | 0.0002    |
|               | t-1          | -0.183302 | -2.559783       | 0.0197    |
|               | t-2          | -0.264645 | -3.719814       | 0.0016    |
|               | t-3          | -0.158825 | -2.234587       | 0.0384    |
|               | t-4          | -0.354728 | -4.854044       | 0.0001    |
|               | t-5          | -0.082396 | -1.273883       | 0.2189    |
|               | t-6          | -0.269724 | -5.420370       | 0.0000    |
|               | t-7          | -0.236342 | -5.130523       | 0.0001    |
| LDRV          | t            | 0.004991  | 0.716741        | 0.4827    |
|               | t-1          | -0.053711 | -6.481978       | 0.0000    |
|               | t-2          | -0.034608 | -4.748260       | 0.0002    |
|               | t-3          | -0.019812 | -2.741998       | 0.0134    |
|               | t-4          | 0.005290  | 0.786898        | 0.4416    |
|               | t-5          | -0.001034 | -0.151059       | 0.8816    |
|               | t-6          | 0.013659  | 2.017012        | 0.0589    |
|               | t-7          | 0.017789  | 2.683393        | 0.0152    |
| CointEq (-1)* |              |           |                 | 0.0000    |
|               |              |           |                 | -7.503241 |
|               |              |           |                 | -0.373440 |

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على مخرجات برنامج Eviews10 (الملحق 12)

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

من خلال الجدول السابق نلاحظ ما يلي:

- أن معامل تصحيح الخطأ ذو إشارة سالبة ومعنوي إحصائياً، حيث بلغت قيمته (-0.373440) الشيء الذي يؤكد نتائج اختبار الحدود في وجود علاقة توازنية طويلة الأجل. حيث أن الاختلالات التي تحدث في الأجل القصير يتم تصحيحها بنسبة: 37.34 % للرجوع للعلاقة التوازنية في الأجل الطويل.
- تؤثر تداولات الأسهم إيجاباً على عدد الشركات المدرجة في بورصة يورونكست في المدى القصير، حيث أنه كلما ارتفعت لوغاريتم الأسهم بـ: 1 % فإن لوغاريتم عدد الشركات ترتفع بـ: 0.24 %. إلا أن عدد الشركات يتأثر سلباً بالفترات السابقة، باستثناء الفترة (t-4)، التي بالرغم من أن تأثيرها إيجابي إلا أنه غير معنوي إحصائياً.
- هناك تأثير سلبي للسندات المتداولة على عدد الشركات المدرجة في البورصة في المدى القصير، فكلما ارتفعت لوغاريتم تداولات السندات بـ: 1 % فإن لوغاريتم عدد الشركات تنخفض بـ: 0.12 %. كما أن عدد الشركات يتأثر إيجاباً بالفترتين (t-2 و t-5)، بينما نلاحظ أن تأثير الفترات السابقة الأخرى كلها غير معنوية إحصائياً.
- تؤثر تداولات المنتجات المركبة إيجاباً على عدد الشركات المدرجة في بورصة يورونكست في المدى القصير، حيث أنه كلما ارتفعت لوغاريتم المنتجات المركبة بـ: 1 % فإن لوغاريتم عدد الشركات ترتفع بـ: 0.32 %.
- إلا أن تأثير كل الفترات السابقة سلبي، باستثناء الفترة (t-5) التي نلاحظ أن تأثيرها غير معنوي.
- هناك تأثير إيجابي بين لوغاريتم المشتقات المالية وعدد الشركات المدرجة، حيث أن ارتفاع الأولى بـ: 1 % تؤدي إلى ارتفاع الأخيرة بـ: 0.004 %، إلا أن هذا التأثير ليس له معنوية إحصائية عند كل المستويات (1 %، 5 % وحتى 10 %). بينما يختلف تأثير الفترات السابقة، حيث تؤثر الفترات (t-1 و t-2 و t-3) سلباً وتؤثر الفترتين (t-6 و t-7) إيجاباً.

### 2. نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل

يوضح الجدول الموالي نتائج تقدير العلاقة بين منتجات الهندسة المالية وعدد الشركات المدرجة في بورصة يورونكست في الأجل الطويل:

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست  
خلال الفترة: 2007-2021

جدول رقم (36): نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل لنموذج عدد الشركات

| المتغيرات | المعامل   | القيمة المحسوبة | الاحتمال |
|-----------|-----------|-----------------|----------|
| LVST      | 2.457750  | 3.881420        | 0.0011   |
| LVBT      | -0.524002 | -1.819187       | 0.0856   |
| LVSP      | 0.715506  | 2.688618        | 0.0150   |
| LDRV      | 0.061557  | 2.015303        | 0.0591   |

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على مخرجات برنامج Eviews10 (الملحق 13)

يتضح جلياً من الجدول السابق أن كل منتجات الهندسة المالية باستثناء السندات لها تأثير إيجابي ومعنوي في الأجل الطويل على عدد الشركات المدرجة في بورصة يورونكست، حيث أن:

- زيادة لوغاريتم تداولات الأسهم بـ: 1 % تؤدي إلى زيادة لوغاريتم عدد الشركات بـ: 2.45 %؛
- زيادة لوغاريتم تداولات المنتجات المركبة بـ: 1 % تؤدي إلى زيادة لوغاريتم عدد الشركات بـ: 0.71 %؛
- زيادة لوغاريتم تداولات المشتقات المالية بـ: 1 % تؤدي إلى زيادة لوغاريتم عدد الشركات بـ: 0.06 %؛

ومن جانب آخر نلاحظ أن السندات لها تأثير سلبي على عدد الشركات المدرجة في بورصة يورونكست في الأجل الطويل عند مستوى دلالة: 10 %، حيث أن زيادة لوغاريتم تداولات السندات بـ: 1 % تؤدي إلى انخفاض لوغاريتم عدد الشركات بـ: 0.52 %.

#### ثانياً: نتائج تقدير نموذج حجم التداول

من أجل معرفة العلاقة بين منتجات الهندسة المالية وحجم التداول في بورصة يورونكست قمنا بقياس أثر هذه المنتجات على مؤشر حجم التداول، وكانت النتائج كما يلي:

#### 1. نتائج تقدير العلاقة قصيرة الأجل

يوضح الجدول الموالي نتائج تقدير العلاقة بين منتجات الهندسة المالية وحجم التداول في بورصة يورونكست في الأجل القصير:

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست  
خلال الفترة: 2007-2021

جدول رقم (37): نتائج تقدير العلاقة قصيرة الأجل لنموذج حجم التداول

| المتغيرات     | فترة الإبطاء | المعامل   | القيمة المحسوبة | الاحتمال |
|---------------|--------------|-----------|-----------------|----------|
| LVST          | t            | 0.980445  | 35.01583        | 0.0000   |
|               | t-1          | 0.063341  | 2.269306        | 0.0278   |
| LVSP          | t            | 0.001704  | 0.079105        | 0.9373   |
|               | t-1          | -0.056507 | -2.476140       | 0.0169   |
| CointEq (-1)* |              |           |                 |          |
|               |              | -0.749521 | -6.365769       | 0.0000   |

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على مخرجات برنامج Eviews10 (الملحق 14)

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن معامل تصحيح الخطأ لنموذج حجم التداول سالب وذو دلالة إحصائية، حيث بلغت قيمته (-0.749521) وهو ما يؤكد وجود علاقة توازنية طويلة الأجل. أي أن الاختلالات التي تحدث في الأجل القصير يتم تصحيحها بمعدل: 74.95 %.

كما نلاحظ أن تداولات الأسهم تؤثر إيجاباً على حجم التداول في الأجل القصير، حيث أن زيادة لوغاريتم الأسهم بـ: 1 % تؤدي إلى زيادة لوغاريتم حجم التداول بـ: 0.98 %، بالإضافة إلى أن الفترة (t-1) تؤثر إيجاباً بنسبة 0.06 %.

ومن جانب آخر نلاحظ وجود تأثير إيجابي للمنتجات المالية المركبة على حجم التداول في الأجل القصير، إلا أن هذا التأثير غير معنوي إحصائياً، في حين يتأثر حجم التداول سلباً بالفترة (t-1) لتداولات المنتجات المركبة.

هذا ولم نسجل وجود أي علاقة أو تأثير في الأجل القصير على حجم التداول لكل من السندات والمشتقات المالية. وبالتالي نستنتج أن التغيرات التي تحدث في حجم التداول في بورصة يورونكست في الأجل القصير سببها الأساسي هو التغيرات التي تحدث في تداولات الأسهم وأن العلاقة بينهما هي طردية.

## 2. نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل

يوضح الجدول الموالي نتائج تقدير العلاقة بين منتجات الهندسة المالية وحجم التداول في بورصة يورونكست في الأجل الطويل:

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست  
خلال الفترة: 2007-2021

جدول رقم (38): نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل لنموذج حجم التداول

| المتغيرات | المعامل   | القيمة المحسوبة | الاحتمال |
|-----------|-----------|-----------------|----------|
| LVST      | 0.950713  | 36.39568        | 0.0000   |
| LVBT      | 0.014599  | 0.974693        | 0.3346   |
| LVSP      | 0.024518  | 1.226432        | 0.2260   |
| LDRV      | -0.004687 | -1.571744       | 0.1226   |

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على مخرجات برنامج Eviews10 (الملحق 15)

نلاحظ من الجدول السابق أنه يوجد أثر إيجابي في الأجل الطويل بين الأسهم وحجم التداول، حيث أن زيادة لوغاريتم تداولات الأسهم بـ: 1 % تؤدي إلى زيادة لوغاريتم حجم التداول بـ: 0.95 %. بينما سجلنا تأثير إيجابي لكل من السندات والمنتجات المركبة على حجم التداول، إلا أن تأثيرهما غير معنوي إحصائياً مما ينفي وجود تأثير لهما في الأجل الطويل. كما أن تأثير المشتقات المالية سلبي ولكنه أيضاً غير معنوي إحصائياً، وهو ما يتفق مع تأثيرات الأجل القصير التي تؤكد على أن الأسهم هي التي تتحكم في حجم التداول في بورصة يورونكست للفترة: 2007-2021.

### ثالثاً: نتائج تقدير نموذج معدل الدوران

من أجل معرفة العلاقة بين منتجات الهندسة المالية ومعدل الدوران في بورصة يورونكست قمنا بقياس أثر هذه المنتجات على معدل الدوران في البورصة، وكانت النتائج كما يلي:

#### 1. نتائج تقدير العلاقة قصيرة الأجل

يوضح الجدول الموالي نتائج تقدير العلاقة بين منتجات الهندسة المالية ومعدل الدوران في بورصة يورونكست في الأجل القصير:

جدول رقم (39): نتائج تقدير العلاقة قصيرة الأجل لنموذج معدل الدوران

| المتغيرات     | فترة الإبطاء | المعامل   | القيمة المحسوبة | الاحتمال |
|---------------|--------------|-----------|-----------------|----------|
| LVST          | t            | 12.87825  | 8.228330        | 0.0000   |
| LVSP          | t            | 4.488793  | 3.598538        | 0.0007   |
|               | t-1          | -3.970260 | -3.690091       | 0.0006   |
| CointEq (-1)* |              |           |                 |          |
|               |              | -0.151849 | -5.133500       | 0000     |

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على مخرجات برنامج Eviews10 (الملحق 16)

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

نلاحظ من خلال الجدول السابق ما يلي:

- أن معامل تصحيح الخطأ سالب وذو دلالة إحصائية، حيث بلغت قيمته (-0.151849)، وهو ما يثبت وجود علاقة توازنية طويلة الأجل، وأن الاختلالات التي تحدث في الأجل القصير يتم تصحيحها بمعدل: 15.18 %، للعودة إلى حالة التوازن في الأجل الطويل.
- هناك تأثير إيجابي وكبير جدا للأسهم على معدل الدوران في الأجل القصير، حيث أن زيادة الأولى بـ: 1 % تؤدي إلى زيادة الثانية بـ: 12.87 %.
- أن زيادة لوغاريتم تداولات المنتجات المركبة بـ: 1 % تؤدي إلى زيادة معدل الدوران بـ: 4.48 %، إلا أن تأثير الفترة (t-1) سلبي وبنسبة -3.97 % وهو معنوي إحصائياً.
- لم نسجل أي تأثير لكل من السندات والمشتقات المالية على معدل الدوران في الأجل القصير.

### 2. نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل

يوضح الجدول الموالي نتائج تقدير العلاقة بين منتجات الهندسة المالية ومعدل الدوران في بورصة يورونكست في الأجل الطويل:

جدول رقم (40): نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل لنموذج معدل الدوران

| المتغيرات | المعامل  | القيمة المحسوبة | الاحتمال |
|-----------|----------|-----------------|----------|
| LVST      | 37.51255 | 2.264482        | 0.0280   |
| LVBT      | 11.84460 | 2.066180        | 0.0441   |
| LVSP      | 6.233474 | 1.132798        | 0.2628   |
| LDRV      | 1.122977 | 0.982064        | 0.3309   |

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على مخرجات برنامج Eviews10 (الملحق 17)

يتضح من خلال الجدول السابق التأثير الإيجابي الكبير الذي تمارسه كل من الأسهم والسندات في الأجل الطويل على معدل الدوران في بورصة يورونكست، حيث أن زيادة لوغاريتم تداولهما بـ: 1 % يؤدي إلى زيادة معدل الدوران بنسبة: 37.51 % و 11.84 % على التوالي وكلاهما ذو دلالة إحصائية عند مستوى 5 %.

كما تؤثر المنتجات المركبة والمشتقات المالية أيضاً إيجاباً على معدل الدوران في المدى الطويل، إلا أن التأثير الذي تمارسه غير معنوي إحصائياً، وهو ما ينفي مساهمة المنتجين في زيادة معدل الدوران في بورصة يورونكست.

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

### الفرع الثاني: مناقشة نتائج الدراسة

بعد عرض مختلف نتائج تقدير النماذج الثلاث في الأجلين القصير والطويل، نقوم الآن بمحاولة تفسير النتائج المتوصل إليها، وكذا اختبار مدى جودة وتوفيق النماذج الثلاث في الوصول إلى النتائج المرجوة.

#### أولاً: مناقشة نتائج التقدير

من أجل تسهيل مناقشة وتفسير نتائج الدراسة القياسية، يوضح الجدول الموالي مختلف التأثيرات التي تمارسها مختلف منتجات الهندسة المالية في الأجلين القصير والطويل على مؤشرات نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021، حيث تم الأخذ بعين الاعتبار التأثيرات التي لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 05 % فقط، كما هو مفصل في الآتي:

جدول رقم (41): تأثير منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست في الأجل القصير والطويل

| المنتج/المؤشر    | عدد الشركات |        | حجم التداول |        | معدل الدوران |        |
|------------------|-------------|--------|-------------|--------|--------------|--------|
|                  | القصير      | الطويل | القصير      | الطويل | القصير       | الطويل |
| الأسهم           | إيجابي      | إيجابي | إيجابي      | إيجابي | إيجابي       | إيجابي |
| السندات          | سلبي        | سلبي   | /           | /      | /            | إيجابي |
| المنتجات المركبة | إيجابي      | إيجابي | /           | /      | إيجابي       | /      |
| المشتقات         | /           | إيجابي | /           | /      | /            | /      |

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على نتائج الدراسة القياسية

من خلال الجدول السابق، وبناءً على نتائج تقدير أثر تداول منتجات الهندسة المالية على مختلف مؤشرات نشاط بورصة يورونكست للفترة: 2007-2021، والمتمثلة في: عدد الشركات المدرجة، حجم التداول ومعدل الدوران نلاحظ ما يلي:

- يوجد أثرين إيجابيين ومعنويين في الأجلين القصير والطويل بين الأسهم ومؤشرات نشاط بورصة يورونكست الثلاث، وهو أمر طبيعي ذلك أن الأسهم هي المنتجات الأساسية التي يتم طرحها للتداول في الأسواق من أجل الإدراج فيها، كما أن أي انتقال للملكية الشركات والحصص السوقية فيها يكون عبر الأسهم.
- يوجد أثر سلبي ومعنوي في الأجلين القصير والطويل بين السندات وعدد الشركات المدرجة في بورصة يورونكست. ويمكن تفسير ذلك بأن زيادة تداولات السندات في البورصة يعطي انطباعاً سيئاً عن حالة الركود في السوق باعتبارها منتجات دين، وهو ما يحجم المتعاملين للولوج إليها، كما يؤدي بالشركات المدرجة في السوق إلى الخروج منها. ومن جانب آخر يوجد أثر إيجابي طويل الأجل بين السندات ومعدل

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

- الدوران ويفسر ذلك بأن الطروحات من السندات الموجودة في البورصة هي متوسطة وطويلة الأجل في الغالب، وهو ما ينعكس إيجاباً على معدل الدوران في الأجل الطويل.
- يوجد أثرين إيجابيين ومعنويين في الأجلين القصير والطويل بين المنتجات المالية المركبة وعدد الشركات المدرجة، كما يوجد أثر إيجابي قصير الأجل ومعنوي على معدل الدوران، وهو ما يدل على أن هذه المنتجات تعتبر محفزاً كبيراً للمستثمرين وتساهم في استقطاب الشركات للبورصة نظراً للمزايا الكبيرة التي تقدمها لهم باعتبارها تجمع بين العديد من خصائص المنتجات الأخرى. كما أن هذه المنتجات تساهم في زيادة معدل الدوران في الأجل القصير وهو ما يوحي إلى أنها تستخدم في الغالب لتحقيق الأرباح والمضاربة.
- يوجد أثر إيجابي طويل الأجل ومعنوي بين المشتقات المالية وعدد الشركات المدرجة في بورصة يورونكست، وهو ما يدل على أن المشتقات المالية تساهم بشكل أساسي في استقطاب الاستثمارات والشركات على المدى الطويل، حيث تعتبر منتجات مثالية نظراً للميزات الفريدة والاستخدامات المتنوعة التي تتيحها للمستثمرين والشركات، خاصة في مجال إدارة المخاطر.
- أظهرت نتائج التقدير في النماذج الثلاث، أن معظم منتجات الهندسة المالية تؤثر إيجاباً في المدى الطويل على مؤشرات نشاط بورصة يورونكست، إلا أن بعضها غير معنوي إحصائياً، ويمكن إرجاع ذلك إلى عوامل أخرى، خاصة وأن هذه البورصة تجمع بين العديد من البورصات الأوروبية من ناحية، بالإضافة إلى أنه حدث لها العديد من الاندماجات والانفصالات خلال الفترة: 2007-2021، بالإضافة إلى الأزمة المالية العالمية لسنة: 2008، وغيرها من العوامل التي أثرت على السيولة الطبيعية للبورصة.

### ثانياً: مناقشة جودة توفيق النماذج

من أجل معرفة ما إذا كانت نتائج الدراسة حقيقية، نقوم بقياس القدرة التفسيرية لنماذج الدراسة من خلال معاملات التحديد، بالإضافة إلى إحصائية فيشر. ونتائج هذه الإختبارات موضحة في الجدول التالي:

جدول رقم (42): جودة توفيق النماذج

| النموذج            | معامل التحديد |           | معنوية النموذج |        |
|--------------------|---------------|-----------|----------------|--------|
|                    | R             | $\bar{R}$ | F              | Prob   |
| نموذج عدد الشركات  | 0.9741        | 0.9267    | 20.55          | 0.0000 |
| نموذج حجم التداول  | 0.9903        | 0.9885    | 547.16         | 0.0000 |
| نموذج معدل الدوران | 0.9593        | 0.9526    | 144.41         | 0.0000 |

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على مخرجات برنامج Eviews10 (الملحق 18)

نلاحظ من خلال الجدول السابق، أن معاملات التحديد المصححة في النماذج الثلاث كلها تفوق نسبة 92 % وهو ما يدل على القدرة التفسيرية الكبيرة لهذه النماذج، وأن التغيرات التي تحصل على مستوى مؤشرات نشاط بورصة يورونكست تعود بشكل أساسي إلى التغيرات التي تحدث على مستوى تداولات منتجات الهندسة المالية، والمتمثلة في: الأسهم، السندات، المنتجات المركبة والمشتقات المالية. بينما ترجع النسب المتبقية لعوامل أخرى لم يتم إدراجها ضمن المتغيرات المستقلة في النماذج الثلاث.

ومن ناحية أخرى تشير إحصائية فيشر إلى أنها معنوية في النماذج الثلاث، وهو ما يؤكد معنوية النماذج ككل، وهو ما يؤكد وجود علاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة، وبالتالي يمكن الاعتماد عليها في التنبؤ بحالة السوق مستقبلاً.

## الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر تداول منتجات الهندسة المالية على نشاط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021

### خلاصة الفصل:

حاولنا من خلال هذا الفصل التعريف بالسوق الأوروبية الموحدة "يورونكست" ومختلف المنتجات المتداولة فيها، من خلال تتبع مختلف التطورات التي حدثت على مستوى البورصة، منذ إنشائها سنة 2000 من خلال اندماج بورصة باريس، أمستردام وبلجيكا. وقد وجدنا أن هذه البورصة أحسن عينة يتم فيها دراسة الابتكار المالي والهندسة المالية، حيث تعتبر في حد ذاتها آلية من آليات الهندسة المالية نظرا لطبيعة المنتجات والعمليات الموجودة فيها، مثل الاندماج والتداول الإلكتروني الذي تتيحهما هذه البورصة.

من خلال تحليل وقياس تداول منتجات الهندسة المالية وأثرها على نشاط بورصة يورونكست، وجدنا أن المنتجات المتداولة في البورصة تساهم بشكل كبير في تحفيز وزيادة نشاط البورصة، حيث أن زيادة تداولات معظم المنتجات ينتج عنه زيادة وتحسن في مؤشرات نشاط البورصة سواء في الأجل القصير أو الطويل.

تعتبر الأسهم المنتجات المثالية التي تساهم بشكل كبير في تنشيط بورصة يورونكست خلال الفترة: 2007-2021، حيث أنها ساهمت في زيادة حجم البورصة من خلال المساهمة في نمو حجم التداول، كما ساهمت في زيادة سيولة البورصة من خلال المساهمة في زيادة معدل الدوران، بالإضافة إلى أنها تساهم في استقطاب وجذب المستثمرين الجدد والشركات إلى البورصة.

إن تداول المشتقات المالية في بورصة يورونكست ساهم بشكل كبير في استقطاب وزيادة عدد الشركات الجديدة إلى البورصة سعيا منهم وراء الأرباح والمزايا العديدة التي تحتويها، إلا أنه من خلال دراستنا وجدنا أنها لا تساهم في تحسين المؤشرات البورصية الأخرى كون أن معظم معالمها غير معنوية عند مستوى 5 %، ويرجع ذلك إلى استخداماتها في التحوط من المخاطر التي تصاحب عمليات الاستثمار المالي.

الخاتمة العامة

في خضم التقلبات والأزمات التي يعيشها النظام المالي العالمي في السنوات الأخيرة، شهدت البيئة الإستثمارية والمالية الحديثة مجموعة من التحولات والتغيرات التي غيرت العديد من المفاهيم المرتبطة بالاستثمار المالي، والتي حتمت ضرورة تطوير وتنشيط الأسواق المالية استجابة إلى زيادة الحاجة للتمويل من قبل الأفراد والمؤسسات، وكذا الحكومات التي تستخدمها كأداة هامة من أجل دفع عجلة التنمية الاقتصادية، وهو ما أدى بالقائمين عليها إلى البحث عن الآليات والحلول اللازمة التي من شأنها أن ترفع من كفاءة الأسواق المالية وتساهم في قيامها بوظيفتها التمويلية على أحسن وجه. وهو ما تجلّى في ظهور الهندسة المالية التي حاولت تجاوز مختلف العراقيل والصعوبات التي يعاني منها المستثمرون في الأسواق المالية.

لقد نالت الهندسة المالية اهتمام المستثمرين وكل الأطراف ذوي العلاقة خاصة في مجال الأسواق المالية، بفضل الابتكارات والمنتجات المالية المتجددة التي استطاعت من خلالها حل العديد من المشاكل المالية التي كانت مستعصية من قبل. فتنوع المنتجات المالية في الأسواق المالية يمكن المستثمرين من تلبية مختلف رغباتهم، كما يسمح لهم بتنفيذ استراتيجياتهم الاستثمارية بما يتناسب وأهدافهم المسطرة، وبالتحوط من مختلف المخاطر الغير متوقعة التي تلازم عمليات الاستثمار المالي.

وعلى الرغم من الانتقادات الكبيرة التي نالتها بعض منتجات الهندسة المالية بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، وبالخصوص منتج التوريق الذي كان سببا في إغيار العديد من البنوك والمؤسسات المالية في أمريكا وأوروبا، إلا أنه وفي الأخير تبين أن الآثار السلبية التي سببتها هذه المنتجات لم تكن بسبب التداول العادي لها، بل أن سوء استخدامها وتوظيفها لأغراض أخرى بهدف تحقيق الأرباح غير العادية هو الذي أدى إلى حدوث المخاطر والأزمات.

لقد استطاع القائمون على بورصة يورونكست أن يستفيدوا من ابتكارات الهندسة المالية المختلفة، حيث أن عمليات الاندماج والتداول الإلكتروني وغيرها من العمليات والمنتجات المالية مكنها من أن تكون بورصة رائدة في العالم في وقت قصير جدا، سواء من حيث حجمها أو من خلال قيامها بأدوارها التمويلية بالشكل المناسب. فالصبغة الإلكترونية للبورصة مكنتها من التحالف والاندماج مع العديد من البورصات العالمية، على غرار بورصتي نيويورك ولندن بالإضافة إلى توسعها داخل البورصات الأوروبية، في وقت وجيز وبتكاليف وجهد أقل. وبالتالي يمكن القول أن بورصة يورونكست هي أفضل مثال يمكن من خلاله تجسيد مفهوم الهندسة المالية في الأسواق المالية.

وفي الأخير يمكن للأسواق المالية العربية والعالمية الاستفادة من التجربة المميزة التي خاضتها الأسواق المشكلة لبورصة يورونكست، من خلال محاولة الاندماج والتحالف فيما بينها عبر آلية الأسواق الإلكترونية، وتنويع المنتجات المالية المتداولة فيها الشيء الذي سينعكس إيجابا على الأسواق المالية المندمجة، وبالتالي تطورها وزيادة نشاطها ومنه دفع عجلة التنمية الاقتصادية للدول الأعضاء.

## إختبار الفرضيات:

بعد عرض مختلف الجوانب المرتبطة بالهندسة المالية ومنتجاتها، نقوم الآن باختبار صحة الفرضيات التي تم وضعها سابقا:

- أظهرت نتائج الدراسة القياسية أن كل التأثيرات التي تمارسها الأسهم على مختلف مؤشرات نشاط بورصة يورونكست الثلاث إيجابية ومعنوية في الأجلين القصير والطويل. وقد بلغت في الأجل الطويل نسب: 2.45 %، 0.95 % و 37.51 % في تأثيراتها على كل من عدد الشركات، حجم التداول ومعدل الدوران على التوالي، ومنه نستنتج أن الأسهم هي المنتجات الأكثر مساهمة في تنشيط بورصة يورونكست. وهو ما يثبت صحة الفرضية الفرعية الأولى.
- من خلال نتائج الدراسة القياسية تبين لنا أن ارتفاع تداولات السندات يؤدي إلى نفور المستثمرين والشركات من بورصة يورونكست، لكنها في المقابل تساهم في تحفيز معدل الدوران بنسبة 11.84 %، كما تساهم في زيادة حجم التداول بنسبة 0.01 %. وهو ما يثبت صحة الفرضية الفرعية الثانية.
- أظهرت نتائج الدراسة أن المنتجات المالية المركبة، تعتبر من المنتجات التي تجذب المستثمرين والشركات إلى بورصة يورونكست، وأن ارتفاع تداولات هذه المنتجات بـ: 01 %، يؤدي إلى زيادة عدد الشركات بنسبة: 0.71 % في المدى الطويل. كما أنها تساهم في زيادة حجم التداول ومعدل الدوران بـ: 0.02 % و 6.23 % على التوالي في المدى الطويل. وهو ما يثبت صحة الفرضية الفرعية الثالثة.
- من خلال نتائج الدراسة التطبيقية وجدنا أن التأثيرات التي تمارسها منتجات الهندسة المالية على بورصة يورونكست تختلف من مؤشر لآخر، فالسندات تساهم في زيادة معدل الدوران بـ: 11.48 %، بينما تساهم المنتجات المركبة والمشتقات المالية في زيادة عدد الشركات المدرجة بـ: 0.71 % و 0.06 % على التوالي. وفي المقابل تمارس الأسهم تأثيرا إيجابيا كبيرا على معدل الدوران في الأجل الطويل بـ: 37.51 %. ومنه نستنتج أن كل منتج من منتجات الهندسة المالية يساهم في تنشيط مؤشر معين من مؤشرات نشاط البورصة وهو ما يؤدي في الأخير إلى تنشيط البورصة ككل، كما أن هذا التنوع في المنتجات المالية المتداولة يساهم في حماية البورصة من الأزمات، لأن أي تغير أو نقص في تداول منتج معين تغطيه المنتجات الأخرى، وهو ما يحافظ على نشاط البورصة. وهو ما يثبت صحة الفرضية الرئيسية الأولى.
- بعد الثورة المالية الكبيرة التي حدثت في السنوات الأخيرة وظهور المشتقات المالية، التي سارع المستثمرون والشركات للتعامل بها، تبين من خلال دراستنا هذه ومن خلال نتائج الدراسة القياسية المطبقة على بورصة يورونكست للفترة: 2007-2021، أن المشتقات المالية وبالرغم من تأثيرها الإيجابي على مختلف مؤشرات نشاط البورصة إلا أن معلمات هذا التأثير غير معنوية إحصائيا إلا معلمة الأجل الطويل لعدد الشركات المدرجة والتي بلغت 0.06 %، وهو ما يوحي لنا بأن هذه المنتجات ليست الأكثر مساهمة في

تنشيط البورصة لكنها تساهم في استقطاب المستثمرين الجدد للبورصة. وهو ما ينفي صحة الفرضية الرئيسية الثانية؛

## نتائج الدراسة

من خلال ما سبق استطعنا التوصل إلى جملة من النتائج التي نقوم بعرضها في الآتي:

## النتائج النظرية

بعد عرض مختلف الجوانب النظرية المرتبطة بالموضوع توصلنا إلى:

- في إطار التوجه العالمي الجديد نحو اللاموسطة المالية، أصبح من الضروري الاهتمام بالأسواق المالية وتطويرها لقيامها بأدوارها التمويلية على أكمل وجه؛
- إن الحساسية الكبيرة التي تتميز بها الأسواق المالية اتجاه المعلومات المرتبطة بها، تستوجب على القائمين عليها تطوير مختلف الأنظمة المعلوماتية وإتاحتها لدى جميع المتعاملين في الأسواق بكل عدالة وشفافية من أجل الرفع من كفاءة الأسواق؛
- أن التحليلين الأساسي والفني ضروريين في الأسواق المالية الحديثة، حيث يقوم الأول بدراسة وتحليل مختلف العوامل التي تؤثر على المنتجات المالية المتداولة، كتحليل ظروف الاقتصاد والقطاع والمؤسسة، بينما يهتم الثاني بتتبع حركية هذه المنتجات وتجسيدها في شكل رسومات وأشكال بيانية، وهو ما يساهم في اتخاذ القرارات المناسبة؛
- تؤثر التلاعبات والممارسات اللاأخلاقية سلباً على كفاءة ونشاط الأسواق المالية، حيث تعطي هذه الممارسات صورة خاطئة وتضليلية عن حالة السوق ومختلف المؤشرات المرتبطة به، الشيء الذي يؤدي إلى اتخاذ قرارات استثمارية خاطئة يستغلها المتلاعبون في تحقيق الأرباح؛
- يعتبر الابتكار المالي والهندسة المالية عمليتان متكاملتان وضرورتان لمختلف الأنظمة المالية، حيث يسعى الابتكار إلى البحث عن الحلول لمختلف المشاكل المالية المستعصية، ليأتي دور الهندسة المالية في تنفيذ وتجسيد تلك الأفكار في شكل منتجات وعمليات مالية؛
- إن أهمية الهندسة المالية لا تتجلى في القطاع المالي فحسب، بل إن تأثيرها يتعدى إلى مختلف القطاعات الأخرى، حيث تساهم في تنفيذ مختلف السياسات الاقتصادية والنقدية، كما تعمل على تحفيز النمو ودعم عجلة التنمية الاقتصادية؛
- إن العمليات غير المحدودة التي أفرزتها الهندسة المالية على مستوى البنوك والأسواق المالية سهلت عليها القيام بوظائفها الأساسية في وقت وجيز وبتكاليف منخفضة، كما أدت إلى الرفع من كفاءتها وتجاوز العديد من القيود والعقبات التي كانت تلازمها من قبل؛
- بالرغم من المزايا الكبيرة التي توفرها منتجات الهندسة المالية للمستثمرين والأسواق المالية، إلا أن بعضها يحتوي على مخاطر كامنة كبيرة جداً، وأن أي سوء استخدام لهذه المنتجات قد ينجر عنه آثار وخيمة قد

- تهدد سلامة واستقرار النظام المالي العالمي، خاصة في ظل التوجهات الحديثة للأسواق المالية التي تقوم على الاندماج والتكامل وهو ما سيسهل انتشار الأزمات في حال وقوعها؛
- أن ابتكارات الهندسة المالية تجنب اللجوء إلى عمليات الاقتراض وتخفيض من تكاليف الوكالة.

### النتائج التطبيقية

- من أهم النتائج المرتبطة بالجانب التطبيقي نذكر:
- تعتبر بورصة يورونكست من أبرز الأسواق المالية العالمية الرائدة في مجال المشتقات المالية في السنوات الأخيرة، حيث حافظت على المكانة التي اكتسبتها بعد قيامها بالعديد من الإندماجات مع البورصات العالمية مثل بورصتي لندن ونيويورك المعروفتين بتداول هذا النوع من المنتجات المالية؛
- إن طبيعة وتركيب أسواق بورصة يورونكست، والتي تنقسم إلى أسواق فرعية تحتضن المؤسسات: الصغيرة جدا، المصغرة، المتوسطة والكبيرة مكنها من استقطاب المستثمرين الصغار ومساعدتهم على تنمية رؤوس أموالهم بما يتناسب مع إمكانياتهم، وهو ما ساهم في نمو وتوسع البورصة في وقت وجيز جدا، كما مكن من حماية المؤسسات ورؤوس الأموال الصغيرة وتفاذي اندثارها في ظل فارق الإمكانيات مع المؤسسات الكبيرة؛
- بالنظر إلى مكانة وأهمية منتجات الهندسة المالية الحديثة، لا تكاد تخلو الأسواق المالية المتطورة منها، حيث تعتبر الآليات المناسبة التي يتم من خلالها تحفيز الأسواق وجذب الاستثمارات إليها، ومن خلال عرض تجربتي آئينا وتايلندا رأينا كيف استطاعت هذه المنتجات المساهمة في تحسين مؤشرات السوقين وجعلهما أكثر نشاطا وكفاءة؛
- لقد ساهمت عمليات الهندسة المالية، وخاصة التداول الإلكتروني في تطوير ودعم الأسواق المالية لقيامها بالمهام والوظائف الأساسية الموكلة إليها، حيث أن العمليات الإلكترونية أدت إلى استقطاب رؤوس الأموال المكتنزة وتوظيفها في الأسواق، نظرا لقلة القيود والتكاليف المرتبطة بعملية الاستثمار فيها؛
- إن الأزمات المالية المتكررة التي شهدتها النظام المالي العالمي، وخاصة أزمة 2008 لم تكن بسبب الهندسة المالية في حد ذاتها، بل ترجع إلى التوسع والإفراط في استخدام المنتجات المالية وخاصة التوريد، أين أصبحت هذه المنتجات تستخدم في عمليات المضاربة والمراجحة بهدف تحقيق الأرباح، عوضا عن استخدامها في الأغراض الأساسية التي وجدت من أجلها والمتمثلة في التحوط وإدارة المخاطر؛
- ساهمت منتجات الهندسة المالية المتنوعة وخاصة المشتقات المالية بشكل كبير في توسع وتطور بورصة يورونكست، بفضل استقطابها لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية نظرا للمزايا التمويلية المتعددة التي تمكنهم من تلبية مختلف رغباتهم الاستثمارية؛
- لقد ساهم اندماج بورصة يورونكست مع بورصة نيويورك في انفجار تداولات المشتقات المالية، على مستوى البورصة، خلال الفترة: 2011-2013، حيث سجلنا ابتداءً من سنة 2010 نمو قيمة هذه

التداولات بـ: 148.06 % و 139.55 % للعقود المستقبلية وعقود الخيار على التوالي، وهو ما يبين أهمية وفائدة عمليات الاندماج باعتبارها عملية من عمليات الهندسة المالية في نمو وتطور الأسواق المالية؛

- تعتبر بورصة يورونكست من أكثر البورصات العالمية استقراراً، حيث أن درجة التركيز فيها منخفضة مقارنة بباقي البورصات العالمية. هذا المؤشر بلغ 32.45 % فقط خلال سنة 2021، وبالتالي فإن رسملة 10 شركات الكبرى منخفضة في البورصة، أي أن القيمة السوقية للبورصة تعتمد على عدد كبير من الشركات وأن أي تعثر لشركة معينة لا يؤثر على الأداء الكلي واستقرار البورصة؛
- بالرغم من التطورات والابتكارات المالية المتجددة في الأسواق المالية، مثل المنتجات المالية المركبة والمشتملات المالية وغيرها من المنتجات المالية الحديثة، إلا أن المنتجات المالية التقليدية كالأسهم والسندات لا تزال تحافظ على مكانتها في الأسواق المالية، حيث أثبتت الدراسة التطبيقية أن الأسهم مثلاً تساهم بشكل كبير في تنشيط وتحفيز مختلف مؤشرات بورصة يورونكست؛
- أظهرت نتائج التقدير لنموذج عدد الشركات أن معظم منتجات الهندسة المالية تساهم في الرفع من عدد المستثمرين في السوق في المدى الطويل، وهو ما يؤكد أن التنوع عامل مهم في تنشيط وتطوير الأسواق المالية؛
- أظهرت نتائج الدراسة التطبيقية أن الأسهم هي أكثر المنتجات تأثيراً على نشاط الأسواق المالية خاصة في المدى الطويل. ووجدنا أن لها تأثيراً إيجابياً على حجم التداول ومعدل الدوران وكذا عدد المستثمرين في السوق، ويمكن تفسير ذلك أن الأسهم هي المنتج الوحيد الذي يرتبط بالاستثمارات الحقيقية في الأسواق المالية، بينما قد ترتبط المنتجات الأخرى كالمشتقات باستثمارات وهمية مثل المضاربة أو المراجحة أو من خلال استخدامها في التحوط من المخاطر؛
- تعتبر بورصة يورونكست نموذجاً ناجحاً يقتدى به في عملية اندماج الأسواق المالية، حيث أظهرت الدراسة الترابط الكبير الموجود بين مؤشرات البورصات المشكلة لها، الشيء الذي ساهم في تجاوز تداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 في وقت وجيز، حيث لاحظنا عودة مختلف المؤشرات البورصية إلى التحسن. كما أن هذا الاندماج ساهم في احتلال بورصة يورونكست لمراتب أولى في النظام المالي العالمي، سواءً من حيث الرسملة السوقية، أو عدد الشركات المدرجة، أو من حيث قيمة التداولات في البورصة، الشيء الذي جعلها تندمج مع بورصتي نيويورك ولندن. لأن تكامل الأسواق المالية يساهم في التحوط والوقاية من الأزمات ويرفع من كفاءة البورصات المندمجة؛
- تبين من خلال نتائج تقدير الأجل الطويل في النماذج الثلاث أن معظم منتجات الهندسة المالية تؤثر إيجاباً على مؤشرات نشاط بورصة يورونكست، إلا أن بعض هذه التأثيرات هي غير معنوية وهو ما يظهر الدور والأهمية الكبيرة لهذه المنتجات في بورصة يورونكست.

## الاقتراحات

- من خلال ما تم التوصل إليه في هذه الدراسة، نقوم بتقديم مجموعة من الاقتراحات كما يلي:
- إعادة النظر في استخدامات منتجات الهندسة المالية وخاصة المشتقات المالية، حيث يجب أن يقتصر دورها على التحوط من المخاطر المحتملة، وتجنب الإبحار بها لأغراض المضاربة والمراجحة بين الأسواق لتجنب حدوث الأزمات المالية؛
- ضرورة البحث وابتكار منتجات مالية جديدة من أجل تنويع الخيارات الاستثمارية، والمحافظة على استقرار الأسواق المالية؛
- فرض رقابة صارمة على الأسواق غير المنظمة والتي تعتبر القنابل الموقوتة في النظام المالي العالمي، لأن التداولات في هذه الأسواق تفوق بأضعاف الأسواق المنظمة؛
- تحفيز عمليات التكامل بين الأسواق المالية التي لها أنظمة اقتصادية ومالية متشابهة، بهدف الرفع من كفاءتها وتجنب الوقوع في الأزمات المالية؛
- محاولة إدراج مختلف منتجات وعمليات الهندسة المالية في الأسواق المالية المحلية والعربية، وخاصة أنظمة التداول الإلكتروني من أجل استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية، حيث شاهدنا كيف ساهمت الصبغة الإلكترونية لبورصة يورونكست في ربطها بمختلف الأسواق المالية العالمية.

## آفاق الدراسة

- من خلال النتائج السابقة والاقتراحات المقدمة يمكن القول أن دراستنا هذه تناولت جزئية مهمة في مجال الهندسة المالية، ومدى تأثير منتجاتها على نشاط الأسواق المالية. لكن وبالنظر إلى حداثة وتشعب موضوع الهندسة المالية، هناك العديد من النقاط والمواضيع التي تثير التساؤل وتحتاج لدراسات أخرى للإجابة عليها، نذكر من بينها:
- دور الهندسة المالية في دعم التنمية الاقتصادية؛
- صناعة الهندسة المالية ودورها في تكامل الأسواق المالية العربية؛
- آليات تطوير بورصة الجزائر باستخدام منتجات الهندسة المالية؛
- واقع تداول منتجات الهندسة المالية الإسلامية في الأسواق المالية العالمية؛
- دور عمليات الهندسة المالية في الرفع من كفاءة الأسواق المالية؛
- محددات التمويل باستخدام منتجات الهندسة المالية التقليدية والإسلامية.

# قائمة المراجع

## ➤ المراجع باللغة العربية

### أولاً: المصادر:

1. القرآن الكريم.
2. ابن كثير، تفسير القرآن العظيم، مؤسسة قرطبة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزيرة، مصر، المجلد السابع، 2000، الطبعة الأولى.
3. ابن منظور، لسان العرب، دار صادر بيروت، لبنان، 1990، المجلد العاشر.
4. أحمد مختار عمر، معجم اللغة العربية المعاصرة، عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، القاهرة، مصر، 2008، الطبعة الأولى.

### ثانياً: الكتب

1. أحمد فرحات، إدارة المحافظ الاستثمارية، بدون ذكر دار النشر، بنغازي، ليبيا، 2019، الطبعة الأولى.
2. أزهرى الطيب أحمد، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017، الطبعة الأولى.
3. أسامة خيرى، إدارة الإبداع والابتكارات، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، الطبعة الأولى.
4. أسماء كسري، الشفافية المالية ودورها في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، دار رماح، عمان، الأردن، 2016، الطبعة الأولى.
5. أشرف محمد دوابه، دراسات في الاقتصاد الإسلامي، دار السلام، القاهرة، مصر، 2010، الطبعة الأولى.
6. أشرف مصطفى توفيق، كيف تتعلم استثمار الأموال؟ - في البورصة-صناديق الاستثمار-أسواق رأس المال...-، دار إيتراك للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2008، الطبعة الأولى.
7. إلهام وحيد دحام، فعالية أداء السوق المالي والقطاع المصرفي في النمو الإقتصادي، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، مصر، 2013، الطبعة الأولى.
8. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، الطبعة الأولى.
9. أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006.
10. إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية للنشر، القاهرة، مصر، 2000.
11. إيهاب طلعت عبد الخالق، الهندسة المالية المعاصرة-رؤية شرعية اقتصادية معاصرة-، المركز العربي للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2021، الطبعة الأولى.
12. بن ابراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية - تقييم الأسهم والسندات-، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر، 2019، الطبعة الأولى.
13. بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق حبار، إدارة المخاطر - إدارة المخاطر، المشتقات المالية، الهندسة المالية -، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، الطبعة الأولى.
14. جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل-الأدوات والاستراتيجيات، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، عين مليلة، الجزائر، 2011، الجزء الثاني.
15. حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، الجزء 01.
16. حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2011، الجزء 03.
17. حامد العربي الحضيبي، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2000.
18. حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا ارشيد، محفوظ أحمد جودة، الأسواق المالية-مفاهيم وتطبيقات-، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، الطبعة الأولى.
19. حسين بني هاني، الأسواق المالية: طبيعتها-تنظيمها-أدواتها-مشتقاتها، دار الكندي، عمان، الأردن، 2002، الطبعة الأولى.

20. حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية للنشر، القاهرة، مصر، 2005، الطبعة الأولى.
21. حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، الطبعة الأولى.
22. حيدر حسين آل طعمة، الأسواق المالية: النشأة-المفهوم-الأدوات، سلسلة كراسات استراتيجية، مركز الدراسات الاستراتيجية، جامعة كربلاء، العراق، 2014.
23. حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية-أدائها المالي وأثرها في سوق الأوراق المالية-، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2011، الطبعة الأولى.
24. خالد أحمد علي محمود، إقتصاد المعرفة وإدارة الأزمات المالية في إطار المؤسسات الاقتصادية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2019، الطبعة الأولى.
25. خالد أحمد علي محمود، فن إدارة المخاطر في البنوك وسوق المال، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2019، الطبعة الأولى.
26. خالد الراوي، عبد الله بركات، نضال الرمح، نظرية التمويل الدولي، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002، الطبعة الثانية.
27. خالد أمين عبد الله، إسماعيل إبراهيم الطراد، إدارة العمليات المصرفية-المحلية والدولية-، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، الطبعة الأولى.
28. دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، الطبعة الأولى.
29. دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
30. دريد، كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عملن، الأردن، 2012، الطبعة الأولى.
31. زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2007.
32. سالم صلال راهي الحسنوي، الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية، الدار المنهجية للنشر والتوزيع، مصر، 2017، الطبعة الأولى.
33. سمر كوكب الجميل، المدخل إلى الأسواق المالية، دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2018، الطبعة الأولى.
34. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2009.
35. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2005، الطبعة الأولى.
36. سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراية، عمان، الأردن، 2009، الطبعة الأولى.
37. شعبان محمد البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2002، الطبعة الأولى.
38. شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2019.
39. صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، القاهرة، مصر، 2003، الطبعة الأولى.
40. طارق حماد عبد العال، المشتقات المالية: المفاهيم-إدارة المخاطر-الحاسبة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001.
41. طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006.
42. طارق عفيفي صادق، الحماية القانونية لعمليات التداول في أسواق المال وفقا للنظام السعودي، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، مصر، 2015، الطبعة الأولى.
43. الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2015، الطبعة الثانية.
44. الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
45. عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، الطبعة الأولى.

46. عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، الطبعة الأولى.
47. عبد الصمد سعودي، الاقتصاد النقدي والأسواق المالية، الابتكار للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2018.
48. عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 2005.
49. عبد الغفار حنفي، رسيمة قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2005.
50. عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2010، الطبعة الأولى.
51. عبد القادر عبد الله، خالد السهلاوي، الإدارة المالية، مطابع السروات، المملكة العربية السعودية، 2017، الطبعة الخامسة.
52. عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014، الطبعة الأولى.
53. عبد الكريم جابر العيساوي، التمويل الدولي -مدخل حديث-، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، الطبعة الأولى.
54. عبد الكريم قندوز، الابتكار المالي ومقدمة إلى الهندسة المالية، EL-KUTUB للنشر والتوزيع، لندن، إنجلترا، 2017.
55. عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مؤسسة الرسالة ناشرون، دمشق، سوريا، 2008، الطبعة الأولى.
56. عبد اللطيف مصيطفى، محمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 2015، الطبعة الأولى.
57. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية-البورصة-، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، الطبعة الأولى.
58. عطالله علي عودة، الإدارة المالية الدولية، زمزم ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2017، الطبعة الأولى.
59. علاء فرحان طالب، حيدر يونس الموسوي، محمد فائز حسن، إدارة المؤسسات المالية، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
60. علي بن الضب، محمد شيخي، الاقتصاد القياسي المالي وتطبيقاته في الأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017، الطبعة الأولى.
61. علي عبد القادر بن الضب، مبادئ الهندسة المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2020، الطبعة الأولى.
62. فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث، إربد، الأردن، 2006.
63. فهد بن عبد الله حامد الحويماي، المال والاستثمار في الأسواق المالية، مطابع دار هلال للأوفست، الرياض، السعودية، 2006، الطبعة الثانية.
64. قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار -بين النظرية والتطبيق-، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، الطبعة الأولى.
65. مارك دود جسون، ديفد جان، ترجمة زينب عاطف سيد، الابتكار - مقدمة قصيرة جدا -، مؤسسة هنداوي للتعليم والثقافة، القاهرة، مصر، 2014، الطبعة الأولى.
66. ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، الطبعة الأولى.
67. مبارك بن سليمان آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2005، الطبعة الأولى.
68. محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، كتاب إلكتروني.
69. محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية-الأصول العلمية والتحليل الأساسي-، زمزم ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2009، الطبعة الأولى.
70. محمد حسن يوسف، الأزمة المالية العالمية: لماذا استعصى الحل؟، الدار العربية للعلوم ناشرون، بيروت، لبنان، 2013، الطبعة الأولى.
71. محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي: محاضرات وتطبيقات، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، الطبعة الأولى.

72. محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008.
73. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.
74. محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، جلال العبد، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2003.
75. محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، جلال العبد، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007.
76. محمد عبد الله شاهين محمد، أسواق المال بين الأرباح والخسائر -العوائد والمخاطر-، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر، 2018.
77. محمد علي نسيم، التوأمان الكفاءة والفعالية، جونا للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2016.
78. محمد فتحي البديوي، استخدام الهندسة المالية في إعادة هيكلة المشروعات، المكتبة الأكاديمية للنشر، القاهرة، مصر، 2011، الطبعة الأولى.
79. محمد فرح عبد الحليم، الأسواق المالية والبورصات، جامعة العلوم والتكنولوجيا للكتاب العلمي، صنعاء، 2013، الطبعة الثانية.
80. مرضي بن مشوح العنزي، فقه الهندسة المالية الإسلامية - دراسة تأصيلية تطبيقية -، دار كنوز إشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، 2015، الطبعة الأولى.
81. مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية - البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال-، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2015.
82. مصطفى يوسف كافي، المشتقات المالية وأدواتها المستحدثة، Alph Doc للوثائق، قسنطينة، الجزائر، 2018، الطبعة الأولى.
83. مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة الأوراق المالية، مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2014.
84. مصطفى يوسف كافي، محمود عزت اللحام، علاء مسلم البكور، أسواق مالية ونقدية، دار الاعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017، الطبعة الأولى.
85. منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2002.
86. منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، مطبعة الدلتا، الإسكندرية، مصر، 2011.
87. منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2003.
88. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007، الطبعة السادسة.
89. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول: التوريق، دار المعارف، الإسكندرية، مصر، 2000.
90. مونية سلطان، السندات والأسهم والأوراق المالية، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2019، الطبعة الأولى.
91. نجاح عبد العليم عبد الوهاب أبو الفتوح، أصول المصرفية والأسواق المالية الإسلامية، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، إربد، الأردن، 2014، الطبعة الأولى.
92. نجم عبود نجم، إدارة الابتكار-المفاهيم والخصائص والتجارب الحديثة -، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2003، الطبعة الأولى.
93. هاشم فوزي العبادي، جليل كاظم العارضي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، الطبعة الأولى.
94. هشام السعدي خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية-دراسة فقهية اقتصادية مقارنة-، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، مصر، 2011، الطبعة الأولى.
95. وائل رفعت خليل، إبراهيم السيد، التحليل المالي وإدارة المخاطر المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2017.
96. وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة: بحوث وفتاوى وحلول، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2002، الطبعة الأولى.

97. ياسمينه عمارة، مراجعة الحسابات في أسواق الأوراق المالية، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، مصر، 2019، الطبعة الأولى.
  98. يوسف حسن يوسف، الأوراق المالية وسوق المال العالمي، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، 2015، الطبعة الأولى.
- ثالثا: الرسائل والأطروحات**
1. بن عمرة عبد الرزاق، السياسة النقدية والمالية وأثرهما على التوازن الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (1990-2018)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة بومرداس، 2021-2022.
  2. خالد محمد نصار، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية-دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة-، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، جامعة غزة، فلسطين، 2006.
  3. زغبند نسيم لطفي، أثر الإبداعات المالية في إحداث الأزمات المالية الدولية: الدروس المستفادة بالنسبة للاقتصاديات الناهضة، أطروحة دكتوراه في العلوم المالية، جامعة عنابة، 2017-2018.
  4. سامي جمال، النفقات العامة وأثرها على النمو الاقتصادي في ظل الإصلاحات الاقتصادية الراهنة حالة الجزائر-دراسة قياسية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة عنابة، 2018-2019.
  5. فنيحة مزارشي، أثر السياسة النقدية على مستوى المعيشة-دراسة حالة الجزائر-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف 1، 2017-2018.
  6. قصي أحمد حسن الأشقر، دور الهندسة المالية الإسلامية في خفض مخاطر المحافظ المالية في بورصة عمان للفترة: 2006-2015، رسالة ماجستير في الإدارة، جامعة آل البيت، الأردن، 2016.
  7. لحسن عبد القادر، الهندسة المالية وتطوير أدوات التمويل-مدخل لتحسين كفاءة أسواق رأس المال العربية-، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2015-2016.
  8. لعصامي آمنة، تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشرات الأسواق المالية العربية: دراسة حالة السوق المالية السعودية وبورصة عمان خلال الفترة (2000-2018)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف 1، 2020-2021.
  9. محمد عبد الحميد عبد الحي، استخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، أطروحة دكتوراه في العلوم المالية والمصرفية، جامعة حلب، سوريا، 2014.
  10. مخلفي سارة كوثر، تقييم أثر منتجات الهندسة المالية على الاستقرار المالي-دراسة حالة مبادلات التعثر الائتماني CDS-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة 2، 2015-2016.
  11. معتوق جمال، إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية - دراسة مقارنة بين سوقين ماليين-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2015-2016.
  12. مقدم عبد الإله، أثر تداول المشتقات المالية على الاستثمار المالي، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة مستغانم، 2020-2021.
  13. ياسر بن إبراهيم بن محمد الحضيري، المتاجرة بالهامش في الأسواق المالية-دراسة فقهية-، رسالة ماجستير في الفقه، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 2007/2008.

#### رابعاً: المقالات

1. سمري ابتسام، قياس أثر تداول المشتقات المالية على أداء الأسواق المالية: دراسة حالة السوق المالي الأوروبي (Euronext) خلال الفترة: 2002-2016، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 12، العدد 01، 2018.
2. أحمد الفريح، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودية، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 22، العدد 02، 2009.
3. إخلاص باقر النجار، قراءة في مفردات التوريد، مجلة الإدارة والاقتصاد، المجلد 06، العدد 23، 2007.

4. أعراب جازية، مخاطر تقلب عوائد مؤشرات الأسواق المالية-دراسة قياسية للبيانات يومية من سبتمبر 2014 إلى سبتمبر 2018 خاصة بمؤشر بورصة فرانكفورت DAX 30، مجلة الاستراتيجية والتنمية، المجلد 10، العدد 01 مكرر (الجزء 02)، جانفي 2020.
5. أمال بوسواك، بوريش هشام، واقع الابتكارات المالية في البنوك: البنوك العمومية الجزائرية أمودجا، مجلة رؤية اقتصادية، المجلد 07، العدد 02، ديسمبر 2017.
6. إيمان عبد المطلب حسن المولى، أهمية المعرفة المالية في اتخاذ قرارات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية، مجلة تكريت للعلوم الاقتصادية والإدارية، العراق، المجلد 03، العدد 43، 2018.
7. بداوي مصطفى، دور المعلومة في دعم وتعزيز كفاءة السوق المالي، مجلة الإبداع، المجلد 05، العدد 05، 2015.
8. بشار ذنون محمد الشكرجي، ميادة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية-دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية-، مجلة تنمية الرفادين، المجلد 89، العدد 30، 2008.
9. بشني يوسف، غلاي نسيم، الإبداع ضرورة أساسية خلق ميزة تنافسية، مجلة دفاتر بواذكس، العدد 02، سبتمبر 2014.
10. بلفيطح رعة، اختبار نموذج السير العشوائي في بورصة الجزائر-تحليل سلوك المؤشر index dzaiz للفترة (2015/2008)، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 17، 2017.
11. بن رجم محمد خميسي، التوريق ووقعه على الأزمات المالية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 08، 2010.
12. بن عبد الله رشيدة رشا، أهمية استخدام الهندسة المالية في الأسواق المالية الناشئة، مجلة الاقتصاد والقانون، العدد 01، 2018.
13. بن عمر بن حاسين، لحسين جديدين، محمد بن بوزيان، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية-دراسة حالة بورصة: السعودية، عمان، تونس والمغرب-، مجلة آداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، 2013.
14. بن معنوق صابر، دراسة تحليلية لاندماج الأسواق المالية الدولية: تجارب دولية مختارة، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 05، العدد 03، ديسمبر 2019.
15. بوغتروس عبد الحق، مساهمة نظام التداول الإلكتروني في ترقية أداء الأسواق المالية-السوق المالية السعودية نموذجاً (2012-2021) -، المجلة الدولية للدراسات الاقتصادية، المجلد 05، العدد 21، 2022.
16. توفيق عباس عبد عون، غصون كاظم عبيد آل جار الله، قياس العلاقة بين مؤشرات السوق المالي والقطاع الخاص في الولايات المتحدة الأمريكية للمدة (2000-2015)، مجلدة الإدارة والاقتصاد، العدد 26، حزيران 2018، العراق.
17. جريو كلثوم، يدو محمد، دور مبدأ الإفصاح والشفافية في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 01، العدد 16، 2017.
18. جليل كاظم مدلول العارضي، زيد متعب عباس العباسي، توظيف العقود الآجلة للحماية من تقلبات أسعار الفائدة والعملات-دراسة استشرافية لعينة من المصارف العراقية-، مجلة الكلية الإسلامية الجامعة، المجلد 01، العدد 56، 2020.
19. حجيلة بن وارث، ربيعة حملاوي، آليات تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال الوعي والمناخ الاستثماري-دراسة بورصة الجزائر-، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 07، العدد 02، 2016.
20. حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية، العدد 27، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، مارس 2004.
21. حسين عبد الباقي، دراسة العلاقة بين مشتقات الائتمان وتقييم الائتمان في البنوك المصرية-دراسة ميدانية-، مجلة المحاسبة بأكاديمية الفراعنة، العدد 01، مصر، 2021.
22. حسين قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية - دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية-، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 11، 2011.
23. حيدوشي عاشور، حديوش سعدية، الأسواق المالية ضرورة حتمية لتمويل الاقتصاد - دراسة تقييمية لبورصة الجزائر واقترح سبل تفعيلها -، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، المجلد 02، عدد خاص، أبريل 2018.
24. خالد لافي النيف، العلاقة الديناميكية بين متغيرات الاقتصاد الكلي والمؤشر العام لبورصة عمان للأوراق المالية، المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، المجلد 05، العدد 02، 2018.

25. خاتم نوري كاكه العطار، ريزن ظاهر فتاح، شيلان عارف، كفاءة إدارة الموجودات المالية وأثرها على ربحية الشركات وعوائد الأسهم العادية، مجلة الميدان للعلوم الاجتماعية والإنسانية، المجلد 03، العدد 03، 2020.
26. خاتم نوري كاكه حه العطار، تأثير أسعار أسهم المصارف في حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية-دراسة تحليلية في القطاع المصرفي-، مجلة دراسات اقتصادية، جامعة الجلفة، المجلد 18، العدد 01، 2020.
27. زعبيط نور الدين، بوطكوك عمار، الهندسة المالية واستخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر البنكية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة أم البواقي، العدد 07، الجزء 01، جوان 2017.
28. زهير غراية، اختبار نموذج كفاءة الأسواق المالية: مدخل لتقييم أسعار المنتجات المالية-دراسة لعينة من المؤشرات المالية العربية-، المجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والأكاديمية، العدد 13، جانفي 2015.
29. زينب شلال عكار، تطبيق الهندسة المالية باستخدام بطاقة الائتمان - دراسة تطبيقية في مصرف الاستقلال-، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 08، العدد 29، 2012.
30. سارة بكوش، أثر إدارة وتطوير المنتجات المالية في تنشيط السوق المالية-دراسة مقارنة بين الأسواق المالية لكل من الجزائر، المغرب وتركيا للفترة: 2005-2017، مجلة الاقتصاد الدولي والعملة، المجلد 03، العدد 01، 2020.
31. سالم صلال راهي الحسناوي، صلاح عبد الحسن خمات، التنبؤ بسلوك أسعار أسهم قطاع المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية باستخدام بعض مؤشرات التحليل الفني، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 16، العدد 03، 2014.
32. سليمان بن بخمة، الشريف ربحان، مؤشرات فعالية أسواق الأوراق المالية العربية: دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية السعودي للفترة 2007-2016، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير، المجلد 13، العدد 01، 2017.
33. سمير عبد الصاحب ياره، أثر تقلبات أسعار صرف العملة في قيمة مؤشر السوق المالي - دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية-، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، السنة 16، العدد 58، 2018.
34. شرطي نسيم، التأمين المصرفي كنموذج للابتكار في الخدمات، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، العدد 04، سبتمبر 2015.
35. صبيحة بزان فهدود، عدم تماثل المعلومات المحاسبية-الأسباب والمعالجات المقترحة-، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 22، العدد 87، 2016.
36. عبد الكريم أحمد قندوز، مقترحات لتنفيذ دور التمويل برأس المال المخاطر بالملكة العربية السعودية، مجلة ملفات الأبحاث في الاقتصاد والتسيير، العدد 06، 2017.
37. عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، المجلد 20، العدد 02، 2008.
38. عبد الكريم قندوز، حقيقة المشتقات الائتمانية-أداة لتعزيز متانة النظام المالي أم لهشاشته؟ -، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 04، العدد 01، 2013.
39. عبد الكريم قندوز، مراجعة علمية لنظريات الابتكار المالي، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 10، العدد 02، 2019.
40. عبد الله ابن محمد العمراني، التلاعب في الأسواق المالية: دراسة فقهية، مجلة الجمعية الفقهية السعودية، العدد 17، جانفي 2013.
41. عبد النور دحاك، رابع قارة، دور وأهمية المعلومات ونظم المعلومات في اتخاذ القرارات الاستراتيجية، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، العدد 02، ديسمبر 2017.
42. عمار عباس الحسيني، عمار كريم فاضل، الركن الخاص بجرمة التلاعب بأسعار الأوراق المالية: دراسة مقارنة، مجلة المحقق الحلي للعلوم القانونية والسياسية، جامعة بابل، العراق، العدد 04، 2017.
43. عيسوي سهام، مخاطر المشتقات المالية وإدارتها، مجلة الاقتصاد والتنمية، المجلد 02، العدد 02، 2014.
44. قارة عشيرة نصر الدين، حبار عبد الرزاق، إدارة مخاطر الائتمان باستخدام: الحوكمة-معيار كفاية رأس المال-التوريق والمشتقات الائتمانية، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 06، العدد 02، 2020.
45. قاسم هادي موسى، محمد عبد اللطيف خطاب، السيطرة على عوائد ومخاطر المشتقات المالية، مجلة كلية التربية الأساسية، المجلد 21، العدد 88، 2015.

46. لمياء عماني، محمد زكريا بن معزو، قياس تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في المغرب-دراسة تجريبية باعتماد نموذج ARDL للفترة(1988-2014) -، مجلة الباحث، العدد 17، 2017.
47. المانسيح رابح أمين، صديقي مليكة، واقع الهندسة المالية بين الاستقرار والتأزم - نموذج توريق قروض الرهن العقاري الأمريكي-، مجلة دراسات في الاقتصاد والتجارة والمالية، المجلد 07، العدد 01، 2018.
48. محمد الصغير قريشي، التمويل برأس مال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المبتكرة في الجزائر-دراسة تقييمية Global Journal of Economics and Business، المجلد 07، العدد 01، 2019.
49. مرداسي أحمد رشاد، بن الطاهر حسين، دور الهندسة المالية الإسلامية في استقرار النظام المالي الإسلامي، مجلة الدراسات الإسلامية، العدد 08، جانفي 2017.
50. مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية-دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها-، مجلة الباحث، العدد 07، 2010.
51. مفلاح حسنية، خالفي وهيب، تحليل وتقييم لواقع نشاط الوساطة المالية في بورصة الجزائر خلال الفترة(2008-2017)، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، المجلد 22، العدد 01، 2019.
52. مكرودي سالم، صاري علي، تبين القرارات الاستثمارية في أسواق المال في ظل عدم تناظر المعلومات، المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، المجلد 01، العدد 02، 2011.
53. موسى بن منصور، الهندسة المالية كألية لتطوير الأسواق المالية الإسلامية، مجلة مركز صالح للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، المجلد 18، العدد 53، 2014.
54. موسى بن منصور، أهمية الابتكارات المالية الإسلامية في تهيئة المناخ لتطوير سوق مالي إسلامي: صكوك الاستثمار الإسلامية نموذجاً، مجلة المنتدى للدراسات والأبحاث الاقتصادية، العدد 02، ديسمبر 2017.
55. موسى بن منصور، مشكلات الإبداع المالي في الأسواق المالية الإسلامية وسبل علاجها، مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، المجلد 31، العدد 02، 2017.
56. نوال بوعكاز، دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير الابتكارات المالية: دراسة وتقييم لصكوك الإجارة الإسلامية في مملكة البحرين، المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، المجلد 4، العدد 1، جامعة سطيف، جوان 2018.
57. هبة مهدي صالح، نعم حسين نعمة، دور التداول الإلكتروني والإيداع المركزي في أداء سوق العراق للأوراق المالية للفترة(2008-2018)، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد 15، العدد 52، 2020.
58. هشام طلعت عبد الحكيم، مخاطر عقود المشتقات المالية وانعكاساتها على الأزمة المالية العالمية-دراسة تحليلية في مصرف Toronto Dominion، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 24، العدد 103، 2018.
59. همت محمد السويدي، مشكلات ومخاطر المشتقات المالية وعوامل الحد منها، مجلة البحوث المالية والتجارية، جامعة بورسعيد، مصر، المجلد 22، العدد 03، 2021.
60. يسرى حسين خليفة، العوامل المؤثرة على قرار تبني استخدام المشتقات المالية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، مصر، المجلد 46، العدد 01، جانفي 2009.

#### خامسا: الملتقيات

1. بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعاتها؟، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية يومي 20 و21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس، سطيف.
2. تيقاوي العربي، بن الدين أحمد، الهندسة المالية وتدابيرها على بعض المتغيرات الاقتصادية، الملتقى الوطني الثاني حول واقع الهندسة المالية وآفاق تطبيقها في الجزائر، يومي 28-29 أكتوبر 2014، جامعة أدرار.
3. جباري شوقي، دور الهندسة المالية في تأجيج شرارة الأزمة الراهنة، المؤتمر العلمي الحادي عشر حول الأزمات الاقتصادية المعاصرة: أسبابها، تداعياتها وعلاجها شهر ديسمبر 2010، جامعة جرش الأهلية، الأردن.

4. خليل عبد القادر، بوفاسة سليمان، دور الوساطة المالية في التمويل غير المباشر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، يومي 17 و 18 أبريل 2006، جامعة الشلف.
5. رفعت السيد العوضي، الأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر والاقتصاد الإسلامي، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي 25-29 ديسمبر 2010، مكة المكرمة، السعودية.
6. سرامة مريم، جلابة علي، وساطة السوق كآلية لدعم الاقتصاد الوطني الجزائري، الملتقى الوطني حول النظام المالي وإشكالية تمويل الاقتصاديات النامية يومي 04 و 05 فيفري 2019، جامعة المسيلة.
7. صالح صالح، عبد الحليم غربي، دور المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية-النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً-، يومي 05 و 06 ماي 2009، جامعة خميس مليانة.
8. صبري عبد العزيز إبراهيم، التوريق وأثره في وقوع الأزمة المالية العالمية في ضوء الفكر الإسلامي، المؤتمر العلمي السنوي الثالث حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية يومي 01 و 02 أبريل 2009، جامعة المنصورة، مصر.
9. علي محي الدين القره داغي، الصكوك الإسلامية "التوريق" وتطبيقاتها المعاصرة-دراسة فقهية اقتصادية تطبيقية-، بحث مقدم إلى منظمة المؤتمر الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة.
10. محمد ابن إبراهيم السحبياني، التلاعب في الأسواق المالية صوره وآثاره، بحث مقدم الى الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، 02-06 أكتوبر 2010، مكة المكرمة، السعودية.
11. محمد كريم قروف، الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، يومي 23 و 24 فيفري 2011، المركز الجامعي غرداية.
12. مفتاح صالح، معارفي فريدة، أزمة النظام المالي العالمي وبديل البنوك الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية يومي 06 و 06 ماي 2009، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر.
13. موسى بن منصور، الابتكار المالي في المؤسسات المالية الإسلامية بين الاصلية والتقليد، المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، يومي 05 و 06 ماي 2014، جامعة سطيف 01.
14. وصاف عتيقة، عاشور سهام، مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، يومي 21 و 22 نوفمبر 2006، جامعة بسكرة، الجزائر.

#### سادسا: المنشورات

1. إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، معهد السياسات الاقتصادية -صندوق النقد العربي -، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2010.
2. إبراهيم نافع قوشجي، الأسواق المالية، منشورات جامعة حماة، سوريا، 2014.
3. أكرم محمود الخوراني، عبد الرزاق حسن حساني، النقود والمصارف، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2010-2011.
4. سامي السويلم، صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي، مركز البحوث، الكويت، 2004.
5. سليمان موصلي، عدنان سليمان، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، دمشق، سوريا، 2012-2013.
6. عصام عبد الغني علي، إدارة المخاطر في البورصات، مركز التعليم المفتوح بجملة بنها، بدون سنة نشر.
7. علي محمد أبو العز، الابتكار في صيغ التمويل الإسلامي، منشورات مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، 2016.
8. مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي (مذكرة تدريسية)، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، 2010، الطبعة الأولى.

➤ المراجع باللغة الأجنبية

أولا الكتب

1. Alexandra Balmer, **Regulating financial derivatives**, Edward Elgar Publishing Limited, USA, 2018.
2. Andrew Kasapis, **Mastering Credit Derivatives**, FT Prentice Hall Pearson Education, 2009, second edition.
3. Carlota Perez, **Technological revolutions and financial**, Edward Elgar, Cheltenham, UK, 2002.
4. DAMODAR N. GUJARATI, DAWN C. PORTER, **BASIC ECONOMETRICS**, MC GRAW HILL, NEW YORK, USA, 2009, Fifth Edition.
5. DON M. CHANCE, ROBERT BROOKS, **An Introduction to Derivatives and Risk Management**, South-Western Cengage Learning, USA, 2010.
6. Donald Rutherford, **Routledge Dictionary of Economics**, Routledge, London and New York, 2002, Second edition.
7. Ekaterina Dorodnykh, **Stock Market Integration : An International Perspective**, PALGRAVE MACMILLAN, UK, 2014.
8. Felix UO, Rebecca LI and Onyeisi OR, **The Role of Financial Engineering in the Growth of the Financial Market**, Arabian Journal of Business and Management Review, Volume 5, Issue 4, 2015.
9. Frederic S. Mishkin, **the Economics of money banking and financial market (The Addison-Wesley Series in Economics)**, Pearson, usa, 2004, Seventh Edition.
10. Gunter Meissner, **Credit Derivatives : Application- Pricing-and Risk Management**, Blackwell Publishing, 2005.
11. Issouf Soumaré, **Commodity Exchanges : Concepts, Tools and Guidelines**, Edward Elgar publishing limited, UK, 2022.
12. James Bradfield, **Introduction to the Economics of Financial Markets**, Oxford University Press, 2007.
13. James Chen, **ESSENTIALS of Technical Analysis for Financial Markets**, John Wiley & Sons, Inc, New Jersey, 2010.
14. James Van Horne, John Wachowicz, **Fundamentals of financial management**, Pearson education limited, UK, 2008, 13th edition.
15. John F. Marshall, **Dictionary of Financial Engineering**, John Wiley & Sons, 2000.
16. John F. Marshall, **Dictionary of Financial Engineering**, WILEY, New York, usa, 2000.
17. John J. Murphy, **The visual investor : how to spot market trends**, John Wiley & Sons, New Jersey, USA, 2009, 2nd edition.
18. John Williamson, **Growth-Linked Securities**, Springer International Publishing, 2017.
19. Keith Dickinson, **Financial Markets Operations Management**, Wiley, 2015.
20. KENZA Benomar, **DOW JONES MARKET VOLATILITY FORECASTING - New York Stock Exchange Market -**, al akhawayn university, Morocco, 2019.
21. Luisa Anderloni, David T. Llewellyn, Reinhard H Schmidt, **Financial Innovation in Retail and Corporate Banking**, Edward Elgar Publishing Limited, USA, 2009.
22. Marek Capinski, Tomasz Zastawniak, **Mathematics for Finance : An Introduction to Financial Engineering**, Springer, 2003.
23. Mohammad Khalid Al Attar, **Impact of Engineering Financial Market and Using Financial Derivatives on Financial Analysts Interest: Empirical Study**

- from Amman Stock Exchange -Jordan-, International Journal of Economics and Finance, Vol 08, N 09, 2016.
24. Moorad Choudhry et d'autres, **Capital Market Instruments Analysis and Valuation**, PALGRAVE MACMILLAN, UK, 2010, 3rd Edition.
  25. Moorad Choudhry, **Corporate Bonds and Structured Financial Products**, Elsevier, 2004, first edition.
  26. P RONALD W. MELICHER, EDGAR A. NORTON, **Introduction to Finance - Markets, Investments, and Financial Management-**, Wiley, 2016, 16th edition.
  27. Patrick Boyle, Jesse McDougall, **Trading and Pricing Financial Derivatives**, DE|G PRESS, Berlin, Germany, 2019.
  28. Patrick J. Brown, **An Introduction to the Bond Markets**, John Wiley & Sons Ltd, England, 2006.
  29. Paul Ciana, **New frontiers in technical analysis: effective tools and strategies for trading and investing**, John Wiley & Sons, New Jersey, USA, 2011.
  30. Peter Tufano, **Financial Innovation**, Harvard Business School, Boston, 2002.
  31. R.Amuthan, **financial derivatives**, Himalaya publishing house, Mumbai, 2014, first Edition.
  32. Richard Bruy`ere et autres, **Credit Derivatives and Structured Credit**, John Wiley & Sons, England, 2006.
  33. ROBERT KOLB, JAMES OVERDAHL, **Financial Derivatives**, John Wiley & Sons, Inc, 2003, third edition.
  34. Roy E. Bailey, **The Economics of Financial Markets**, Cambridge university press, UK, 2005.
  35. Salih Neftci, **Principles Of Financial Engineering**, Elsevier, 2008, Second Edition.
  36. Samir Alamad, **Financial Innovation and Engineering in Islamic Finance**, Springer International Publishing, Switzerland, 2017.
  37. Siddharth Bagri And others, **An introduction to financial market**, central board of secondary education, india, 2007, first edition.
  38. Steffen Hüper, **CAPM und Tax-CAPM im Mehrperiodenfall**, Springer Galber, 2018.
  39. Stijn Claessens, M. Ayhan Kose, **Financial Crises : Explanations, Types, and Implications**, IMF Publications, January 2013.
  40. Tanya Beder, Cara M. Marshall, **FINANCIAL ENGINEERING- The Evolution of a Profession-**, John Wiley & Sons, Inc, 2011.
  41. THOMAS McCafferty, **Options Demystified**, McGraw-Hill, USA, 2006.
  42. Yuan K. Chou and Martin S. Chin, **Financial Innovations and Technological Innovations as Twin Engines of Economic Growth**, University of Melbourne, Australia, January 9, 2004.

#### ثانيا: الرسائل والأطروحات

1. BRUNO EECKELS, **THE CONSEQUENCES OF EURONEXT INTEGRATION ON THE FRENCH, BELGIAN AND DUTCH STOCK MARKETS THE CONSEQUENCES OF EURONEXT INTEGRATION ON THE FRENCH, BELGIAN AND DUTCH STOCK MARKETS**, PhD Thesis in Philosophy, Bournemouth University, UK, 2013.
2. Marta Lillo León, **ÍNDICES BURSÁILES : EL IBEX 35**, tesis doctoral en ciencias sociales y juridicas, UNIVERSIDAD DE JAÉN, España, 2016.

3. Richard Muller, **The short- and long-term performance of Initial Public Offerings : Evidence from the Euronext stock exchanges**, Master's Thesis in Finance, Faculty of Economics and Business, Rijksuniversiteit Groningen, Nederland, 2021.

ثالثا: المقالات

1. A.D. Madden, **A definition of information**, Aslib Proceedings, Vol 52, 2, N 09, 2000.
2. ABRAHAM ANSONG, EDWARD MARFO-YIADOM, EMMANUEL EKOW-ASMAH, **The Effects of Financial Innovation on Financial Savings : Evidence From an Economy in Transition**, Journal of African Business, Vol 12, N 01, 2011.
3. ANDR'E UHDE, CHRISTIAN FARRUGGIO AND TOBIAS C. MICHALAK, **Wealth Effects of Credit Risk Securitization in European Banking**, Journal of Business Finance, VOL39, N 01 &02, January/March 2012.
4. Anvar Khosravi, Mohammad Sharif Karimi, **To Investigation the Relationship between Monetary, Fiscal Policy and Economic Growth in Iran : Autoregressive Distributed Lag Approach to Cointegration**, American Journal of Applied Sciences, VOL 07, N 03, 2010, PP 415-419.
5. Bahram Moazen, Faride Asadollahi, **Manipulation of stock price and its consequences**, European Journal of Natural and Social Sciences, Vol 02, N 03(s), 2013.
6. Bennamoun Hamadou, **Innovations financières et stabilité du system financier : le cas des crédits default swap (CDS)**, human science journal, Vol B, N 46, 2016.
7. Cherfi Assia, Ameer Kamel, **The reality of financial innovation in Islamic Finance**, Journal of Financial, Accounting and Managerial Studies, Vol 06, N 03, December 2019.
8. Emeka Nkoro, Aham Kelvin Uko, **Autoregressive Distributed Lag (ARDL) cointegration technique : application and interpretation**, Journal of Statistical and Econometric Method, VOL 05, N 04, 2016.
9. Falguni Mitesh Thakkar, **Financial engineering : Factors leading to it's growth in Indian financial market**, National Journal of Multidisciplinary Research and Development, Vol 02, N 03, September 2017.
10. Hoda Ahmed Ibraheem, **MECHANISMS OF FINANCIAL ENGINEERING AS NEW ALTERNATIVES**, Journal of Arts, Science & Commerce, Vol IV, Issue 03, July 2013.
11. Imanou AKALA, **COMPARISON OF THE EUROPEAN AND THE U.S.UNREGULATED STOCK MARKETS DESIGNED FOR SMEs**, Journal of Economics and Business, Vol XXII, N 01, 2019.
12. Joanna Błach, **FINANCIAL INNOVATIONS AND THEIR ROLE IN THE MODERN FINANCIAL SYSTEM – IDENTIFICATION AND SYSTEMATIZATION OF THE PROBLEM**, e Finanse(financial internet quarterly, University of Information Technology and Management, vol. 7, r 03, 2011.
13. John D. Finnerty, **An Overview of Corporate Securities Innovation**, Journal of Applied Corporate Finance, VOL 12, 2009.
14. Manuel Sánchez, **Financial Innovation and the Global Crisis**, International Journal of Business and Management, Vol. 5, N11, November 2010.
15. Neeta Baporikar, **Understanding Financial Engineering**, MBA Review, March2009.

16. Panagiotis Andrikopoulos, Andreas Albin Hoefer, Vasileios Kallinterakis, **On the Impact of Market Mergers over Herding : Evidence from EURONEXT**, Review of Behavioral Finance, VOL 06, N02, 2014.
17. Peter Musangi Ndwiga, Justus Nderitu Maina, **Financial Innovation as an Alternative Delivery Channel and Financial Performance of Listed Commercial Banks in Kenya**, European Journal of Business and Management, Vol 10, N 17, 2018.
18. Sami Al Suwailem, **FINANCIAL ENGINEERING : AN ISLAMIC PERSPECTIVE**, SINERGI KA JIAN BISNIS DAN MANAJEMEN, Vol 09, N 01, January 2007.
19. Syed Qasim Shah, Izlin Ismail, Aidil Rizal bin Shahrin, **Stock market manipulation : A comparative analysis of East Asian emerging and developed financial markets**, Management Science Letters, Vol 09, 01, 2019.
20. Zamri ahmad, haslind ibrahim, **A Study of Performance of the KLSE Syariah Index**, Malaysian Management Journal, volume 06, issue 01&02, 2002.

#### رابعاً: المداخلات

1. Danuta Hübner, **EP Perspective on today's regional policy and the relevance of financial engineering instruments**, Conference on JEREMIE and JESSICA : Towards successful implementation, 29-30 November 2010.

#### خامساً: المنشورات

1. Association nationale pour la couverture du risque, la retraite et l'épargne, **tout comprendre sur les indices boursiers**.
2. Euronext, **UNIVERSAL REGISTRATION DOCUMENT**, 2021.
3. M. Pierre Mella-Barral, **Qui préfère une cotation sur Alternext?**, HEC PARIS, 2006.
4. Marchés au comptant L'organisation institutionnelle et fonctionnelle des marchés d'Euronext, Euronext publications, 2006.
5. Roland Bellegarde, **Euronext Paris- Comment investir en Bourse ?-**, AOF, Paris, France, mars 2006.

#### سادساً: التقارير والتقوانين

1. A World Economic Forum report, **Rethinking Financial Innovation - Reducing Negative Outcomes While Retaining The Benefits -**, Geneva, 2012.
2. Annual reports of the International Federation of Exchanges from 2003 to 2020.
3. Annual reports of the Stock Exchange of Thailand from 2003 to 2020.
4. Athens Stock Exchange Annual reports from 2003 to 2020.
5. WFE, Annual Report, 2008-2020.
6. Euronext, **Annual Report**, 2020.

#### ➤ المواقع الإلكترونية

1. الموقع الرسمي لبورصة شنغهاي الصينية، على الرابط: <http://english.sse.com.cn/home>
2. موقع سوق الخرطوم للأوراق المالية، على الرابط: <http://www.kse.com.sd/Pages/default.aspx?c=550&sid=1>
3. موقع بورصة الكويت، على الرابط: <https://www.boursakuwait.com.kw/ar/securities/indices/bk-main-50>

4. موقع بورصة الجزائر، على الرابط: [http://www.sgbv.dz/ar/?page=ligne\\_societe](http://www.sgbv.dz/ar/?page=ligne_societe)
5. عبد الله بن حمد السكاكر، الهندسة المالية الإسلامية وضبطها بالتعليل بالحكمة، على الرابط: [https://mksq.journals.ekb.eg/article\\_7800\\_75dc922fcd3390b6d15867c51fccf50b.pdf](https://mksq.journals.ekb.eg/article_7800_75dc922fcd3390b6d15867c51fccf50b.pdf)
6. موقع: <https://vinodkothari.com>
7. موقع الاتحاد الدولي للبورصات (WFE)، على الرابط: <https://www.world-exchanges.org>
8. الموقع الرسمي لبورصة يورونكست، على الرابط: [www.euronext.com](http://www.euronext.com)
9. يوسف أبو فارة، قراءة في الأزمة المالية العالمية 2008، على الرابط: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/11/9-%D9%82%D8%B1%D8%A7%D8%A1%D8%A9-%D9%81%D9%8A-%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B2%D9%85%D8%A9-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9-%D8%A7%D9%84%D8%B9%D8%A7%D9%84%D9%85%D9%8A%D8%A9.pdf>
10. الموقع الرسمي للاتحاد الأوروبي، على الرابط: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/MEMO\\_15\\_5733](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/MEMO_15_5733)
11. موقع بورصة آثينا، على الرابط: <https://www.athexgroup.gr/history>
12. موقع البنك الدولي، على الرابط: <https://data.albankaldawli.org/indicator/CM.MKT.TRNR?locations=TH>
13. موقع Vernimmen.net، على الرابط: <https://www.vernimmen.net/Pratiquer/Glossaire/definition/Euronext%20Access.html>
14. موقع lafinancepourtous، على الرابط: <https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/marches-financiers/acteurs-de-la-finance/bourse/euronext>
15. ما هو مؤشر AEX25، على الرابط: <https://www.dokan.news/12187/%D9%85%D8%A7-%D9%87%D9%88-%D9%85%D8%A4%D8%B4%D8%B1-aeex-25>
16. موقع بورصة تايلندا، على الرابط: [https://www.set.or.th/en/about/overview/history\\_p1.html](https://www.set.or.th/en/about/overview/history_p1.html)
17. BEL 20, sur le cite: <https://stringfixer.com/fr/BEL20>
18. PSI-20, sur le Cit: <https://stringfixer.com/fr/PSI-20>
19. NYSE Euronext Universal Trading Platform, Disponible sur le lien: [https://www.marketswiki.com/wiki/NYSE\\_Euronext\\_Universal\\_Trading\\_Platform](https://www.marketswiki.com/wiki/NYSE_Euronext_Universal_Trading_Platform)
20. Mathijs Giltjes, Arnoud Pijls, Informational Advantages of Euronext's Trading System : Colocation and Private Feeds, Disponible sur le lien : <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2021/03/informational-advantages-euronexts-trading-system-colocation-and>
21. Next 150, sur le cite: <https://www.boursedescredits.com/lexique-definition-next-150-2921.php>
22. FESE, sur le cite: <https://www.fese.eu/>
23. <https://www.statista.com/statistics/1109092/value-of-green-bonds-listed-oneuronext-stock-exchange-by-venue-europe/>

الملاحق

الملحق رقم (01): مصفوفة الارتباط بين مؤشرات بورصة يورونكست

| Corrélations           |                        |                        |                        |                       |                        |
|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|------------------------|
|                        |                        | مؤشر البورصة الهولندية | مؤشر البورصة البلجيكية | مؤشر البورصة الفرنسية | مؤشر البورصة الألمانية |
| مؤشر البورصة الهولندية | Corrélation de Pearson | 1                      | ,861**                 | ,965**                | -,070                  |
|                        | Sig. (bilatérale)      |                        | ,000                   | ,000                  | ,707                   |
|                        | N                      | 31                     | 31                     | 31                    | 31                     |
| مؤشر البورصة البلجيكية | Corrélation de Pearson | ,861**                 | 1                      | ,931**                | ,252                   |
|                        | Sig. (bilatérale)      | ,000                   |                        | ,000                  | ,172                   |
|                        | N                      | 31                     | 31                     | 31                    | 31                     |
| مؤشر البورصة الفرنسية  | Corrélation de Pearson | ,965**                 | ,931**                 | 1                     | ,144                   |
|                        | Sig. (bilatérale)      | ,000                   | ,000                   |                       | ,440                   |
|                        | N                      | 31                     | 31                     | 31                    | 31                     |
| مؤشر البورصة الألمانية | Corrélation de Pearson | -,070                  | ,252                   | ,144                  | 1                      |
|                        | Sig. (bilatérale)      | ,707                   | ,172                   | ,440                  |                        |
|                        | N                      | 31                     | 31                     | 31                    | 31                     |
| مؤشر الأسهم الرئيسية   | Corrélation de Pearson | ,988**                 | ,910**                 | ,982**                | -,029                  |
|                        | Sig. (bilatérale)      | ,000                   | ,000                   | ,000                  | ,879                   |
|                        | N                      | 31                     | 31                     | 31                    | 31                     |

\*\* La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).

Corrélations

| Statistiques descriptives |           |            |    |
|---------------------------|-----------|------------|----|
|                           | Moyenne   | Ecart type | N  |
| مؤشر البورصة الهولندية    | 457,6158  | 131,32389  | 31 |
| مؤشر البورصة البلجيكية    | 3253,4687 | 760,65333  | 31 |
| مؤشر البورصة الفرنسية     | 4665,9539 | 1038,22394 | 31 |
| مؤشر البورصة الألمانية    | 6495,9732 | 2360,07912 | 31 |
| مؤشر الأسهم الرئيسية      | 878,0658  | 209,21928  | 31 |

الملحق رقم (02): الارتباط بين المنتجات المالية ومؤشرات نشاط بورصة يورونكست

|                |                        | euro10 | عدد         | عدد            | عدد     | عدد         | عدد     | عدد    | عدد     | عدد              | عدد        | عدد      |
|----------------|------------------------|--------|-------------|----------------|---------|-------------|---------|--------|---------|------------------|------------|----------|
|                |                        | 0      | حجم التداول | القيمة السوقية | الشركات | محل الدوران | next150 | الأسهم | السندات | المنتجات المركبة | المستقبلات | الخيارات |
| euro100        | Corrélation de Pearson | 1      | ,361**      | ,940**         | ,609**  | -,480**     | ,930**  | ,392** | -,474** | -,656**          | -,455**    | -        |
|                | Sig. (bilatérale)      |        | ,000        | ,000           | ,000    | ,000        | ,000    | ,000   | ,000    | ,000             | ,000       | ,457**   |
|                | N                      | 180    | 180         | 180            | 180     | 180         | 180     | 180    | 180     | 180              | 180        | 180      |
| حجم التداول    | Corrélation de Pearson | ,361** | 1           | ,214**         | ,057    | ,602**      | ,122    | ,995** | ,146*   | ,218**           | -,361**    | -        |
|                | Sig. (bilatérale)      | ,000   |             | ,004           | ,449    | ,000        | ,102    | ,000   | ,050    | ,003             | ,000       | ,313**   |
|                | N                      | 180    | 180         | 180            | 180     | 180         | 180     | 180    | 180     | 180              | 180        | 180      |
| القيمة السوقية | Corrélation de Pearson | ,940** | ,214**      | 1              | ,817**  | -,579**     | ,936**  | ,239** | -,482** | -,629**          | -,373**    | -        |
|                | Sig. (bilatérale)      | ,000   | ,004        |                | ,000    | ,000        | ,000    | ,001   | ,000    | ,000             | ,000       | ,371**   |
|                | N                      | 180    | 180         | 180            | 180     | 180         | 180     | 180    | 180     | 180              | 180        | 180      |
| عدد الشركات    | Corrélation de Pearson | ,609** | ,057        | ,817**         | 1       | -,458**     | ,663**  | ,064   | -,281** | -,329**          | -,205**    | -,189*   |
|                | Sig. (bilatérale)      | ,000   | ,449        | ,000           |         | ,000        | ,000    | ,396   | ,000    | ,000             | ,006       | ,011     |
|                | N                      | 180    | 180         | 180            | 180     | 180         | 180     | 180    | 180     | 180              | 180        | 180      |

|                  |                        |         |         |         |          |         |         |          |         |         |         |          |
|------------------|------------------------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|----------|
| معدل الدوران     | Corrélation de Pearson | -,480** | ,602**  | -,579** | - ,458** | 1       | -,666** | ,581**   | ,490**  | ,772**  | -,020   | ,032     |
|                  | Sig. (bilatérale)      | ,000    | ,000    | ,000    | ,000     |         | ,000    | ,000     | ,000    | ,000    | ,786    | ,671     |
|                  | N                      | 180     | 180     | 180     | 180      | 180     | 180     | 180      | 180     | 180     | 180     | 180      |
| next150          | Corrélation de Pearson | ,930**  | ,122    | ,936**  | ,663**   | -,666** | 1       | ,142     | -,524** | -,723** | -,389** | - ,390** |
|                  | Sig. (bilatérale)      | ,000    | ,102    | ,000    | ,000     | ,000    |         | ,057     | ,000    | ,000    | ,000    | ,000     |
|                  | N                      | 180     | 180     | 180     | 180      | 180     | 180     | 180      | 180     | 180     | 180     | 180      |
| الأسهم           | Corrélation de Pearson | ,392**  | ,995**  | ,239**  | ,064     | ,581**  | ,142    | 1        | ,121    | ,195**  | -,361** | - ,318** |
|                  | Sig. (bilatérale)      | ,000    | ,000    | ,001    | ,396     | ,000    | ,057    |          | ,106    | ,009    | ,000    | ,000     |
|                  | N                      | 180     | 180     | 180     | 180      | 180     | 180     | 180      | 180     | 180     | 180     | 180      |
| السندات          | Corrélation de Pearson | -,474** | ,146*   | -,482** | - ,281** | ,490**  | -,524** | ,121     | 1       | ,476**  | ,073    | ,071     |
|                  | Sig. (bilatérale)      | ,000    | ,050    | ,000    | ,000     | ,000    | ,000    | ,106     |         | ,000    | ,328    | ,342     |
|                  | N                      | 180     | 180     | 180     | 180      | 180     | 180     | 180      | 180     | 180     | 180     | 180      |
| المنتجات المركبة | Corrélation de Pearson | -,656** | ,218**  | -,629** | - ,329** | ,772**  | -,723** | ,195**   | ,476**  | 1       | ,318**  | ,393**   |
|                  | Sig. (bilatérale)      | ,000    | ,003    | ,000    | ,000     | ,000    | ,000    | ,009     | ,000    |         | ,000    | ,000     |
|                  | N                      | 180     | 180     | 180     | 180      | 180     | 180     | 180      | 180     | 180     | 180     | 180      |
| المستقبلات       | Corrélation de Pearson | -,455** | -,361** | -,373** | - ,205** | -,020   | -,389** | - ,361** | ,073    | ,318**  | 1       | ,950**   |
|                  | Sig. (bilatérale)      | ,000    | ,000    | ,000    | ,006     | ,786    | ,000    | ,000     | ,328    | ,000    |         | ,000     |
|                  | N                      | 180     | 180     | 180     | 180      | 180     | 180     | 180      | 180     | 180     | 180     | 180      |
| الخيارات         | Corrélation de Pearson | -,457** | -,313** | -,371** | - ,189*  | ,032    | -,390** | - ,318** | ,071    | ,393**  | ,950**  | 1        |
|                  | Sig. (bilatérale)      | ,000    | ,000    | ,000    | ,011     | ,671    | ,000    | ,000     | ,342    | ,000    | ,000    |          |
|                  | N                      | 180     | 180     | 180     | 180      | 180     | 180     | 180      | 180     | 180     | 180     | 180      |

## الملاحق رقم (03): اختبار الحدود لنموذج عدد الشركات

ARDL Long Run Form and Bounds Test  
 Dependent Variable: D(LNLC)  
 Selected Model: ARDL(1, 6, 6, 8, 8)  
 Case 2: Restricted Constant and No Trend  
 Date: 08/21/22 Time: 10:45  
 Sample: 2007Q1 2021Q4  
 Included observations: 52

$$EC = LNLC - (2.4577*LVST - 0.5240*LVBT + 0.7155*LVSP + 0.0616*LDRV - 27.5871)$$

| F-Bounds Test       |          | Null Hypothesis: No levels relationship |       |       |
|---------------------|----------|-----------------------------------------|-------|-------|
| Test Statistic      | Value    | Signif.                                 | I(0)  | I(1)  |
| Asymptotic: n=1000  |          |                                         |       |       |
| F-statistic         | 7.343299 | 10%                                     | 2.2   | 3.09  |
| k                   | 4        | 5%                                      | 2.56  | 3.49  |
|                     |          | 2.5%                                    | 2.88  | 3.87  |
|                     |          | 1%                                      | 3.29  | 4.37  |
| Finite Sample: n=55 |          |                                         |       |       |
| Actual Sample Size  | 52       | 10%                                     | 2.345 | 3.28  |
|                     |          | 5%                                      | 2.763 | 3.813 |
|                     |          | 1%                                      | 3.738 | 4.947 |
| Finite Sample: n=50 |          |                                         |       |       |
|                     |          | 10%                                     | 2.372 | 3.32  |
|                     |          | 5%                                      | 2.823 | 3.872 |
|                     |          | 1%                                      | 3.845 | 5.15  |

## الملاحق رقم (04): اختبار الحدود لنموذج حجم التداول

ARDL Long Run Form and Bounds Test  
 Dependent Variable: D(LTV)  
 Selected Model: ARDL(1, 2, 0, 2, 0)  
 Case 2: Restricted Constant and No Trend  
 Date: 08/21/22 Time: 11:35  
 Sample: 2007Q1 2021Q4  
 Included observations: 58

$$EC = LTV - (0.9507*LVST + 0.0146*LVBT + 0.0245*LVSP - 0.0047*LDRV + 0.4692)$$

| F-Bounds Test       |          | Null Hypothesis: No levels relationship |       |       |
|---------------------|----------|-----------------------------------------|-------|-------|
| Test Statistic      | Value    | Signif.                                 | I(0)  | I(1)  |
| Asymptotic: n=1000  |          |                                         |       |       |
| F-statistic         | 6.116682 | 10%                                     | 2.2   | 3.09  |
| k                   | 4        | 5%                                      | 2.56  | 3.49  |
|                     |          | 2.5%                                    | 2.88  | 3.87  |
|                     |          | 1%                                      | 3.29  | 4.37  |
| Finite Sample: n=60 |          |                                         |       |       |
| Actual Sample Size  | 58       | 10%                                     | 2.323 | 3.273 |
|                     |          | 5%                                      | 2.743 | 3.792 |
|                     |          | 1%                                      | 3.71  | 4.965 |
| Finite Sample: n=55 |          |                                         |       |       |
|                     |          | 10%                                     | 2.345 | 3.28  |
|                     |          | 5%                                      | 2.763 | 3.813 |
|                     |          | 1%                                      | 3.738 | 4.947 |

## الملحق رقم (05): اختبار الحدود لنموذج معدل الدوران

ARDL Long Run Form and Bounds Test  
 Dependent Variable: D(LSTR)  
 Selected Model: ARDL(1, 1, 0, 2, 0)  
 Case 2: Restricted Constant and No Trend  
 Date: 08/21/22 Time: 11:14  
 Sample: 2007Q1 2021Q4  
 Included observations: 58

$$EC = LSTR - (37.5126*LVST + 11.8446*LVBT + 6.2335*LVSP + 1.1230*LDRV - 630.2000)$$

| F-Bounds Test       |               | Null Hypothesis: No levels relationship |       |       |
|---------------------|---------------|-----------------------------------------|-------|-------|
| Test Statistic      | Value         | Signif.                                 | I(0)  | I(1)  |
| Asymptotic: n=1000  |               |                                         |       |       |
| F-statistic<br>k    | 3.985457<br>4 | 10%                                     | 2.2   | 3.09  |
|                     |               | 5%                                      | 2.56  | 3.49  |
|                     |               | 2.5%                                    | 2.88  | 3.87  |
|                     |               | 1%                                      | 3.29  | 4.37  |
| Finite Sample: n=60 |               |                                         |       |       |
| Actual Sample Size  | 58            | 10%                                     | 2.323 | 3.273 |
|                     |               | 5%                                      | 2.743 | 3.792 |
|                     |               | 1%                                      | 3.71  | 4.965 |
| Finite Sample: n=55 |               |                                         |       |       |
|                     |               | 10%                                     | 2.345 | 3.28  |
|                     |               | 5%                                      | 2.763 | 3.813 |
|                     |               | 1%                                      | 3.738 | 4.947 |

## الملحق رقم (06): اختبارات تشخيص نموذج عدد الشركات

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

|               |          |                     |        |
|---------------|----------|---------------------|--------|
| F-statistic   | 0.284187 | Prob. F(1,17)       | 0.6009 |
| Obs*R-squared | 0.854985 | Prob. Chi-Square(1) | 0.3551 |

Heteroskedasticity Test: ARCH

|               |          |                     |        |
|---------------|----------|---------------------|--------|
| F-statistic   | 1.529944 | Prob. F(2,47)       | 0.2271 |
| Obs*R-squared | 3.056228 | Prob. Chi-Square(2) | 0.2169 |

Ramsey RESET Test  
Equation: UNTITLED  
Specification: LNLC LNLC(-1) LVST LVST(-1) LVST(-2) LVST(-3) LVST(-4)  
LVST(-5) LVST(-6) LVBT LVBT(-1) LVBT(-2) LVBT(-3) LVBT(-4) LVBT(-5)  
LVBT(-6) LVSP LVSP(-1) LVSP(-2) LVSP(-3) LVSP(-4) LVSP(-5)  
LVSP(-6) LVSP(-7) LVSP(-8) LDRV LDRV(-1) LDRV(-2) LDRV(-3)  
LDRV(-4) LDRV(-5) LDRV(-6) LDRV(-7) LDRV(-8) C  
Omitted Variables: Squares of fitted values

|                  | Value      | df      | Probability  |
|------------------|------------|---------|--------------|
| t-statistic      | 1.270003   | 17      | 0.2212       |
| F-statistic      | 1.612906   | (1, 17) | 0.2212       |
| F-test summary:  |            |         |              |
|                  | Sum of Sq. | df      | Mean Squares |
| Test SSR         | 0.002979   | 1       | 0.002979     |
| Restricted SSR   | 0.034374   | 18      | 0.001910     |
| Unrestricted SSR | 0.031395   | 17      | 0.001847     |

### الملحق رقم (07): اختبارات تشخيص نموذج حجم التداول

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

|               |          |                     |        |
|---------------|----------|---------------------|--------|
| F-statistic   | 0.496845 | Prob. F(2,46)       | 0.6117 |
| Obs*R-squared | 1.226420 | Prob. Chi-Square(2) | 0.5416 |

Heteroskedasticity Test: ARCH

|               |          |                     |        |
|---------------|----------|---------------------|--------|
| F-statistic   | 0.318010 | Prob. F(1,55)       | 0.5751 |
| Obs*R-squared | 0.327679 | Prob. Chi-Square(1) | 0.5670 |

Ramsey RESET Test  
Equation: UNTITLED  
Specification: LTV LTV(-1) LVST LVST(-1) LVST(-2) LVBT LVSP LVSP(-1)  
LVSP(-2) LDRV C  
Omitted Variables: Squares of fitted values

|                  | Value      | df      | Probability  |
|------------------|------------|---------|--------------|
| t-statistic      | 0.702675   | 47      | 0.4857       |
| F-statistic      | 0.493752   | (1, 47) | 0.4857       |
| F-test summary:  |            |         |              |
|                  | Sum of Sq. | df      | Mean Squares |
| Test SSR         | 0.000324   | 1       | 0.000324     |
| Restricted SSR   | 0.031207   | 48      | 0.000650     |
| Unrestricted SSR | 0.030882   | 47      | 0.000657     |

## الملحق رقم (08): اختبارات تشخيص نموذج معدل الدوران

## Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

|               |          |                     |        |
|---------------|----------|---------------------|--------|
| F-statistic   | 0.232731 | Prob. F(2,47)       | 0.7933 |
| Obs*R-squared | 0.568767 | Prob. Chi-Square(2) | 0.7525 |

## Heteroskedasticity Test: ARCH

|               |          |                     |        |
|---------------|----------|---------------------|--------|
| F-statistic   | 0.099703 | Prob. F(2,53)       | 0.9053 |
| Obs*R-squared | 0.209903 | Prob. Chi-Square(2) | 0.9004 |

## Ramsey RESET Test

Equation: UNTITLED

Specification: LSTR LSTR(-1) LVST LVST(-1) LVBT LVSP LVSP(-1) LVSP(-2) LDRV C

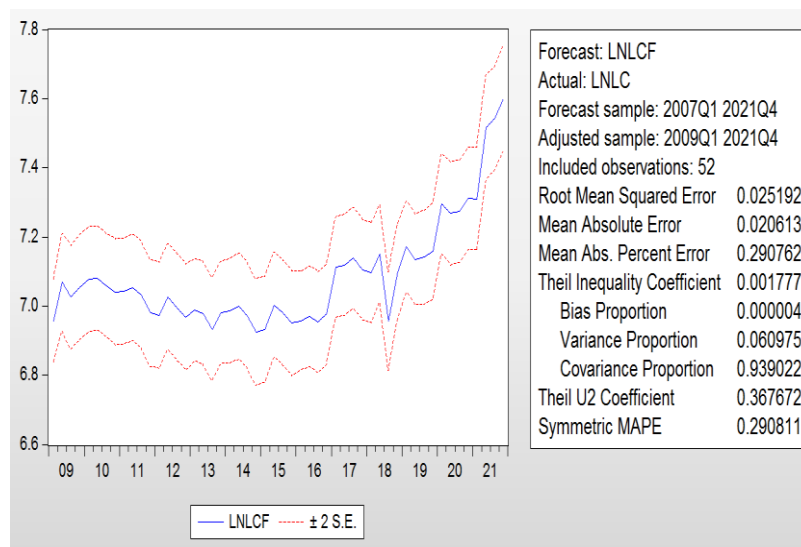
Omitted Variables: Powers of fitted values from 2 to 3

|             | Value    | df      | Probability |
|-------------|----------|---------|-------------|
| F-statistic | 2.318115 | (2, 47) | 0.1096      |

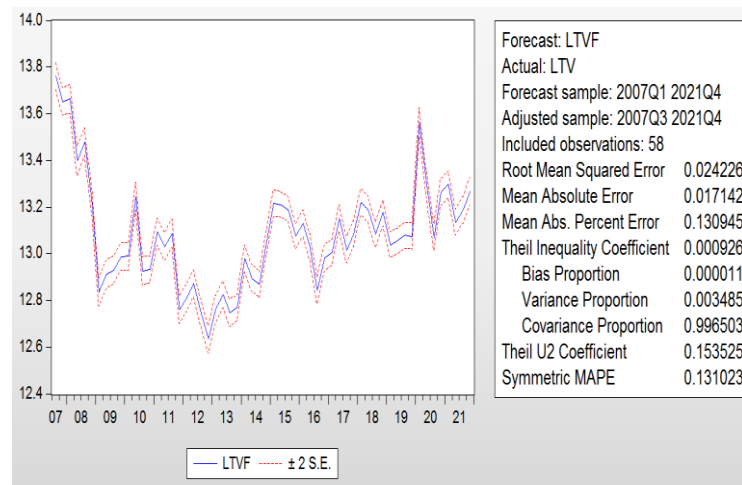
## F-test summary:

|                  | Sum of Sq. | df | Mean Squares |
|------------------|------------|----|--------------|
| Test SSR         | 8.822044   | 2  | 4.411022     |
| Restricted SSR   | 98.25592   | 49 | 2.005223     |
| Unrestricted SSR | 89.43388   | 47 | 1.902849     |

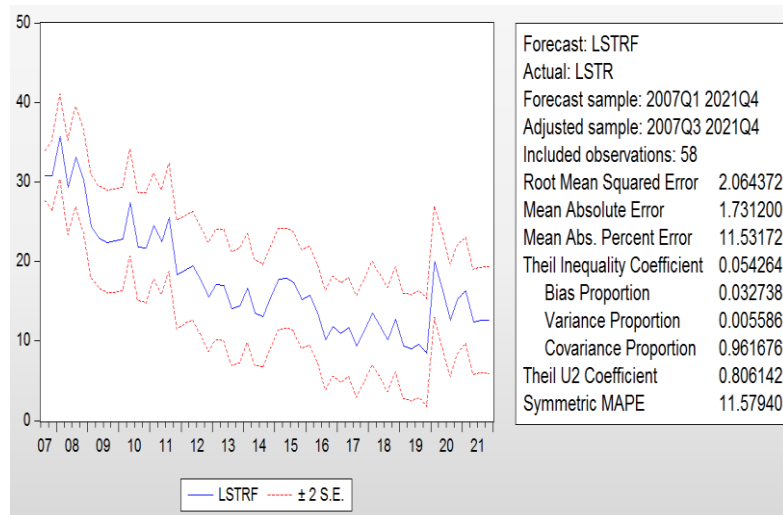
## الملحق رقم (09): القدرة التنبؤية لنموذج عدد الشركات



## الملحق رقم (10): القدرة التنبؤية لنموذج حجم التداول



## الملحق رقم (11): القدرة التنبؤية لنموذج معدل الدوران



## الملحق رقم (12): تقدير العلاقة قصيرة الأجل لنموذج عدد الشركات

ARDL Error Correction Regression  
 Dependent Variable: D(LNLC)  
 Selected Model: ARDL(1, 6, 6, 8, 8)  
 Case 2: Restricted Constant and No Trend  
 Date: 08/26/22 Time: 11:41  
 Sample: 2007Q1 2021Q4  
 Included observations: 52

| ECM Regression<br>Case 2: Restricted Constant and No Trend |             |            |             |        |
|------------------------------------------------------------|-------------|------------|-------------|--------|
| Variable                                                   | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
| D(LVST)                                                    | 0.249843    | 0.100576   | 2.484113    | 0.0231 |
| D(LVST(-1))                                                | -0.299693   | 0.090138   | -3.324831   | 0.0038 |
| D(LVST(-2))                                                | -0.294070   | 0.070290   | -4.183667   | 0.0006 |
| D(LVST(-3))                                                | -0.232436   | 0.074436   | -3.122615   | 0.0059 |
| D(LVST(-4))                                                | 0.000675    | 0.068609   | 0.009836    | 0.9923 |
| D(LVST(-5))                                                | -0.447963   | 0.078427   | -5.711826   | 0.0000 |
| D(LVBT)                                                    | -0.126623   | 0.028252   | -4.481999   | 0.0003 |
| D(LVBT(-1))                                                | -0.018719   | 0.024123   | -0.776006   | 0.4478 |
| D(LVBT(-2))                                                | 0.079928    | 0.025722   | 3.107450    | 0.0061 |
| D(LVBT(-3))                                                | 0.001793    | 0.026217   | 0.068408    | 0.9462 |
| D(LVBT(-4))                                                | -0.044894   | 0.027923   | -1.607757   | 0.1253 |
| D(LVBT(-5))                                                | 0.136340    | 0.024616   | 5.538636    | 0.0000 |
| D(LVSP)                                                    | 0.329687    | 0.070002   | 4.709685    | 0.0002 |
| D(LVSP(-1))                                                | -0.183302   | 0.071608   | -2.559783   | 0.0197 |
| D(LVSP(-2))                                                | -0.264645   | 0.071145   | -3.719814   | 0.0016 |
| D(LVSP(-3))                                                | -0.158825   | 0.071076   | -2.234587   | 0.0384 |
| D(LVSP(-4))                                                | -0.354728   | 0.073079   | -4.854044   | 0.0001 |
| D(LVSP(-5))                                                | -0.082396   | 0.064681   | -1.273883   | 0.2189 |
| D(LVSP(-6))                                                | -0.269724   | 0.049761   | -5.420370   | 0.0000 |
| D(LVSP(-7))                                                | -0.236342   | 0.046066   | -5.130523   | 0.0001 |
| D(LDRV)                                                    | 0.004991    | 0.006963   | 0.716741    | 0.4827 |
| D(LDRV(-1))                                                | -0.053711   | 0.008286   | -6.481978   | 0.0000 |
| D(LDRV(-2))                                                | -0.034608   | 0.007289   | -4.748260   | 0.0002 |
| D(LDRV(-3))                                                | -0.019812   | 0.007225   | -2.741998   | 0.0134 |
| D(LDRV(-4))                                                | 0.005290    | 0.006722   | 0.786898    | 0.4416 |
| D(LDRV(-5))                                                | -0.001034   | 0.006844   | -0.151059   | 0.8816 |
| D(LDRV(-6))                                                | 0.013659    | 0.006772   | 2.017012    | 0.0589 |
| D(LDRV(-7))                                                | 0.017789    | 0.006629   | 2.683393    | 0.0152 |
| CointEq(-1)*                                               | -0.373440   | 0.049771   | -7.503241   | 0.0000 |

## الملاحق رقم (13): تقدير العلاقة طويلة الأجل لنموذج عدد الشركات

ARDL Long Run Form and Bounds Test  
 Dependent Variable: D(LNLC)  
 Selected Model: ARDL(1, 6, 6, 8, 8)  
 Case 2: Restricted Constant and No Trend  
 Date: 08/26/22 Time: 11:48  
 Sample: 2007Q1 2021Q4  
 Included observations: 52

| Levels Equation<br>Case 2: Restricted Constant and No Trend |             |            |             |        |
|-------------------------------------------------------------|-------------|------------|-------------|--------|
| Variable                                                    | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
| LVST                                                        | 2.457750    | 0.633209   | 3.881420    | 0.0011 |
| LVBT                                                        | -0.524002   | 0.288042   | -1.819187   | 0.0856 |
| LVSP                                                        | 0.715506    | 0.266124   | 2.688618    | 0.0150 |
| LDRV                                                        | 0.061557    | 0.030545   | 2.015303    | 0.0591 |
| C                                                           | -27.58708   | 9.349704   | -2.950584   | 0.0086 |

## الملاحق رقم (14): تقدير العلاقة قصيرة الأجل لنموذج حجم التداول

ARDL Error Correction Regression  
 Dependent Variable: D(LTV)  
 Selected Model: ARDL(1, 2, 0, 2, 0)  
 Case 2: Restricted Constant and No Trend  
 Date: 08/26/22 Time: 11:35  
 Sample: 2007Q1 2021Q4  
 Included observations: 58

| ECM Regression<br>Case 2: Restricted Constant and No Trend |             |                       |             |           |
|------------------------------------------------------------|-------------|-----------------------|-------------|-----------|
| Variable                                                   | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.     |
| D(LVST)                                                    | 0.980445    | 0.028000              | 35.01583    | 0.0000    |
| D(LVST(-1))                                                | 0.063341    | 0.027912              | 2.269306    | 0.0278    |
| D(LVSP)                                                    | 0.001704    | 0.021542              | 0.079105    | 0.9373    |
| D(LVSP(-1))                                                | -0.056507   | 0.022821              | -2.476140   | 0.0169    |
| CointEq(-1)*                                               | -0.749521   | 0.117742              | -6.365769   | 0.0000    |
| R-squared                                                  | 0.978817    | Mean dependent var    |             | -0.006520 |
| Adjusted R-squared                                         | 0.977218    | S.D. dependent var    |             | 0.160766  |
| S.E. of regression                                         | 0.024265    | Akaike info criterion |             | -4.517268 |
| Sum squared resid                                          | 0.031207    | Schwarz criterion     |             | -4.339644 |
| Log likelihood                                             | 136.0008    | Hannan-Quinn criter.  |             | -4.448080 |
| Durbin-Watson stat                                         | 1.920368    |                       |             |           |

\* p-value incompatible with t-Bounds distribution.

| F-Bounds Test  |          | Null Hypothesis: No levels relationship |      |      |
|----------------|----------|-----------------------------------------|------|------|
| Test Statistic | Value    | Signif.                                 | I(0) | I(1) |
| F-statistic    | 6.116682 | 10%                                     | 2.2  | 3.09 |
| k              | 4        | 5%                                      | 2.56 | 3.49 |
|                |          | 2.5%                                    | 2.88 | 3.87 |
|                |          | 1%                                      | 3.29 | 4.37 |

## الملحق رقم (15): تقدير العلاقة طويلة الأجل لنموذج حجم التداول

ARDL Long Run Form and Bounds Test  
 Dependent Variable: D(LTV)  
 Selected Model: ARDL(1, 2, 0, 2, 0)  
 Case 2: Restricted Constant and No Trend  
 Date: 08/26/22 Time: 11:39  
 Sample: 2007Q1 2021Q4  
 Included observations: 58

| Conditional Error Correction Regression |             |            |             |        |
|-----------------------------------------|-------------|------------|-------------|--------|
| Variable                                | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
| C                                       | 0.351695    | 0.291165   | 1.207889    | 0.2330 |
| LTV(-1)*                                | -0.749521   | 0.129909   | -5.769572   | 0.0000 |
| LVST(-1)                                | 0.712580    | 0.123047   | 5.791118    | 0.0000 |
| LVBT**                                  | 0.010942    | 0.010926   | 1.001454    | 0.3216 |
| LVSP(-1)                                | 0.018377    | 0.015475   | 1.187504    | 0.2409 |
| LDRV**                                  | -0.003513   | 0.002289   | -1.534792   | 0.1314 |
| D(LVST)                                 | 0.980445    | 0.033733   | 29.06520    | 0.0000 |
| D(LVST(-1))                             | 0.063341    | 0.030977   | 2.044752    | 0.0464 |
| D(LVSP)                                 | 0.001704    | 0.025599   | 0.066569    | 0.9472 |
| D(LVSP(-1))                             | -0.056507   | 0.025945   | -2.177954   | 0.0344 |

\* p-value incompatible with t-Bounds distribution.

\*\* Variable interpreted as  $Z = Z(-1) + D(Z)$ .

| Levels Equation<br>Case 2: Restricted Constant and No Trend |             |            |             |        |
|-------------------------------------------------------------|-------------|------------|-------------|--------|
| Variable                                                    | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
| LVST                                                        | 0.950713    | 0.026122   | 36.39568    | 0.0000 |
| LVBT                                                        | 0.014599    | 0.014978   | 0.974693    | 0.3346 |
| LVSP                                                        | 0.024518    | 0.019992   | 1.226432    | 0.2260 |
| LDRV                                                        | -0.004687   | 0.002982   | -1.571744   | 0.1226 |
| C                                                           | 0.469226    | 0.368529   | 1.273240    | 0.2091 |

## الملحق رقم (16): تقدير العلاقة قصيرة الأجل لنموذج معدل الدوران

ARDL Error Correction Regression  
 Dependent Variable: D(LSTR)  
 Selected Model: ARDL(1, 1, 0, 2, 0)  
 Case 2: Restricted Constant and No Trend  
 Date: 08/26/22 Time: 11:53  
 Sample: 2007Q1 2021Q4  
 Included observations: 58

| ECM Regression<br>Case 2: Restricted Constant and No Trend |             |                       |             |        |
|------------------------------------------------------------|-------------|-----------------------|-------------|--------|
| Variable                                                   | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.  |
| D(LVST)                                                    | 12.87825    | 1.565111              | 8.228330    | 0.0000 |
| D(LVSP)                                                    | 4.488793    | 1.247394              | 3.598538    | 0.0007 |
| D(LVSP(-1))                                                | -3.970260   | 1.075925              | -3.690091   | 0.0006 |
| CointEq(-1)*                                               | -0.151849   | 0.029580              | -5.133500   | 0.0000 |
| R-squared                                                  | 0.851633    | Mean dependent var    | -0.312931   |        |
| Adjusted R-squared                                         | 0.843391    | S.D. dependent var    | 3.408582    |        |
| S.E. of regression                                         | 1.348909    | Akaike info criterion | 3.502941    |        |
| Sum squared resid                                          | 98.25592    | Schwarz criterion     | 3.645040    |        |
| Log likelihood                                             | -97.58528   | Hannan-Quinn criter.  | 3.558291    |        |
| Durbin-Watson stat                                         | 2.146080    |                       |             |        |

\* p-value incompatible with t-Bounds distribution.

## الملحق رقم (17): تقدير العلاقة طويلة الأجل لنموذج معدل الدوران

ARDL Long Run Form and Bounds Test  
 Dependent Variable: D(LSTR)  
 Selected Model: ARDL(1, 1, 0, 2, 0)  
 Case 2: Restricted Constant and No Trend  
 Date: 08/26/22 Time: 11:58  
 Sample: 2007Q1 2021Q4  
 Included observations: 58

| Conditional Error Correction Regression |             |            |             |        |
|-----------------------------------------|-------------|------------|-------------|--------|
| Variable                                | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
| C                                       | -95.69518   | 21.71363   | -4.407149   | 0.0001 |
| LSTR(-1)*                               | -0.151849   | 0.078859   | -1.925577   | 0.0600 |
| LVST(-1)                                | 5.696240    | 1.275207   | 4.466914    | 0.0000 |
| LVBT**                                  | 1.798589    | 0.671408   | 2.678832    | 0.0100 |
| LVSP(-1)                                | 0.946546    | 1.095207   | 0.864262    | 0.3917 |
| LDRV**                                  | 0.170523    | 0.125966   | 1.353717    | 0.1820 |
| D(LVST)                                 | 12.87825    | 2.108182   | 6.108697    | 0.0000 |
| D(LVSP)                                 | 4.488793    | 1.445727   | 3.104869    | 0.0032 |
| D(LVSP(-1))                             | -3.970260   | 1.147284   | -3.460574   | 0.0011 |

\* p-value incompatible with t-Bounds distribution.

\*\* Variable interpreted as  $Z = Z(-1) + D(Z)$ .

| Levels Equation<br>Case 2: Restricted Constant and No Trend |             |            |             |        |
|-------------------------------------------------------------|-------------|------------|-------------|--------|
| Variable                                                    | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob.  |
| LVST                                                        | 37.51255    | 16.56562   | 2.264482    | 0.0280 |
| LVBT                                                        | 11.84460    | 5.732607   | 2.066180    | 0.0441 |
| LVSP                                                        | 6.233474    | 5.502723   | 1.132798    | 0.2628 |
| LDRV                                                        | 1.122977    | 1.143486   | 0.982064    | 0.3309 |
| C                                                           | -630.2000   | 246.2377   | -2.559316   | 0.0136 |

## الملحق رقم (18): جودة توفيق النماذج

| Dependent Variable: LNLIC                                   |          |                       |           |  | Dependent Variable: LTV                                     |          |                       |           |  | Dependent Variable: LSTR                                    |           |                       |          |  |
|-------------------------------------------------------------|----------|-----------------------|-----------|--|-------------------------------------------------------------|----------|-----------------------|-----------|--|-------------------------------------------------------------|-----------|-----------------------|----------|--|
| Method: ARDL                                                |          |                       |           |  | Method: ARDL                                                |          |                       |           |  | Method: ARDL                                                |           |                       |          |  |
| Date: 09/02/22 Time: 10:35                                  |          |                       |           |  | Date: 09/02/22 Time: 10:39                                  |          |                       |           |  | Date: 09/02/22 Time: 10:42                                  |           |                       |          |  |
| Sample (adjusted): 2009Q1 2021Q4                            |          |                       |           |  | Sample (adjusted): 2007Q3 2021Q4                            |          |                       |           |  | Sample (adjusted): 2007Q3 2021Q4                            |           |                       |          |  |
| Included observations: 52 after adjustments                 |          |                       |           |  | Included observations: 58 after adjustments                 |          |                       |           |  | Included observations: 58 after adjustments                 |           |                       |          |  |
| Maximum dependent lags: 8 (Automatic selection)             |          |                       |           |  | Maximum dependent lags: 3 (Automatic selection)             |          |                       |           |  | Maximum dependent lags: 2 (Automatic selection)             |           |                       |          |  |
| Model selection method: Akaike info criterion (AIC)         |          |                       |           |  | Model selection method: Akaike info criterion (AIC)         |          |                       |           |  | Model selection method: Akaike info criterion (AIC)         |           |                       |          |  |
| Dynamic regressors (8 lags, automatic): LVST LVBT LVSP LDRV |          |                       |           |  | Dynamic regressors (3 lags, automatic): LVST LVBT LVSP LDRV |          |                       |           |  | Dynamic regressors (2 lags, automatic): LVST LVBT LVSP LDRV |           |                       |          |  |
| Fixed regressors: C                                         |          |                       |           |  | Fixed regressors: C                                         |          |                       |           |  | Fixed regressors: C                                         |           |                       |          |  |
| Number of models evaluated: 52488                           |          |                       |           |  | Number of models evaluated: 768                             |          |                       |           |  | Number of models evaluated: 162                             |           |                       |          |  |
| Selected Model: ARDL(1, 6, 8, 8)                            |          |                       |           |  | Selected Model: ARDL(1, 2, 0, 2, 0)                         |          |                       |           |  | Selected Model: ARDL(1, 1, 0, 2, 0)                         |           |                       |          |  |
| Note: final equation sample is larger than selection sample |          |                       |           |  |                                                             |          |                       |           |  |                                                             |           |                       |          |  |
| R-squared                                                   | 0.974151 | Mean dependent var    | 7.084957  |  | R-squared                                                   | 0.990347 | Mean dependent var    | 13.08248  |  | R-squared                                                   | 0.959312  | Mean dependent var    | 18.05190 |  |
| Adjusted R-squared                                          | 0.926761 | S.D. dependent var    | 0.161477  |  | Adjusted R-squared                                          | 0.988537 | S.D. dependent var    | 0.238152  |  | Adjusted R-squared                                          | 0.952669  | S.D. dependent var    | 6.508945 |  |
| S.E. of regression                                          | 0.043700 | Akaike info criterion | -3.176126 |  | S.E. of regression                                          | 0.025498 | Akaike info criterion | -4.344854 |  | S.E. of regression                                          | 1.416059  | Akaike info criterion | 3.675354 |  |
| Sum squared resid                                           | 0.034374 | Schwarz criterion     | -1.900312 |  | Sum squared resid                                           | 0.031207 | Schwarz criterion     | -3.989606 |  | Sum squared resid                                           | 98.25592  | Schwarz criterion     | 3.995078 |  |
| Log likelihood                                              | 116.5793 | Hannan-Quinn criter.  | -2.687009 |  | Log likelihood                                              | 136.0008 | Hannan-Quinn criter.  | -4.206478 |  | Log likelihood                                              | -97.58528 | Hannan-Quinn criter.  | 3.799893 |  |
| F-statistic                                                 | 20.55617 | Durbin-Watson stat    | 2.141354  |  | F-statistic                                                 | 547.1678 | Durbin-Watson stat    | 1.920368  |  | F-statistic                                                 | 144.4120  | Durbin-Watson stat    | 2.146080 |  |
| Prob(F-statistic)                                           | 0.000000 |                       |           |  | Prob(F-statistic)                                           | 0.000000 |                       |           |  | Prob(F-statistic)                                           | 0.000000  |                       |          |  |