محتوى المقياس :المحاور الاساسية

|  |  |
| --- | --- |
| **البرنامج التفصيلي للهندسة المالية** | |
| **محاور البرنامج** | **المحاور الفرعية للبرنامج** |
| **مدخل عام حول الأسواق المالية و الهندسة المالية** | **- مدخل عام حول الأسواق المالية**  **- مدخل عام حول الهندسة المالية** |
| **أدوات الهندسة المالية ومخاطرها** | * **تعريف أدوات الهندسة المالية، فوائدها وخصائصها** * **مخاطر الهندسة المالية ومتطلبات الحد منها** |
| **طرق التمويل في الأسواق المالية و أدوات الهندسة المالية** | **طرق التمويل باستخدام الأدوات المالية التقليدية(الأسهم والسندات)**  **طرق التمويل باستخدام أدوات الهندسة المالية (المشتقات المالية بكل انواعها: عقود الخيار والعقود المستقبلية وعقود المبادلة والعقود الآجلة ومشتقات المشتقات )** |
| **أهم الأزمات المترتبة عن استخدام الهندسة المالية** | **(الأزمة المالية العالمية 2007 :"subprime")**  **أولاـ التطورالتاريخي للازمة**  **ثانياـ الآثاروالمخاوف بشأن الأزمة المالية العالمية في الولايات المتحدة الأمريكية**  **ثالثاـ تداعيات الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية** |

طريقة التقييم: عمل شخصي/الالتزام والمشاركة /الفرض

**ويمنح للطالب أعمال فردية وأخرى جماعية لإثراء محتوى المادة والإلمام الكافي بهذا المحتوى**

**اقتراح بعض المراجع:**

1. أبو قحف ، عبد السلام ، **الأسواق والمؤسسات المالية**،الدار الجامعية، الأسكندرية، 2004 م.

هاشم فوزي دباس العبادي، **الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية**،الطبعة الأولى،الوراق للنشر والتوزيع ،سنة2008 .

1. سمير رضوان عبد الحميد حسن، **المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر**، ودور الهندسة المالية في صناعة المخاطر، دار انشر للجامعات، 2005.
2. التميمي ،أرشد فؤاد ، وأسامة عزمي، سلام، **الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة**، دار المسيرة، الأردن ، 2004م.
3. الشعار ، نضال، **سوق الأوراق المالية وأدواتها : البورصة** ،الجندي للطباعة والنشر ، سوريا ، 2006م.
4. الداغر ،محمود محمد ،**الأسواق المالية : مؤسسات و أوراق البورصات،** دار الشروق للنشر والتوزيع،عمان، 2005 .
5. داغر ، محمود محمد ، **الأسواق المالية ،** دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان،2005.
6. رضوان ، سمير عبد الحميد ، **المشتقات المالية، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية،**دار النشر للجامعات،مصر، 2005.

كويل ، برايان، **أسواق المال،** دار الفاروق للنشر والتوزيع، القاهرة، 2005.

معروف ،هو شيار، **الاستثمارات والأسواق المالية** ، الصفاء للنشر والتوزيع،ط1 ، عمان، 2003.

**المشتقات المالية**

سنحاول في هذه الدراسة التعرف على الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي (البورصة) من خلال التعرف على الأدوات المالية التالية:الأسهم،السندات،والمشتقات المالية بمختلف أنواعها،ويتم التعرض إلى مفهومها وخصائصها كما توضحه المباحث التالية :

أولا: الأدوات المالية التقليدية

ثانيا: المشتقات المالية

**أولا: الأدوات المالية التقليدية**

نقصد بالأدوات المالية التقليدية مختلف الأوراق المالية التي تعودنا على استخدامها في البورصة ومن أهم تلك الأدوات المالية :الأسهم والسندات ، فنتعرف من خلال هذا المبحث إلى مفهومها والقيم التي يمكن أن تأخذها في كل مرحلة من مراحل نشاط الشركة المصدرة لها كما يلي :

**01- الأسهم العادية**

تعتبر الأسهم الأكثر شيوعا واستخداما وهي تمثل جزء أو حصة من رأس المال وتعطي لصاحبها جملة من الحقوق ، بحيث تقوم الشركات المساهمة عادة بإصدار هذه الأسهم التي يكون لها نفس الحقوق والواجبات ويمكن أن نعرف السهم باختصار: بأنه وثيقة اسميه واحدة تطرح للاكتتاب العام وقابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة ويأخذ السهم القيم التالية: ([[1]](#footnote-2))

**01** - **القيمة الاسمية**

وهي القيمة التي تدون قي وثيقة السهم والتي توزع الشركة المصدرة لها الأرباح بنسبة مئوية منها ـ لأنها قيمة ثابتة ـ وعادة ما تحدد معظم الدول حد أدنى لهذه القيمة.

**02**- **القيمة الدفترية:**

وهي قيمة السهم الموجود في دفاتر المؤسسة، وتستخرج بالمعادلة التالية:

**حقوق الملكية**

**القيمة الدفترية للسهم =**

**عدد الأسهم**

ونقصد بحقوق الملكية رأس المال المدفوع،الاحتياطات والأرباح المحجوزة ،وبالتالي فإن القيمة الدفترية للسهم تزداد بزيادة نشاط الشركة لأن احتياطاتها وأرباحها تكون مرتفعة،وتقل القيمة الدفترية في الحالة العكسية لذلك فإن نجاح الشركة ينعكس بصورة إيجابية على القيمة الدفترية للسهم علما بأن القيمة الدفترية للسهم في بداية نشاط الشركة تساوي القيمة الاسمية .

**ملاحظة:**

تستخدم المعادلة السابقة في حالة عدم وجود أسهم ممتازة، لكن في حالة وجود الأسهم الممتازة في تكوين الهيكل المالي للشركة فتصبح القيمة الدفترية معبر عليها بالعلاقة:

**حقوق الملكية- (حقوق حملة أصحاب الأسهم الممتازة)**

**القيمة الدفترية**

**للسهم =**

**عدد الأسهم العادية**

**03 ـ القيمة السوقية:**

وهي تمثل سعر السهم في السوق أوالبورصة وعادة ما تتحدد هذه القيمة السوقية وفقا لعدة معايير ومعطيات نذكر من بينها: القيمة الدفترية، وظروف العرض والطلب في السوق المالي والظروف الاقتصادية المتعلقة بالتضخم في الدولة، توقعات المحللين الماليين لمستقبل نشاط وأوضاع الشركة، المركز المالي للشركة والقدرة على تحقيق الأرباح في المستقبل، نسبة توزيعات الشركة للأرباح في نهاية كل سنة.

إذن من المتوقع أن تتغير القيمة السوقية للسهم بالارتفاع أو الانخفاض بسبب تأثرها بالعوامل السابقة وعادة ما تتقارب القيمة السوقية للسهم بالقيمة الدفترية ويمكن حساب القيمة الدفترية بواسطة مؤشر أو معدل العائد الحقيقي للسهم والذي يحسب بالعلاقة الرياضية التالية:

**القيمة الاسمية**

**معدل العائد الحقيقي للسهم=**

**(الفعلي) ق. السوقية**

**× نسبة توزيع الأرباح**

1. **ـ القيمة التصفوية:**

وهي القيمة التي يتوقع المساهم الحصول عليها في حالة تصفية الشركة، وسداد الالتزامات التي عليها (الديون+حقوق حملة الأسهم الممتازة ) وعادة فإن تصفية الشركة وإنهاء نشاطها لا يمثل نتيجة جيدة لدي المساهمين العاديين حيث لا يحصلون على إلا على جزء ضئيل من القيمة الاسمية لأسهمهم، وقد لا يحصلون على شيء إطلاقا.

ونصيب المساهم العادي من بيع الشركة (القيمة التصوفية) يسمي أو يعبر عنه بالقيمة الحقيقية للسهم، وتستخرج بالعلاقة الرياضية التالية:

**(قيمة الموجودات في السوق )- (حقوق أصحاب الأسهم الممتازة**

**القيمة الحقيقة للسهم=**

**عدد الأسهم العادية**

1. **-** **قيمة السهم حسب العائد:**

وهي القيمة التي يبدي المستثمر استعداده لدفعها مقابل حيازته للسهم الذي يعطيه العائد والذي يرغب بالحصول عليه مقابل استثمار أمواله.ويحسب بالمعادلة التالية:

**القيمة الاسمية × نسبة التوزيع**

**قيمة السهم حسب العائد=**

**العائد المرغوب فيه من قبل المستثمر**

**ومن** **مزايا الأسهم العادية نذكر:**

* لا تلتزم الشركة بدفع أرباح لحملة هذه الأسهم، إلا إذا تحققت واتخذ القرار بشأن توزيعها كلها أو بعضها وبذلك فإنها لا تمثل عبء على الشركة.
* تعتبر وسيلة تمويل طويلة الأجل والشركة غير ملزمة برد قيمتها في موعد محدد لإحصابها.
* تعتبر الأسهم العادية حق من حقوق الملكية وهي تمثل ضمانا للدائنين.

ومن جهة أخري يأخذ على الأسهم العادية ما يلي:

* إصدار أسهم عادية جديدة يؤدي إلى توسع قاعدة المساهمين العاديين وبالتالي فقدان التحكم والضغط على الإدارة.
* توسيع قاعدة المساهمين يؤدي إلى انخفاض عائد السهم.
* إن نسبة توزيع الأرباح التي تقوم بها الشركة لا تخفف من العبء الضريبي مما يكلف الشركة مصاريف عالية.

ومن بين الحقوق لحملة الأسهم العادية:

- الحق في الاشتراك في الإدارة، والحصول على نصيب من الأرباح إذا تحققت، والأولوية في الشراء للأسهم الجديدة المصدرة .

-الحق في نقل الملكية، أي بيع السهم في السوق المالي بدون أخذ موافقة الشركة أو بقية المساهمين.

-الحق في الحصول على نصيبه من نتائج تصفية الشركة وذلك بعد وفائها بجميع التزاماتها تجاه الدائنين.

**02- الأسهم الممتازة:**

يحمل السهم الممتاز بعض صفات السهم العادي وبعض صفات السند، فالسهم الممتاز له نصيب محدد من الأرباح بحد أعلى أو أدنى وهو بذلك يشبه للسند، كما أنه يمثل جزء من الملكية يحق لحامله المشاركة في الأرباح المتحققة وهو بذلك شبيه بالأسهم العادية.

فالسهم الممتاز يمثل وثيقة تحمل قيمة اسمية تصدرها المؤسسة ويحق لحامله بما يعادل قيمة أسهمه ملكية جزء من المشروع، وتمتاز الأسهم الممتازة عن الأسهم العادية بعدة مزايا، من أهمها:عند تصفية المشروع لسبب ما فإنه يجب إعطاء الأولوية في السداد لحملته، كما يحق لحامله أن يحصل على قدر من الأرباح قبل الأسهم العادية إذا تحقق فعلا ربح يسمح بذلك .

والجدير بالذكر أن الأسهم الممتازة تعطي ميزة للشركة المصدرة لها، وكذا بالنسبة للمستثمر فيها:

* **بالنسبة للشركة المصدرة لها :**

وتتمثل بأن حملة هذه الأسهم لا يحق لهم الاشتراك بالإدارة ، وهذا مما يضمن بقاء السيطرة وإدارة الشركة بيد حملة الأسهم العادية ،وبهذه الصفة تشبه السندات والقروض ،ومع ذلك لا تحتاج الشركة إلى رهن أصولها أو تقديم ضمانات لهذه الأسهم ، بما أن الأسهم الممتازة تمثل جزء من الملكية فغنه لا يوجد تاريخ محدد لتسديدها.

**- بالنسبة للمستثمر:**

يمكن تلخيصها كما يلي:

- أن الشركات عندما تصدر هذا النوع من الأسهم فإنما تصدرها بما يتناسب و رغبات بعض المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على دخل ثابت وبدون خطورة.

* من ناحية أخري فإن حملة الأسهم يحصلون على قيمة أسهمهم قبل حملة الأسهم العادية ولهم الحق أيضا في الحصول على أرباح قبل أية توزيعات على الأسهم العادية.

ومن أهم العيوب نذكر:

**- بالنسبة للشركة:**

- التوسع في إصدار الأسهم الممتازةسيكلفها كثيرا، إذا ما قورنت بالسندات.

- أرباح الأسهم الممتازة لا تعتبر مصاريف لغايات الضرائب، أي لا تخفض من العبء الضريبي(نسبة الضريبة لا تتغير) وبالتالي لا ينتج أي توفير ضريبي من التمويل بالأسهم الممتازة. لذلك فإن استعمال الأسهم الممتازة كمصدر تمويل غير شائع كثيرا.

**- بالنسبة للمستثمر.**

-يواجه المستثمر مخاطر مثله مثل المساهم العادي، حيث أن أسعار الأسهم الممتازة تتغير مثلها مثل الأسهم العادية بعكس السندات ذات القيمة الثابتة تقريبا.

-كما أن المستثمر لا يحق له المشاركة بالإدارة.

**ملاحظة:**

يمكن للأسهم الممتازة التحويل إلى أ سهم عادية إذا كان ذلك منصوص عليه في شروط الإصدار معنى ذلك إذا كانت هناك موافقة من حاملي هذه الأسهم الممتازة والشركة المصدرة لها .

وعند دراستنا لموضوع الأسهم الممتازة يطرح أمامنا السؤال التالي :

**ما هي أسباب توسع الشركة في إصدار الأسهم الممتازة ؟.**

إن أصحاب هذه الأموال ليس لهم أية حقوق في إدارة الشركة ، بالإضافة إلى ذلك فإن إصدار مثل هذه الأسهم يساعد الشركة في تنويع ملكيتها ( المتاجرة بالملكية ) أو حتى لا تكون ملكية المشروع كلها أسهم عادية .

إلا إن تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة قد تكون مرتفعة أو أعلى من تكلفة التمويل بالسندات ، وبما أن الأسهم الممتازة لا تستحق فإن الشركة تعطي لنفسها المرونة الكافية في التمويل بتطبيق بند استدعاء في عقد إصدار الأسهم الممتازة ، لهذا السبب فإن معظم إصدارات الأسهم الممتازة هي من النوع القابل للاستدعاء حيث يجب أن تأخذ بعين الاعتبار أن يكون سعر الاستدعاء أعلى من سعر الإصدار حتى لا تلحق الخسارة للمستثمر.

**خلاصة:**

يمكن إجراء مقارنة بسيطة بين الأسهم الممتازة والأسهم العادية نلخصها في النقاط التالية:

1. الأسهم الممتازة أقل استخداما وشيوعا من الأسهم العادية.
2. صاحب الأسهم الممتازة لا يشارك في الإدارة عكس الأسهم العادية.
3. يحق لأصحاب السهم العادية الحصول على أرباح إذا حققت الشركة ذلك وصدر قرار بشأن توزيعها. في حين أن للأصحاب الأسهم الممتازة حق الحصول على نسبة ثابتة في الربح إذا سمحت أرباح الشركة بذلك (ممكن أن تلحق الخسارة بأصحاب الأسهم الممتازة إذا حققت الشركة خسارة في المشروع ).
4. عند تصفية الشركة لأي سبب فإن لأصحاب الأسهم الممتازة الأولوية في السداد أما الأسهم العادية فلا تأخذ نصيبها من أصول الشركة عند التصفية إلا بعد سداد الالتزامات جميعها.
5. تتغير أسعار الأسهم العادية بصورة أكثر من الأسهم الممتازة .
6. يجوز أن تكون حقوق الملكية أسهم عادية في حين لا يمكن أن تتصور حقوق الملكية أسهم ممتازة.

وتعتبر الأسهم الممتازة أقل خطورة بالنسبة للمستثمر من الأسهم العادية.

03-**السندات**

السند هو شهادة دين يتعهد بموجبها المصدر بدفع قيمة القرض كاملة عند الاستحقاق لحامل هذا السند في تاريخ محدد بالإضافة إلى منحه مبالغ دورية تعبر عن فائدة في فترات محددة .

ويطرح السند للاكتتاب بقيمة تسمى القيمة الاسمية ، ويلتزم مصدر السند بدفعها مع الفائدة ـ نسبة ثابتة ـ لحامله في فتراتها المحددة حتى تاريخ الاستحقاق وعادة ما تكون سنوية أو نصف سنوية ، ويمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من السندات وفقا لفترات استحقاقها : قصيرة الأجل متوسطة الأجل ، طويلة الأجل .

**01 ـ طرق تسديد السندات**

عندما يحين مـوعد الاستحقاق تقوم الجهة المصدرة للسندات برد قيمتها إلى حملة السندات، وفي هذا الخصوص هناك عدة أساليب لوفاء الجهة المصدرة بقيمة السندات المستحقة وهي كالتالي :( [[2]](#footnote-3) )

**أ ـ الوفاء الإلزامي**

ويعني إعادة شراء السندات من حملتها خلال فترة استحقاق السند ويكون ذلك منصوص عليه في نشرة الإصدار ، وبإمكان المقترض القيام بهذا الوفاء بطريقتين :

1. صناديق الاستهلاك: وبموجبها يقوم المقترض باسترداد جزء من الإصدار خلال فترات زمنية محددة، وعادة ما يتم تحديد المبالغ التي سيقوم المقترض باسترجاعها أما عن طريق القرعة أو الشراء من السوق الثانوي.
2. صناديق الشراء: وبموجبها لا يستطيع المقترض أن يقوم بشراء جزء من الإصدار إلا من خلال الأسواق الثانوية ويترك الخيار هنا للمستثمر لبيع السندات التي يحملها .

ويتصف هذا النوع من الوفاء بعدة مزايا وعيوب بالنسبة للمستثمر نلخصها كما يلي :

* **المزايا**:
* تدعيم السعر السوقي للسند
* تدعيم موقف المقترض من ناحية القدرة على السداد لالتزامه باسترجاع جزء من الإصدار قبل استحقاق السند.
* تقليص متوسط فترة استحقاق السند وبالتالي الحد من تذبذب سعره .
* **العيوب:**
* يتعرض المستثمر للخسارة في حالة اقتناءه لسند يفوق سعره ، سعر استدعائه من قبل المقترض حسب شروط صندوق الاستهلاك.
* يتعرض المستثمر لفقدان جزء من سنداته إذا تعرض لعمليات الاستدعاء بالقرعة .

**ب ـ الاستدعاء أو الوفاء الاختياري:**

ويقصد به السماح للمقترضين بإعادة شراء السندات من حملتها خلال فترة استحقاق السند بسعر ثابت أعلى من سعر الإصدار يتناقص سنويا بحسب ما يكون منصوص عليه في نشرة الإصدار ، لذا يجب على المستثمرين أن يتفحصوا بعناية نشرة الإصدار لعدم التعرض للخسارة فيما لو تم الاستدعاء وخصوصا عندما تكون الفائدة على السند أعلى من الفوائد السائدة في السوق ، حيث أنه في هذه الحالة يكون الاستدعاء في مصلحة المقترض بهدف إعادة التمويل .

**ج ـ البيع الاختياري من قبل حامل السند**

يستطيع حامل السند إرجاع سنداته إلى المقترض وقبض قيمتها الاسمية في تاريخ وسعر محدد وذلك حسب ما هو منصوص عليه في نشرة الإصدار.وفي بعض الأحيان تلجأ الشركة أن تطرح سندات جديدة بفائدة أقل من السابق وتسدد بالمبالغ المتجمعة على فرق الفائدتين قيمة السندات المستحقة عليها وبذلك تقل مصاريف الشركة نسبة إلى السنوات القادمة ويبقى رأس المال على حاله دون أن ينقص وهذا ما يساعد على تسديد قيم السندات المستحقة .

**ملاحظة**

لا يمكن لهذه الطريقة أن تنجح إلا إذا كان وضع الشركة ناجحا أما إذا كان وضعها سيئا فلا يفيد طرح سندات جديدة لتسديد السندات القديمة لأنها لا تجد المشتري لهذه السندات إلا إذا كانت الفائدة المعروضة أكبر مما كانت عليه سابقا .

**02 ـ مخاطر الاستثمار في السندات**

يوفر السند لحامله المميزات التالية :

أ ـ ثبات واستمرارية العائد

ب – الأمان في استرداد المبلغ المستثمر.

ولكن مقابل هاتين الميزتين فإن هناك مخاطر يتعرض لها حملة السندات نلخصها كما يلي :

**أ ـ مخاطر تقلب أسعار الفائدة**

وهي التي تتعلق بهبوط أسعار السندات عندما ترتفع أسعار الفائدة السوقية خصوصا في فترات التضخم .والأكثر تعرضا لمخاطر أسعار الفائدة هم حملة السندات طويلة الأجل .

**ب ـ مخاطر السيولة**

تفتقد السندات لخاصية السيولة إذا كان حجم الإصدار ضئيلا أو إذا كانت درجة ملاءة الإصدار متدنية حيث يتعرض المستثمر إلى مخاطر الإفلاس وعدم السداد .

**ج ـ مخاطر الاستثمار**

ونعني بها قابلية المستثمر إعادة الاستثمار للقيمة الاسمية والفائدة على السند بعوائد مجزية والأكثر تعرضا لهذه المخاطر هم حملة السندان قصيرة الأجل ذات معدلات فائدة مرتفعة ، حيث لن يستطيعوا الحصول على نفس العائد في حالة انخفاض معدلات الفائدة.

**د ـ مخاطر استدعاء السندات**

يتعرض المستثمر للخسارة في حالة اقتناءه لسند يفوق سعر استدعائه من قبل المقترض وتأخذ هذه المخاطر أهمية أكثر عندما تكون الفائدة على السند أعلى من الفوائد السائدة في بالسوق**.**

**ثانيا: المشتقات المالية**

**المشتقات المالية:** هي أصول أو قيم يتم تداولها في البورصة ، وتشتق قيمتها من قيمة الأصول المتداولة في الأسواق الحاضرة ـ الأسهم والسندات ـ فهذه الأخيرة وما يتداول بها من أصول مالية تعد مطلب أساسي لوجود هذه المشتقات، وتتمثل عقودها أساسا في : عقود الخيارات العقود الآجلة، العقود المستقبلية، وعقود المبادلة ، والتي نوضحها تفصيلا من خلال العناصر التالية :( [[3]](#footnote-4) )

**01- حقوق الاختيار Options :**

نوضح ذلك من خلال التالي:

**أولا ـ مفهوم حقوق الاختيار**

تعتبر حقوق الاختيار واحدة من الأدوات الاستثمارية الهامة التي يستخدمها المستثمرون لحماية استثماراتهم من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية.كما أنّها تمثل أحد السبل التي يلجأ إليها المضاربون بهدف تحقيق الأرباح ،وهناك نوعان من حقوق الاختيار:

**01 ـ الاختيار الأوروبي** : و يمثل عقدًا يعطي بموجبه لمشتري الاختيار **Buyer** الحق في بيع أو شراء عدد من الأصول المالية من بائع الاختيار (المحرر) **Writer** وذلك لقاء سعر متفق عليه مسبقًا على أن يتم التنفيذ في التاريخ المحدد لانتهاء الحق والمتفق عليه بين الطرفين.

**02 ـ الاختيار الأمريكي**: ويختلف حق الاختيار الأمريكي من جهة أن تنفيذه يمكن أن يتم في أي وقت خلال الفترة الممتدة بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ انتهائه ضمنًا.

وحق الاختيار يتعامل مع سعرين وهما:

**01 ـ سعر التنفيذ Exercice Price**والذي هو عبارة عن السعر المتعاقد على تنفيذ حق الاختيار على أساسه.

**02 ـ سعر السوق Market Price**وهو السعر الذي يباع به الأصل المالي المعتبر لحظة تنفيذ الاتفاق. ويترك تحديده لقوى العرض والطلب.

وتنقسم حقوق الاختيار إلى الأنواع التالية:

**ـ حق اختيار الشراء**

يتضمن حق الشراء عقدًا يعطي للمشتري الحق في شراء عدد من الأسهم أو السندات أو مقدار معين من الأصول المادية أو العملات..الخ من محرر الاختيار. وذلك بسعر متفق عليه مقدما غالبًا ما يكون السعر الجاري في تاريخ إبرام العقد أو سعر قريب منه دون أن يكون المشتري ملزمًا بتنفيذ الاتفاق وذلك مقابل دفع مبلغ معين يسمى العلاوة[[4]](#footnote-5)(\*) أو المكافأة وهو: عبارة عن تعويض يحصل عليه محرر العقد لإتاحته فرصة الاختيار أمام المشتري .

**ـ حق اختيار البيع**

وهو عقد يعطى للمشتري الحق في بيع مقدار محدد من الوحدات التي يقاس بها حجم الأصل المتعاقد عليه إلى محرر الاختيار بسعر متفق عليه مقدمًا دون أن يكون المشتري ملزمًا بذلك. وهذا مقابل علاوة محددة القيمة تدفع على محرر الاختيار ويتيح اختيار البيع الفرصة للمستثمر لحماية نفسه من المخاطر التي قد تنتج عن احتمال انخفاض القيمة السوقية لأوراق مالية يمتلكها.

**02-العقود الآجلة والمستقبلية:** ( [[5]](#footnote-6) )

تعتبر العقودالآجلة و المستقبلية أحد أشكال المشتقات المالية ضمن ما يعرف باسم الهندسة المالية، شأنها في ذلك شأن حقوق الاختيار التي تحدثنا عنها سابقًا ونتناولها بالتفصيل من خلال التالي:

**أولاـ العقود المستقبلية:**

يمثل العقد المستقبلي اتفاقا ملزمًا بين طرفين هما البائع والمشتري يتعهد فيه المشتري باستلام موضوع (محل) التعاقد لقاء سعر محدد وفي نهاية الفترة المتفق عليها، وبالمثل يتعهد فيه البائع بتسليم موضوع (محل) التعاقد عند السعر المحدد وفي نهاية تلك الفترة أيضًا .

**01 ـ عناصر العقد المستقبلي:**

هناك عناصر أساسية في العقد المستقبلي هي :

- السعر: يسمى السعر الذي يتفق عليه الطرفان بسعر العقد المستقبلي .

- تاريخ التسوية (التسليم): وهو ذلك اليوم المحدد الذي يتفق الطرفان على تنفيذ الصفقة بحلوله.

- محل التعاقد: ويمثل الأصل الذي سيسلمه البائع للمشتري لقاء حصوله على قيمته النقدية المحددة في سعر العقد المستقبلي وهذا المحل يمكن أن يكون مقدارًا معينًا من سلعة ما أو قيمة مرتبطة بأحد مؤشرات الأسهم أو قيمة مرتبطة بأداء أسعار الفائدة أو غير ذلك.

ومع ذلك فإنه من النادر أن يتم اللجوء إلى التسليم الفعلي لمحل التعاقد إذ يكتفي الطرفان بالتسوية النقدية ـ بحيث يصفي كل طرف ذمته نقدًا وحسب ولذلك تسمى مثل هذه العقود عقود التسوية النقديةـ لمركز كل منها في العقد ويحقق مشتري العقد المستقبلي أرباحه عندما يرتفع سعر محل التعاقد.

**02 - مستلزمات العقود المستقبلية :**

من مستلزمات العقود المستقبلية إيداع المستثمر حد أدنى من الأموال لكل عقد عند إحدى شركات السمسرة يسمى **الهامش المبدئي**. وقد يأخذ هذا الإبداع شكل أوراق مالية حاملة للفوائد مثل أذونات الخزينة ومع تقلب أسعار العقود المستقبلية على امتداد أيام التداول فإن قيمة حساب حقوق المستثمر التي يخولها له مركزه الذي سبق أن اتخذه في السوق تتغير. وتعبر حقوق المستثمر في حساب العقد المستقبلي : عن مجموع الهوامش المودعة والمكاسب والخسائر اليومية التي طرأت على هذا الحساب.

وعلى هذا الأساس ونظرا للتغيرات التي تصيب هذا الحساب والتي قد تنعكس على قيمة الهامش الابتدائي (المبدئي) وبالتحديد في حالة انخفاض رصيده نتيجة للخسائر التي قد تلحق بالمركز المتخذ فإن بورصة التداول تحدد ما يعرف بهامش استمرار الحساب وهو عبارة على أدنى مستوى يمكن أن تصل إليه قيمة حقوق المستثمر في حساب العقد المستقبلي نتيجة لتغيرات غير مواتية في سعر الأصل محل العقد ذلك أن انخفاض قيمة حقوق المستثمر تلك عن هذا المستوى سيستدعي منه إيداع هامش إضافي يسمى هامش التغير والذي سيكفل عودة هامش الإيداع إلى مستوى الهامش الابتدائي وبالمقابل فإن أي فائض يحققه حساب العقد المستقبلي يمكن أن يسحبه المستثمر صاحب الحساب.

**ثانيا: الاتفاقات المستقبلية (العقود الآجلة) :**

إن العقود الآجلة، مثل العقود المستقبلية هي اتفاقات للتسليم المستقبلي لمحل التعاقد عند سعر محدد وفي نهاية الفترة الزمنية المتفق عليها لكن هناك العديد من وجوه الاختلاف الجوهرية بين كلا المجموعتين من العقود نلخصها فيما يلي:

1. إن عناصر العقد المستقبلي هي عناصر محددة قياسية وهي تطبق على كل العقود المتداولة في هذه البورصة أو تلك فيما تكون عناصر العقد الآجل قابلة للتفاوض بين كلا الطرفين المعنيين الذين يحددان شروط التنفيذ بالاتفاق المشترك دون أي مؤثر خارجي لذلك توصف العقود بأنها غير قياسية.

2. يجري تداول العقود المستقبلية في أسواق منظمة في حين أن سوق فوق المقصورة ـ المنظم ـ يمثل سوق التداول بالنسبة للعقود الآجلة.

3. تنفذ الغالبية العظمى من العقود المستقبلية عن طريق التسوية النقدية إذ لا حاجة للتسليم الفعلي لمحل التداول المتعاقد عليه في حين أن العقود الآجلة تقوم أساسا على عملية التسليم الفعلي ولا يمكن تنفيذها عن طريق التسوية النقدية.

4. يتطلب العقد المستقبلي إيداع هامش تغير بغية المحافظة على قيمة الهامش المبدئي لحساب العقد المستقبلي في حين لا يطلب مثل هذا الهامش (هامش التغير) في حالة العقد الآجل.

5. يتعرض طرفا العقد الآجل لما يعرف بمخاطرة الائتمان التي يفرضها امتناع أو عجز أحد الطرفين عن الوفاء بالتزامه. هذه المخاطرة لا نجدها في العقد المستقبلي بسبب تدخل غرف المقاصة المرتبطة ببورصات التداول وضمان الطرف الآخر من العقد.

ما عدا هذه الفروقات فإن ما ذكرناه عن العقود المستقبلية ينطبق على العقود الآجلة دون زيادة ولا نقصان.

**03-تبادلات أسعار الفائدة: :** ( [[6]](#footnote-7) )

وهي من الأشكال الشائعة للمشتقات المالية شأنها في ذلك شأن حقوق الاختيار والعقود المستقبلية والآجلة ويعبر تبادل سعر الفائدة على اتفاق بين طرفين متقابلين يتعهدان بتبادل التزامات مدفوعات الفائدة بينهما حيث يكون أحد الطرفين يواجه التزامات بأداء مدفوعات الفائدة على أداة دين تحمل سعر فائدة ثابت فيما يواجه الآخر التزامات بأداء مدفوعات الفائدة على أداة دين تحمل سعر فائدة متغير (متحرك) ويسري التبادل على امتداد الفترة المتفق عليها في العقد.

**مثال :**

تتمتع شركة **ميجا موتورز** **MEGA MOTORS** بتصنيف ائتماني مرتفع جدا وبناءً على ذلك فإن باستطاعتها اقتراض الأموال من المصارف بسهولة عند سعر فائدة ثابت وليكن 8% سنويًا. أما شركة **Start-up** ذات التصنيف الائتماني المتدني جدا فهي لا تستطيع إلا الاقتراض عند معدلات فائدة متحركة ولتكن مثلاً 9% سنويا.

ولدى المدير المالي لشركة **MEG**A اعتقاد بأن اسعار الفائدة في طريقها للانخفاض وبشكل كبير إلى ما دون مستوى 8% الملتزمين على الاقتراض على أساسه. بنفس الوقت، يخشى المدير المالي لشركة **Start-up** من أن أسعار الفائدة في طريقها للارتفاع بشكل حاد وبالتالي سيزيد هذا الارتفاع من تكلفة الاقتراض في **Start-up**. هذه المخاوف المتضاربة يمكن تبديدها مبدئيا عن طريق إجراء تبادل لسعري الفائدة **SWAP** بين الشركتين.. وفيه تتعهد شركة **MEGA** بأن تدفع لـ **Start-up** مبلغا مساويا لأي زيادة في أعباء الفائدة يمكن أن يرتبها ارتفاع المعدل المتحرك فوق حد 9%. في حين تتعهد Start-up بأن تدفع **MEGA** مبلغا يعوضها عن أي إنخفاض في سعر الفائدة عن حد 8% وهذا الاتفاق يضمن لميجا **MEGA** التمتع بنتائج أي انخفاض في سعر الفائدة على الرغم من أن تكلفة الاقتراض لديها لم تتغير، بينما تضمن **Start-up** حماية نفسها من آثار الارتفاع في سعر الفائدة المتحرك على الأموال التي اقترضتها.

وكما هو الحال مع الأنواع الأخرى من المشتقات المالية فإن صفقات تبادل أسعار الفائدة هي صفقات افتراضية (صورية) بطبيعتها. ففي مثالنا هذا، لا يتم تبادل القروض الخاصة بكل شركة مع قروض الشركة الأخرى. ولا تعلم المصارف المقرضة لهاتين الشركتين بقيام هذا التبادل **SWAP** بالأصل. ولإتمام الصفقة يجب أن تنسب مدفوعات الفائدة إلى مقدار ما من قرض صوري يتفق الطرفان على استخدامه في احتساب المدفوعات التي ستترتب على هذا الطرف أو ذاك، وليكن قدره في مثالنا السابق 100 مليون دولار(هذا القرض يسمى القيمة الرمزية للتبادل ) وبالتالي فإذا ما كانت أسعار الفائدة ستنخفض إلى 6% فعندها سيتوجب على **START-UP** أن تدفع لـ **MEGA** ما يعادل 2 مليون دولار سنويا:

(8%-6%=2% ; 2% . 100 مليون دولار = 2 مليون دولار) وعلى العكس فلو أن أسعار الفائدة كانت سترتفع إلى 10% فإن **MEGA** ستدفع إلى **Start-up** ما يعادل 1 مليون دولار سنوياً:

(10%-9%=1% ; 1% . 100 مليون دولار =1 مليون دولار).

و يخضع تحديد تواريخ السداد للاتفاق بين كلا الطرفين فهي يمكن أن تكون سنوية، فصلية، شهرية، أو أي فترة متفق عليها.

1. () حسني خريوش وعبد المعطي رضا أرشيد **،الأسواق المالية :مفاهيم وتطبيقات**(دار زهران : عمان ،1998) ،ص55ومابعدها . [↑](#footnote-ref-2)
2. ()حسني علي خريوش ، مرجع سابق ، ص 79 وما بعدها. [↑](#footnote-ref-3)
3. () لمزيد من التفاصيل راجع : سمير عبد الحميد رضوان، **المشتقات المالية، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية** ( مصر: دار النشر للجامعات، 2005) ص 56 وما بعدها. [↑](#footnote-ref-4)
4. (\*) أيضا يسمى سعر حق الاختيار OPTION PRICE. [↑](#footnote-ref-5)
5. ()نضال الشعار ، مرجع سابق، ص 189. [↑](#footnote-ref-6)
6. () المرجع السابق ، ص 195 . [↑](#footnote-ref-7)