



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة

معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم مالية ومحاسبة



المرجع: 2024/2023

الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

الفرع: مالية ومحاسبة

التخصص: مالية مؤسسة

مذكرة بعنوان

دور أدوات الهندسة المالية في تعزيز أداء سوق الأوراق المالية

دراسة حالة

عينة من سوق الأوراق المالية السعودية

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم المالية والمحاسبة تخصص "مالية مؤسسة"

إعداد الطلبة

إشراف الأستاذ
علية عبد الباسط عبد الصمد

❖ بلبدرون ميسون
❖ خريبوط أيمن

لجنة المناقشة

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ(ة)
رئيسا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف	حريز هشام
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف	علية عبد الباسط عبد الصمد
ممتحنا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف	هبول محمد

السنة الجامعية 2024/2023

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

> وَقُلِ اعْمَلُوا فَسَيَرَى اللَّهُ عَمَلَكُمْ وَرَسُولُهُ وَالْمُؤْمِنُونَ ۖ وَسَتُرَدُّونَ إِلَىٰ عَالَمِ الْغَيْبِ وَالشَّهَادَةِ <<
فَيُنَبِّئُكُمْ بِمَا كُنْتُمْ تَعْمَلُونَ <<

(سورة التوبة: 105)

شكر وتقدير

الحمد لله الذي دبر الدهر وقدر المقدور وصرف الأمور وجعل الظلمات والنور والصلاة والسلام على أشرف الأنبياء والمرسلين نبينا مُحَمَّد المبعوث رحمة للعالمين عليه أفضل الصلاة وأزكى التسليم.

أما بعد:

قال تعالى: (وَمَنْ يَشْكُرْ فَإِنَّمَا يَشْكُرُ لِنَفْسِهِ) (لقمان:12)

نشكر الله رب العالمين الذي خلق وهدى وسدد الخطى فأتم لنا هذا العمل العلمي بعونه وتوفيقه نحمده حمدا كثيرا في المبتدى والمتتهى.

كما نتقدم بالشكر الجزير والعرفان بالجهد الى الدكتور علي عبد الباسط عبد الصمد لتفضله الكريم بالإشراف على هذه المذكرة وتكرمه بنصحنا وتوجيهنا حتى إتمامها، فنسأل الله أن يفتح عليه بمزيد العلم وأن يمهده بالصحة والعافية وجزاء الله عنا خير الجزاء وأطيب الوفاء.

إلى من صوبوا أفكارنا وفتحوا أعيننا إلى جميع المعلمين والأساتذة الذين أشرفوا على تدريسنا طيلة مشوارنا الدراسي من طور الإبتدائي الى الطور الجامعي وجميع الموظفين ونزف لهم الكبير الشكر والعرفان.

وإلى كل من مد لنا يد العون عن قريب أو بعيد بالكثير أو القليل وفي الأخير نعتذر الى من لم يحضروا إسمه أو نسيناه ونسأل الله تعالى العلي التقدير أن يجازيهم على ما ألموا وساهموا به، وأن يكتب لنا أجر هذا العمل وأن يعم بالنفع لكل من قرءه والحمد لله رب العالمين.

شكرا لكم جميع

الإهداء

إلى من كلل العرق جبينه ومن علمني أن النجاح لا يأتي إلا بالصبر و الإصرار إلى النور الذي أنار دربي وسراج الذي لا ينطفئ نوره بقلبي أبداً، من بذل الغالي والنفيس واستمدت منه قوتي واعتزازي بذاتي

والدي العزيز

إلى من جعل الجنة تحت أقدامها وسهلت لي الشدائد بدعائها إلى الإنسانية العظيمة التي لطالما تمننت أن تقر عينها لرؤيتي في يوم كهذا

أمي العزيزة

إلى ضلع الثابت وأماني أيامي إلى ما شددت عظمي بهم فكانوا لي ينابيع أرتوي منها إلى خيرة أيامي وصفوتها إلى قرّة عيني

أخواتي الغاليات

لكل من كان عوناً وسنداً في هذا الطريق للأصدقاء الأوفياء ورفقاء السنين لأصحاب الشدائد والأزمات إلى من أفاضني بمشاعره ونصائحه المخلصة

إليكم عائلتي أهديكم هذا الإنجاز وثمره نجاح التي لا طالما تمنيته

ها أنا اليوم أكملت وأتممت أول ثمراته بفضلته سبحانه وتعالى الحمد لله على ما وهبني وأن يجعلني

مباركاً وأن يعينني أينما كنت فمن قال أنا لها نالها فأنا لها وإن أبت رغماً عنها

أتيت بها فالحمد لله شكراً وحبا وامتناناً على البدء والختام وآخر دعواهم أن

الحمد لله رب العالمين

ميسون





الإهداء

الحمد لله حبا وشكرا وامتنان على البدء والختام
(وأخر دعواتهم أن الحمد لله رب العالمين)

بعد مسيرة دراسية دامت سنوات ها أنا اليوم أقف على عتبة تخرجي، فالحمد لله الذي يسر البدايات وبلغنا
النهايات بفضلته وكرمه

أهدي هذا النجاح إلى نفسي أولا ثم إلى من سعى معي لإتمام هذه المسيرة دمت لي سندا لا عمر
إلى ذلك الرجل العظيم الذي علمني الحياة بأجمل شكل هو ملهمي وهو الشموع الذي تنير لي الطريق

والدي العزيز

إلى ملاكي الطاهر، وقوتي بعد الله داعمتي الأولى والأبدية "أمي الغالية" أهدي هذا الإنجاز الذي لولا
تضحياتك لما كان له وجود، ممتنة لأن الله قد اصطفاك لي من البشر أما ياخير سند وعض
إلى من قيل فيهم "سنشهد عضدك بأخيك" إلى من مدة يده دون كلل ولا مثل وقت ضعفي "أخوتي" أدامكم
الله ضلعا ثابتا لي

إلى من أمنت بقدراتي وأماني أيامي "أختي العزيزة"

إلى أصحاب الفصل العظيم أصدقاء الرحلة والنجاح إلى من وقفو بجانبني كلما أوشكت أن أتعثر

"أصدقائي"

أيمن

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على دور الهندسة المالية في تفعيل سوق الأوراق المالية، إلى تسليط الضوء على الأسواق المالية ومخاطرها وكيفية مساهمتها في تطوير السوق المالية، حيث تم التعرف على أهم منتجات الهندسة المالية المتداولة في الأسواق المالية في السعودية وكيف تساهم هذه المنتجات لما لها من مكانة في تطوير وتنمية السوق المالية السعودية.

وقد تم إتباع المنهج التاريخي والمنهج الوصفي والتحليلي وهذا من أجل إبراز مختلف الجوانب منها النظرية والتطبيقية على التوالي بالإضافة إلى دراسة عينية من صناديق الإستثمار بين أدوات الهندسة المالية وسوق الأوراق المالية السعودية للفترة بين جانفي 2020 إلى مارس 2024، وهذا بالإعتماد على البيانات والمعلومات على هذه الصناديق وتحليلها عن طريق برنامج EViews 2012، وقد توصلت دراستنا إلى أن هناك علاقة طردية بين مؤشر السوق TASI والمخاطر في سوق الأوراق المالية.

الكلمات المفتاحية: الهندسة المالية؛ المشتقات المالية؛ سوق الأوراق المالية السعودية؛ صناديق الاستثمار

Summary:

This study aims to identify the role of financial engineering in activating the securities market, to shed light on the financial markets and their risks and how they contribute to the development of the financial market, where the most important financial engineering products traded in the financial markets in Saudi Arabia were identified and how these products contribute to the development and development of the Saudi financial market. The historical approach and descriptive and analytical approach have been followed in order to highlight various aspects, including theoretical and applied, respectively, in addition to a sample study of investment funds between financial engineering tools and the Saudi stock market for the period between January 2020 to March 2024, based on data and information on these funds and analyzed by the 2012 interviews program, our study has found that there is a direct relationship between the TASI Market Index and risks in the stock market. Keywords: financial engineering; financial derivatives; Saudi stock market; investment funds.

Keywords: financial engineering; financial derivatives; Saudi stock market; investment funds.

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
I	شكر وتقدير
II-III	الإهداء
VI	الملخص
-V-VI	الفهرس
VII	قائمة الجداول والأشكال
أ-م	مقدمة عامة
53_02	❖ الفصل الأول: أساسيات حول الهندسة المالية والأسواق المالية السعودية
02	تمهيد الفصل الأول
20_03	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للهندسة المالية
05_03	المطلب الأول: نشأة الهندسة المالية ومفهومها
07_05	المطلب الثاني: أهداف الهندسة المالية ومجالاتها
18_8	المطلب الثالث: أدوات الهندسة المالية واستراتيجياتها
20_19	المطلب الرابع: مخاطر أدوات الهندسة المالية
46_21	المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية السعودية
40_21	المطلب الأول: مفاهيم حول سوق الأوراق المالية
43_40	المطلب الثاني: نشأة سوق الأوراق المالية السعودية
44	المطلب الثالث: خصائص سوق الأوراق المالية
46_45	المطلب الرابع: المؤسسات المشكلة لنظام المالي السعودي

53_47	المبحث الثالث: الدراسات السابقة
49_47	المطلب الأول: الدراسات العربية
50_49	المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية
52_51	المطلب الثالث: مميزات الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة
53	خلاصة الفصل
	❖ الفصل الثاني: دراسة تطبيقية للعلاقة بين أدوات الهندسة المالية وسوق الأوراق المالية السعودية للفترة بين جانفي 2020 إلى مارس 2024
55	تمهيد الفصل
64_56	المبحث الأول: صناديق الاستثمار محل الدراسة
59_56	المطلب الأول: صندوق بخيث للمتاجرة بأسهم السوق
62_59	المطلب الثاني: صندوق سمبله بالريال السعودي
64_62	المطلب الثالث: صندوق خير كابييتال للطروحات الأولية
	المبحث الثاني: التحليل الإحصائي للبيانات
65	المطلب الأول: تجميع البيانات الإحصائية
65	المطلب الثاني: التحليل الإحصائي الوصفي للمتغيرات محل الدراسة
72_66	المطلب الثالث: استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات
77_72	المطلب الرابع: تقدير نموذج ARDL
78	خلاصة الفصل
82_79	خاتمة عامة
88_82	قائمة المراجع
95_89	قائمة الملاحق

قائمة الجداول:

رقم	عنوان الجدول	صفحة
01	جدول تعاريف سوق الأوراق المالية	23
02	مميزات الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة	52_51
03	نسب الاستثمار في كل مجال استثماري (بخيث)	57
04	نسب الاستثمار في كل مجال استثماري (سمبله)	61
05	نتائج التحليل الوصفي للمتغيرات محل الدراسة	71
06	اختيار جذر الوحدة للمتغير مؤشر صندوق الخير XE	74
07	اختيار جذر الوحدة للمتغير مؤشر صندوق سمبله XS	75
08	اختيار جذر الوحدة للمتغير مؤشر صندوق بخيث XB	76
09	اختيار جذر الوحدة للمتغير مؤشر السوق تاسي yt	77
10	نتائج اختبار الحدود للتكامل المشترك The Bound Test	81
11	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي	82

قائمة الأشكال

رقم	عنوان الشكل	صفحة
01	أنواع عقود الخيارات	14
02	أنواع عقود المبادلات	15
03	أنواع العقود الأجلة	16
04	القطاع الحكومي	28
05	مراحل نشأة تطور سوق الأوراق المالية السعودي	43

72	التمثيل البياني للمتغيرات محل الدراسة	06
79	فترات التباطئ المثلى لنموذج ADEL	07

قائمة الملاحق

صفحة	عنوان الملحق	رقم
95_89	البيانات الأسبوعية للصناديق ومؤشر TASI بين عامي 2020 إلى 2024	01

مقدمة عامة

تمهيد

تؤدي الأسواق المالية دورًا حيويًا في توجيه المدخرات نحو قنوات الاستثمار التي تدعم الاقتصاد وتزيد من وتيرة نموه، ومع ذلك فإن هذه الأسواق تعاني أحيانًا من تقلبات كبيرة في الأسعار، مما يشكل خطرًا على المتعاملين بها من أفراد ومؤسسات على حد سواء لتقليل هذا الخطر، ثم تطوير آليات وأدوات مالية تسمح بإدارة المخاطر، وهذا ما يُعرف بالهندسة المالية.

الهدف الرئيسي للهندسة المالية هو إيجاد منتجات مالية جديدة تجعل الأسواق أكثر تكاملاً، سيولة، وعمقًا، مما يزيد من استقرارها وكفاءتها، وتُعتبر هذه العوامل من مؤشرات نجاح وقوة الأسواق المالية، إذا كانت الأسواق مستقرة وفعالة، فإنها تعكس العدالة في أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها، وذلك بفضل توافر المعلومات والبيانات الدقيقة حول أنشطة الشركات.

في هذا السياق، تعتبر التجربة السعودية رائدة في مجال استخدام مختلف أساليب الهندسة المالية لتطوير وتعزيز السوق المالي السعودي التقليدي. من خلال تبني تلك الابتكارات والآليات، يمكن تحسين فعالية السوق وتقليل المخاطر المترتبة على التقلبات السعرية.

وقد ساهم نموذج EViews بدراسة تحليلية للعلاقة التي تربط بين العينة المختارة من السوق المالي السعودي المتمثلة في ثلاث عينات وهي بخيث، سمبله، خير كابيتال، والتي تحدد لنا حجم المخاطر النظامية والغير نظامية التي تربط الطرفين .

أولاً: إشكالية الدراسة

مما سبق يمكننا صياغة إشكالية الدراسة في التساؤل الرئيسي التالي:

ما أثر ممارسة أدوات الهندسة المالية في تحسين أداء سوق الأوراق المالي السعودي؟

ويندرج من التساؤل الرئيسي جملة من التساؤلات الفرعية الآتية:

_ هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين صندوق خبيث ومؤشر TASI لسوق الأوراق المالية سعودية؟

_ هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين صندوق سمبله ومؤشر TASI لسوق الأوراق المالية سعودية؟

_ هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين صندوق خير كابيتال ومؤشر TASI لسوق الأوراق المالية سعودية؟

ثانياً: فرضيات الدراسة:

_ توجد علاقة تأثير ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة معنوية $\alpha \leq 0.05$ بين صندوق خبيث ومؤشر TASI لسوق الأوراق المالية سعودية؛



- _ توجد علاقة تأثير ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة معنوية $\alpha \leq 0.05$ بين صندوق سمبله ومؤشر TASI لسوق الأوراق المالية السعودية؛
- _ توجد علاقة تأثير ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة معنوية $\alpha \leq 0.05$ بين صندوق خير كابيتال ومؤشر TASI لسوق الأوراق المالية السعودية.

ثالثا: أهمية الموضوع:

- تتجلى أهمية الدراسة حول "دور أدوات الهندسة المالية في تعزيز أداء سوق الأوراق المالية" في عدة نقاط:
- _ تساعد الدراسة في فهم كيفية تأثير أدوات الهندسة المالية على أداء السوق المالية، بما في ذلك التأثير على الكفاءة والتنافسية والاستقرار الاقتصادي؛
 - _ تساعد دراسة هذا الموضوع في تحليل وفهم المخاطر المالية المترتبة على استخدام أدوات الهندسة المالية، وتحديد السيناريوهات المحتملة وسبل التعامل معها؛
 - _ من خلال فهم دور أدوات الهندسة المالية، يمكن تطوير وتعزيز سوق الأوراق المالية من خلال تقديم منتجات وآليات جديدة تعزز السيولة وتحسن الكفاءة؛
 - _ توفر الدراسة الفهم اللازم للمستثمرين والمتداولين لإتخاذ قرارات استثمارية مدروسة بناء على استخدام أدوات الهندسة المالية.

رابعا: أهداف الدراسة:

نهدف من خلال هذه الدراسة إلى بلوغ الأهداف التالية:

- تسليط الضوء على دور الأسواق المالية في توفير الأموال الضرورية لدعم أنشطة المؤسسات، وذلك بهدف دعم استراتيجيات التنمية الاقتصادية؛
- فهم الدور الذي تلعبه الهندسة المالية في تطوير استثمارات المستثمرين، من خلال إتاحة فرص توزيع محافظهم الاستثمارية في الأسواق المالية، باستخدام مجموعة متنوعة من المنتجات المالية الحديثة؛
- التأكيد على أهمية الهندسة المالية في توفير المنتجات والأدوات المالية الضرورية لتعزيز نشاط الأسواق المالية.

خامسا: أسباب اختيار الدراسة

توجد أسباب متعددة لاختيار موضوع الدراسة تتمثل فيما يلي:

الجانب الموضوعي:

- النقص في الدراسات التي تناولت هذا الموضوع، مما يدعو للحاجة إلى توسيع المعرفة في هذا المجال؛
- الرغبة في تقديم رؤية جديدة حول منتجات الهندسة المالية وتحليل تأثيرها؛
- استكشاف السبل والطرق التي يمكن أن تسهم في تنشيط الأسواق المالية من خلال تبني منتجات الهندسة المالية.

الجانب الشخصي:

- الرغبة في تعزيز المعرفة الذاتية في مجالات الأسواق المالية والهندسة المالية؛
- الاهتمام بفهم التجارب الشخصية والمهنية التي تتعلق بدور منتجات الهندسة المالية في تطوير الأسواق المالية.

سادسا: منهجية الدراسة:

يعتمد تحديد منهج الدراسة على طبيعة الموضوع والهدف المرجو تحقيقه. لمعالجة الإشكالية واختيار مدى صحة الفرضيات في دراستنا، اعتمدنا على المناهج التالية

المنهج التاريخي: يتضمن عرض مسار التاريخي للموضوع وتتبع التطورات الزمنية، مثل نشأة وتطور السوق المالي السعودي. هذا المنهج يساعد على فهم جذور المشكلة وتطورها عبر الزمن.

المنهج الوصفي التحليلي: يشمل وصف طبيعة عمل السوق المالية السعودية واستخدام التحليل لفهم حجم منتجات الهندسة المالية المتداولة وأداء السوق. يتضمن هذا المنهج استخلاص الملاحظات والنتائج التي يمكن أن تفيد في تقييم صحة الفرضيات وحل المشكلة المحددة.

المنهج القياسي: تم عرض البيانات المتعلقة بصناديق الاستثمار الناشطة بالسوق المالية السعودية ودراسة الارتباط بين هذه الصناديق وسوق الأوراق المالية السعودية ومن أجل القيام بذلك تتم الإستعانة ببرنامج 2012 EViews.

سابعا: حدود الدراسة

تهدف الدراسة إلى إبراز مساهمة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية من خلال التركيز على سوق الأوراق المالية كإطار مكاني وقد تم اختيار الفترة من جانفي 2020 إلى مارس 2024.

ثامنا: محتويات الدراسة:

من أجل دراسة الإشكالية والإجابة عليها اختبار مدر صحة الفرضيات وللتوصل إلى نتائج تم تقسيم هذه الدراسة إلى جزأين:

تتاول في الجزء الأول إطار مفاهيمي حول الأسواق المالية والهندسة المالية من خلال التعرض لماهية الهندسة المالية بالإضافة إلى التعرف على مفهوم السوق المالية ومختلف منتجاتها وكيفية مساهمتها في تطوير وتنشيط عمل الأسواق العالمية، وقد تطرقنا أيضا إلى تعريف السوق المالي السعودي

أما الجزء الثاني أو التطبيقي للدراسة والتي كانت حول "دراسة تجربة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية بدء من نشأتها وتطورها إلى غاية تأثيرها عليها ومساهمتها فيها ومن أجل القيام بذلك سيتم الربط بين متغيرات صناديق الاستثمار كمتغيرات مستقلة ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية السعودية التي تعتبر متغيرات تابعة.

الفصل الأول

عموميات حول الهندسة المالية

والأسواق المالية السعودية

تمهيد الفصل

تواجه الأسواق المالية مخاطر عديدة يمكن أن تمثل عراقيل حقيقية في وجه المستثمرين، لذلك نشطت المؤسسات المالية في صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل، بالإضافة إلى تطوير ابتكار وتصميم أدوات مالية تمكنها من إدارة تلك المخاطر أو التحوط منها، وهذا النشاط أي الابتكار والتطوير للأدوات والعمليات التمويلية هو ما يعرف بالهندسة المالية، حيث دخل هذا المصطلح عالم المال والاستثمار، ويرى العديد من المحللين بأن القوة الدافعة للنظام المالي العالمي وذلك لرفعه من مستوى الكفاءة الاقتصادية من خلال إيجاد منتجات وأدوات مالية تعمل على خفض المخاطر والتكاليف كما ان المؤسسات بحاجة إلى هندسة مالية لما تقدمه من حلول لمشاكل التمويل وإدارة المخاطر والتحوط، وبالتالي أصبح الاستناد من الهندسة المالية ضرورة ملحة.

وتعتبر السوق المالي السعودي من أكبر أسواق المنطقة العربية على رغم من عدم وجود سلطة تنظيمية مستقلة تشرف عليها، حيث يتم تنظيم السوق من قبل ثلاث مؤسسات: حكومية، وزارة التجارة، وزارة المالية ومؤسسة النقد العربي السعودي، وتختص هذه الأخيرة بالرقابة المباشرة على سوق المالي السعودي. وعليه سيتم معالجة هذا الفصل من خلال التطرق الى النقاط التالية:

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للهندسة المالية

المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي حول الأسواق المالية في السعودية

المبحث الثالث: الدراسات السابقة

المبحث الأول

الإطار المفاهيمي للهندسة المالية

تمثل الهندسة المالية ميدانا خصبا للإبداع والابتكار المالي والذي يمكن المستثمرين من الاستثمار السليم والواضح، كذلك تسعى إلى تحديد إستراتيجية معينة من خلال تشخيص متطلبات المتعاملين في الأسواق المالية وقدراتهم من جهة وتحليل وتشخيص الفرص والتحديات في هذه الأسواق سنحاول أن نبرز في هذا المبحث بعض المفاهيم المتعلقة بالهندسة المالية من نشأتها وتعريفها، أهدافها، مجالاتها، أدواتها ومخاطرها.

المطلب الأول: نشأة الهندسة المالية ومفهومها

يتضمن هذا المطلب نشأة وتعريف الهندسة المالية

الفرع الأول: نشأة الهندسة المالية

ظهرت الهندسة المالية للوجود في منتصف الثمانينات من القرن العشرين بهدف إعانة وخدمة شركات الأعمال في مواجهة المخاطر والتخلص من القيود التشريعية والضغوط التي يفرضها السوق وبيئته المشاريع، ففي لندن فتحت البنوك إدارات لمساعدة شركات الأعمال في مواجهة المخاطر التي يسببها لها عملائها وإيجاد حلول لتلك المشكلات، وفي عام 1992 أنشئ الاتحاد الدولي للمهندسين الماليين (IAFE) لرعايتها والارتقاء بصناعة الهندسة المالية، وأصبح هذا الاتحاد يضم نحو 2000 عضو من شتى أنحاء العالم.¹

وبالتالي فإن نشأة الهندسة المالية قد جاء في بيئة اقتصادية عالمية تميزت بارتفاع درجة المخاطر المالية وحالات عدم التأكد والتغيرات المستمرة في مختلف القيم الاقتصادية الجزئية والكلية، وكذلك الاعتمادية التقليدية عن الاقتصاد المنحصر في حدوث التبادل التجاري فقط عوض الاستثمار المالي الدولي الذي يقوم بدور هام في إدارة التنمية بجانب الموارد الوطنية، ففي ظل هذه الظروف ظهرت الحاجة للانتقال إلى اقتصاد مالي متطور يخلق مصادر استثمارية جديدة، ويخدم مصالح الأفراد والمؤسسات والدول ويعزز التكتلات والرفاه الاقتصادي ويمكن استعراض بعض الظواهر التي تسببت في نشأة الهندسة المالية وتحول الاقتصاد العالمي من خلال النقاط التالية:²

- توجه النسب العالمية من الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول الصناعية الكبرى بحثا عن العائد الأعلى والمخاطر الأقل؛
- نقص معدلات الميل الحدي للدخار لغالبية دول العالم الثالث؛

¹ خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 1999، ص10.

² تقي الدين حميدان، لظفي بلعيد، دور الهندسة المالية في تطوير منتجات المصارف المالية الإسلامية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص تمويل مصرفي، جامعة العربي التبسي، تبسة، الجزائر، 2016، ص24.

- نقص عدد فرص الاستثمار؛
- ارتفاع تكلفة التمويل بالاقتراض؛
- تزايد فرص تدخل مؤسسات التمويل الدولية في إدارة الاقتصاديات الوطنية في حالة الاعتماد على المديونية الدولية؛

الفرع الثاني: مفهوم الهندسة المالية

إن مصطلح الهندسة المالية يشير إلى فن صياغة المدخلات المالية لتلبية حاجيات وميول متخذي الأموال في ما يخص المخاطرة وفترة الاستحقاق والعائد، ويعتبر مفهوم الهندسة المالية قديماً قدم التعاملات المالية، لكن يبدو حديثاً نسبياً من حيث المصطلح والتخصص، فمعظم تعاريف الهندسة المالية مستوحات من وجهات نظم الباحثين الذين يطورون النماذج والنظريات أو مصممي المنتجات المالية في المؤسسات المالية أو بالأسواق المالية وهناك عدة تعاريف أهمها:

التعريف الأول: حيث شبه روينسون الهندسة المالية بالهندسة المعمارية والمهندس المالي بالمهندس المعماري وأدوات الهندسة المالية بأدوات الهندسة المعمارية، التي يمكن من خلال إستعمالها إيجاد العديد من التشكيلات والمراكز المالية المختلفة.¹

التعريف الثاني: تعرف الجمعية الدولية للمهندسين الماليين (IAFE) بأنها تتضمن التطوير وتطبيق المبتكر للنظرية المالية والأدوات المالية لإيجاد حلول للمشاكل المالية المعقدة وإستغلال الفرص المالية فهي ليست أداة بل هي المهنة التي تستعمل الأدوات وتشكل بنيتها، علماً أن الهندسة المالية تختلف عن التحليل المالي، فمصطلح تحليل معناه تثبيت الشيء لفهمه أما مصطلح الهندسة فيقصد بها بنية، ولقد تأسست هذه الجمعية في 1992 وليست غايتها الربح إنما الإرتقاء ولرعاية الهندسة المالية وتضم هذه الجمعية أعضاء من مختلف دول العالم مكونين من أكاديميين وممارسين تابعين للبنوك المهنيين في المحاسبة والتمويل والإقتصاد والقانون وتكنولوجيا المعلومات.²

التعريف الثالث: هي تصميم أو هندسة العقود ومحافظ العقود والتي ينتج عنها تدفقات نقدية محددة مسبقاً ومشروطة بأحداث مختلفة وبعبارات أخرى في الهندسة المالية تستخدم لإدارة الإستثمارات والمخاطر.³

¹ سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر لجامعة القاهرة، مصر، 2005، ص 91-92.

² عتروس صبرينة، عتروس سهيلة، واقع البدائل الشرعية للمشتقات المالية، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات السابقة، العدد 02، ديسمبر 2015، ص 84.

³ محمد عبد الحميد عبد الحي، إستخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر المصرفية، أطروحة دكتوراة في العلوم المالية المصرفية، جامعة حلب، سوريا، 2014، ص 03.

التعريف الرابع: من وجهة نظر الأسواق المالية هي مصطلح الهندسة المالية يستعمل لوصف تحليل البيانات المحصلة من السوق المالية بطريقة علمية يؤخذ مثل هذا التحليل عادة شكل الخوارزميات الرياضية أو النماذج المالية، وتستخدم الهندسة المالية كثيرا في السوق المالية خاصة في تجارة العملات، تسعير الخيارات وأسهم المستقبلات... إلخ، ويسمح استعمال أدوات وتقنيات الهندسة المالية للمهندسين الماليين من فهم أفضل للسوق المالية.¹

نستنتج من خلال التعريف السابقة أن الهندسة المالية ليست مجرد أداة بل هي مهنة تستند إلى المعرفة والممارسة في مجال التحليل المالي، مع التركيز على استخدام الأدوات والتقنيات الرياضية والكمية لتطوير وتحسين عمليات اتخاذ القرارات المالية.

المطلب الثاني: أهداف الهندسة المالية ومجالاتها

سننظر في هذا المطلب على الأهداف التي تسعى الهندسة المالية إلى تحقيقها، ومجالات استخدام الهندسة المالية.

¹ د. عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، منتدى إقرأ الثقافي، طبعة الأولى، لبنان، 2008، ص 28.

الفرع الأول: أهداف الهندسة المالية

تهدف الهندسة المالية إلى: ¹

أولا خلق المنافسة المالية: يعتمد المركز التنافسي للشركات على عوامل متعددة مثل موقع الجغرافي والملكية للتكنولوجية والفكرية والأسعار التنافسية والجودة العالية باعتبارها أحد عوامل القوة التنافسية لأن بين الدول والشركات الدولية والمحلية؛

ثانيا تمويل أهداف الشركات: يسعى المهندس المالي نحو امتلاك أنظمة متطورة لتحويل الأدوات المالية المتكررة، فهؤلاء المهندسون في المنشآت الاستثمارية تحديدا يؤدون ثلاثة أدوار خدم؟ فهم من ناحية موقنون أفكار أي أنهم يعملون لخدمة الزبائن وحاجاتهم ومحاولة إغرائهم بالفكرة ومن ناحية أخرى يعدون مولدي أفكار يعملون على تصميم وتطوير منتجات مالية جديدة وهم أيضا مستغلو شفرات قانونية، حيث أنهم دائما يسعون إلى استغلال الثغرات وتوظيفها.

ثالثا إعادة هيكلة الشركات وتمويل الصادرات: بالنسبة للعمليات الخاصة بالأدوات المالية يمكن تمييز شكلين من الهندسة المالية هندسة أعلى ميزانية والتي تمتاز بعدة أوجه كعمليات تهيئة الهياكل المالية أو عمليات التمويل بالدين أو رؤوس الأموال العالمية وهندسة السوق التي تتمثل في إنشاء أدوات مالية أصلية قادرة على جذب المستثمر واستعمال تقنيات حماية ضد المخاطر المالية.

رابعا حفظ حجم المخاطرة المالية: وذلك عادة يكون بإيجاد وتطوير مجموعة متنوعة من الأدوات المالية المستحدثة التي يمكن عن طريق هندستها بتوليفات معينة بناء مراكز التعرض للمخاطرة وإدارة هذه المخاطر بأفضل صورة ممكنة.

خامسا تقليل تكاليف المعاملات: من خلال إمكانية الدخول بتعاملات معينة وخلق مراكز كبيرة الحجم بتكلفة قليلة بسبب الرفع المالي من خلال أدوات الهندسة المالية تكون غالبا أقل من تكاليف التعامل بالطرق التقليدية

سادسا تعزيز فرص تحقيق الأرباح وذلك من خلال إيجاد الأدوات المالية الجديدة التي يمكن استعمالها في عملية الاستثمار والمضاربة والتحوط.
بالإضافة إلى الأهداف السابقة نجد أيضا:

- المساهمة في انتعاش الحالة الاقتصادية العامة للحكومات والمؤسسات؛
- تحقيق الكفاية المالية التي تدعم الفرص الاستثمارية؛
- الحصول على عوائد مالية مرتفعة من عمليات بيع السلع والخدمات؛
- توفير الحماية للمنشآت في حال وقوع أزمة مالية في القطاع الاقتصادي الذي توجد فيه.

¹ سامية جدي، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية، رسالة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص أسواق مالية وبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015، ص23.

الفرع الثاني: مجالات الهندسة المالية

أولاً: التحوط

الغرض من التحوط هو التقليل من المخاطر التي يمكن أن تحدث، أو هو الاحتماء من خطر تقلبات الأسعار سواء كانت أسعار المواد الأولية والبضائع أو أسعار صرف العملات أو أسعار الأوراق المالية وذلك من خلال مجموعة من المنتجات المالية التي أبدعتها الهندسة المالية.

إن الهدف الرئيسي من التحوط هو إدارة المخاطر والتحكم فيها ويكون ذلك باستخدام مجموعة من الأساليب التي تركز بمجملها على التنوع في الأصول المالية، أو نقل المخاطر إلى أطراف أخرى من خلال الاستثمار في منتجات مبتكرة لهذا الغرض أو عن طريق تجنب هذه المخاطر كلية بالتأمين عليها، وللتحوط من مختلف المخاطر التي قد تواجه المستثمرين هناك استراتيجيتين هما: الاستراتيجيات التحوط باستخدام مركز قصير الأجل واستراتيجية التحوط باستخدام مركز طويل الأجل.¹

ثانياً: المراجعة

تعتبر المراجعة من بين العمليات التي يمكن لبعض المستثمرين من الحصول على أرباح لا يمكن لأي كان أن يحصل عليها، وذلك بسبب عدم التوازن في السوق، حيث يقوم المستثمر بشراء السلعة ذات السعر المنخفض في السوق ثم بيعها في سوق آخر تكون فيه هذه السلعة مرتفعة الثمن وهو بذلك يستفيد من الفرق بين السعرين، وهذه العملية كفيلة بإرجاع السوق إلى حالة التوازن بسبب حدوث إرتفاع في الأسعار المنخفضة وإنخفاض الأسعار المرتفعة، وتهدف الهندسة المالية من خلال المراجعة إلى إبتكار فرص عالية من المخاطر في ظل سوق تتميز بعدم الكفاءة وتخفيض تكلفة التمويل إلى مستوى محدد من المخاطر غير أنها لا تخلو من المخاطر، لأنها تقنية تحتوي على إجراءات متزامنة لعملية الشراء والبيع.²

ثالثاً: المضاربة

تعتبر المضاربة عملية تداول الأوراق المالية بهدف تحقيق الربح من توقعات الأسعار في المستقبل إعتقاداً على المعلومات التي يجمعها المضارب ويحللها أو في بعض الأحيان التي يصنعها ولهذا يمكن النظر الى المضاربة من وجهتي نظر مختلفتين، فمن جهة يسعى المضارب إلى تحقيق أرباح قصيرة المدى بناء على تحركات الأسعار المستقبلية ومن جهة أخرى فإن المضاربون يقدمون خدمات مالية تتمثل في تحمل الخطر، بما أن المضارب يعتبر الطرف الذي تنتقل إليه هذه المخاطر، كما يمكن تعريفها على أنها عملية بيع أو شراء أصلين بغرض الإستثمار ولكن للإستفادة من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية في الأجل القصير جداً.³

¹ تقي الدين حميدان، لطفي بلعيد، مرجع سبق ذكره، ص32.

² سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص95-96.

³ السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، ط1، دار الفكر للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2010، ص112.

المطلب الثالث: أدوات الهندسة المالية وإستراتيجيتها

يقصد بأدوات الهندسة المالية كل ما يستخدمه المهندس المالي في تحقيق أهداف الهندسة المالية، وسنحاول التطرق في هذا المطلب إلى أدوات الملكية المتمثلة في السندات ومختلف أنواعها وفي الأخير نتعرف على المشتقات المالية وأنواعها.

الفرع الأول: أدوات الملكية

وتشكل الأسهم أهم هذه الأدوات:

أولاً: تعريف السهم

يعرف السهم بأنه صك قابل للتداول يصدر من شركة مساهمة ويعطي حق الملكية لحامله ليمثل حصة من رأس مال الشركة حيث تعتبر الأسهم أداة تمويل أساسية لتكوين رأس المال في الشركة المساهمة (SPA) ذلك بعد طرحها في الاكتشاف العام في السوق الثانوية (سوق التداول على مستوى البورصة).¹

ثانياً: خصائص الأسهم

تتميز الأسهم بالعديد من الخصائص منها:²

- تساوي قيمة السهم: حيث يقسم رأس مال الشركة المساهمة إلى أسهم متساوية القيمة وتحدد القوانين التجارية للدول الحد الأدنى والحد الأقصى لقيمة كل سهم.
- عدم قابلية السهم للتجزئة: تعني عدم جواز تعدد مالك السهم أمام الشركة، وبناء على ذلك فإن إشتراك شخصين أو أكثر في ملكية سهم واحد نتيجة لإرث أو هبة أو وصية لا يسرى في مواجهة الشركة، لذلك يلتزم أصحاب السهم في إختيار شخص فيما بينهم يتولى الحقوق المتصلة بالسهم.
- تداول الأسهم: بمعنى حرية التنازل عنه لغيره، من دون الحاجة إلى الحصول على قبول الشركة للتنازل، ويرجع ذلك إلى أن شركات الأموال تأخذ بالاعتبار المالي دون الاعتبار الشخصي.

¹ الماسبح رابح أمين، الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية العالمية 2007، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011، ص32.

² عبد القادر بن عيسى، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهماتها في إحداث الأزمة المالية العالمية، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية أسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2010، ص14.

ثالثاً: قيم السهم

يتحمل السهم أربعة قيم وهي:¹

1. **القيم الإسمية:** هي قيمة السهم عند إصداره أول مرة عادة أقل من القيمة السوقية، وهي قيمة نظرية لتغطية رأس المال منصوص عليها عقد التأسيس ومن أهم وظائف هذه القيمة تحديد حصة السهم الواجب في ملكية الشركة. وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\frac{\text{رأس مال الشركة}}{\text{عدد الأسهم}} = \text{القيمة الإسمية للسهم}$$

2. **القيمة الدفترية:** وتسمى أيضاً القيمة المحاسبية، وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية. وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\frac{\text{المال رأس + الإحتياطات + موزعة غير أرباح}}{\text{عدد الأسهم}} = \text{القيمة الدفترية}$$

3. **القيمة السوقية:** هي سعر الأسهم خلال التداول في الأسواق الثانوية الذي يخضع لظروف العرض والطلب، وقد تكون القيمة السوقية أقل وأكبر من القيمة الإسمية، كما يمكن أن تلجأ المؤسسة المصدرة إلى بيع أسهمها بسعر أقل من القيمة الإسمية لضمان تصريف تلك الأسهم المصدرة إلى بيع أسهمها بسعر أقل من القيمة الإسمية لضمان تصريف تلك الأسهم المصدرة.
4. **القيمة التصفية:** وهي قيمة الأسهم عند انتهاء عقد المنشأة (حالة إفلاس) وتحسب القيمة التصفية بحاصل قسمة رأس المال والاحتياطات إضافة إلى الأرباح غير الموزعة على عدد الأسهم بعد طرح الإلتزامات.

رابعاً: أنواع السهم

يمكن التمييز بين عدة أنواع من الأسهم

1. **تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به:** وتقسّم حسب النوع إلى:²

- أ. **أسهم إسمية:** وهي أسهم تحمل اسم صاحبها، وتدون فيها البيانات المقيدة في السجل وتشمل على: الاسم، اللقب، الصناعة، وطن، جنسية المساهم، نوع الورقة التي يملكها، نوع الشركة وعنوانها، رأسمالها ومركزها.
- ب. **أسهم لحاملها:** يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم مالك هذا السهم ويتم التنازل عن هذا النوع من الأسهم بتسليمه من يد إلى أخرى، ولا تلتزم الشركة، بتسديد حقوق السهم للحائز لها.

¹ المرجع نفسه، ص 32.

² شعبان محمد إسلام البروراي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، دار الفكر، سوريا، 2002، ص 91.

ت. أسهم لأمر: للشركة حق أن تصدر أسهمها لأمر، ويشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل القيمة الإسمية.

2. تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم: وتقسّم حسب هذا النوع إلى:¹

أ. أسهم عينية: هي التي تمثل أسهم عينية من رأس مال الشركة المساهمة ولا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم لأصحابها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها.

ب. أسهم نقدية: وهي الأسهم التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية، ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية، أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة.

ت. أسهم مختلطة: وهي الأسهم التي تدفع بعض من قيمتها عينا ويسد الباقي منها نقداً.

3. الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها: وتقسّم حسب النوع إلى:²

أ. الأسهم العادية: وهي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة إسمية تتضمن حقوقاً وواجبات متساوية لمالكها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة، والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة، وهكذا فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة، وفي حالة تصفية الشركة فإنها آخر ما يجري تسديدها ولحاملها حصة الملكية في الشركة ولهم الأولوية في طلب العوائد، التوجهات الجديدة بشأن الأسهم العادية نذكر منها:

ـ الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: الأصل أن يكون للمؤسسة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المؤسسة ككل.

ـ الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: أي أن هذه التوزيعات تعتبر كمصاريف ينبغي تخفيضها من الوعاء الضريبي.

ـ الأسهم العادية المضمونة: يتم تعويض حامل هذه الأسهم عن طريق إصدار أسهم إضافية وتوزيعها على المستثمرين.

ب. الأسهم الممتازة: تعتبر الأسهم الممتازة النوع الآخر من الأسهم التي يتم التعامل بها في سوق الأوراق المالية، إلا أنها شهادات تصدرها الشركات للتزويد برؤوس الأموال عند الحاجة، وتقع الأسهم الممتازة بين السندات والأسهم العادية في أنها لا تحمل فترة استحقاق محددة.

التوجهات الجديدة بشأن الأسهم الممتازة نذكر منها:

ـ الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: ترتبط فيها التوزيعات بمعدل عائد سندات الخزينة ويجري تعديل على نصيب السهم من الأرباح كل ثلاثة أشهر بناء على التغيير الذي يطرأ على عائد سندات الخزينة.

¹ الزبيدي حمزة محمود، الإستثمار في الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق، الأردن، عمان، 2001، ص21.

² محمد مطر، فايز التايم، إدارة المحافظ الإستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2005، ص77.

الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت: ظهرت هذه الأسهم لتعوض حملة الأسهم العادية المضمونة حيث عند انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي، تلجأ المؤسسة إلى تعويض الملاك الجدد عن طريق إصدار أسهم ممتازة لها بعض الصفات الخاصة من ضمنها الحق في التصويت كبقية حملة الأسهم العادية.

الفرع الثاني: أدوات مديونية

وتشكل السندات أهم هذه الأدوات

أولاً: تعريف السندات:

يعرف السند بأنه ورقة مالية ذات قيمة إسمية واحدة قابلة للتداول وتصدرها شركة المساهمة وتطرحها للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجبها بسداد القرض وفوائده وفقاً لشروط إصدار وإصدار وبهذا المعنى يعتبر السند أداة تمويل طويل الأجل تصدر في سوق رأس المال.¹

ثانياً: خصائص السندات

للسندات خصائص نذكر منها:²

- _ قرض السندات قرض جماعي، حيث تقوم الشركة بالتعاقد مع مجموعة من المقرضين، فتقوم بإصدار المبلغ الإجمالي للقرض عدد من السندات متساوية القيمة؛
- _ السند صك قابل للتداول، أما إذا كان إسمياً فإن تداوله يكون مقيد في سجلات الشركة؛
- _ لا يشترك حامل السند في الجمعيات العامة للمساهمين، ولا يكون لقراراتها أي تأثير في شأن حامل السند، فلا يجوز للجمعية أن تعدل التعاقد ولا أن تغير ميعاد استحقاق الفوائد؛
- _ قرض السند طويل الأجل تتراوح مدته غالباً بين عشر سنوات إلى ثلاثين سنة، ومن خلال هذه المدة الطويلة قد تتغير ظروف الشركة فيتأثر مركز حامل السند تبعاً لذلك؛
- _ يمثل السند ديناً على الشركة، فإذا أفلست أو قامت بأعمال تضعف التأمينات الخاصة الممنوحة لحامل السند سقط أجل الدين واشترك صاحب السند مع باقي الدائنين للشركة.

ثالثاً: أنواع السندات

تتنوع السندات باختلاف وجهة نظر مستخدميها، لذا يمكن التمييز بين السندات وفقاً للمعايير التالية:

1. أنواع السندات حسب الجهة المصدرة: وتنقسم حسب هذا النوع إلى:³

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة مخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني، المكتب العربي الحديث للنشر والتوزيع، مصر، 2009، ص102.

² خيرة الداوي، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية أسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012، ص35.

³ رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006، ص62.

- أ. **سندات عامة:** وهي سندات صادرة عن خزينة العامة على أنها قروض تمثل الدولة فيها الطرف المدين، أما دائنوها فهم البنوك، شركات القطاع العام والخواص، كما يمكن أن يتم إصدار هذا النوع من السندات من السلطات المحلية وبعض الشركات العامة.
- ب. **سندات خاصة:** وهي السندات التي تصدرها شركات المساهمة بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعه، بدلا من اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة، والتي من شأنها أن تؤدي إلى دخول مساهمين جدد، وبالتالي ينخفض مقدار الربح المنتظر توزيعه.
2. **أنواع السندات حسب طريقة السداد:** وتنقسم حسب هذا النوع إلى:¹
- أ. **سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها:** وهي الشكل الأكثر استخداما، حيث تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حاملي السندات عندما يصل تاريخ الاستحقاق.
- ب. **سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها:** وتسمى كذلك بالسندات القابلة للاستدعاء، بحيث تتضمن هذه السندات شرط يخول الجهة المصدرة سداد قيمتها قبل أجل الاستحقاق وذلك بهدف التقليل من ديون الشركة وإعادة الحقوق لأصحاب السندات.
3. **أنواع السندات حسب الحقوق والامتيازات المقدمة لمالكيها:** وتنقسم حسب هذا النوع إلى:
- أ. **سندات قابلة للتحويل إلى أسهم:** وتتميز بميزة إضافية عن غيرها، وهي إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب المستثمر في ذلك، وهذه السندات يفضلها المستثمرون كثيرا خاصة إذا كانت الشركة حققت معدلات نمو عالية.
- ب. **سندات ذات علاوة:** لمالكيها الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها والمقصود بالعلاوة مبلغ من المال يدفع من طرف المصدر لحامل السند عند ميعاد الاستحقاق إضافة إلى مبلغ إصدار السند.
4. **أنواع السندات حسب معدل الفائدة:** وتنقسم حسب هذا النوع إلى:
- أ. **سندات ذات المعدل الثابت:** هذا النوع من السندات يقدم عائدا مماثلا لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض، وهذا النوع من السندات يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك.
- ب. **سندات ذات المعدل المتغير:** في هذا النوع من السندات يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائدة في السوق، أو حسب معدل التضخم، وفي أغلب الأحيان يكون بمعدلات فائدة تصاعدية.
5. **أنواع السندات حسب ما تحققه الشركة:** وتنقسم حسب هذا النوع إلى:
- أ. **سندات عادية:** لا تتأثر بما تحققه الشركة من نتائج عن أداء نشاطها.

¹ محمد عبود، محمد مصطفى، تقييم الشركات والأدوات المالية لأغراض التعامل في البورصة، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص

ب. **سندات الدخل:** هذا النوع من السندات يتأثر بحجم النشاط، وما تحققه الشركة من نتائج حسنة وبالتالي فإن المستثمر لا يحق له المطالبة بالفوائد في السنة التي لم تحقق فيها الشركة أرباح.

6. أنواع السندات حسب الضمانات المقدمة: وتقسّم حسب النوع إلى:¹

أ. **سندات مضمونة:** من أجل اجتذاب رؤوس الأموال، قد تلجأ الشركات إلى تقديم ضمانات عينية للوفاء بالقروض، كأن ترهن عقاراتها، أو بعضها وهذا ما يعطي لأصحاب السندات حق التصرف في هذه الأصول لاستفءاء حقوقهم في حالة تصفية الشركة وعدم وفائها بالالتزامات اتجاههم.

ب. **سندات غير مضمونة:** الضمان الوحيد الذي يتوفر لحماية هذا النوع من السندات يتمثل في حق الأولوية الذي يمتاز به على الدائنين الآخرين، وهي الأكثر مخاطرة من المضمونة.

الفرع الثالث: المشتقات المالية

يتضمن هذا الفرع أهم أنواع المشتقات المالية:

أولاً: تعريف المشتقات المالية

التعريف الأول: هي عبارة عن عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية وتتحدد قيمتها بقيم واحد أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها.²

التعريف الثاني: تعرف أيضا ببنك التسويات الدولية التابع للصندوق النقد الدولي، بأنها عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار لأصل المال في هذه الأصول، وكعقد بين الطرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد وأن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري.³

التعريف الثالث: المشتقات Derivatives هي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعني (أي أصول التي تمثل موضوع العقد Undelying asset) والأصول التي موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية... إلخ، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصل موضوع العقد.⁴

¹ مرجع نفسه، ص17.

² توري موسى الشيفري، إدارة المشتقات المالية، دار المسير للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2015، ص166.

³ Bis, issues of measurement related to market size and macro prudential risk in direvative markets, bosel, February,1995,p7.

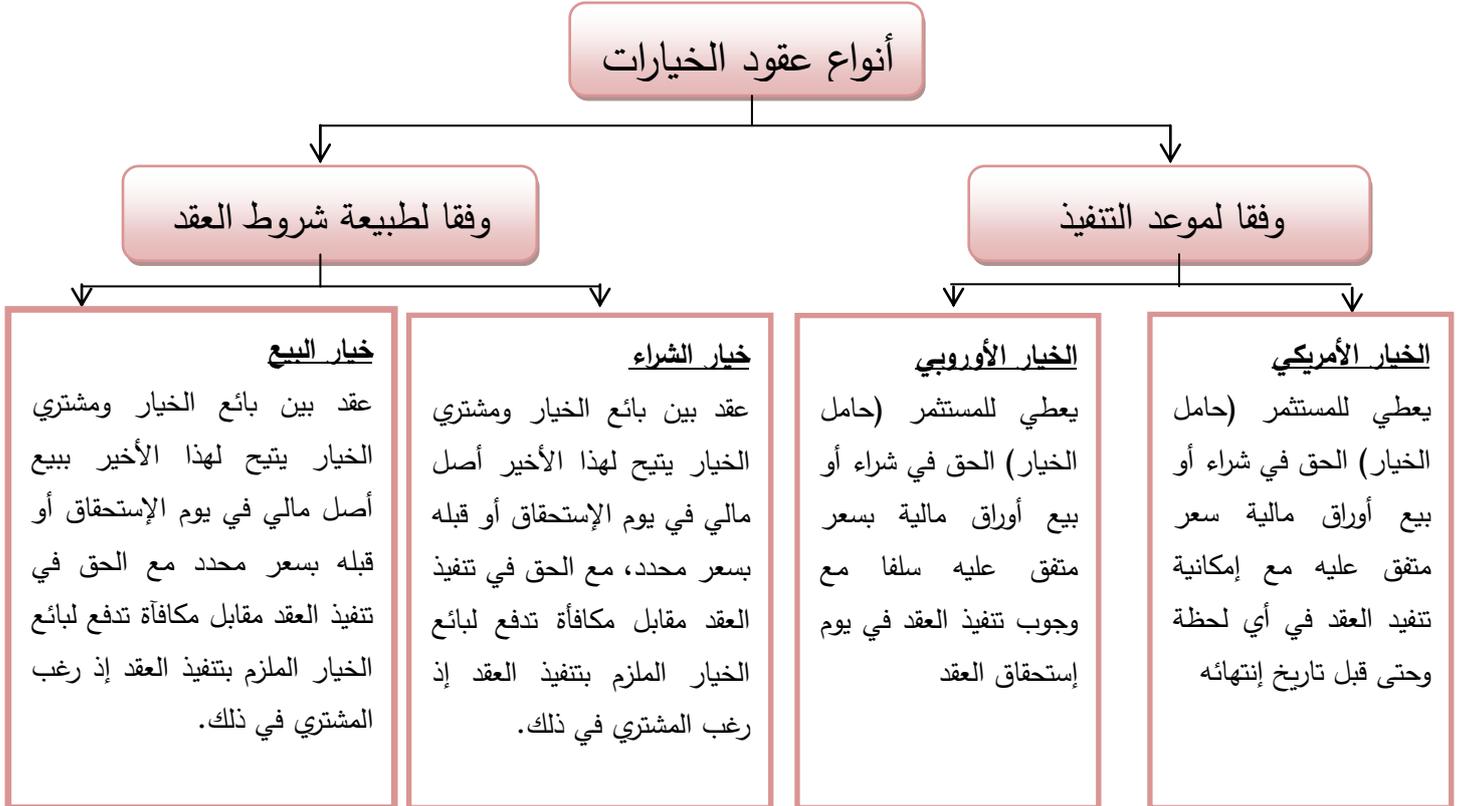
⁴ طارق عبد العالي حماد، المشتقات المالية (المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبية)، دار المسير للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2001، ص05.

ثانياً: أنواع المشتقات المالية

1. عقود الخيارات: تم تداول عقود الخيار أول مرة في بورصة المنظمة عام 1973، ومنذ ذلك الوقت حدث نمو كبير في أسواق الخيارات ويتم تداول هذه الخيارات الآن في بورصات كثيرة حول العالم، حتى الأسواق الغير رسمية منها، بواسطة البنوك والمؤسسات المالية الأخرى، وتشمل الأصول موضوع الخيارات كل من الأسهم، مؤشرات الأسهم، العملات، أدوات الدين، السلع والعقود المستقبلية.¹

الخيار هو أحد أنواع العقود والعقود في اللغة هو جمع عقد والعقد هو البيع والعهد، وقد جاء ذكر العقد في القرآن الكريم [يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ] (سورة المائدة: 01).² إذن الخيار عبارة عن إتفاقية تعاقدية خاصة تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع الموجودات بسعر ثابت وفي أي وقت قبل التاريخ المعطى.³

• أنواع الخيارات: الشكل رقم (1): أنواع عقود الخيارات



المصدر: هاشم فوزي، دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق، الأردن،

عمان، 2008، ص 96.

¹ مرجع نفسه، ص 17.

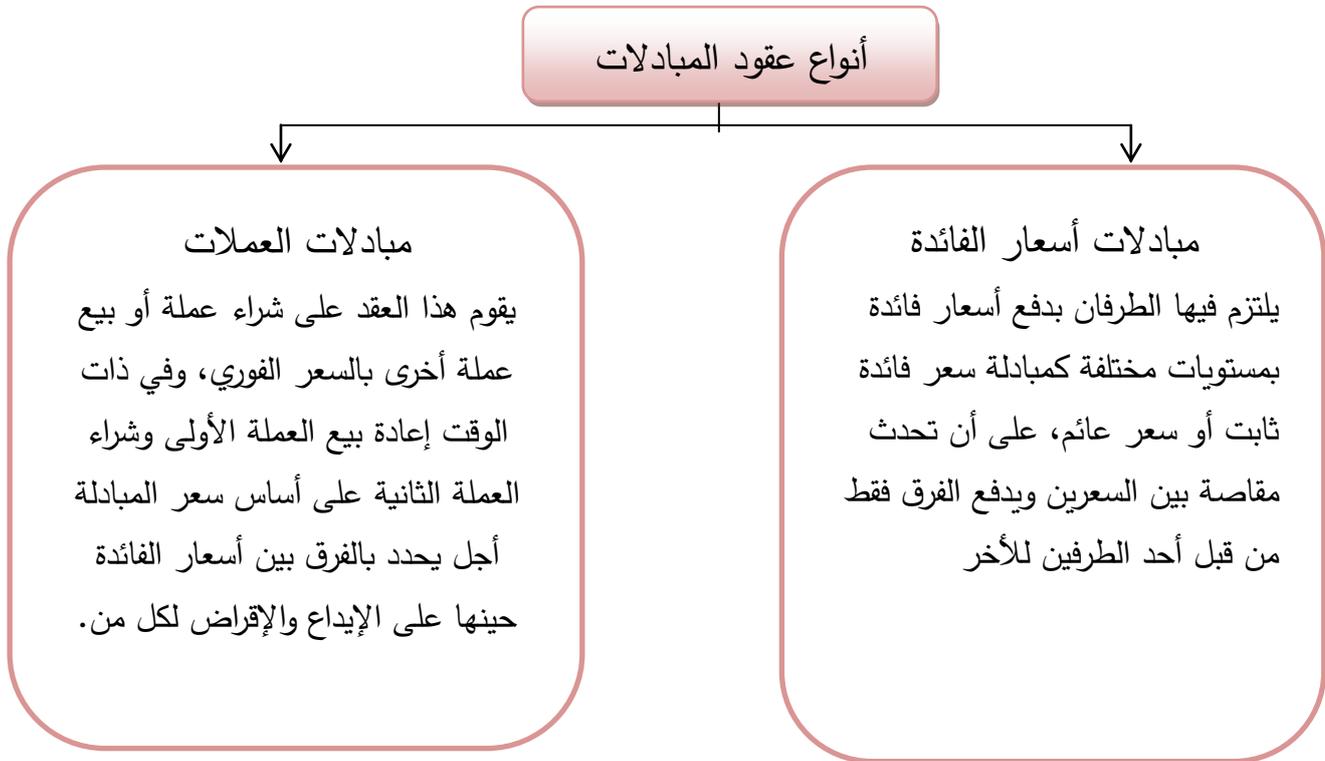
² د حاكم محسن الربيعي، المشتقات المالية (عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلات)، ط1، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2011، ص 181.

³ محمد صالح الحناوي، تقييم الأسهم والسندات، ط1، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص 250.

2. عقود المبادلات: عرف عقود المبادلة على أنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية قد تكون (شهرية، ربع سنوية، نصف شهرية)¹، المبادلة swep عبارة عن عقود بين طرفين لتبادل تدفق نقدي آخر ويتم تحديد ميعاد تسليم التدفق وطريقة الحساب ويتم استخدام المبادلات للتحوط ضد المخاطر ولا تخضع هذه العقود لشروط نمطية محددة، فقد يملي كل طرف شروطه ولذا يتم تداولها في الأسواق غير منتظمة فقط وتعرف أيضا بأنها عقود مشتقة تمارس في أسواق غير منتظمة يتفق فيها الطرفان على تبادل دوري للتدفقات النقدية ولذلك لمدة محددة وبالاعتماد على مبلغ أساس عادة ما يتخيله الطرفان.²

• أنواع عقود المبادلات:

الشكل رقم(2): أنواع عقود المبادلة



المصدر: هاشم فوزي، دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق، الأردن،

عمان، 2008، ص88.

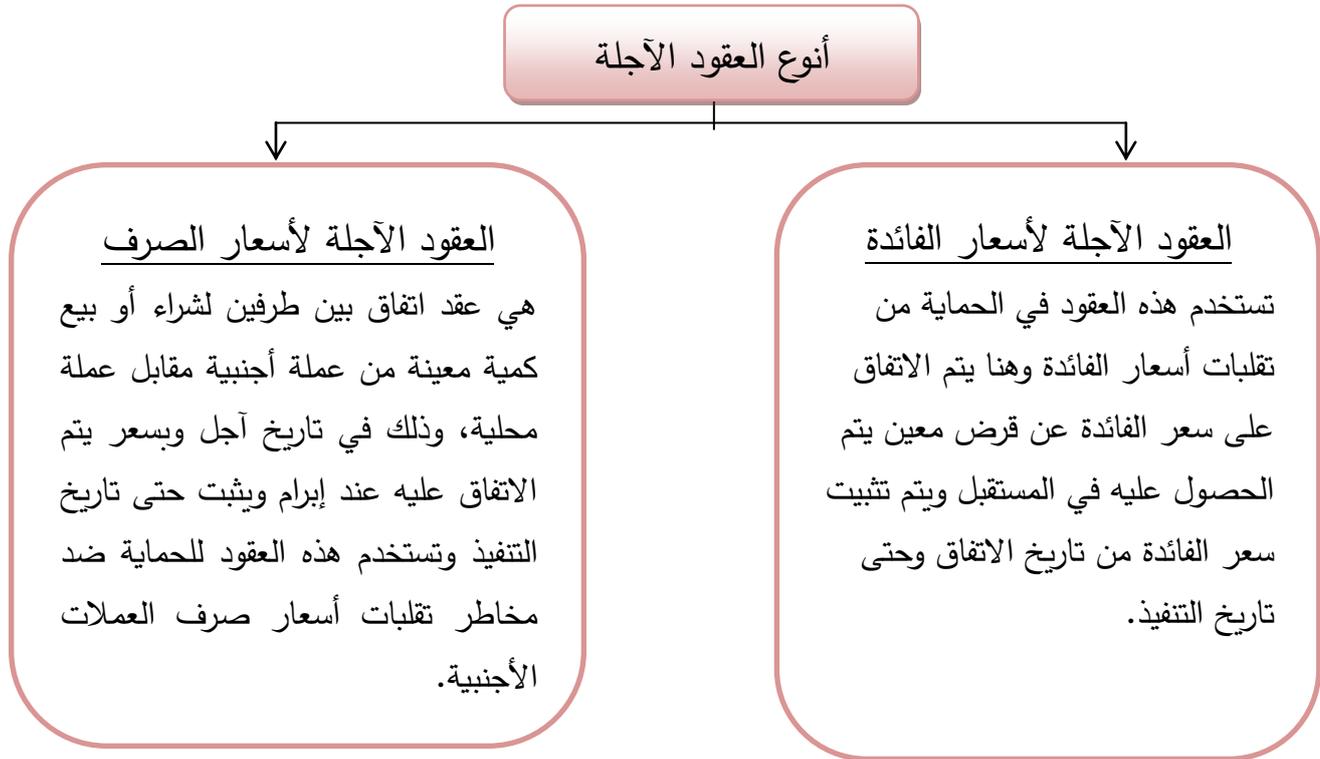
¹ عيساوي سهام، الأدوات المالية المشتقة (أهميتها، أنواعها، استراتيجياتها، بورصة)، دار جامد للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، عمان، 2007، ص256.

² بلعزوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في العملات المالية، مجلة الباحث العدد01، جامعة الشلف، الجزائر، 2010، ص339.

3. العقود الآجلة: يعرف العقد الأجل على أنه "عقد" يبرم بين الطرفين، البائع والمشتري، بالتعامل على أصل ما على أساس سعر يتحدد عند التعاقد على أن يكون التسليم في وقت لاحق.¹ هي عقود ذات طرفين يتحمل الحصول كل منهما على مكاسب أو خسائر نتيجة التغيرات في المراكز المرتبط بالعقود على بيع أصل ما بسعر محدد وأجل تسليم محدد كأن يتفق تاجر مع آخر على بيعه عشرة أطنان من القمح تسلم في تاريخ معين بسعر خمسين ألف درهم مثلا تدفع في نفس يوم التسليم وهذه العقود لا تجري في أسواق منظمة خاصة، وهذا ما يميزها عما تسمى بعقود المستقبلات.²

• أنواع العقود الآجلة

الشكل رقم(3): أنواع العقود الآجلة



المصدر: من إعداد الطالبان

¹ محمد علي إبراهيم العامدي، إدارة محافظ الإستثمار، إثراء لنشر والتوزيع، ط1، الأردن، عمان، 2013، ص490.

² عبد العظيم أبو زيد، التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية، مجلة جامعة عبد العزيز، الإقتصاد الإسلامي، 2013، ص06.

4. **العقود المستقبلية:** عقد المستقبلات هو اتفاق بين الطرفين لتداول أصل معين بتاريخ مستقبلي محدد، يحدد هذا العقد نوع الأصل المتداول، كمية الأصل التي يتم تداولها، التاريخ الذي يتم فيه التبادل بين الأصل والمبلغ، السعر الواجب دفعه للأصل ويعتبر العقد المستقبلي ملزماً بين الطرفين هما البائع والمشتري يتعهد فيه البائع بتسليم موضوع التعاقد عند السعر المحدد وفي التاريخ المتفق عليه.¹

هو التزام وتبادل بين الطرفين يفرض على أحدهما أن يسلم للأخر أو يستلم كمية محددة من أصل وسلعة معينة في مكان وزمان محددان وبسعر محدد، وبواسطة طرف ثالث كوسيط وعادة ما يلتزم كل من طرفين بإيداع سلعة معينة من قيمة العقد لدى سمسار الذي يتعامل من خلاله، وذلك إما في صورة أوراق مالية، أو خطاب ضمان تجنباً للمشاكل التي قد تحدث نتيجة لعدم قدرة أو رغبة أي طرف منهما في الوفاء بالالتزام.²

الفرع الرابع: استراتيجيات الهندسة المالية

يقصد باستراتيجية الهندسة المالية التشغيل الفعال لمصادر واستخدامات الأموال، بالإضافة إلى التشغيل الديناميكي للمنتجات المالية الجديدة عن طريق الصفقات التي تعقد لأوامر تنفيذ في المستقبل، وتركز الاستراتيجية في الهندسة المالية على:³

- _ تحديد عناصر القوة الداخلية للمشروع أو المؤسسة المالية (الأصول المادية والمالية قصيرة الأجل وطويلة الأجل، أصول متغيرة وأصول ثابتة، حقوق الملكية والخصوم طويلة وقصيرة الأجل)؛
- _ تحديد فرص الاستثمار والتمويل داخل أسواق المال وخارجها والتي تحقق جذب وربط إمكانية المشروع بتلك الفرص؛
- _ تجنب التهديدات والمخاطر المالية في الأدوات المالية، مثال ذلك تذبذب أسعار الفائدة على السندات والقروض وتغيرات أسعار الصرف والمخاطر الأخرى؛
- _ الاستفادة من تغيرات الأسعار في أسواق المال الدولية لزيادة العائد وخفض المخاطر؛

¹ خالد وهبي الراوي، مرجع سبق ذكره، ص 298.

² بوعافية سمير، مصطفى فريد، التعامل المشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية، مداخلة في ملتقى العلمي الدولي، الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحكمة العلمية، جامعة سطيف 1، يومي 20-21 أكتوبر 2009، ص 11.

³ فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، دار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 233.

– بناء وإعادة بناء المنظومات المالية في الأجل القصير والأجل الطويل بصفة دورية في ضوء التغيرات الداخلية والخارجية بسوق المال والبيئة المحيطة:¹

أ. إدارة المنظومة المالية اليومية: وتخص الأوراق المالية والنقدية، أوراق القبض، أوراق الدفع، المقاصة وتبديل السندات الأسهم والفائدة العالية بأقل منها وفرق أسعار العملات، وتهدف المنظومة المالية اليومية إلى الاستفادة من القيمة الزمنية للنقود، تذبذبات أسعار الصرف وأسعار الفائدة، التسويات والمقاصات بما يزيد من التدفقات المالية الداخلية عن التدفقات المالية الخارجية.

ب. إدارة المنظومة المالية قصيرة الأجل: وتهدف إلى ربط تمويل الأصول المتداولة من مصادر تمويل قصيرة الأجل، والإدارة المثالية لكل عناصر الأصول المتداولة والخصوم المتداولة، كما تهدف تلك المنظومة أيضا إلى الاستفادة من اتجاهات التغيير في أسعار الفائدة، أسعار الصرف ومعدلات التضخم خلال العام الواحد:

– إدارة النقدية وإدارة الحساب الجاري بالبنك؛

– إدارة الأوراق المالية سريعة التسويق وإدارة القروض قصيرة الأجل؛

– إدارة التغيرات، الأزمات المالية، الضمانات، التسويات والمقاصة المالية؛

– إدارة الضرائب والرسوم؛

– إدارة الربحية والمركز المالي في الأسواق المالية؛

ج. إدارة المنظومة المالية طويلة الأجل: لضمان تمويل الأصول الثابتة من مصادر تمويل طويلة الأجل (حقوق الملكية، الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، الخصوم، القروض طويلة ومتوسطة الأجل) فالاستثمار في الأصول الثابتة كالألات، المعدات، الأراضي، المباني والسيارات وغيرها يحتاج إلى إدارة فعالة في اختيار فرص الاستثمار، تحديد تكلفة التمويل وتحديد مخصصات الاهتلاك، أي إدارة كل نوع من الأصول الثابتة والإجابة على تساؤل حول شراء الأصل أو استئجاره، والشراء نقدا أم بالتقسيط، وإدارة كل مصدر من مصادر التمويل سواء بالاقتراض أو عن طريق إصدار أسهم جديدة، واتخاذ قرار زيادة رأس المال والأرباح المحتجزة ونوع العملات، الضمانات والرهونات وغيرها.

¹مرجع نفسه، ص 234.

المطلب الرابع: مخاطر أدوات الهندسة المالية

نتطرق إلى أهم مخاطر الهندسة المالية:

1. **المخاطر المالية:** تتضمن جميع المخاطر المتصلة بإدارة الموجودات والمطلوبات المتعلقة بالبنوك

وهذا النوع من المخاطر يتطلب رقابة وإشراف مستمرين من قبل إدارات البنوك وفقاً لتوجه وحركة السوق والأسعار والعملات والأوضاع الاقتصادية والعلاقة بالأطراف الأخرى ذات العلاقة، وتحقق البنوك عن طريق أسلوب إدارة هذه المخاطر ربحاً أو خسارة ومن أهم أنواع المخاطر المالية مايلي:¹

أ. **المخاطر الائتمانية:** تعرف المخاطر الائتمانية بأنها مخاطر أن يتخلف العملاء عن الدفع أي يحجزون عن الوفاء بالتزاماتهم بخدمة الدين ويتولد عن الحجز عن السداد خسارة كلية أو جزئية لأي مبلغ مقرض إلى الطرف المقابل.

ب. **مخاطرة السيولة:** تتحدد من خلال مدى دقة الإدارة في تقدير الاحتياجات من السيولة بحيث لا تضطر المؤسسة إلى البيع السريع للأوراق المالية بما يترتب على ذلك من مخاطر وخسائر، ولمخاطر السيولة ثلاثة جوانب، الأول نقص تحديد في السيولة، الثاني احتياطي السلامة الذي توفره المحفظة (الأصول السائلة)، والثالث القدرة على تدبير الأموال بتكلفة عادية، وينتج عن الحالة الأولى أي اللاسيولة الشديدة الإفلاس، أي أنها مخاطرة قاتلة.

ج. **مخاطر التضخم:** وهي المخاطر الناتجة عن الارتفاع العام في الأسعار ومن ثم انخفاض القوة الشرائية للعملة.

ح. **مخاطر تقلبات أسعار الصرف:** وهي ناتجة عن التعامل بالعملات الأجنبية وحدوث التذبذب في أسعار العملات، الأمر الذي يقتضي إماماً كاملاً ودراسات وافية عن أسباب تقلبات الأسعار.

خ. **مخاطر أسعار الفائدة:** هي المخاطر الناتجة عن تعرض المنشأة للخسائر نتيجة تحركات معاكسة في أسعار الفوائد في السوق، والتي قد يكون لها الأثر على عائداتها والقيمة

¹ عبد الكريم أحمد قندور، إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية، مدخل الهندسة المالية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، العدد 09، جانفي 2013، ص 13-14.

الاقتصادية لأصوله، إن ارتفاع أو انخفاض سعر الفائدة له تأثير معاكس على أسعار الأوراق المالية في ارتفاع أسعار الفائدة له تأثير معاكس على أسعار الأوراق المالية فارتفاع أسعار الفائدة يؤدي الى انخفاض أسعار الأسهم والسندات لأن المستثمر العادي في هذه الحالة سوف يفضل بيع الأوراق المالية التي يملكها ورفع ثمنها كوديعة في البنك، مثلاً تدر عليه عائداً أكبر وأن أي تغيير في أسعار الفائدة سوف يكون له تأثير على أسعار الأوراق المالية طويلة الأجل بشكل أكبر من تأثيره على أسعار الأوراق المالية قصيرة الأجل.

د. **مخاطر العمليات (التشغيل):** يشمل هذا النوع المخاطر عملية المتولدة من العمليات اليومية للمؤسسة ولا يتضمن عادة فرص للربح، فالمؤسسة إما أن تحقق خسارة وإما لا تحققها، وعدم ظهور أية خسائر للعمليات لا يعني عدم وجود أي تغيير ومن المهم للإدارة العليا التأكد من مخاطر العمليات مايلي: الاحتيال المالي (الاختلاس)، التزوير، تزيف العمليات، السرقة والسطو، الجرائم الإلكترونية.

المبحث الثاني

الإطار المفاهيمي حول الأسواق المالية في السعودية

سوف نتطرق في هذا المبحث كمطلب أول لمفاهيم الأساسية للأسواق المالية من خلال التطرق لمجموعة مختلفة من التعريفات وذكر أهم خصائص ووظائف الأسواق المالية، مع أركانها وتقسيماتها، كما سوف نتطرق في المباحث الأخرى إلى نشأة ومفهوم سوق الأوراق المالي السعودي مع أهم خصائصها و مؤسسات المشكلة للنظام المالي السعودي.

المطلب الأول: مفاهيم حول الأسواق المالية

يشكل السوق المالي بتنظيماته المختلفة ركنا أساسيا من أركان النظام التمويلي في النظام الاقتصادي الرأسمالي، ويستمد مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام، فالأسواق موجودة منذ القدم ولكن السلع التي يتم التعامل بها في هذه الأسواق تختلف، وكذلك وسائل وأساليب تلك السلع هي التي تغيرت عبر التاريخ وذلك إتباعا لتطور الظروف الاقتصادية والاجتماعية.

الفرع الأول: نشأة ومفهوم سوق الأوراق المالية

أولاً: نشأة سوق الأوراق المالية

وجدت الأسواق في المجتمعات البشرية منذ القدم، ولكن السلع التي يتم التعامل بها في هذه الأسواق وكذلك وسائل وأساليب تبادل تلك السلع هي التي تغيرت عبر التاريخ وذلك تبعاً لتطور الظروف الاقتصادية والاجتماعية، وتبعاً لتغيير احتياجات الأفراد وللارتقاء وسائل الاتصال فيما بينهم.¹

ويجب النظر إلى نشأة الأسواق المالية المعاصرة الانتباه إلى أن النشأة بدأت بوجود عمليات حركة الأموال بين وحدتي الفائض والعجز، عبر مؤسسات مالية مختلفة ومنظمة، تقوم بدور الوساطة المالية بينهما، أهمها البنوك التجارية والشركات المساهمة العامة، وعبر أدوات مالية معينة، وأهمها الأوراق المالية والتجارية وعلى ذلك تعد بداية نشأة هذه المؤسسات والأدوات المالية هي نفسها بداية نشأة الأسواق المالية بمفهومها المعاصر بالنظر إلى الوظيفة التي تقدمها المصارف كوسيط مالي بين المدخرين والمستثمرين وعليه يمكن اعتبار تاريخ إنشاء أول مصرف لمفهومه الحديث في منتصف القرن الثاني

¹ د. عيسوي سهام، مرجع سبق ذكره، ص 11.

عشر ميلادي، حيث تأسس أول بنك في البندقية في إيطاليا عام 1158م، يمكن اعتبار هذا التاريخ هو تاريخ لنشأة الأسواق المالية المعاصرة.¹

ثانياً: مفهوم سوق الأوراق المالية

التعريف الأول: السوق المالية (Financial Market) مصطلح مركب من كلمتين هما السوق والمال ويمكن تعريفها باعتبارها مصطلحاً له دلالاته الخاصة، ومفهومه المحدد بأنها "كل مكان أو حيز أو حتى إطار تنظيمي تلتقى فيه رؤوس الأموال من فئة وحدات الفائض إلى وحدات العجز عن طريق إصدار أدوات مالية معينة لهذا الغرض وتداول هذه الأدوات.²

التعريف الثاني: تعرف الأسواق المالية بأنها الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب في الاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة لأموال لغرض الاستثمار عبر فئات متخصصة عاملة في السوق شرط توفر قنوات اتصال فعالة.³

التعريف الثالث: عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين، إذ يمكنهم إتمام عمليات البيع والشراء عن طريق السماسرة والشركات العاملة في هذا المجال، إما داخل السوق أو خارجه باستخدام شبكات وسائل الاتصال الفعالة.⁴

التعريف الرابع: هو آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعاً وشراءً، وتمكن من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي.⁵

التعريف الخامس: هو ذلك الإطار الذي يتضمن الالتقاء بين عارضي الأموال وطالبي الأموال، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يحققها بها هذا الالتقاء أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات الاتصال بين المتعاملين في السوق.⁶

التعريف السادس: هو عبارة عن تنظيم يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين، إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.⁷

¹ خالد أمين عبد الله، إسماعيل إبراهيم طراد، إدارة العمليات المصرفية المحلية والدولية، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2008، ص20.

² عاطف وليم، أسواق الأوراق المالية، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص33.

³ أرشد فؤاد التميمي وأسامة سلام، الإستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2004، ص110.

⁴ د. أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، جامعة القاهرة، مصر، 2008، ص24.

⁵ وليد الصافي وأنس البكري، الأسواق المالية الدولية، ط1، دار المستقبل، الأردن، عمان، 2009، ص16.

⁶ عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، ط1، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006، ص21.

⁷ دنوال بو علام سمر، البورصة والأسواق المالية، دار البازوري العلمية، الأردن، عمان، 2021، ص31.

الجدول رقم(01): جدول تعريف سوق الأوراق المالية

الرقم	الكاتب	سنة الإصدار	الصفحة	التعريف
01	الزبيدي	2001	114	الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة الأموال لغرض الاستثمار، عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط توفر قنوات اتصال فعالة
02	Bhatti Nguye	2012	68	أنه سوف يتم فيها تبادل الأصول المالية ومشتقاتها بيعاً وشراء
03	Humousel novotny	2012	36	السوق التي يتم فيها بيع وشراء وتبادل الأسهم والأوراق المالية لمختلف الشركات والصناعات اعتماداً على العلاقة بين العرض والطلب.

المصدر: حيدر عباس، عبد الله الجنابي، الأسواق المالية والفضائل المالي، دار الأيام للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2016، ص14-15.

نستنتج من خلال التعريف السابقة أن سوق الأوراق المالية هي المكان الذي يتم فيه تبادل الأوراق المالية والأصول المالية بين الأفراد والكيانات التجارية، سواء بشكل مباشر عن طريق السماسرة والشركات المالية، أو بشكل غير مباشر من خلال وسائل الاتصال الفعالة.

الفرع الثاني: خصائص ووظائف الأسواق المالية أولاً: خصائص الأسواق المالية:

تتمتع الأسواق المالية بخصائص تجعلها تتميز عن باقي الأسواق المالية الأخرى ومن أهم هذه الخصائص نجد ما يلي:¹

- وجود هيئة عامة لأعضاء السوق المالية تتألف من وسطاء ووكلاء يقومون بعمليات التداول ويمثلون شركات الوساطة والمصارف والمؤسسات الأخرى التي تسمح لها النظام بالمساهمة في عضوية البورصة؛
- وجود لجنة إدارية تصنع أنظمة السوق المالية وتشرف على تطبيقها وتعمل على تطويرها باستمرار وتراقب عملية التداول عن الكتب؛
- وجود قائمة للتداول تتم من خلالها تنفيذ أوامر وتحديد أسعار الصفقات بسرعة وهناك طريقة متبعة في العادة هما: الطريقة المزيدة والطريقة المفاوضة، ويتم تحديد سعر التبادل حسب الطريقة

¹مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، دمشق، 2014، ص48.

- الأولى بمطابقة أعلى سعر طلب مع أدنى سعر عرض، أما الطريقة الثانية فإن سعر التبادل يتم تحديده بالتفاوض بين وكلاء الأسهم؛
- سرعة إتمام عملية تسوية تبادل الأسهم وتسجيلها ونقل ملكيتها وتسييد ثمنها بسرعة كي لا يتأثر نشاط السوق؛
- السوق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيماً عن باقي الأسواق الأخرى نظراً لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق المال، وتوفر المتعاملين المعلومات الضرورية؛
- التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم، وكذا منافسة التامة، حيث يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب؛
- الاستثمار في السوق المالي يتطلب توفر المعلومات السوقية واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

ثانياً: وظائف الأسواق المالية

- إن كل ما قيل عن وظائف وأهمية السوق المالية، يمكن إرجاعه لثلاث عناصر أساسية فهي إما أن تقدم وظيفة ادخارية وإما أن تقدم وظيفة تمويلية أساسية أو تقدم وظيفة اقتصادية تنموية وبما أن الأولى والثانية يحصلان معاً، وهما سابقتان على الأخيرة، وتعدان أداة من أدواتها، فلا بد من التعرض لها أولاً
- 1. الوظيفة الادخارية:** تتمثل هذه الوظيفة في إيجاد المجال الاستثماري المناسب لأصحاب الفوائض المالية، الذين تزيد إيراداتهم عن نفقاتهم، ولا يجدون الخبرة الكافية لتشغيلها، أو حتى الوقت المناسب لذلك ويرغبون في إيجاد قنوات استثمارية مأمونة يضمنون فيها حقوقهم المالية وتحقق لهم المزيد من العائد عليها بدلاً من بقائها مجمدة وتظهر هذه الوظيفة جلياً، في حالة صغار المدخرين الذين لا يستطيعون إقامة المشاريع المستقلة وحدهم وبهذا تتضح أهمية الدور الأول الذي تلعبه الأسواق المالية في استقطابها لأموال المدخرين مهما كانت قليلة، وتقديمها للمستثمرين المحتاجين للمال بكميات كبيرة.¹
- 2. الوظيفة التمويلية:** تتمثل هذه الوظيفة في توفير التمويل اللازم لأصحاب المشاريع والاستثمارات المختلفة، وذلك من خلال قيام أسواق المال بدور الوسيط بين فئات الفائض الادخاري المحلي أو الخارجي (أفراد، مؤسسات، حكومات)؛ وبين فئات العجز المالي والاستثمارات أو للإنفاق العام، ويقسم التمويل من حيث مصدره إلى نوعين:

¹ أحمد محي الدين، أسواق الأوراق المالية وأثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، ط1، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية، 1995، ص18.

ـ قد يكون التمويل داخليا بمعنى أنه موجه من وحدات الادخار البلد الواحد إلى وحدات الاستثمار في نفس تلك البلد وبهذا تعود فائدة الوظيفة المالية التي تقدمها السوق المالية على الجهتين دون أي سلبيات تذكر.

ـ وقد يكون التمويل خارجيا بمعنى أنه موجه من وحدات الادخار من بلد أجنبي إلى وحدات الاستثمار من البلد المحلي وبهذا لن تعود فائدة الوظيفة المالية عن البلد المحلي بالمطلق وإنما ستكون موزعة على الجهتين فضلا عما قد تحتويه العملية من اشتراطات مسبقة من طرف البلد الأجنبي على البلد المحلي لقاء اتمام العملية من تدخلات سياسية أو ثقافية أو اقتصادية بما يوصل إلى التبعية والدوران في الفلك الغير والعيش في اقتصاديات الديون. وبهذا يتضح أهمية الدور التي تلعبه الأسواق المالية في توفيرها الموارد المالية لأصحاب المشروعات والاحتياجات المختلفة وتتضح أهمية وألوية التمويل الداخلي على الخارجي والتي تقدمها الأسواق المالية المحلية بما تنعكس أثاره الاقتصادية الإيجابية على الفرد والمجتمع والأمة وهذه هي الوظيفة الثالثة.¹

3. الوظيفة الاقتصادية والتنموية

يمكن تعريف التنمية الاقتصادية بأنها عملية تفاعلية، يزداد بها الدخل القومي والفردى ويعرفها بعضهم بأنها "الزيادة التي تحدث للنتائج القومي من السلع وخدمات في فترة معينة، مع وجود التكنولوجيا الفنية والتنظيمية في المؤسسات القائمة والمستمرة في الإنتاج.

تبنى هذه الوظيفة الأساسية على الوظيفة التمويلية، إذ بتحويل الموارد المالية من قطاع المدخرين إلى قطاع المستثمرين (الوظيفة التمويلية)، يقوم هؤلاء المستثمرين باستخدام هذه الموارد المالية في استثمارات إنتاجية يزيد من الناتج القومي، وعلى هذا فإن أسواق المال تساعد على حسب تخصص الموارد في الاقتصاد وتجعل تحركات الموارد المالية بين مختلف الاستخدامات على قدر من الكفاءة الاقتصادية وبهذا تضح العلاقة بين الوظائف الثلاثة (الادخارية والتمويل، والاقتصادية) وأنها تكاملية، وأن الأولى والثانية يحصلان معا وهما الوسيلة الثالثة وأداة من أدواتها، إلى أن تصب نتائج الأعمال والجهود والاستثمارات لصالح التنمية الاقتصادية، بعد تحقيق الشرط الثاني والمهم هو حسن توظيف المال، وما يستلزمه من أدوات تقنية أو ذهنية ملائمة.²

¹ أندرواس، عاطف ولیم، أسواق الأوراق المالية، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص117.

² محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2010، ص39-40.

الفرع الثالث: أركان وتقسيمات الأسواق المالية

نتطرق في هذا الفرع إلى أركان الأسواق المالية، ثم تقسيماتها

أولاً: أركان الأسواق المالية

من المعروف أن هناك عناصر وتداخلون مسؤولون على عمليات التداول والإصدار داخل السوق المالي، المتعاملون الأسواق المالية لا بد من معرفة أهم أركان وتقسيمات هذا السوق

1. الوحدات الاستهلاكية (القطاع الاستهلاكي):

يمثل دور الوحدات الاستهلاكية في السوق المالي في اتجاهين الاتجاه الأول تعد هذه الوحدات مصدرا مهما من مصادر الادخار، والاتجاه الثاني تعد مستخدما أو مقترضا للأموال لأغراض الاستهلاك، فهي تنفق عن شراء سلع وخدمات للاستهلاك الجاري من دخلها الجاري ولكنها تقترض لتمويل مشترياتها من السلع الاستهلاك الدائم كالسيارات والأجهزة المنزلية والأثاث...إلخ، أو لغرض تمويل استثماراتها في الأبنية السكنية، في حين تكون مصدر للادخار عندما تقوم تلك الوحدات باستلام عوائد عناصر الإنتاج المختلفة التي تسمى عموما بالدخل والذي أما أن ينفق لأغراض استهلاكية أو يدخر، فالجزء المدخر هنا يمثل مصدرا من مصادر الادخار الذي قد تشارك فيه هذه الوحدات في الأسواق المالية.¹

2. الوحدات الإنتاجية (قطاع الإنتاج غير المالي):

الوحدات الإنتاجية هي تلك الوحدات التي تقوم بإنتاج السلع والخدمات لأغراض الاستهلاك أو إنتاج السلع الرأسمالية التي تستخدم لإنتاج خدمات أو سلع أخرى، أو في كلتا الحالتين (إنتاج السلع والخدمات والسلع الرأسمالية)، تحتاج هذه الوحدات الكبيرة لمصادر مالية لتمويل استثماراتها في الأبنية والمعدات والمكائن أو لتمويل مشترياتها من المواد الأولية الوسيطة التي تحتاجها العملية الإنتاجية، كذلك فهي تعد مصدرا من مصادر الادخار ولكن ليس بالأهمية التي تحتلها الوحدات الاستهلاكية في هذا المجال، وهكذا فإن الوحدات الإنتاجية تحتاج الدخول إلى سوق الأوراق المالية لغرض التمويل أكثر من دخولها مصدرا للادخار.²

3. الوسطاء الماليون (القطاع المالي) المؤسسات المالية:

تمارس المؤسسات المالية المختلفة دور الوساطة المالية في الأسواق المالية، لا بل تعد مصدرا من خلق التعاملات وانتقال الأرصدة بين الأطراف المتعاملة في السوق، وتأخذ هذه المؤسسات أشكالاً مختلفة حسب طبيعة أدواتها، ولذلك لا يوجد شكل واحد لهذه المؤسسات، بل إن التطورات من الاقتصادية في السوق المالي انعكست عن طبيعة التخصص وتقسيم العمل بين هذه المؤسسات المهمة من الاقتصاديات المعاصرة، كما انعكس هذا التطور في الحصة النسبية التي تشغلها كل مجموعة مؤسسية منها في السوق، وللمؤسسات المالية القدرة عن خلق الالتزامات ومنع حق الآخرين من خلال بيع أصول مالية، مقابل

¹عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2010، ص130.

²عبد المنعم السيد علي، سعد الدين عيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار العامد للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2003، ص72.

موارد مالية سائلة تستخدمها في شراء أصول مالية من الغير، ويمكن تصنيف المؤسسات المالية العاملة في ميدان الوساطة المالية إلى المجموعات الرئيسية الآتية:¹

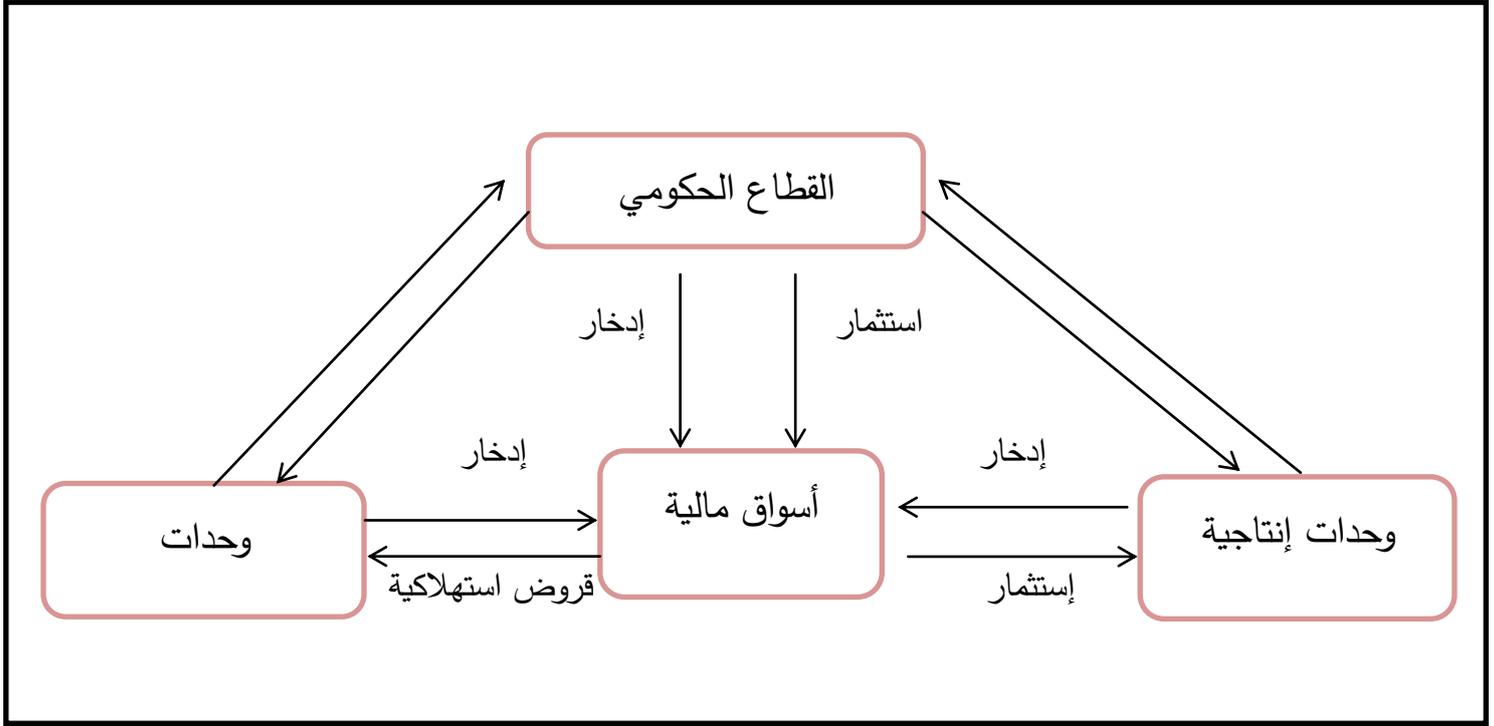
- المؤسسات الإبداعية: وهي عبارة عن مؤسسات وسيطة تقبل الودائع عن اختلاف أشكالها من الغير وتقوم بتقديم التسهيلات الائتمانية إلى تلك الوحدات وتشمل الوحدات: البنوك التجارية، مؤسسات الادخار والاقتراض، مصاريف الادخار ووحدات الائتمان.
- المؤسسات الاستثمارية: وهي عبارة عن مؤسسات مالية بسيطة تقوم في بيع الأموال المالية بأشكالها المختلفة والاستثمار في الأسهم والسندات ومن أمثلتها:
الشركات الاستثمارية ← صناديق سوق النقد
صناديق الاستثمار المشتركة ← شركات الرهن وتجميع الاستثمار العقاري
- المؤسسات التعاقدية: وهي مؤسسات غير وذائعية والأساس في مواردها هو التعاقد ضمن مدة محدودة ومثل هذه النوع من الموارد يتيح لمثل هذه المؤسسات غرض الاستثمار طويل الأجل وتضم شركات التأمين صناديق التعاقد.
- مؤسسات سوق الأوراق النقدية: وهي مؤسسات ذات أهمية كبيرة تلعب دورا بارزا في عملية التوسع المالي بين الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي والوحدات الاقتصادية داخل الفائض المالي وتشمل كالاتي:
بنكي الاستثمار ← السماسرة وتجار الأوراق المالية.

2. القطاع الحكومي: تساهم الحكومة في الأسواق المالية من خلال أنشطتها في الإقراض والاقتراض ولأجل توضيح هذه المساهمة لا بد من بحث التدفقات النقدية الناشئة عن وجود قطاع حكومي داخل السوق المالي والذي هو جزء لا يتجزأ من الاقتصاد الكلي لأن دور الحكومة بوصفها مقترضة أو مقرضا لأموال يعتمد على هذه التدفقات.² والشكل التالي يوضح ذلك:

¹ محمود مجد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات-أوراق-بورصات)، ط1، دار الشروق للطباعة والنشر، الأردن، عمان، 2005، ص48.

² عبد المنعم السيد علي، نزار سعد العيسى، مرجع سبق ذكره، ص76.

الشكل رقم 04: القطاع الحكومي



المصدر: عبد المنعم السيد علي، سعد الدين عيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار العامد للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2003، ص76.

3. **القطاع الأجنبي:** ترتبط بلدان العالم بعلاقاتها التجارية المالية واسعة بعضها مع بعض الآخر وتزداد هذه العلاقات توسعا مع دخولها في عصر العولمة بحيث لا تستطيع أن تتجاهل تأثير التدفقات النقدية الخارجية على أنشطتها الاقتصادية الداخلية والتي تنعكس عادة عن الأسواق المالية من خلال مساهمة القطاع الأجنبي فيها، ويتمثل دور هذا الأخير في الأسواق المالية من خلال ارتباطها ارتباطا مباشرا بوضع ميزان المدفوعات، وإن مساهمة القطاع الخارجي في تلك الأسواق ما هي إلا حصيلة المعاملات الخارجية التي تظهر في ميزان مدفوعات فإن ما كان ميزان المدفوعات الخارجية في حاله عجز فإن هذا يتطلب بيع أوراق مالية لشركات الأجنبية لتغطيه العجز بشكل أسهم أو سندات أو حسابات جارية بمعنى آخر استخدام الادخارات الأجنبية لتغطيه هذا العجز من خلال تدفق هذه الادخارات عن القطاع الخارجي إلى الأسواق المالية، إما إذا كان ميزان مدفوعات في حاله فائض فإن هذا الفائض إما يستخدم لتمويل العجز أو شراء الأوراق المالية من الشركاء الأجانب أو الاستثمار في الأسواق المالية في بلدان أخرى وهكذا يأخذ

القطاع الخارجي أو الأجنبي دور المقرض في السوق المالي في حاله عجز الميزان المدفوعات ودور المقرض في حاله وجود فائض فيه.¹

4. **البنك المركزي:** يمارس البنك المركزي دوره في الأسواق المالية بصفته الجهة الحكومية المسؤولة عن صياغة السياسة النقدية وإداراتها، إذ يتصدر البنك المركزي قمة الأجهزة المصرفية المتعاملة في الأسواق المالية لما يملكه من دور ومقدرة على تحويل الأصول الحقيقية إلى نقدية وبالعكس ويتمثل دور البنك المركزي في السوق المالي والنقدي من خلال:

- توجيه السياسة النقدية؛
- مراقبة البنوك التجارية من حيث الاحتياطي المفروض عليها؛
- مراقبة عمليات بيع العملات الأجنبية وشرائها؛
- ممارسة سياسة السوق المفتوحة بالإشراف عن أدوات السوق النقدي من بيع وشراء للسندات وأذونات الخزينة وشرائها؛
- إصدار عرض النقد في السوق مع مراقبة وضبط سعر الفائدة وضبطه بما يحقق الازدهار الاقتصادي.²

¹ غازي عبد الرزاق النحاس، التمويل والعمليات المصرفية الدولية، ط2، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2001، ص231.

² ناظم محمد النوري الشعري، سياسات الإستثمار العيني والمالي، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 1999، ص201.

ثانياً: تقسيمات الأسواق المالية

يمكن أن يقال بأن السوق المالية كل لا يتجزأ ومع ذلك يمكن بتقسيمها على اعتبار تعدد العناصر المكونة لها وفي الحالتين فإن الهدف مع ذلك واحد وهو المزيد من التعريف بها وعلى ذلك يقصد بتقسيم الأسواق المالية تحليل مكوناتها الرئيسية وتقسيمها إلى أجزاء وعناوين بنيت على أساس واعتبارات معينة وسنتناول توضيح لكل تقسيم على النحو التالي:

1. تقسيم الأسواق المالية من حيث نوع الأدوات المتداولة: وتقسّم إلى قسمين سوق يتم فيها إصدار وتداول الأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل سوق رأس المال بينما يطلق على السوق التي يتم فيها إصدار وتداول الأدوات داخل الأجل القصير: سوق النقد

أ. **سوق النقد:** يقصد سوق النقد ذلك الإطار الذي يتم فيه تبادل الأدوات المالية قصيرة الأجل بين الوحدات ذات العجز المالي المؤقت مع الوحدات ذات الفائض المالي المؤقت مع تداول هذه الأدوات،¹ وتعرف بأنها الإطار العام للمتاجر بأدوات المالية ذات الاستحقاقات قصيرة الأجل هيكلها المؤسسي يتمثل بمجموعة الأطراف المشاركة في السوق المنتشرة جغرافياً.² هو الألية التي يتم بموجبها ومن خلالها تداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل ففي هذه السوق يتركز عرض وطلب الأموال القابلة للاقتراض لفترة تقل عن عام فيتولد عرض هذه الأموال من جانب كل من يرغب في توظيف مدخرات (فوائضه المالية) عن طريق التخلي عن منافع تقوده لفترة قصيرة في مقابل حصولها على عائدها بينما يشكل الطلب عليها من جانب جميع الراغبين في الحصول على منافع تقود الغير لفترة قصيرة في نظير دفع فائدة ما.³

❖ **خصائص سوق النقد:** يكتسب سوق النقد خصائص تميز عن أي سوق من الأسواق المالية ويمكن تحديد هذه الخصائص كالآتي:⁴

- يعتبر سوق لأدوات الائتمان قصيرة الأجل التي لا تتجاوز مدة استحقاقها سنة؛
- إن أدوات التعامل بهذا السوق من النوعية الجيدة من حيث ملائمة المصدرين وانخفاض درجه المخاطرة وارتفاع السيولة؛
- يتصف السوق النقدي باستمرارية والتفاعل المستمر فيها بين المتعاملين؛
- يتصف هذا السوق بسهولة التعامل فيه وكثرة فرص الاستثمار المتوفرة؛

¹ محمد وجيه حنيني، مرجع سبق ذكره، ص 34-35.

² رشاد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في تنظيم وتقييم الأدوات، دار البازوري لنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2012، ص 60.

³ عبد الله خبايا، الإقتصاد المصرفي - النقود - البنوك التجارية - السياسة النقدية - الأسواق المالية - الأزمة المالية - دار الجامعة الجديدة لنشر، الإسكندرية، 2013، ص 14.

⁴ خالد أمين عبد الله، إسماعيل إبراهيم الطراد، إدارة العمليات المصرفية - المحلية والدولية -، دار وائل لنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2006، ص 333-334.

- يتم التعامل بهذا السوق بحجم كبير من المتعاملين من بنوك مركزية وبنوك تجارية وشركات التأمين وصناديق تقاعد وضمان اجتماعي وادخار؛
 - يعتبر السوق النقدي مكملا للسوق المالي ولسوق التعامل بالعملة الأجنبية حيث يلجأ المتعاملون لسوق العملات الأجنبية للتعامل بأدوات السوق النقدي ومشتقاته لتغطيه مراكزهم المستقبلية أو الأجلة وللاستفادة من تقلبات أسعار الفوائد وبالتالي تحقيق الأرباح؛
 - إن العوامل التي تؤثر على أدوات السوق النقد تؤثر أيضا على الأسواق الأخرى كسوق العملات الأجنبية وهذا الأسواق لا بد لها من متابعة الأخبار السياسية والاقتصادية ومدى انعكاسها على هذه الأسواق؛
 - يوفر السوق أدوات بمخاطر منخفضة جدا وقد تكون خالية في بعض منها لا سيما أدوات الخزينة والأوراق الحكومية الأخرى؛
 - أغلب أدواته تتمتع بدرجات ضمان عالية فعالبا ما تستخدم كضمان للقروض؛
 - أدواته توفر عائد مناسب للمستثمر الذي لا يرغب بالتحمل مخاطر.¹
- ب. سوق رأس المال: تعرف سوق رأس المال على أنها سوق الأموال المتوسطة وطويلة الأجل والتي يتجاوز استحقاقها مدة السنة المالية الواحدة وقد يتجاوز أحيانا خمسة وعشرين عاما أغلب المستثمرين في سوق رأس المال هم من المنشآت الإنتاجية ووحدات ذات نشاط مالي كالحكومة والأفراد والراغبين في تمويل الرهون العقارية والحصول على أموال مالية تولد إيرادات وشركات الاستثمار والتأمين والبنوك المتخصصة...إلخ.²
- ويقصد بسوق رأس المال ذلك الإطار الذي يتم فيه تبادل الأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل، بين الوحدات ذات العجز المالي والوحدات ذات الفائض المالي، ومع تداول هذه الأدوات.
- هو الإطار الذي من خلاله تلقتي الوحدات الاستثمارية مع وحدات الادخار وذوي الفوائض المالية تعقد الصفقات الطوية الأجل سوق من خلال الاكتتاب الأولى لأدوات المالية أو من خلال عمليات المتاجرة بأدوات السوق.³

¹ رشاد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 61.

² حيضر عباس عبد الله الجنابي، مرجع سبق ذكره، ص 28.

³ محمد وجيه حنيني، مرجع سبق ذكره، ص 35.

❖ خصائص سوق رأس المال:¹

- يتميز سوق رأس المال بكبير حجم الصفقات المنفذة من قبل المتعاملين والمتشاركين في السوق؛
- يعتبر أكثر تنظيماً من سوق النقد؛
- تشكل الأسهم والسندات الأدوات الأكثر شيوعاً في هذه السوق؛
- توفير عنصر المرونة النسبة للأدوات المصدرة في السوق ويرتبط ذلك من خلال كفاءة وفاعلية تنظيم هذه الأسواق من جانب وقدرتها على توفير صفة الاستمرارية لسعر وفرص التمويل لمختلف القطاعات من جانب آخر؛
- يرتبط سوق رأس المال بالأوراق المالية طويلة الأجل؛²
- له دور فعال في تمويل المشروعات الإنتاجية طويلة الأجل؛
- الاستثمار في سوق رأس المال أكثر مخاطرة من السوق النقدي وأقل سيولة أيضاً؛
- يشترط توفر سوق ثانوية يتم تداول أدوات الإستثمار المختلفة فيه وذلك لتنشيط الإستثمار في سوق رأس المال.

2. تقسيم الأسواق المالية من حيث الإصدار والتداول

طبقاً لهذا التقسيم يتم تقسيم الأسواق المالية إلى:

- أ. **السوق الأولية:** هي السوق التي يتم في نطاقها عرض الأوراق المالية قبل وحدات العجز المالي عن الجمهور الأول مرة سواء بأدوات الدين أو الملكية وذلك عن طريق ما يسمى بالاكنتاب.³ تعرف السوق الأولية أو ما يسمى بسوق الإصدارات بأنها السوق التي تنشأ فيها علاقات مباشرة بين صدر الورقة المالية والمكتتب فيها (الأسهم) أو بين المقترض والمقرض (السندات)، فهي سوق تتجمع فيها المدخرات لتحويلها إلى استثمارات جديدة لم تكن قائمة من قبل عن طريق إصدار أوراق مالية لم تكن قائمة أو متداولة من قبل
- هي السوق التي تختص بإصدار وطرح الأوراق المالية (الأسهم والسندات) للاكنتاب فيها من قبل الجمهور لتمويل مشروعات جديدة أو لتوسع في مشروعات قائمة وذلك من خلال زيادة رأس مالها، وهذا يعني أن المؤسسات التي تحتاج إلى أموال يمكن إصدار أوراق مالية وطرحها للاكنتاب وهذا ما يغطي فرصة لجميع الأفراد والهيئات المختلفة عن طريق مدخراتها للمشاركة في توفير الأموال.⁴

¹رشاد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص92.

²وليد الصافي أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، ط1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2012، ص32.

³محمد وجيه حنيني، مرجع سبق ذكره، ص36.

⁴حيدر عباس عبد الله جنابي، مرجع سبق ذكره، ص28.

❖ خصائص الأسواق المالية:¹

- قدرتها على العطاء في ردد الاقتصاد والعمليات التنموية بالأموال الجديدة؛
- أداة لتجميع المدخرات وتحويلها إلى استثمارات جديدة عن طريق إصدار أوراق مالية تعرض لأول مرة أو التزامات مالية لم تكن قائمة ومتداولة من قبل؛
- حصيلة بيع الإصدار تذهب إلى الشركة صاحبة الإصدار والأدوات المالية التي يتم تداولها في الأسواق الأولى وهي (الأسهم والسندات)؛
- ب. السوق الثانوية: هي التي تتداول فيها الأوراق المالية التي سبق إصدارها في الأسواق الأولية وتعمل فيها المؤسسات المالية التي تقوم بتنشيط تداول الأوراق المالية وتوفير عنصر السيولة مثل: شركة سماسرة والصناديق الاستثمار وشركات إدارة حافظ الأوراق المالية.²
- يقصد بالسوق الثانوية بأنها سوق الإصدار القائمة والجديدة فعن طريقها تتحقق آلية العرض والطلب على الورقة المالية من خلال الأوامر المتدفقة من الزبائن إلى الوسائط والسماسرة الذين بدوره تتحقق عليه صناعه السوق.³
- هو السوق الذي يجري التعامل فيه بالأوراق المالية التي سبق إصدارها وبعبارة أخرى فإن هذا السوق يتم فيه تداول الأوراق المالية للشركات قائمة بالفعل.⁴

❖ خصائص السوق الثانويه:⁵

- يقوم بتوفير المكان والقوانين اللازمة لتنظيم تبادل الأوراق المالية بين المستثمرين وإيجاد السيولة الأزمة لتحويل الأوراق المالية إلى نقد؛
- هذه السوق تسمح للمستثمرين باستبدال هذه الأوراق بالنقد قبل تاريخ استحقاقها طالما أن المصدر الأصلي لتلك الأسهم والسندات غير مضطر إلى استردادها؛
- يوفر للأوراق المالية المصدرة في السوق الأولى عنصر السيولة؛⁶
- يستمد السوق الأولي كفاءته وفعاليتته من خلال السوق الثانوي؛
- يعتبر السوق الثانوي مجالاً لنشاط فئه صانعي الأسواق.

¹ زكريا سلامة، عيسى الشنطاوي، الأثار الاقتصادية لسوق الأوراق المالية، ط1، دار النقاش للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2009، ص41-42.

² محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية-الأصول العلمية والتحليل الأساسي-، ط1، زمزم ناشرون وموزعون، الأردن، عمان، 2009، ص32.

³ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص100.

⁴ خباية عبد الله، مرجع سبق ذكره، ص146.

⁵ زكريا سلامة، عيسى الشنطاوي، مرجع سبق ذكره، ص44.

⁶ وليد الصافي، أسن البكري، مرجع سبق ذكره، ص33.

3. تقسيم الأسواق المالية من حيث المكان التداول: يتم تقسيم الأسواق المالية وفقا لهذا التقسيم الى قسمين:

أ. **الأسواق المنظمة:** هي سوق الأوراق المدرجة التداول بها يكون بموجب قواعد واجراءات تحددها لجنة السوق وطبقا لمواعيد دورية وبطريقة المزايدة العلنية لذلك إن أهم ما يميز هذه السوق لها هيكل تنظيمي ومؤسسي منظم يدار من قبل لجنة السوق أو البورصة.¹ وهي ما يعرف ببورصة الأوراق المالية والبورصة هي المكان الذي تجرى فيه التعاملات عن الاوراق المالية في أوقات محددة بواسطة أشخاص مؤهلين مخصصين بهذا النوع عن العمل وهم الوسطاء وفق إجراءات وقوانين ونظم محددة.²

❖ خصائص الأسواق المنظمة:³

– توفر علانية للصفقات وخزينة المساومة عبر آلية العرض والطلب عن الأوراق المالية؛
 – التشريعات التي تضعها لجنة السوق وتوفر الحماية للمتعاملين وضمان حقوقهم؛
 – وجود مكان محدد للتعامل بالأوراق المالية؛
 – يتم تسجيل الأوراق المالية في هذه السوق وفقا لقواعد معينة.
 ب. **الأسواق الغير منظمة:** الأسواق الغير منظمة هي عبارة عن شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة والتجار والمستثمرين داخل الدواة، أي أن هذا السوق يعتبر أسلوبا لأداء الصفقات أكثر منه مكان لعقد الصفقات.

وتعرف بأنها السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية كالأسهم والسندات من خلال مجموعة من الوكلاء عن طريق استخدام تكنولوجيا الحاسب والاتصال المتطورة.⁴

❖ خصائص الأسواق الغير منظمة:⁵

– تجري عمليات التداول في هذا النوع من السوق عن الأوراق المالية المسجلة في البورصة وغير المسجلة فيها دون وجود زمن أو مكان محددين لإجرائها؛
 – يتم التعامل في هذه السوق في أوقات غير أوقات العمل الرسمية للبورصة؛
 – يتحدد سعر الورقة المالية في هذه السوق طبقا للتفاوض؛

¹ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 101.

² زكريا سلامة، عيسى الشنطاوي، مرجع سبق ذكره، ص 102.

³ محمد وجيه حنيني، مرجع سبق ذكره، ص 37.

⁴ محمد أحمد عبد النبي، مرجع سبق ذكره، ص 33.

⁵ زكريا سلامة، عيسى الشنطاوي، مرجع سبق ذكره، ص 46.

– يمكن أن تتم العمليات بالهاتف أو بالحاسوب من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين من خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار؛

– لا تتوفر بها شروط الإدراج عن الأوراق المالية.

4. تقسيم الأسواق المالية حسب توقيت تسليم الورقة المالية:

أ. **الأسواق الحاضرة:** هي الاسواق التي يتم تسليم الأوراق المتداولة فيها فوراً (أي خلال ثلاث أيام) من تاريخ إبرام الصفقة.¹

ب. **الأسواق الآجلة:** هي السوق التي يتم فيها عقد صفقات الشراء والبيع للأوراق المالية، يتم تنفيذها في ميعاد لاحق في المستقبل.²

5. تقسيم الأسواق المالية حسب المجال الذي تغطيه الأسواق:

أ. **الأسواق المحلية:** يقصد بها الأسواق المالية في الدولة التي تمثل غالبية التعاملات في الأوراق المالية التي تصدرها الشركات والجهات في نفس الدول.

ب. **الأسواق الدولية:** يقصد بها الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي تصدرها الشركات والجهات في مختلف الدول ومن أمثلة هذه الأسواق السوق الأوروبية.³

الفرع الرابع: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية

تصنف الأدوات المالية التقليدية بعدة وسائل كلها تؤدي إلى الهدف، فيمكن تصنيفها من حيث ماهيتها إلى أدوات مالية تمثل حقوق الملكية وأخرى تمثل حقوق المديونية ويمكن تصنيفها من حيث تاريخ استحقاقها إلى أوراق مالية قصيرة الأجل وأخرى متوسطة وطويلة الأجل، وهناك تقسيم من حيث السوق الذي ينتمي له الورقة المالية وهذا ما تم اختياره في هذه الدراسة وعليه تقسيم الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية إلى قسمين على النحو التالي:⁴

القسم الأول: الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد:

– أدوات الخزينة؛

– شهادات الإيداع؛

– الأوراق التجارية؛

– القبولات المصرفية.

¹ محمد أحمد عبد النبي، مرجع سبق ذكره، ص32.

² حيزر عباس، عبد الله الجنابي، مرجع سبق ذكره، ص29.

³ محمد أحمد عبد النبي، مرجع سبق ذكره، ص33-34.

⁴ رسمية قرياقس، أسواق المال، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص18.

ولن يتم التعرض لهذه الأوراق لأنها تنتمي لسوق النقد الموصوف بأدوات الأجل القصيرة عن اعتبار أنه ليس محلاً لهذه الدراسة فقد انحسرت الدراسة في سوق رأس المال الموصوف بأدوات الأجل الطويل، وإمكانية التحول الجزء الثاني منه وهو: سوق التداول المنظم (البورصة) للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

القسم الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال:

يتداول في سوق رأس المال نوعان من الأدوات المالية أحدها يعبر عن الملكية وهي الأسهم بأنواعها والآخر يعبر عن المديونية وهي السندات بأنواعها وهذه الأوراق بمثابة السلعة التي يتم تداولها في سوق رأس المال وهي العمود الفقري له.

1. أدوات الملكية: تتمثل في تلك الأدوات المالية التي تمثل مساهمة في رأس مال شركات المساهمة

أ. مفهوم الاسهم: هي صكوك متساوية القيمة فاعلية للتداول يتمثل فيها حق المساهم في الشركة إلى أسهم في رأس مالها، وتخول لها بصفته هذه ممارسه حقوقه في الشركة لاسيما حقه في الحصول على نسبة من الأرباح ونصيب في مجهودات الشركة عند تصفيتها.¹

❖ خصائص الأسهم: للأسهم خصائص عديدة أهمها:²

- _ انها متساوية القيمة: فلا بد من إصدار أسهم عادية عن نفس الشركة بقيم مختلفة بينما لا يحكم هذا الشرك إصدار الأوراق المالية الأخرى؛
- _ القابلة للتداول: وهذه الخاصية توفر للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية تجعل بالإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية؛
- _ خاصية المسؤولية المحدودة للمساهم: تنص قوانين الشركات على أن مسؤولية المساهم محدودة في الشركة، وهذا يختلف عن حال الشريك في شركات تضامن أو شركات الأشخاص عموماً حيث تكون مسؤولية غير محدودة.

2. أدوات الدين: أهم منتجات الدين هي السندات بمختلف أنواعها وهي تمثل ديناً على الحكومة أو الشركة المصدرة

أ. مفهوم السندات: السند هو عبارة عن عقد (أداة دين) طويل الأجل تصدره الشركات والحوكمة، وطبقاً لهذا العقد يقبل المقرض (المصدر للسند) أن يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة في تواريخ محددة لحامل السند (المقرض) ويحمل السند قيمة اسمية وتاريخ استحقاق معين، ومعدل فائدة محدد.³

¹ خالد أمين عبد الله، إسماعيل إبراهيم الطراد، مرجع سبق ذكره، ص 347.

² محمد أحمد عبد النبي، مرجع سبق ذكره، ص 33-34.

³ سارة بكوش، إدارة تطوير المنتجات المالية وأثر ذلك على تنشيط للسوق المالية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة عباس، سطيف، 2019-2020، ص 33.

❖ **خصائص السندات:** تشترط عموماً السندات ببعض الخصائص بغض النظر عن الجهة

المصدرة (سند حكومي، أو سند شركات) والتي يمكن حصرها في النقاط التالية:¹

_ تصدر جميع السندات بقيمة اسمية وبفئات مختلفة وقد تكون بالعملة المحلية أو بالعملة الأجنبية؛

_ جمع السندات لها تاريخ استحقاق والذي يتراوح بين 1-30 سنة؛

_ للسندات فائدة دورية منظمة، تمثل تدفق نقدي ثابت لحامل السند وقد يكون معدل فائدة سنوي أو نصف سنوي أو ربع سنوي وطبقاً لاتفاقية السند؛

_ جميع السندات قابله للتداول في السوق الثانوية، للاستفادة من الفرق الموجب للقيمة السوقية للسند، لا سيما في أوقات انخفاض معدلات الفائدة السوقية.

3. المشتقات المالية والأوراق المهجنة: بالإضافة إلى أدوات الملكية وأدوات الدين بمختلف أنواعها

يوجد هناك أنواع أخرى من الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية لا يمكن اعتبارها أسهم ولا سندات لأنها تجمع بين صفاتهما وخصائصهما هما:

أ. **المشتقات المالية:** تعتبر المشتقات المالية من أهم أدوات التعامل في الأسواق المالية العالمية وقد بدأ التعامل في هذه الأدوات منذ أوائل السبعينات مع التقلبات التي شهدتها الأسواق المالية، فيما يتعلق بمعدلات الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأسهم وذلك بهدف النحو لصد مخاطر تقلبات في تلك الأسعار.

❖ مفهوم المشتقات المالية: هي أدوات مالية تشتمل قيمتها من الأسعار الحاضرة للأصول المالية أو

العينية محل التعاقد مثل السندات والأسهم والنقد الأجنبي والذهب وغيرها من السلع.²

❖ أنواع المشتقات المالية:³ من أبرز أشكالها عقود المستقبلات، عقود الآجلة، عقود المبادلة وعقود الخيارات

● **عقود الخيارات:** عقود ثانوية مشتقة من عقود أساسية تمنح لحاملها حق شراء أو بيع عدد من الأسهم بسعر محدد، وخلال مدة نفاذ عينة مقابل مبلغ محدد يسمى علاوة الخيار، لذلك طبيعة عقود الخيار تتضمن منح حق وليس التزام لحملتها حريه التنفيذ مع عدمه اعتماداً على توقعاتهم بشأن الأسعار السوقية محل العقد.

¹ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 253.

² سارة بكوش، مرجع سبق ذكره، ص 63.

³ بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفاعلها، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر،

2005-2006، ص 68.

- العقود المستقبلية: عقد يلزم الطرفين المتعاقدين على تسليم أو استلام سلعة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية بسعر متفق عليه في تاريخ محدد بعد العقد المستقبلي بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول، وتتمتع بسهولة عالية، ولذا يتم استخدامها في كل اغراض المضاربة والتحول.
- عقود المبادلات: وهي التزام تعاقدية يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو موجود معين مقابل تدفق نقدي او موجود آخر بموجب شروط تنفيذ معينه يتفق عليها عند التعاقد.
- العقود الآجلة: هي عقود بين الطرفين ينص على بيع وشراء قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر يتم تحديده مسبقا عند إبرام عقد، والتسليم والتنموية يتم مستقبلا في تاريخ تحديده عند إبرام العقد.

ب. الأوراق المهجنة:

❖ مفهوم الأوراق المهجنة: أوراق مالية جديدة لم تعد تمتاز وشكل قاطع بين الصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية أي سندات وأدوات حقوق الملكية أي الأسهم بل مزجت بين خصائص وسميات كل منها، وبالتالي لا يمكن اعتبارها أسهما ولا سندات حيث أنها خليط بينهما.¹

❖ أنواع الأوراق المهجنة:²

- الأسواق الممتازة: مستند ملكية له قيمة اسمية سوقية لأنه في ذلك شأن السهم العادي غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة.
- شهادات الاستثمار: عبارة عن شهادات تمثل جزءا من الشركة المصدرة تعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد مثلها مثل الأسهم العادية وفي المقابل لا تعطي لحاملها الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية العمومية وتوجيه سياسة الشركة.
- الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي: تشمل هذه الأوراق المالية الأسهم والسندات التي تصدرها شركات ذات رأس المال المتغيرة والحصص التي تصدرها صناديق التوظيف الجماعي.

¹ محمد عبد الله شاهين محمد، تحليل وتقييم المحافظ الأوراق المالية، ط1، دار حميثرا للنشر والترجمة، مصر، 2017، ص206.

² بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص10-71.

الفرع الخامس: مخاطر الأسواق المالية

تتمثل فيمايلي:¹

1. **مخاطر التضخم:** إن التضخم والذي تعني به الارتفاع المستمر والعام للأسعار وانخفاض القوة الشرائية للنقود، يؤثر على الأصول المالية بمختلف أنواعها من خلال انخفاض قيمتها الحقيقية بحكم أن العائد يكون في المستقبل ما يؤكد حالة من عدم التأكد وهذا ما يدفع بالمستثمر على تحديد العائد المتوقع حتى يحمي أمواله من مخاطر التضخم فضلا عن تحقيق أرباح سنوية. هذه المخاطر يمكن أن تسمى أيضا مخاطر أسعار الأوراق المالية وتنتشأ نتيجة تقلبات أسعار الأوراق المالية في أسواق راس المال سواء كانت هذه التقلبات بفعل عوامل حقيقية أو عوامل وهمية (الإشاعات، الاحتكار والبيع بالثراء الصوري)، وهذا ما يؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية ذات العائد المتغير، وذات مكونات من نقود وديون، فإن تأثرها بالتضخم يرتبط طرديا بزيادة مكوناتها من النقود والديون.

2. **مخاطر السوق:** تكمل مخاطر السوق المالي في التقلبات السوقية التي تؤثر بصفة مباشرة على مكونات السوق المالي فهي تعبر عن إمكانية وقوع خسائر بسبب تباين أسعار الأوراق المالية بشكل كبير ما بين تقديرات قيم الأوراق المالية وقيم حقيقية لها، باتجاهات السعودية والترولية التي تطرأ على سوق المال مآثرة بذلك على التدفقات النقدية المتوقعة، ومعدل العائد المطلوب على الاستثمار وتتمثل المخاطر المرتبطة بالتحركات غير المرغوبة في أسعار السوق والتي في مخاطر سعر الفائدة، مخاطر سعر العملة أو سعر الصرف، مخاطر أسعار السلع، مخاطر الملكية... إلخ.

3. **خطر السيولة:** يتمثل هذا الخطر في عدم توفر السيولة الكافية للعمليات التي تقوم بها المؤسسة أو للإبقاء بالتزاماتها المالية في حينها حيث يعمل كل مستثمر على تحويل أوراقه إلى نقود سائلة، فهذه المخاطر تتعلق بعدم قدرة المؤسسة على مواجهة طلبات التسديد عن طريق الزبائن وقد تنتج عن سوء إدارة السيولة وعن صعوبة الحصول عليها بتكلفة معقولة مخاطرة تمويل سيولة وعن صعوبة بيع الأصول تنتج مخاطر بيع الأصول.

4. **خطر معدل الفائدة:** يرتبط هذا الخطر بمخاطر تغير معدلات الفائدة وأسعار الصرف ينتج عن عرض وطلب الأوراق المالية في الأسواق المالية فهذا يعبر عن آمال عارضين وطالبي رؤوس الأموال في السوق على المدى الطويل فكلما زادت قيمة العائد المحقق ومنه ارتفاع معدل الفائدة لاحتمال مواجهة نشاط المؤسسة لمصاعب مالية قد تتسبب في انخفاض القيمة السوقية لأوراقها

¹ حمداني زهرة، إشكالية تدويل الخطر المالي وأثره على الأسواق المالية، رسالة ماجستير في الاقتصاد، جامعة وهران، 2011-2012، ص26.

المالية في الأسواق المالية (البورصة) والعكس، فإذا كان احتمال الخطر منخفض عن معدل الفائدة سينخفض لينتج عنه ازدهار في نشاط المؤسسة ما يدفع بأسعار أوراقها المالية للارتفاع، وأما على المدى القصير فإن سعر الفائدة يتحدد وفق معدل تدخل البنك المركزي.

5. خطر سعر الصرف: يتعلق بمختلف المخاطر النقدية التي تتسبب في تغيير قيمة العملة وبالتالي التأثير على مختلف الأصول المقيمة بهذه العملة كما أنها تشير إلى مخاطر تحويل العملة الأجنبية إلى العملة المحلية خاصة عندما لا يمكن التنبؤ بأسعار التحويل.

ففي الاقتصاديات المفتوحة ترتبط القيمة الداخلية بالعملة مع قيمتها الخارجية، فعدم استقرار سعر الصرف ينتج عنه عدم اليقين بشأن كل التزامات المستثمر بالعملة الصعبة والتي تختلف حسب وضعية الصرف La Position de change لكل متعامل، ويمكن أن يترجم خطر الصرف كخطر تجاري عندما يرتبط بعمليات الاستيراد والتصدير المحققة بالعملة الصعبة.

المطلب الثاني: نشأة سوق الأوراق المالية في السعودية

تعود البداية التاريخية لسوق الأسهم السعودي إلى عام 1932م حين أنشأت أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية وهي الشركة العربية للسيارات تلتها ثلاث شركات كهرباء ثم شركة الإسمنت العربية والتي تأسست عام 1954م، وتوالي فيما بعد إنشاء شركات أخرى خصوصاً في السبعينات، وقد تزايد عدد شركات المساهمة لمواكبة احتياجات التنمية الاقتصادية في تلك المرحلة.¹

بعد ذلك قامت الحكومة بتحويل ملكية البنوك الأجنبية العاملة في المملكة وطرح أسهمها للاكتتاب العام، وقد ساهمت هذه العوامل في زيادة عدد الأسهم المتاحة للتداول بين المستثمرين ومن ثم نشأت الحاجة إلى التداول في الأسهم، مما ترتب عليه نشوء سوق غير رسمي لدى مكاتب غير مرخصة قامت بممارسة نشاط الوساطة في بيع وشراء الأسهم، ونظراً لعدم وجود الأسس السليمة التي تتعامل بها تلك المكاتب وظهور بعض الممارسات غير القانونية ومنها نشر أسعار غير واقعية للأسهم، فقد صدر المرسوم رقم 1230/8 في عام 1983 بتنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية.²

وقد استمر التداول في إطار محدود إلى بداية الثمانينات حيث أدى تحسن أسعار النفط في ذلك الوقت إلى تحرك سوق الأسهم نحو الأفضل، مما أدى بدوره إلى زيادة حجم التداول وارتفاع أسعار السوق، كما ارتفع عدد الشركات التي تقوم بدور الوساطة المالية في سوق الأسهم، وبعد أحداث "المناخ" في السوق الكويت عام 1982م ظهرت الحاجة إلى تنظيم ومراقبة هذا النشاط فصدر مرسوم عام 1984م لتنظيم

¹ هيئة السوق المالية السعودية، الإستثمار في سوق السهم، ص01، على الموقع www.cma.org.sa.

² د حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية أداؤها المالي وأثارها في سوق الأوراق المالية، ط1، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2011، ص216.

التداول عن طريق البنوك المحلية وتشكيل لجنة وزارية للإشراف على السوق تتكون من وزير المالية ووزير التجارة ومحافظ مؤسسة النقد العربي السعودي، انبثق عنها لجنة إشراف مشكلة عن تلك الجهة.¹ وخلال عام 1985 م أوكلت الدولة موضوع تداول الأسهم إلى مؤسسة النقد العربي السعودي ويتم إيقاف التداول عن طريق المكاتب الغير مرخصة لتداول الأسهم، وأصبحت المؤسسة تقوم بدور الإشراف والرقابة لحماية سوق الأسهم من الآثار العكسية لفرط التوقعات بالإضافة إلى القيام بتطويرها لتصبح سوق مالية ناضجة، وعلاوة على ذلك فإن الحكومة ترغب في أن تطور سوق الأسهم بطريقة تساهم في التنمية والتطوير القومي وتكون منسجمة مع سياستها الرامية إلى مشاركة أكبر من القطاع الخاص.² وفي عام 1990م بدأ السوق انطلاقه جديدة حيث تم تطبيق النظام الآلي (نظام ESIE)، وهو نظام مختص بالتداول وعمليات التسوية والتقاص، واستمر العمل به إلى حلول عام 2001م حيث تم استبداله بنظام "تداول"، وهو نظام متطور من حيث آليات التداول والتسوية والتقاص، يوفر نظام تداول سواق يقوم على استمرارية إعطاء أوامر البيع والشراء لآخر سعر من خلال التوفيق بين هذين السعرين مع إعطاء معلومات أخرى خاصة بحجم التداول وطبيعة المنشأة، وقد لعبت البنوك التجارية دور الوسيط بين المستثمرين القائمين أو الراغبين في الدخول وبين سوق الأوراق المالية، بإدخال الأوامر التي تستقبلها من المستثمرين إلى نظام تداول والتي يتم تصنيفها وترتيبها حسب أفضلية السعر والوقت، وعند مقابلة أوامر البيع والشراء وتنفيذها مع بعضها يتم التحويل الفوري للأسهم من محفظة البائع إلى محفظة المشتري.³ وفي عام 2001م حدثت نقلة جديدة في سوق الأوراق المالية السعودي نتيجة لتبني نظام تداول إلكتروني والذي بدأ العمل به في السوق اعتباراً من 2001/10/06م، ومن أهم ما يتميز به هذا النظام ما يلي:⁴

- _ التسوية الآتية ونقل الملكية مباشرة عن التنفيذ؛
- _ توفير معلومات عن السوق والشركات عبر موقع تداول على شبكة الأنترنت؛
- _ الربط المباشر لأنظمة البنوك مما أتاح للبنوك تقديم خدمات متقدمة مثل التداول عبر شبكة الأنترنت؛
- _ إضافة أنواع وأوامر جديدة مماثلة للأسواق العالمية؛

وأثبت نظام التداول نجاحه منذ بداية العمل به بشهادة الأرقام القياسية لمعدلات الزيادة في حجم ومبالغ التداول.

¹ محمد رائد زياد، مختار اللولو، دور سوق الأسهم في الاقتصاد السعودي دراسة تحليلية، رسالة ماجستير في الاقتصاد، معهد البحوث والدراسات العربية، مصر، 2016، ص 44.

² يونس حيدر كاظم الموسوي، أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية -الأردن والسعودية حالة تطبيقية للمدة 1990-2007-، أطروحة دكتورا في العلوم الاقتصادية، جامعة الكوفة، العراق، 2009، ص 156.

³ هيئة السوق المالية، الاستثمار في سوق الأسهم، مرجع سيق ذكره، ص 02.

⁴ يسام بن سليمان العبيد، أسواق المال-سوق الأسهم السعودية-، هيئة السوق المالية، منتدى متداول العربي، 2011، ص 10.

وفي عام 2004م صدرت الموافقة على نظام السوق المالي وكان من أبرز ملامحه إنشاء هيئة السوق المالية لتطلع بمهام تنظيم السوق وتطويره وتنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبتها، وحماية المستثمرين، وتحقيق العدالة والكفاية والشفافية وتنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات وغيرها، كذلك تضمن النظام إنشاء سوق لتداول الأوراق المالية باسم السوق المالية السعودية.¹

ونظرا لتوسع الكبير في السوق السعودي والتطور الحاصل فيه تم تبني نظام تداول جديد يسمى SAXESS عام 2006م حيث تم عقد تصميم وتنفيذ أنظمة الجيل الجديد على مراحل مع شركة (OMX) السويدية الرائدة في صناعة الأنظمة الإلكترونية وتقنية الأسواق المالية وإدارة وتشغيل الأسواق المالية حول العالم، ولهذا النظام مميزات كثيرة منها:²

– يمكن أن يستوعب أكثر من مليوني صفقه في اليوم (سابقا كان النظام يستوعب فقط 400,000 صفقه وهو قابل للتطوير مستقبلا؛

– يشغل عدة أسواق في نظام واحد، تعدد الأسواق الثانوية، تعدد العملات؛

– يقوم هذا النظام بسلسلة من العمليات السريعة كتصنيف الأوامر حسب أنواعها وخصائصها ووقت إدخالها وأسعارها.

وقد ألزمت هيئة سوق التعاملات بالأوراق المالية إلى شركات وساطة متخصصة، مما اضطر البنوك لافتتاح شركات وساطة باسمها وكذلك دخول شركات وساطة جديدة بالسوق مما عزز الخيارات لدى المتداولين.

وفي سنة 2007م تم تأسيس شركة السوق المالية السعودية التي وافق مجلس الوزراء عليها في الجلسة المنعقدة في 19 مارس 2007م برئاسة خادم الحرمين الشريفين على تأسيس شركة مساهمة سعودية باسم "شركة السوق المالية السعودية (تداول)".³

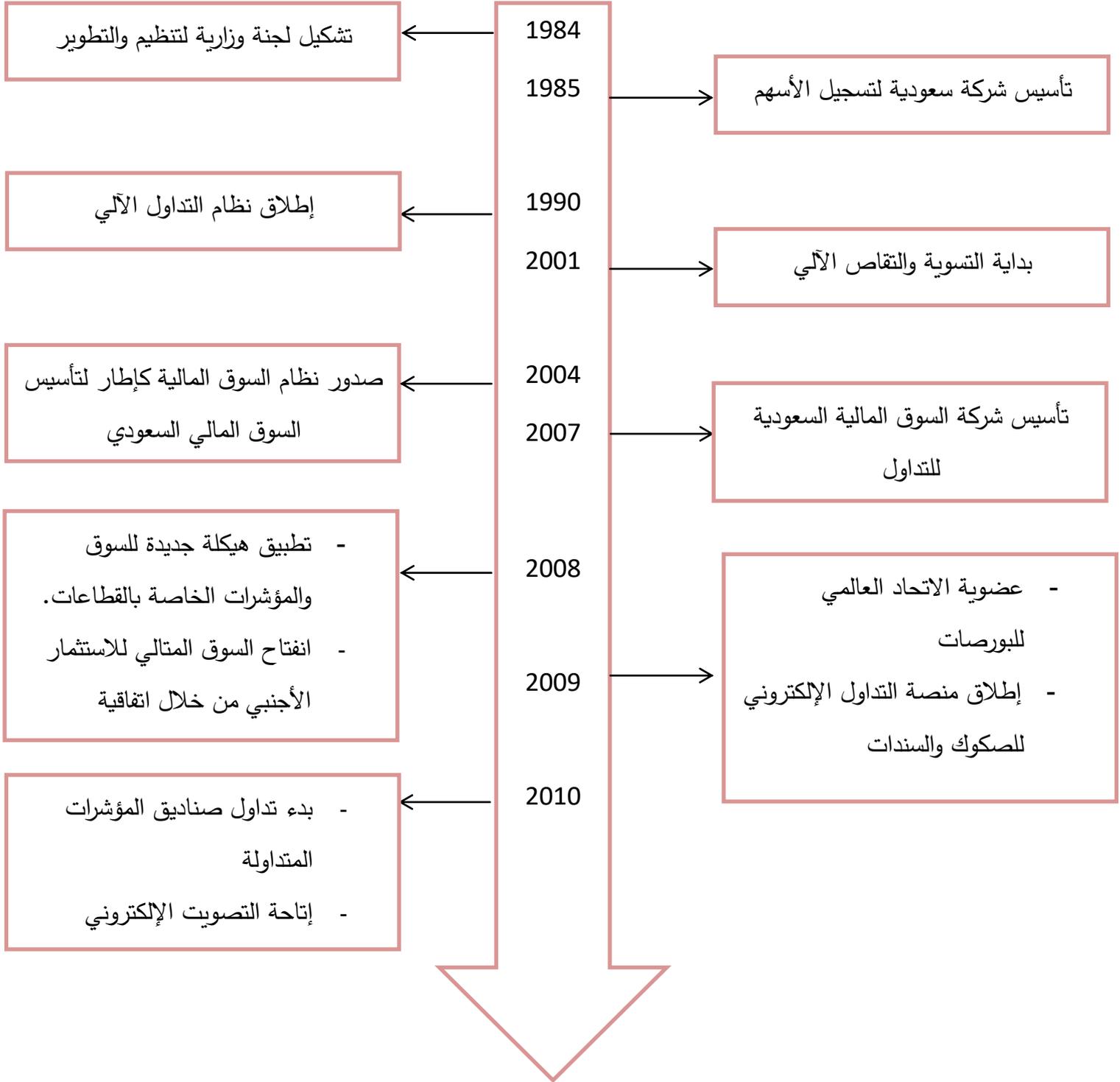
وفيها مما يلي شكل يلخص أهم التطورات التي مر بها السوق الأوراق المالية السعودي.

¹ هيئة السوق المالية السعودية الاستثمارات المالية وأسواق الأسهم، مرجع سبق ذكره، ص13.

² بسام بن سليمان العبيد، مرجع سبق ذكره، ص11.

³ نفس المرجع، ص12.

الشكل رقم (05): مراحل نشأة تطور سوق الأوراق المالية السعودية



المصدر: بسام بن سليمان العبيد، أسواق المال - سوق الأسهم السعودية -، هيئة السوق المالية، منتدى متداول العربي،

2011، ص 14.

المطلب الثالث: خصائص سوق الأوراق المالية السعودي

يتميز سوق الأوراق المالية السعودية بمجموعة من الخصائص التي تميزه عن غيره من الأسواق المالية الأخرى، وتتمثل هذه الخصائص في النقاط التالية:¹

أولاً: حداثة النشأة

يعتبر سوق الأسهم السعودي من الأسواق حديثة النشأة أو من الأسواق الناشئة من حيث الاهتمام والتنظيم فالاستثمار في الأسهم لم يصبح استثماراً جذاباً ومعروفاً بشكل عام إلا في عام 1973.

ثانياً: ضعف حجم التداول

حيث أن عدد الشركات صغيره (163 شركة فقط) مقارنة بعدد الشركات المدرجة في أسواق الدول المتقدمة.

ثالثاً: صغر حجم السوق (ضيق السوق) نسبياً

يتميز السوق بصغر حجمه رغم أن اقتصاد المملكة اقتصاد قوي وكبير مقارنة باقتصاديات أخرى مجاورة ومع ذلك عدد الشركات المدرجة في أسواق هذه الدول يفوقها بأضعاف.

رابعاً: حساسية السوق

وتعود هذه الحساسية إلى ضيق السوق ولارتباط السوق السعودي للأسهم بالأحداث الاقتصادية العالمية مثل أثر ارتفاع (انخفاض) أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية والدول الأوروبية على الاقتصاد السعودي.

خامساً: غياب صانعي السوق الرسميين

لا يوجد في سوق الأسهم السعودية من يطلق عليهم صانعي السوق، ويتم التداول عن طريق وحدات التداول في البنوك التجارية المختلفة.

¹ محمد عبد الله المالكي، سوق الأسهم عالم من الأسرار، مجلة فضل، العدد 382، 2011، ص 08.

المطلب الرابع: المؤسسات المشكلة لنظام المالي السعودي

أنشأت المملكة العربية السعودية عبر السنوات الماضية نظاما ماليا قويا، يهدف على خدمة الاقتصاد بفعالية، يقوم النظام على قاعدة عريضة تضم مجموعة من المؤسسات التي تقدم مجموعة واسعة من الخدمات المالية للمدخرين والمستثمرين.

أولا: مؤسسة النقد العربي السعودي

تتبع مؤسسة النقد العربي السعودي وهي المصرف المركزي للمملكة قمة النظام المالي السعودي ومضى على تأسيسها 50 سنة، حيث أنشأت بتاريخ الخامس والعشرين من رجب 1373 الموافق ل 20 ابريل 1952، ومارست منذ إنشائها دورا حيويا في توطيد وتنمية الاقتصاد السعودي من خلال تطوير نظام نقدي للبلاد، يرتكز على إصدار وإدارة العملة الوطنية وتعزيز نمو النظام المالي، ضمان استقراره والمحافظة على استقرار الأسعار المحلية وسعر الصرف، بالإضافة مصرف الحكومة تقوم المؤسسة بإدارة احتياطات البلاد من النقد الأجنبي.

ساهمت مؤسسة النقد العربي السعودي من خلال السياسة النقدية بشكل فعال في نمو الاقتصاد السعودي، بتوفيرها بيئة ممتازة بالاستقرار النقدي المالي حيث تهدف هذه السياسة النقدية إلى المحافظة على استقرار الأسعار المحلية وأسعار صرف الريال، تحقيقا لهذا الغرض فقد حرصت المؤسسة دائما على توجيه سياستها النقدية بالتنسيق مع السياسة المالية، ولتعزيز استقرار الأسعار المحلية تتخذ المؤسسة تدابير لضمان نمو السيولة المحلية بوجه عام بما يتناسب مع النمو المعروض من السلع والخدمات في الاقتصاد وللمحافظة على استقرار سعر صرف الريال ترأب المؤسسة سوق الريال بصورة وثيقة لضمان عملة بسلاسة وتتخذ تدابير تصحيحية في حالة حدوث نشاطات ذات أثر سلبي على عمل السوق.¹

ثانيا: المصارف التجارية

تطور النظام المصرفي السعودي ليصبح واحدا من أكثر الأنظمة سلاسة وكفاءة في العالم، وبدأت نشأته مع اكتشاف النفط في عام 1939 والارتفاع اللاحق في إيرادات النفط في أعقاب الحرب العالمية الثانية، ففي ذلك الوقت تم السماح لعدد كبير من المصارف الأجنبية الجديدة بفتح فروع لها بالمملكة وبدأ النظام المصرفي مساره الحديث مع نشأة مؤسسة النقد العربي السعودي، في العام التالي تم السماح لعدد من المصارف الأجنبية الجديدة بفتح فروع لها بالمملكة كما تم ترخيص إنشاء مصرفين محليين كبيرين هما البنك الأهلي التجاري وبنك الرياض.

ولتصحيح الوضع بادرت الحكومة ممثلة في مؤسسة النقد العربي السعودي باتخاذ عدد من التدابير، شملت طلب الموافقة مسبقة من المؤسسة للإعلان عن توزيع الأرباح ليتسنى للمصارف تكوين احتياطات

¹سمية بلعيد، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية، دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية، مذكرة مقدمة لاستكمال

متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قسنطينة2، 2013-2014، ص117-121.

وتمديد فترة الإعفاء الضريبي وتخفيضات ضريبية لتغطية مخصصات الديون المدومة وتحسين كفاءة الإدارة السليمة للشركات وتعزيز إجراءات إدارة المخاطر في المصارف وإنشاء لجنة تسوية المنازعات المصرفية وأدخلت الشركة عددا من الأنظمة التقنية المتقدمة، وتشمل نظام عمليات المقاصة الآلية وأجهزة الصرف الآلي وقد أدت هذه الأنظمة إلى تحسين كفاءة الأعمال المصرفية وتعزيز الخدمات المالية وتفعيل الضوابط الإشرافية.

ثالثا: مؤسسة الإقراض المتخصصة

تشكل مؤسسات الإقراض المتخصصة قطاعا مهما من النظام المالي السعودي وتشمل: صندوق التنمية الصناعية السعودي، البنك الزراعي العربي، صندوق التنمية العقارية، صندوق الاستثمارات العامة وبنك التسليف السعودي ومارست المؤسسات دورا هاما في إنشاء هذه المؤسسات العامة، وتقدم هذه المؤسسات القروض الطويلة الأجل لقطاعات الحيوية في الاقتصاد مثل: الصناعة، الزراعة، التنمية العقارية، المهن الحرة وتلبية الاحتياجات الاجتماعية مما يشجع النمو القطاعي وتنويع الاقتصاد ومارست هذه المؤسسات ومازالت تمارس أدوارا هامة في تعزيز النمو ودعم تلك القطاعات حيث بلغ إجمالي قروضها المنصرمة منذ تأسيسها وحتى نهاية الربع الأول من عام 2002 حوالي 289 مليار ريال، وبعد صدور نظام الاستثمار الأجنبي الجديد لتشجيع الاستثمارات الأجنبية سيقوم صندوق التنمية الصناعية السعودي بتقديم قروض لمشاريع ذات ملكية أجنبية بالكامل، وبالنسبة لصناديق التأمينات الاجتماعية فإن مصلحة معاشات التقاعد والمؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية هما الجهتان المعنيتان بهذه الخدمات بالنسبة للعاملين في القطاعين الحكومي والخاص ونظرا لتنامي عدد سكان المملكة وتزايد العاملين من الشباب بحيث تفوق مدفوعات الاشتراكات مدفوعات التعويضات فسيستمر نمو الأموال التي تديرها هاتان المؤسستان لعدة سنوات قادمة وتمثل هذه الأموال مصدرا كبيرا للمدخرات الوطنية.

رابعا: سوق رأس المال

بالإضافة إلى توسع دور القطاع المصرفي، بذلت الحكومة جهودا لتطوير سوق رأس المال وخاصة سوق الأسهم، وقد بدأ تداول الأسهم بالمملكة العربية السعودية عام 1935م وفي منتصف الثمانينات وضعت الحكومة كافة عمليات تداول الأسهم تحت إشراف مؤسسة النقد العربي السعودي، وفوضت المصارف التجارية بممارسة أعمال الوساطة في تداول الأسهم وشهدت سوق الأسهم تطورا كبيرا بإدخال تداول TADAWUL في أكتوبر 2001.¹

¹سمية بلعيد، مرجع سبق ذكره، ص 117-121.

المبحث الثالث: الدراسات السابقة

توجد العديد من الدراسات النظرية والتطبيقية والأجنبية التي سلطت الضوء على موضوع منتجات الهندسة المالية في تفعيل سوق الأوراق المالية، حيث اختلفت هذه الدراسات في منهجية التحليل والنتائج المتوصل إليها، وفي مايلي بعض الدراسات والأبحاث التي تمكنا من الاطلاع عليها

المطلب الأول: الدراسات العربية

الدراسة الأولى:

دراسة بلعيد سمية بعنوان "دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية"، أطروحة مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، تخصص إدارة مالية، 2013، حيث تدور إشكالية هذا البحث "ما مدى مساهمة صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية" وتهدف دراسة هذا البحث إلى تحقيق مجموعة من الأهداف التي يمكن بلوغها من خلال محاولة معالجة الإشكالية المطروحة وإثبات أو نفي الفرضيات المصاغة ومن الأهداف نذكر:

- إبراز دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية؛
 - مدى أهمية صناديق الاستثمار في النهوض بسوق الأوراق المالية؛
 - التعرف على طبيعة واتجاه العلاقة بين صناديق الاستثمار ومؤشرات أداء السوق المالية، من خلال دراسة العلاقة بين صناديق الاستثمار ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية السعودية.
- تم اتباع فيها المنهج الاستقرائي وذلك بالاطلاع على مختلف الدراسات ذات الصلة بالموضوع ثم المنهج الوصفي في الفصلين الأول والثاني وفي الأخير يتم إتباع أسلوب دراسة الحالة حيث يتم الاعتماد على المنهج الوصفي والتحليلي لعرض البيانات المتعلقة بصناديق الاستثمار الناشطة بسوق المالية السعودية ودراسة الارتباط بين هذه الصناديق وسوق الأوراق المالية السعودية ومن أجل القيام بذلك تم الاستعانة ببرنامج SPSS، وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

يقتصر التعامل في سوق الأوراق المالية السعودي على الأسهم، حيث تظل باقي المنتجات - إن وجدت - ضئيلة. ومع ذلك، تبرز المملكة العربية السعودية كساحة رئيسية لتجارب صناديق الاستثمار في العالم العربي، وتعتبر الأكثر تطوراً في هذا المجال من حيث عدد الأصول والتنظيم. تلعب صناديق الاستثمار دوراً مهماً في الاقتصاد السعودي، حيث توفر التمويل اللازم لقطاعات متعددة من خلال جمع المدخرات، سواء كانت محلية أو خارجية. وتشير الدراسات إلى وجود علاقة دالة بين صناديق الاستثمار كمتغيرات مستقلة ومؤشرات سوق الأوراق المالية كمتغيرات تابعة.

الدراسة الثانية:

دراسة حنان عبدلي بعنوان "دور الهندسة المالية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية في ظل التوجه العالمي نحو الصناعة المالية الإسلامية دراسة عينة من الأسواق المالية الناشئة"، أطروحة مقدمة لشهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر 03، 2017-2018 إشكالية هذا البحث تدور حول "في ظل التوجه العالمي للصناعة المالية الإسلامية، كيف تساهم الهندسة المالية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية؟ وما واقع ذلك في الأسواق المالية الناشئة؟" تهدف هذه الدراسة في ظل المخاطر التي أصبحت تصاحب الأسواق المالية التقليدية خاصة بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، بدأت توجه للصناعة المالية الإسلامية الأمر الذي أدى إلى اهتمام بالهندسة المالية الإسلامية حيث لجأ معظم الأسواق المالية ومنها الناشئة إلى إدراج المؤشرات المالية الإسلامية وذلك لتجنب الأزمات وحالة عدم الاستقرار التي أصبحت تتصف بها، فكان الهدف من هذه الدراسة هو توضيح دور المنشآت المالية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية في ظل التوجه نحو الصناعة المالية الإسلامية التي تبني المؤشرات المالية الإسلامية إضافة إلى توضيح مدى تأثير المؤشرات المالية الإسلامية بالمؤشرات المالية التقليدية ومدى قوة تحملها للصدمات المالية. تم إتباع المنهج الاستنباطي عن طريق أداة الوصف والتحليل من خلال عرض مختلف المفاهيم المتعلقة بالهندسة المالية التقليدية والإسلامية، وما تتميزان به من منتجات بينما تم استخدام المنهج الاستقرائي عن طريق اختبار كفاءة السوق المالية لماليزيا ولإندونيسيا والعلاقة بين مؤشرها التقليدي والإسلامي. ومن أهم النتائج المتوصل إليها من هذه الدراسة:

تستخدم الهندسة المالية الإسلامية في التحوط وإدارة المخاطر سواءً باستخدام عقود معروفة في الفقه الإسلامي مثل البيع الحال، وبيع السلم، وبيع مع استثناء المنفعة، أو باستخدام المنتجات المبتكرة مثل المشتقات المالية، والتوريق، والمرابحة. وتظهر التلاعبات والانحرافات في الأسواق المالية عبر نشر معلومات خاطئة ومضللة، مما يعيق تحقيق كفاءة هذه الأسواق، إذ تعتبر المعلومات عاملاً أساسياً في تحقيق الكفاءة. وتلعب الهندسة المالية دوراً كبيراً في تحقيق كفاءة الأسواق المالية من خلال الأسس والخصائص التي تتميز بها، والتي تستمدتها من الشريعة الإسلامية.

الدراسة الثالثة

دراسة نورين بومدين بعنوان "منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية" مجلة جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، المجلد الخامس، العدد العاشر، الجزائر، 2012، تحت إشكالية كيف يمكن تفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية باستخدام منتجات الهندسة المالية؟ تهدف إلى إبراز أهمية الأسواق المالية في توفير الموارد المالية اللازمة لنشاط المؤسسات بما يخدم استراتيجية التنمية الاقتصادية والتعرف على دور الهندسة المالية في تنمية رؤوس أموال المستثمرين في كونها تتيح لها تنويع محافظهم المالية في سوق الأوراق المالية وذلك من خلال تشكيلة من المنتجات المالية الحديثة، إبراز أهمية الهندسة المالية في توفير المنتجات المالية اللازمة لتفعيل نشاط سوق الأوراق المالية.

اتبع الباحث المنهج الوصفي وذلك عند التطرق إلى مختلف الجوانب النظرية المتعلقة بالهندسة المالية ووظائف سوق الأوراق المالية، كما استخدم أيضا المنهج التحليلي عند إبراز أهمية منتجات الهندسة المالية في تفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية. وأهم النتائج المتواصل إليها:

ـ إن لسوق الأوراق المالية أهمية كبيرة في الإقتصاد القومي لأي بلد من هنا يتعين الاستفادة من هذه الفرصة في تمويل أو في تنفيذ خطط التنمية؛

ـ لقد تزايد أهمية المشتقات المالية في السنوات الأخيرة اذ تشير الإحصاءات إلى ارتفاع حجم التداول بالمشتقات على اختلاف أنواعها؛

ـ إن إدراج التعامل بالمشتقات المالية في سوق الأوراق المالية يعد خطوة مهمة في تطوير التعامل في هذه السوق لجعله يتكيف مع رغبات المستثمرين فيه وذلك من خلال توفير المنتجات المالية المناسبة لهم، بهدف الوفاء لمتطلبات كفاءة السوق الأوراق المالية.

الدراسة الرابعة

دراسة بن الأخضر مسعود بعنوان "أهمية الابتكار المالي ومنتجات الهندسة المالية في تنشيط الأسواق المالية دراسة التجربة الكويتية لعقود الخيار" مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، الجزائر، العدد 2 جوان 2017 بطرح إشكالية "ماهي أهم الابتكارات المالية ومنتجات الهندسة المالية في تنشيط السوق المالي" تبع منهج الوصفي في الجزء النظري من الدراسة أما الجزء التطبيقي تم استخدام المنهج الوصفي التحليل، ومن أهم النتائج المتواصل إليها:

لسوق الأوراق المالية أهمية كبيرة في الإقتصاد القومي لأي بلد، حيث يتعين الاستفادة من هذه الفرصة لتمويل أو تنفيذ خطط التنمية. وقد شهدت المشتقات المالية زيادة في الأهمية في السنوات الأخيرة، حيث تشير الإحصاءات إلى ارتفاع حجم التداول بها على اختلاف أنواعها. إدراج التعامل بالمشتقات المالية في سوق الأوراق المالية يعد خطوة مهمة في تطوير التعامل في هذه السوق، لجعله يتكيف مع رغبات المستثمرين وتوفير المنتجات المالية المناسبة لهم، بهدف تحقيق كفاءة السوق الأوراق المالية.

المطلب الثاني: الدراسات الإنجليزية

الدراسة الأولى:

دراسة Sarah Labani بعنوان "The Impact Of Financial Engineering in promoting capital markets" تأثير الهندسة المالية في تعزيز أسواق رأس المال، مجلة جامعة الجزائر، مجلد 20، رقم 02، ديسمبر 2021، تحت إشكالية "كيف تأثر الهندسة المالية على سوق رأس المال وتطويره؟ والهدف الرئيسي من هذه الدراسة هو دراسة دور الهندسة المالية في نمو السوق المالية، هذا في الواقع يؤكد على العلاقة بين نمو السوق المالية ودور الهندسة المالية على سوق رأس المال، ومن أهم النتائج المتوصل إليها:

من الضروري تحقيق تغييرات متزامنة في البنية التحتية المالية الداعمة، من خلال تحسين المواجهة المؤسسية بين الوسطاء والأسواق المالية، وتطوير الممارسات التنظيمية، وتنظيم مرافق التداول والمقاصة، وتعزيز نظام المعلومات الإدارية. هذه التغييرات تهدف إلى تحقيق تحسينات في كفاءة الابتكارات المالية، بما في ذلك المشتقات، والتي تسهم في تعزيز الكفاءة المالية بشكل عام.

الدراسة الثانية:

دراسة JUM Ono، 2013، بعنوان Competitiveness OF stock march، القدرة التنافسية لسوق الأوراق المالية"، هدفت الدراسة إلى توضيح العوامل التي تؤثر على قوة الأسواق المالية الأسيوية، وأهم المؤشرات التي تحدد درجة نشاط وتنافسية أي سوق، وقامت هذه الدراسة بمقارنة الأسواق المالية لكل من طوكيو أستراليا، سنغافورة، وهونغ كونغ، وخلصت الدراسة إلى أن السوق المالية لطوكيو هي الأكثر نشاطاً وتنافسية الأسواق (السيولة، معدل الدوران، توخر منتجات جديدة، النزاهة ومصداقية السوق).

الدراسة الثالثة:

دراسة فيلكس يو أو، ربيكا لي وأونيسي أو، بعنوان " the role of financial engineering in the Growth of the financial market"، "دور الهندسة المالية في نمو السوق المالية" هدف الرئيسي من هذا البحث هو دراسة دور الهندسة المالية في نمو السوق المالية، وهذا ما يؤكد في الواقع على العلاقة بين الهندسة المالية والسوق المالية ونمو السوق المالية، ودور حوكمة الشركات كهندسة مالية ونمو سوق المشتقات المالية، وعمليات الاندماج والاستحواذ.

المطلب الثالث: مميزات الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

دراستنا تحت عنوان: دور الهندسة المالية في تفعيل أدوات سوق الأوراق المالية -دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية، إشكالية بحثنا تدور حول ما مدى مساهمة أدوات الهندسة المالية في تحسين أداء سوق الاوراق المالية السعودية؟

إسم صاحب الدراسة	عنوان الدراسة	مقارنة الدراسات بالدراسات الأخرى
بلعيد سمية	دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية - دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية-	إتباع المنهج التاريخي في تتبع الوقائع لبعض المراحل التاريخية مثل النشأة الأسواق المالية، ونشأة الهندسة المالية..إلخ التطرق إلى أهم الأسس الخاصة بمنتجات الهندسة المالية من أجل تنشيط وتنمية الأسواق المالية باعتبارها من مصادر تمويل الاقتصاد، بالإضافة إلى دراسة أهم مؤشرات السوق المالي السعودي.
حنان عبدلي	دور الهندسة المالية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية في ظل التوجه العالمي نحو الصناعة المالية الإسلامية دراسة عينة من الأسواق المالية الناشئة	اتبنا المنهج التاريخي والوصفي التحليلي، دراسة عينة من السوق المالي السعودي
نورين بومدين	منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية	اتباع المنهج التاريخي والوصفي التحليلي، توضيح دور منتجات الهندسة المالية في تنمية الأسواق المالية، دراسة السوق المالي السعودي
بن الأخضر مسعود	أهمية الإبتكار المالي ومنتجات الهندسة المالية في تنشيط الأسواق المالية دراسة التجربة الكويتية لعقود الخيار	إدراج منتجات الهندسة المالية في الأسواق المالية عامة وفي السوق المالي خاصة لتنشيط وحمايته من المخاطر باعتبارها من مصادر تمويل الاقتصاد.
sarah Labani	تأثير الهندسة المالية في تعزيز أسواق رأس المال،	التطرق إلى المفاهيم الأساسية للأسواق المالية لزيادة ثقة المستثمرين فيها،

<p>بالإضافة إلى معرفة المنتجات المالية المتداولة في الأسواق المالية، وفي الأخير التطرق إلى السوق المالي السعودي وأهم مؤشراتته.</p>	<p>مجلة جامعة الجزائر</p>	
<p>تهدف هذه الدراسة إلى محاولة إزالة الغموض عن الأسواق المالية من خلال توضيح مختلف المعالم الأساسية، بالإضافة إلى معرفة أهم منتجات الهندسة المالية التي من شأنها تنشيط هذه الأسواق.</p>	<p>القدرة التنافسية لسوق الأوراق المالية</p>	<p>JUM Ono</p>
<p>تحليل تأثير أدوات الهندسة المالية على أداء الأسهم والسندات وغيرها من الأصول في السوق المالية. دراسة كيفية استخدام الهندسة المالية في تقليل المخاطر وزيادة العائد على الاستثمارات في السوق المالية.</p>	<p>دور الهندسة المالية في نمو السوق المالية</p>	<p>فيلكس يو أو، ربيكا لي وأونيسي أو</p>

المصدر: من إعداد الطالبان

خلاصة الفصل:

في هذا الفصل، قمنا بتسليط الضوء على مفهوم الهندسة المالية وأهم منتجاتها ومخاطرها، من خلال تحديدها كتطور قديم في مجال المعاملات وفي الوقت ذاته كتطور حديث في المصطلح والتسوية. يهدف الهندسة المالية إلى ابتكار أدوات ومنتجات جديدة تلبي الاحتياجات المتنوعة وتقلل من تكاليف المعاملات بين الوحدات المختلفة، مما ساهم في نشأتها وتطورها. وقد جاءت الهندسة المالية بالعديد من المنتجات، من بينها المشتقات المالية، التي تلعب دوراً هاماً في تنمية الأسواق المالية وتوسيع نشاطها.

كما استعرضنا في هذا الفصل أيضاً أبرز جوانب الأسواق المالية بما في ذلك نشأتها، وتعريفها، وأهميتها، وتقسيماتها، ومخاطرها. وفيما يتعلق بسوق المالية السعودية، فهي من أكبر الأسواق الخليجية من حيث الحجم وعدد الأسهم المدرجة بها. على الرغم من التحديات التي واجهت الأسواق العالمية والسوق المالية السعودية بصفة خاصة، إلا أن صناديق الاستثمار شهدت نمواً في عددها ونجحت في استقطاب المستثمرين المحليين والأجانب وتوجيه مدخراتهم إلى سوق الأوراق المالية، مما ساهم في تنشيطها وتعزيز نشاطها.

الفصل الثاني

دراسة تطبيقية للعلاقة بين أدوات الهندسة المالية وسوق
الأوراق المالية السعودية للفترة ما بين جانفي 2020 إلى
مارس 2024

تمهيد الفصل:

إن الاستثمار في أي سوق مالي لا يكون بطريقة عشوائية وإنما بإتباع مؤشرات ومعطيات ونماذج يتم من خلالها التوصل إلى الخيار الاستثماري المناسب، فصندوق الاستثمار في أسواق الأوراق المالية ما زالت تعتبر من أكثر التقنيات تعقيدا وغموضا لأنها تتطلب فهما عميقا للسوق، وقدرة على تحليل البيانات المالية والتنبؤ بالتوجهات المستقبلية، تحتاج هذه الصناديق إلى إدارة محترفة وتقييم دوري للمخاطر، بالإضافة إلى الالتزام بالقوانين واللوائح التنظيمية المعقدة التي تحكم عملها. كما أن التنوع في أنواع الأصول المالية والتغيرات السريعة في الأسواق المالية العالمية تزيد من تعقيد هذه الاستثمارات وتجعل من الصعب على المستثمرين العاديين فهم الآليات والتوقعات المرتبطة بها

المبحث الأول: صناديق الاستثمار محل الدراسة

المبحث الثاني: التحليل الإحصائي للبيانات

المبحث الأول

صناديق الإستثمار محل الدراسة

من أجل التعمق أكثر في موضوع محل الدراسة وقع اختيارنا على مجموعة الأسواق المالية محل الدراسة كعينة مختارة من بين الأسواق المالية على مستوى السوق المالي السعودي، حيث تطرقنا إلى ثلاث مطالب يتناول الأول صندوق بخيث، والمطلب الثاني صندوق سمبل، والمطلب الثالث والأخير صندوق الخير كابييتال.

المطلب الأول: صندوق بخيث للمتاجرة بأسهم السوق¹

إن صندوق أصول وبخيث للمتاجر بأسهم السوق الموازية هو صندوق استثمارات مفتوح يهدف إلى تنمية رأس المال من خلال تحقيق عائد مطلق على المدى الطويل وذلك من خلال الاستثمار في الشركات المدرجة أسهمها في السوق الموازية (نمو) وفي أسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة المدرجة في السوق الرئيسية وذلك بما لا يزيد من 80% من صافي أصول الصندوق، بالإضافة إلى ذلك يسمح للصندوق باستثمار السيولة المتاحة في وذايع آجلة لذى البنوك المرخصة في المملكة العربية السعودية والتي تتوافق مع الضوابط الشرعية المعدة من قبل اللجنة الشرعية للصندوق، كما يمكن لصندوق الاستثمار في صناديق الأسهم السعودية وصناديق أسواق النقد المطروحة وحداتها طرحا عاما ومرخصة من قبل الهيئة.

الفرع الأول: النظام المطبق

صندوق الاستثمار ومدير الصندوق خاضعان لنظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية والأنظمة واللوائح الأخرى ذات العلاقة المطبقة في المملكة العربية السعودية

الفرع الثاني: عملة الصندوق

يتعامل الصندوق بالريال السعودي فقط، ويجب على المشتركين إيداع أموالهم في حساب مدير الصندوق بالريال السعودي فقط، ويعامل مدير الصندوق جميع الحوالات الواردة من خارج المملكة أو أي عملات غير الريال السعودي بالمبالغ الفعلية المستلمة بالريال السعودي.

الفرع الثالث: أهداف الصندوق

يهدف الصندوق إلى تنمية رأس المال من خلال تحقيق قيمة مضافة إيجابية مقارنة بالمؤشر الاسترشادي مع تحمل أدنى مستوى ممكن من المخاطرة وذلك من خلال الاستثمار في أسهم الشركات السعودية المساهمة المتوافقة مع الضوابط الشرعية، كما يمكن أن يستثمر الصندوق ما لا يزيد عن 30% من صافي قيمة أصوله في الوحدات العقارية المتداولة، وما لا يزيد عن 30% من صافي قيمة أصوله في أسهم الشركات المدرجة في السوق الموازية.

¹تقرير سنوية لصندوق بخيث لسنة 2020 ، علي الرابط -<https://argaamplus.s3.amazonaws.com/30f5ecfe-30fc-4e2a-a0cf-de1b5f180df2.pdf> على الساعة: 55:14.

الفرع الرابع: سياسات الاستثمار¹

1. نوع (أنواع) الأوراق المالية التي سوف يستثمر الصندوق فيها بشكل أساسي: يستثمر الصندوق في أسهم الشركات السعودية المساهمة المتوافقة مع الضوابط الشرعية المحددة من قبل هيئة الرقابة الشرعية للصندوق في السوق الرئيسية وكذلك يمكن أن يستثمر ما لا يزيد عن 30% من صافي قيمة أصوله في الوحدات العقارية المتداولة (بما في ذلك وحدات الصناديق المدارة من قبل مدير الصندوق) وما لا يزيد عن 30% من قيمة أصوله في أسهم الشركات المدرجة في السوق الموازية- نمو، بالإضافة إلى عمليات المرابحة وصناديق المرابحة بالريال السعودي المحددة من قبل هيئات الرقابة الشرعية.

2. سياسة تركيز الاستثمار في أوراق معينة، أو في صناعة أو مجموعة من القطاعات، أوف في بلد معين أو منطقة جغرافية معينة: إن استراتيجية "مدير الصندوق" هي تحقيق عائد مجز للصندوق من خلال الاستثمار كما هو مبين في الجدول التالي بالإضافة إلى أن حدود الاستثمار جغرافيا ستكون في المملكة العربية السعودية وذلك حسب نوع الاستثمار

الجدول رقم (3): نسب الاستثمار في كل مجال استثماري

نوع الاستثمار	الحد الأدنى في أصول الصندوق	الحد الأعلى من أصول الصندوق
أسهم الشركات السعودية المساهمة في السوق الرئيسية	50%	100%
أسهم الشركات المدرجة في نمو- السوق الموازية	0%	30%
الوحدات العقارية المتداولة	0%	30%
عمليات المرابحة وصناديق المرابحة بالريال السعودي المحددة من قبل هيئات الرقابة الشرعية	0%	50%

المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على المعطيات المنشورة على الموقع الرسمي لسوق الأوراق المالي السعودي
ستتم دراسة توافق الشركات السعودية المساهمة مع الضوابط الشرعية من قبل اللجنة الشرعية المسؤولة عن الصندوق وذلك بعد إعلان القوائم المالية لكل ربع سنة، وفي حال عدم تقييد أي من شركات المملوكة

¹تقرير سنوية لصندوق بخبث لسنة 2023 ، على الرابط ، <https://www.cma.org.sa/Market/imf/Documents/MF-0219.pdf> على الساعة: 45،00

- في الصندوق للضوابط الشرعية فسيتم بيعها في مدة لا تتجاوز 14 يوم تقويمي من تاريخ انتهاء الدراسة أو أول فرصة ممكنة في حال انخفاض السيولة على الأسهم
3. أسواق الأوراق المالية التي يحتمل أن يشتري ويبيع الصندوق فيها استثماراته؛
 4. أنواع المعاملات والأساليب والأدوات التي يمكن لمدير الصندوق استخدامها بغرض اتخاذ قراراته الاستثمارية لصندوق الاستثمار؛
 5. أنواع الأوراق المالية التي لا يمكن إدراجها ضمن استثمارات الصندوق؛
 6. أي قيد آخر على نوع(أنواع) الأوراق المالية أو الأصول الأخرى التي يمكن للصندوق الاستثمار فيها؛
 7. الحد الذي يمكن فيه استثمار أصول الصندوق في وحدات صندوق أو صناديق استثمار يديرها ذلك المدير أو مديرو صناديق آخرين؛
 8. صلاحيات صندوق الاستثمار في الحصول على تمويل، وسياسة مدير الصندوق بشأن ممارسة صلاحيات الحصول على تمويل، وبيان سياسته فيما يتعلق برهن أصول الصندوق؛
 9. التعامل مع أسواق المشتقات المالية.

الفرع الخامس: مخاطر الصندوق

تتضمن الأدوات المالية المدرجة في قائمة المركز المالي بشكل رئيسي من الاستثمارات بالقيمة العادلة من خلال الربح والخسارة والنقد لدى البنوك والمستحق إلى الأطراف ذات العلاقة والمصاريف المستحقة والمطلوبات الأخرى

• مخاطر الائتمان

هي عدم مقدرة طرف ما على الوفاء بالتزاماته مما يؤدي إلى تكبد الطرف الآخر لخسارة مالية، لي لدى الصندوق تركيز جوهري لمخاطر الائتمان، يتم إيداع النقد لدى بنوك محلية ذات تصنيف ائتماني مرتفع.

• مخاطر أسعار العملات

تظهر مخاطر العملات من المتغيرات والتذبذبات المحتملة في معدلات العملات التي تؤثر على الربح المستقبلي أو القيم العادلة للأدوات المالية وتراقب الصندوق تقلبات أسعار العملات وتعتقد أن تأثير مخاطر أسعار العملات غير مؤثر.

• مخاطر السيولة

هي مخاطر عدم قدرة الصندوق على تأمين السيولة اللازمة لمقابلة الالتزامات المتعلقة بالأدوات المالية، قد تنتج مخاطر السيولة عن عدم القدرة على بيع أحد الموجودات المالية بسرعة وبقيمة تقارب قيمته العادلة، تدار مخاطر السيولة من خلال مراقبة الدورية للتأكد من توفر سيولة كافية لمقابلة أية التزامات مستقبلية.

• القيمة العادلة

هي القيمة التي يتم بموجبها بيع موجودات ما أو سداد مطلوبات ما بين الأطراف رغبة في ذلك بشروط تعامل عادلة القياس، ضمن تعريف القيمة العادلة يوجد افتراض أن الصندوق هو صندوق عامل مستمر حيث لا يوجد أي نية أو شرط للحد ماديا من حجم عملياتها أو إجراء معاملة بشروط سلبية. تصنف القيم العادلة ضمن مستويات مختلفة في تسلسل القيمة العادلة استنادا إلى المدخلات المستخدمة في الطرق التقييم كما يلي

المستوى الأول: الأسعار السوقية المعلنة في الأسواق النشطة لنفس الأدوات المالية.

المستوى الثاني: أساليب تقييم تعتمد على مدخلات تؤثر على القيمة العادلة ويمكن ملاحظتها بشكل مباشر أو غير مباشر في السوق.

المستوى الثالث: أساليب تقييم تعتمد على مدخلات تؤثر على القيمة العادلة ولا يمكن ملاحظتها بشكل مباشر أو غير مباشر في السوق.

• مخاطر العملات

هي مخاطر التغيير في قيمة الأدوات المالية بسبب التغيرات في أسعار صرف العملات الأجنبية، يعتقد الصندوق ليس عرضة لمخاطر العملات بدرجة جوهرية نظرا لأن كل المعاملات هي بالريال السعودي.

المطلب الثاني: صندوق سمبل بالريال السعودي¹

صندوق تمويل التجارة الدولية بالريال (السنبله ريال) هو صندوق استثماري عام _صندوق أدوات الدين_ مفتوح يستثمر أساسا في الأدوات الاستثمارية مثل أدوات أسواق النقد والدخل الثابت والصناديق الاستثمارية المتشابهة للاستثمارات أو الاستراتيجيات الصندوق وغيرها من الأدوات الاستثمارية المتوافقة مع ضوابط اللجنة الشرعية

الفرع الأول: نظام المطبق

إن صندوق ومدير الصندوق خاضعان لنظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية والأنظمة واللوائح الأخرى ذات العلاقة المطبقة في المملكة، يحال أي نزاع ينشأ بين مدير الصندوق وأي من مالكي الوحدات فيمت يخص هذه الشروط والأحكام إلى اللجنة أو هيئة تحل محلها، يقر ويوافق المشترك بأن شراء أو بيع أصول الصندوق والاستثمارات والممتلكات يخضع للأنظمة واللوائح المعمول بها من قبل أي سلطة مختصة ولا يتحمل مدير الصندوق أي مسؤولية في هذا الخصوص اتجاه المستثمر أو أي طرف آخر.

¹تقرير سنوية لصندوق سمبله لسنة 2020 ، علي الرابط

https://www.tadawulgroup.sa/Resources/mfpdfs/stmt/350_1_2022-04-06_15-44-25_Ar.pdf على الساعة 11:30

الفرع الثاني: عملة الصندوق

عملة الصندوق هي الريال السعودي وفي حال تم دفع قيمة الوحدات بأي عملة أخرى، يتم تحويلها إلى الريال السعودي من قبل مدير الصندوق بناء على سعر الصرف السائد في السوق والمتوفر لمدير الصندوق، ويكون شراء الوحدات نافذاً من تاريخ استلام مدير الصندوق لمبلغ الشراء بالريال السعودي، ويتحمل المستثمر مصاريف تحويل العملة.

الفرع الثالث: أهداف الصندوق

يهدف الصندوق إلى تنمية رأس المال وتحقيق عوائد تنافسية مع المحافظة على رأس المال قدر الإمكان من خلال الاستثمار في أدوات أسواق النقد والدخل الثابت وغيرها من صناديق المشابهة لاستثمارات أو استراتيجيات الصندوق والأوراق المالية بحيث تكون هذه الاستثمارات مقومه بالريال أو أي عمله أجنبية ومتوافقة مع ضوابط اللجنة الشرعية.

الفرع الرابع: سياسات الاستثمار وممارسته

يستثمر الصندوق:¹

- بشكل أساسي في الأدوات المالية قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل المتوافقة مع ضوابط اللجنة الشرعية، وهي على سبيل المثال: المتاجرة في صفقات أسواق النقد مثل المرابحة والوكالة والمضاربة والمشاركة، وأدوات الدخل الثابت، والبدائل الشرعية لاتفاقيات المبادلة واتفاقيات إعادة الشراء المعاكس، بالإضافة إلى المنتجات المهيكلة والأوراق المالية المدعومة بأصول أو المرتبطة بالأصول أو الصكوك، شهادات وعقود الإجارة والتمويل، شهادات مرتبطة بمؤشر وأية أدوات أخرى توافق عليها اللجنة الشرعية.
- بنسبة لا تقل من 20% ولا تتجاوز 80% من صافي قيمة الأصول في استثمارات متوسطة وطويلة الأجل مثل أدوات الدخل الثابت بما في ذلك الصكوك الدائمة أو القابلة للتحويل واتفاقية إعادة الشراء المعاكس
- أدوات النقد واتفاقية إعادة الشراء المعاكس قصيرة والمتوسطة الأجل بشكل عام بنسبه لا تزيد علة 80% ومن ضمنها النقد، والتي ستتشكل في حال عدم توفر أدوات الدخل الثابت وقلت نسبة سيولتها بالإضافة إلى تقييم مدير الصندوق بالنسبة للعوائد وتوقعات أسعار الفائدة والتي من الممكن أن تحد من نسب الاستثمار في هذه الأدوات.
- كما يمكن لمدير الصندوق الاستثمار في المربحات طويلة الأجل في حال توافقها مع الاستراتيجية الاستثمار وتوقعات أسعار الفائدة.

¹تقرير سنوية لصندوق سميلة لسنة 2020 ، على الرابط: <https://www.cma.org.sa/Market/imf/Documents/MF-0004.pdf> ، على الساعة: 00:50.

- وحدات الصناديق الاستثمار المتشابهة لاستثمارات أو استراتيجيات الصندوق، بنسبة لا تتجاوز الـ 70%.
- يركز الصندوق استثماراته في مجموعة مختارة من الأدوات المالية مع أطراف نظيرة في المملكة العربية وخارجها على أن تكون مرخصة من البنك المركزي السعودي أو هيئة السوق المالية أو أي جهة رقابية متشابهة خارج المملكة.
- الاستثمار في أدوات أسواق النقد والدخل الثابت التي يصدرها مدير الصندوق أو البنك الأهلي السعودي بما يتوافق مع متطلبات لائحة صناديق الاستثمار
- يجوز للصندوق أن يطلب تمويلاً أو التعامل باتفاقية إعادة الشراء لغرض الاستثمار أو لتغطية طلبات الاسترداد بما يتوافق مع لائحة صناديق الاستثمار على أن تكون متوافقة مع ضوابط اللجنة الشرعية. وستكون استثمارات الصندوق على النحو المبين أدناه:

الجدول رقم(4): نسب استثمار في كل مجال استثماري

الحد الأدنى لأصول الصندوق	الحد الأعلى لأصول الصندوق	الاستثمار
20%	80%	أدوات الدخل الثابت مثل الصكوك، والمنتجات المهيكلة، الأوراق المالية المدعومة أو المرتبطة بالأصول أو الصكوك، شهادات وعقود الإجارة والتمويل، شهادات مرتبطة بمؤشر
0%	80%	النقد وأدوات النقد
0%	70%	وحدات الصناديق الاستثمارية المتشابهة لاستثمارات أو استراتيجيات الصندوق

المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على المعطيات المنشورة على الموقع الرسمي لسوق الأوراق المالي السعودي

الفرع الخامس: المخاطر الرئيسية للاستثمارات في الصندوق

يعتبر الصندوق مناسباً للمستثمر الذي يرغب بتنمية رأس المال على المدى المتوسط والطويل مع مخاطر متوسطة نسبياً، وباعتبار طبيعة استثمارات الصندوق، فإن قيمة الاستثمار في الصندوق والدخل متغيرة وقد تخضع للزيادة أو النقص، ونتيجة لذلك، قد يرتفع سعر الوحدة أو ينخفض ولا تشكل استثمارات مالكي الوحدات التزامات يضمنها مدير الصندوق أو أي من تابعيه.

إن أنشطة الصندوق تعرضه لمجموعة متنوعة من المخاطر المالية: مخاطر السوق ومخاطر السيولة ومخاطر الائتمان يستخدم الصندوق أساليب مختلفة لقياس وإدارة مختلف أنواع المخاطر التي يتعرض لها، في مايلي شرح هذه الأساليب:

أ. مخاطر السوق:

❖ مخاطر معدل العمولة الخاصة: تنشأ مخاطر معدل العمولة الخاصة من احتمال تأثير التغيرات في معدل العمولة الخاصة في السوق على الربحية المستقبلية أو القيمة العادلة للأدوات المالية. كما في تاريخ قائمة المركز المالي، لم يكن الصندوق معرضاً لمخاطر معدل العمولة الخاصة بشكل جوهري حيث أن معظم موجوداته محملة بسعر عمولة خاصة ثابت، أما المطلوبات فليست محملة بالعمولة.

❖ مخاطر العملة: إن مخاطر العملة هي مخاطر التغير في قيمة الأداة المالية نتيجة للتغيرات في أسعار تحويل العملات الأجنبية، إن الموجودات والمطلوبات المالية لصندوق مقومة بالريال السعودي وبالتالي لا يتعرض الصندوق لمخاطرة العملة.

ب. مخاطر السيولة:

إن مخاطر السيولة هي المخاطر المتعلقة بعدم قدرة الصندوق على توفير السيولة الكافية للوفاء بالالتزامات المتعلقة بالمطلوبات المالية. تنص شروط وأحكام الصندوق على أن تتم الاشتراكات واستردادات مالكي الوحدات، وبشكل عام، يتم إيداع استثمارات التمويل التجاري على المدى القصير، يقوم المدير بمراقبة متطلبات السيولة بانتظام والتأكد من توفير السيولة الكافية للوفاء بأية التزامات عند نشوئها، إن المطلوبات المالية للصندوق مستحقة خلال ثلاثة أشهر.

ج. مخاطر الائتمان:

إن مخاطر الائتمان هي مخاطر عدم مقدرة طرف لأداة مالية على الوفاء بالتزاماته مما يؤدي إلى تكبد الطرف الآخر لخسارة مالية. يتعرض الصندوق لمخاطر الائتمان على موجوداته المالية، يسعى المدير إلى الحد من مخاطر الائتمان من خلال مراقبة التعرضات الائتمانية وضع حدود الاستثمارات التمويل التجاري، إن الح الأقصى للتعرض لمخاطر الائتمان على موجوداته المالية هي قيمتها الدفترية.

المطلب الثالث: صندوق خير كابيتال للطروحات الأولية¹

إن صندوق الخير كابيتال للطروحات الأولية ("الصندوق") هو صندوق استثماري غير محدد المدة منشأ ومدار من قبل الشركة الخير كتيبital السعودية ("مدير الصندوق")، لصالح مالكي الوحدات في الصندوق ("مالكي الوحدات").

¹تقرير سنوية لصندوق خير كابيتال لسنة 2020 ، على الرابط:

الفرع الأول: النظام المطبق

تخضع كافة المعاملات في هذه الشروط والأحكام للقوانين والأنظمة الواجبة التطبيق والتي تكون نافذة المفعول من وقت إلى آخر في المملكة العربية السعودية، كما تخضع لإشراف ورقابة هيئة السوق المالية، وأي نزاع ينشأ فيما يتعلق بهذه الشروط والأحكام أو بأي استثمار في الصندوق يتم إحالته إلى لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية.

الفرع الثاني: عملة الصندوق

عملة الصندوق هي الريال السعودي ولن يقبل الصندوق أي أموال بأي عملة أخرى غير الريال السعودي

الفرع الثالث: أهداف صندوق الاستثمار

يهدف الصندوق لإنماء رأس المال على المدى طويل الأجل من خلال الاستثمار بشكل رئيسي في الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في الأسواق المحلية والأجنبية وكذلك في الأسهم المطروحة خلال فترة الطروحات الأولية في المملكة العربية السعودية، ويجوز للصندوق أيضا الاستثمار في شبه النقدية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والصناديق الاستثمارية.

الفرع الرابع: سياسات الاستثمار¹

تشكل نسبة استثمارات الصندوق في أسهم الشركات المساهمة خلال فترة الطرح الأولي العام في الأسواق الأولية وفي أسهم الشركات المدرجة الجديدة ووحدات الصناديق المتداولة التي لم يمض خمس سنوات على إدراجها في الأسواق الثانوية في المملكة العربية السعودية ودول مجلس التعاون الخليجي وإقليم الشرق الأوسط وشمال أفريقيا نسبة 40% إلى 100% من صافي قيمة أصول الصندوق، ولن يكون هناك حد أعلى للاستثمار في أي من أسواق المناطق الجغرافية المذكورة التي يستثمر بها الصندوق وسوف يقوم مدير الصندوق بتحديث المجال الاستثماري للمؤشر الإرشادي في كل ربع سنة مالية.

تشكل نسبة استثمارات الصندوق في أدوات أسواق النقد (عقود المرابحة، أو الأجرة أو الوكالة) وصناديق أدوات أسواق النقد في نفس أسواق الدول المذكورة أعلاه، ما تتراوح نسبته بين 0% إلى 60% من صافي قيمة أصول الصندوق، ولن يكون هناك أي تركيز جغرافي بينما يعتمد مدير الصندوق على أسعار الفائدة نظرا لدورها المباشر في معدل الأرباح في المعاملات الشرعية المتاحة في المناطق المستثمر بها، وستكون بعملة الصندوق وهي الريال السعودي.

يحق لمدير الصندوق استثمار ما قد يصل نسبته إلى 60% من صافي قيمة أصول الصندوق في وحدات صناديق استثمارية أخرى مماثلة لأهداف الصندوق الاستثمارية (بهدف تحقيق عائد

¹تقرير سنوية لصندوق خير كابيتال لسنة 2020 ، علي الرابط:-<https://argaamplus.s3.amazonaws.com/d11cc8b2-67de-4e55-ba82-472a48446fd0.pdf>، على الساعة 9:33.

إضافي) على أن تكون عملة الصناديق المستثمر بها الريال السعودي، ويعمل مدير الصندوق جاهدا على اختيار أفضل الصناديق المستثمر بها من حيث العائد وسمعة مدير الصندوق والأداء التاريخي لمدير الصندوق، على أن تكون مرخصة من قبل هيئة السوق المالية ومطروحة طرعا عاما.

ـ قد يستثمر الصندوق ما قد تصل نسبته إلى 100% من صافي قيمة أصوله في أدوات أسواق النقد وذلك فقط في حال تعرض الأسواق المالية المستثمر بها لانخفاض حاد في أداؤها "المخاطر المنتظمة".

الفرع الخامس: المخاطر الرئيسية للاستثمار في الصندوق

فيما يلي عرض لأنواع المخاطر الرئيسية، على سبيل المثال لا الحصر، التي يمكن أن يكون لها تأثير على الاستثمار في الصندوق

- **مخاطر الائتمان:** تمثل مخاطر الائتمان عدم مقدرة طرف ما على الوفاء بالتزامات مما يؤدي إلى تكبد الطرف الآخر لخسارة مالية، لا يوجد لدى الصندوق نظام تصنيف داخلي معتمد، تتم إدارة المخاطر الائتمان والحد منها وذلك من خلال مراقبة التعرضات لمخاطر الائتمان، وتقليل المعاملات مع أطراف مقابلة محددة، وتقوم الجدارة الائتمانية باستمرار لأطراف المقابلة، تتم إدارة مخاطر الائتمان بشكل عام على أساس أنظمة التصنيف الائتماني الخارجية لأطراف المقابلة، يقوم مدير الصندوق بإدارة مخاطر الائتمان وذلك من خلال مراقبة التعرضات لمخاطر الائتمان والتعامل مع الأطراف المقابلة المشهورة.
- **مخاطر السيولة:** تمثل مخاطر السيولة الصعوبات التي يواجهها الصندوق في توفير الأموال
- **اللزامة للوفاء بالتزامات المصاحبة للمطلوبات المالية والتي تتم تسويتها من خلال تقييم النقدية والموجودات المالية الأخرى.**
- **مخاطر السوق:** تمثل مخاطر السوق المخاطر الناتجة عن تأثير التغيرات في أسعار السوق مثل أسعار تحويل العملات الأجنبية، وأسعار الأسهم، وأسعار العملات، على دخل الصندوق والتدفقات النقدية الخاصة به، إن الهدف من إدارة مخاطر السوق يتمثل في إدارة ومراقبة التعرضات لمخاطر السوق ضمن مستويات مقبولة مع الحفاظ على العائد.
- **مخاطر العملات:** تمثل مخاطر الناتجة عن التقلبات التي تطرأ على قيمة أداة مالية ما بسبب التغيرات في أسعار الصرف الأجنبي، يتم تسجيل الأدوات المالية للصندوق، أي النقدية والموجودات المالية المدرجة بالقيمة العادلة من خلال الربح أو الخسارة والدائنون، بالريال السعودي عليه، لا يتعرض الصندوق لمخاطر العملات.

- **مخاطر أسعار الفائدة:** هي مخاطر تقلب قيمة الأدوات المالية أو تدفقاتها النقدية المستقبلية بسبب التغيرات في أسعار الفائدة في السوق الوديعة لأجل التي يودعها الصندوق هي وديعة قصيرة الأجل بسعر فائدة ثابت بصرف النظر عن ذلك، لا يخضع الصندوق لأي مخاطر أسعار فائدة حيث أن جميع الموجودات والمطلوبات المالية الأخرى لا تحمل عمولة.
- **مخاطر أسعار السهم:** تتمثل مخاطر أسعار السهم بتعرض الأدوات المالية التقلبات في الاسعار والتي تعود إلى التغير في سعر السوق. استثمارات الصندوق تعتبر سريعة التأثير بمخاطر سعر السوق الناتجة من عدم اليقين بشأن الأسعار المستقبلية، تتم إدارة هذه المخاطر عن طريق مدير الصندوق من خلال تنويع محافظ الاستثمار.

المبحث الثاني

التحليل الإحصائي للبيانات

سنقوم من خلال هذا المبحث بدراسة تحليلية للعلاقة التي تربط بين العينة المختارة من السوق المالي السعودي المتمثلة في ثلاث عينات وهي بخيث، سمبله، خير كابتال، والتي تحدد لنا حجم المخاطر النظامية والغير نظامية التي تربط الطرفين.

المطلب الأول: تجميع البيانات الإحصائية

تم جمع البيانات من مصادرها الموثقة وتخص 212 مشاهدة متواترة أسبوعيا للفترة ما بين 2020 و2024 وهي مرتبة وموضحة في الملحق رقم(1).

المطلب الثاني: التحليل الإحصائي الوصفي للمتغيرات

يوضح الجدول أدناه مخرجات التحليل الإحصائي الوصفي لبيانات عينة الدراسة.

الجدول رقم (05): نتائج التحليل الإحصائي الوصفي للمتغيرات محل الدراسة

TASI	SENBELA	ELKHAIR	BAKHIT	
0.002069	0.000527	0.021955	0.015470	Mean
0.004450	0.000200	0.025225	0.015750	Median
0.067900	0.003000	0.274500	0.359500	Maximum
-0.129200	0.000000	-0.285100	-0.370400	Minimum
0.024217	0.000554	0.089042	0.092295	Std. Dev.
-0.831458	1.627248	-0.220449	-0.108756	Skewness
6.824650	6.081553	3.876144	4.616042	Kurtosis
153.6403	177.4414	8.497844	23.48697	Jarque-Bera
0.000000	0.000000	0.014280	0.000008	Probability
0.438700	0.111800	4.654505	3.279600	Sum
0.123745	6.48E-05	1.672901	1.797360	Sum Sq. Dev.
212	212	212	212	Observations

المصدر: مخرجات برنامج EViews 12

المطلب الثالث: استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات

السلسلة الزمنية هي مجموعة المشاهدات أو القياسات التي تُؤخذ على ظاهرة معينة على فترات زمنية متتابعة متساوية الطول سواء سنوية، شهري، أسبوعية أو يومية، وتعد مشكلة الانحدار الزائف إحدى أكثر المشاكل شيوعاً في السلاسل الزمنية لأن المتغيرات غير المستقرة تعكس وجود علاقة زائفة، وعليه ومن أجل تحديد طريقة التقدير المناسبة لا بد من إجراء اختبارات جذر الوحدة Unit Root Test يتم اختبار استقرارية السلسلة الزمنية أي عدم احتوائها على جذر الوحدة بمقارنة القيمة الجدولية مع قيمة T المحسوبة، فإذا كانت القيمة الجدولية أكبر من قيمة T المحسوبة بالقيمة المطلقة فإن ذلك يعني عدم استقرار المتغير والعكس صحيح، أي أن:

H0: الفرضية الصفرية تعني احتواء السلسلة الزمنية للمتغير على جذر الوحدة، أي أنها غير مستقرة.

H1: الفرضية البديلة ومفادها أن السلسلة الزمنية للمتغير لا تحتوي على جذر وحدة، فهي مستقرة.

وللكشف عن استقرارية السلاسل الزمنية لدينا طريقتان هما:

- الرسم البياني للسلسلة الزمنية ودالتها للارتباط الذاتي Correlogram؛
- الاختبارات الاحصائية الرسمية للكشف عن جذر الوحدة وأهمها اختبار ديكي فولر المطور ADF، واختبار فيليبس بيرون PP.

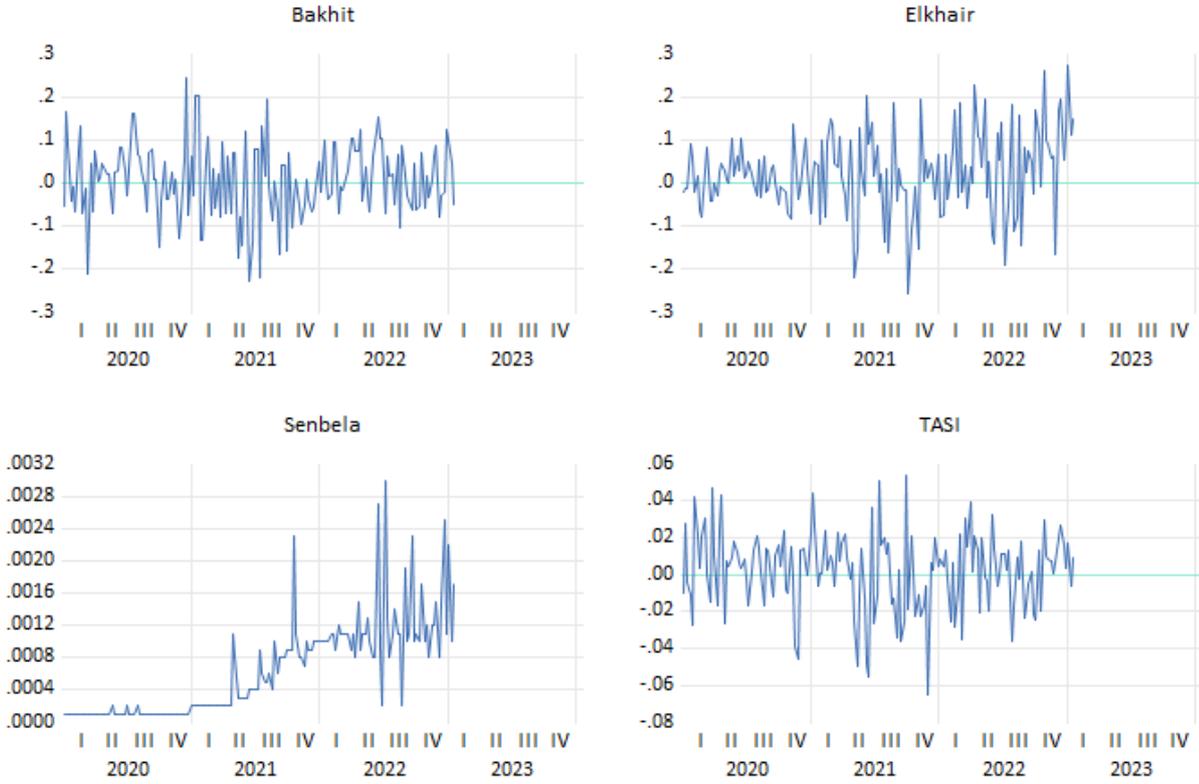
وتكون السلسلة الزمنية مستقرة بشكل تام إذا توفرت الشروط التالية:

- ثبات الوسط الحسابي عبر الزمن؛
- ثبات قيمة التباين عبر الزمن؛
- أن يكون التباين المشترك بين أي قيمتين لنفس المتغير معتمداً على الفجوة الزمنية بين القيمتين وليس على القيمة الفعلية للزمن الذي يحسب عند التباين.

أولاً: التمثيل البياني للسلاسل الزمنية

يبين الشكل الموالي التمثيل البياني للسلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة بين عامي 2020 و2024.

الشكل رقم (06): التمثيل البياني للمتغيرات محل الدراسة



المصدر: مخرجات برنامج EViews 12

ثانيا: اختبار جذر الوحدة

تم الاعتماد في اعداد هذه الدراسة على اختبارات ديكي فولر، ويسمح هذا الاختبار بإلغاء التحيزات الناتجة عن المميزات الخاصة للتذبذبات العشوائية، ويمكن تبسيط الاختبار في أربعة مراحل أساسية:

- تقدير بواسطة طريقة المربعات الصغرى OLS النماذج الأساسية الثلاثة لاختبار ADF مع حساب الاحصائيات المرافقة؛
- تقدير التباين قصير الأجل؛
- تقدير العامل المصحح: - ويسمى التباين قصير الأجل-

من أجل تقدير هذا التباين يجب إيجاد عدد التأخيرات Lag حيث: L عدد التأخيرات المقدره بدلالة عدد المشاهدات الكلية T

تبين الجداول الموالية نتائج اختبار ديكي فولر للمتغيرات المفصرة والمتغير التابع.

الجدول رقم (06): اختبار جذر الوحدة للمتغير مؤشر صندوق الخير XE

Null Hypothesis: ELKHAIR has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-13.16275	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.461327	
5% level	-2.875062	
10% level	-2.574054	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(ELKHAIR)
Method: Least Squares
Date: 05/22/24 Time: 11:12
Sample (adjusted): 1/08/2019 1/17/2023
Included observations: 211 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ELKHAIR(-1)	-0.911251	0.069230	-13.16275	0.0000
C	0.020060	0.006311	3.178613	0.0017

R-squared	0.453249	Mean dependent var	0.000595
Adjusted R-squared	0.450633	S.D. dependent var	0.120235
S.E. of regression	0.089117	Akaike info criterion	-1.988297
Sum squared resid	1.659850	Schwarz criterion	-1.956526
Log likelihood	211.7653	Hannan-Quinn criter.	-1.975454
F-statistic	173.2579	Durbin-Watson stat	1.997276
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: مخرجات برنامج EViews 12

تبين نتائج الجدول رقم (06) اختبار جذر الوحدة باستخدام اختبار ديكي فولر للمتغير مؤشر صندوق الخير (XE)، أن المتغير ساكن عند المستوى عند درجة معنوية أقل من 1%، بدون اتجاه وبدون ثابت حيث كانت القيمة المحسوبة $t\text{-statistic} = -13.1627$ ، وبدون فترة إبطاء.

الجدول رقم (07): اختبار جذر الوحدة للمتغير مؤشر صندوق سنبلية XS

Null Hypothesis: D(SENBELA) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 4 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-9.681855	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.576236	
5% level	-1.942376	
10% level	-1.615674	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(SENBELA,2)
Method: Least Squares
Date: 05/21/24 Time: 06:11
Sample (adjusted): 7 212
Included observations: 206 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(SENBELA(-1))	-3.691840	0.381315	-9.681855	0.0000
D(SENBELA(-1),2)	1.673851	0.338551	4.944167	0.0000
D(SENBELA(-2),2)	0.743129	0.261727	2.839325	0.0050
D(SENBELA(-3),2)	0.243661	0.162148	1.502710	0.1345
D(SENBELA(-4),2)	0.026587	0.074846	0.355217	0.7228

R-squared	0.848713	Mean dependent var	3.40E-06
Adjusted R-squared	0.845703	S.D. dependent var	0.000789
S.E. of regression	0.000310	Akaike info criterion	-13.29596
Sum squared resid	1.93E-05	Schwarz criterion	-13.21519
Log likelihood	1374.484	Hannan-Quinn criter.	-13.26329
Durbin-Watson stat	2.001358		

المصدر: مخرجات برنامج EViews 12

تبين نتائج الجدول رقم (07) اختبار جذر الوحدة باستخدام اختبار ديكي فولر للمتغير مؤشر صندوق سنبلية (XS)، أن المتغير ساكن عند الفرق الأول (1) عند درجة معنوية أقل من 1%، بدون اتجاه وبدون ثابت حيث كانت القيمة المحسوبة $t\text{-statistic} = -9.6818$ ، وقدرت فترة إبطاءه بـ 5 فترات.

الجدول رقم (08): اختبار جذر الوحدة للمتغير مؤشر صندوق بخيت XB

Null Hypothesis: BAKHITE has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-12.70703	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.461327	
5% level	-2.875062	
10% level	-2.574054	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(BAKHITE)
Method: Least Squares
Date: 05/21/24 Time: 05:57
Sample (adjusted): 2 212
Included observations: 211 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BAKHITE(-1)	-0.871806	0.068608	-12.70703	0.0000
C	0.013750	0.006416	2.143062	0.0333

R-squared	0.435849	Mean dependent var	-1.37E-05
Adjusted R-squared	0.433150	S.D. dependent var	0.122014
S.E. of regression	0.091864	Akaike info criterion	-1.927583
Sum squared resid	1.763747	Schwarz criterion	-1.895812
Log likelihood	205.3600	Hannan-Quinn criter.	-1.914741
F-statistic	161.4685	Durbin-Watson stat	2.016042
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: مخرجات برنامج EViews 12

تبين نتائج الجدول رقم (08) اختبار جذر الوحدة باستخدام اختبار ديكي فولر للمتغير مؤشر صندوق بخيت (XB)، أن المتغير ساكن عند المستوى ودرجة معنوية أقل من 1%، حيث كانت القيمة المحسوبة $t\text{-statistic} = -12.7070$ وبدون فترة إبطاء، بدون اتجاه وبوجود ثابت C قيمته 2.1430 وهو معنوي عند درجة معنوية أقل من 5%.

الجدول رقم (09): اختبار جذر الوحدة للمتغير مؤشر السوق تاسي YT

Null Hypothesis: TASI has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-12.58173	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.575968	
5% level	-1.942338	
10% level	-1.615698	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(TASI)
Method: Least Squares
Date: 05/21/24 Time: 05:53
Sample (adjusted): 2 212
Included observations: 211 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TASI(-1)	-0.856786	0.068098	-12.58173	0.0000
R-squared	0.429795	Mean dependent var		0.000177
Adjusted R-squared	0.429795	S.D. dependent var		0.031829
S.E. of regression	0.024035	Akaike info criterion		-4.613924
Sum squared resid	0.121308	Schwarz criterion		-4.598038
Log likelihood	487.7689	Hannan-Quinn criter.		-4.607502
Durbin-Watson stat	1.949186			

المصدر: مخرجات برنامج EViews 12

تبين نتائج الجدول رقم (09) اختبار جذر الوحدة باستخدام اختبار ديكي فولر للمتغير مؤشر السوق تاسي (YT)، أن المتغير ساكن عند المستوى درجة معنوية أقل من 1%، بدون اتجاه وبدون ثابت حيث كانت القيمة المحسوبة $t\text{-statistic} = -12.5817$ ، وبدون فترة إبطاء.

وبما أن المتغيرات هي خليط بين متغيرات ساكنة ومستقرة عند المستوى وأخرى ساكنة عند الفرق الأول (1) بعد التأكد من أن المتغيرات المستخدمة في الدراسة ليست متكاملة من الدرجة الثانية (2) أو عند الفرق الثاني، نستنتج أنه يمكننا تطبيق منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL

المطلب الرابع: تقدير نموذج ARDL

بعد التأكد من استقرارية متغيرات الدراسة تم استخدام منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع، ويتم تقديره إذا كانت السلسلة الزمنية مستقرة عند المستوى أو مستقرة عند الفرق الأول أو خليط بينهما، ويمكن استخدام هذا المنهجية إذا كان حجم العينة صغير لكن أكبر أو يساوي 25، أيضا تأخذ منهجية ARDL في الاعتبار الديناميكيات الزمنية- زمن التعديل، التوقعات- في تفسير المتغير ذو السلسلة الزمنية المعنية بالدراسة وبالتالي فهي تحسن عملية التنبؤ وفعالية السياسات والقرارات الناتجة عنها، من ناحية أخرى فإن النموذج البسيط- غير الديناميكي- يستعيد جزءا فقط من تباين المتغير المراد تفسيره للتفسير اللحظي ما يعني تأثيرا فوريا أو غير منتشر في الوقت.

يمكن كتابة الصيغة العامة لنموذج ARDL مكون من المتغير التابع (TASI) Y_t والمتغيرات المستقلة المتمثلة في مؤشرات الصناديق X_S X_B X_E وفق المعادلة التالية:

$$Y_t = \alpha + \sum_{i=1}^p \gamma_i y_{t-i} + \sum_{j=1}^k \sum_{i=0}^q \beta_{ij} X_{j,t-i} + \varepsilon_t$$

حيث أن:

- C الحد الثابت؛
- الفروق من الدرجة الأولى؛
- فترات إبطاء للمتغيرات المفسرة على التوالي؛
- فترة إبطاء المتغير التابع؛
- معامل العلاقة قصيرة المدى؛
- معامل العلاقة طويلة المدى؛
- حد الخطأ العشوائي.

أولاً: تحديد فترات الإبطاء الزمني المثلى

لتحديد فترات الإبطاء الزمني المثلى وفقاً لنموذج ARDL، تم استخدام معيار (Akaike) وهو الأكثر شيوعاً والذي يعتمد على أقل قيمة إحصائية في تحديد النموذج المناسب في الدراسة كما هو موضح في الشكل الموالي.

الشكل رقم (07): فترات التباطؤ المثلى لنموذج ARDL

Dependent Variable: TASI
 Method: ARDL
 Date: 05/21/24 Time: 09:55
 Sample (adjusted): 3/05/2019 1/17/2023
 Included observations: 203 after adjustments
 Maximum dependent lags: 10 (Automatic selection)
 Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
 Dynamic regressors (10 lags, automatic): SENBELA BAKHIT ELKHAIR
 Fixed regressors: C
 Number of models evaluated: 13310
 Selected Model: ARDL(2, 0, 0, 9)
 Note: final equation sample is larger than selection sample

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
TASI(-1)	0.040047	0.076359	0.524450	0.6006
TASI(-2)	-0.114510	0.069578	-1.645778	0.1015
SENBELA	-4.350479	2.931398	-1.484097	0.1395
BAKHIT	0.051539	0.019631	2.625361	0.0094
ELKHAIR	0.018084	0.018239	0.991528	0.3227
ELKHAIR(-1)	-0.022894	0.018391	-1.244849	0.2147
ELKHAIR(-2)	-0.005682	0.018398	-0.308807	0.7578
ELKHAIR(-3)	0.021587	0.018472	1.168618	0.2440
ELKHAIR(-4)	0.010488	0.018718	0.560294	0.5759
ELKHAIR(-5)	0.068402	0.018706	3.656722	0.0003
ELKHAIR(-6)	0.011415	0.019228	0.593686	0.5534
ELKHAIR(-7)	-0.002032	0.019094	-0.106441	0.9153
ELKHAIR(-8)	0.063237	0.018914	3.343368	0.0010
ELKHAIR(-9)	-0.029077	0.019497	-1.491377	0.1375
C	0.001847	0.002307	0.800705	0.4243

R-squared	0.192111	Mean dependent var	0.002666
Adjusted R-squared	0.131949	S.D. dependent var	0.024156
S.E. of regression	0.022506	Akaike info criterion	-4.679054
Sum squared resid	0.095225	Schwarz criterion	-4.434236
Log likelihood	489.9240	Hannan-Quinn criter.	-4.580010
F-statistic	3.193231	Durbin-Watson stat	1.926956
Prob(F-statistic)	0.000156		

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.

المصدر: المصدر: مخرجات برنامج EViews 12

يبين الشكل أعلاه أن النموذج $ARDL(2.0.0.9)$ هو الأنسب من بين 13310 نموذج تم اختبارها من طرف البرنامج، حيث أخذ أقل قيمة إحصائية لمعيار (Akaike)، كما تظهر أن معامل التحديد بلغت قيمته

$R^2 = 0.1921$ ، مما يعني أن مجمل مؤشرات الصناديق تفسر فقط 19.21% من التغيرات في مؤشر السوق تاسي، أما النسبة المتبقية فهي لعوامل أخرى لم تدرج في النموذج؛ أما بالنسبة للمعنوية الكلية فقد بلغت قيمة فيشر المحسوبة $F\text{-statistic}=3.1932$ وهي معنوية ($P= 0.000$) أقل من 5% أي أن النموذج المقدر يتمتع بمعنوية كلية وهذا ما يبرر إمكانية الاعتماد عليه في تحليل العلاقة بين كل من مؤشرات الصناديق سنبله الخير بخيت على مؤشر السوق تاسي.

ثانياً: نتائج اختبار الحدود للتكامل المشترك **The Bound Test to Co-integration**

للكشف عن وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة يتم استخدام اختبار الحدود للتكامل المشترك وفق منهجية $ARDL$ والذي يعتمد على إحصائية فيشر التي يتم مقارنتها مع القيم الجدولية، ويتم اختبار علاقة التكامل المشترك من خلال فرضيتين:

- الفرضية الصفرية: عدم وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة
- الفرضية البديلة: وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة

إذا كانت:

- $F_{upper\ critical} < F_{cal}$ تقبل الفرضية البديلة أي وجود تكامل مشترك بين المتغيرات.
- $F_{upper\ critical} > F_{cal}$ تقبل الفرضية الصفرية أي عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات.
- $F_{upper\ critical} > F_{cal} > F_{lower\ critical}$ نتيجة الاختبار غير محددة لوقوعه في منطقة الشك.

كما هو موضح في الجدول الموالي:

الجدول رقم (10): نتائج اختبار الحدود للتكامل المشترك The Bound Test

ARDL Long Run Form and Bounds Test
Dependent Variable: D(TASI)
Selected Model: ARDL(2, 0, 0, 9)
Case 2: Restricted Constant and No Trend
Date: 05/21/24 Time: 09:58
Sample: 1/01/2019 1/17/2023
Included observations: 203

Conditional Error Correction Regression				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001847	0.002307	0.800705	0.4243
TASI(-1)*	-1.074463	0.100074	-10.73665	0.0000
SENBELA**	-4.350479	2.931398	-1.484097	0.1395
BAKHIT**	0.051539	0.019631	2.625361	0.0094
ELKHAIR(-1)	0.133528	0.054884	2.432923	0.0159
D(TASI(-1))	0.114510	0.069578	1.645778	0.1015
D(ELKHAIR)	0.018084	0.018239	0.991528	0.3227
D(ELKHAIR(-1))	-0.138338	0.049222	-2.810481	0.0055
D(ELKHAIR(-2))	-0.144020	0.046593	-3.091044	0.0023
D(ELKHAIR(-3))	-0.122432	0.043969	-2.784536	0.0059
D(ELKHAIR(-4))	-0.111945	0.040868	-2.739159	0.0068
D(ELKHAIR(-5))	-0.043543	0.037458	-1.162451	0.2465
D(ELKHAIR(-6))	-0.032127	0.032067	-1.001883	0.3177
D(ELKHAIR(-7))	-0.034160	0.026608	-1.283787	0.2008
D(ELKHAIR(-8))	0.029077	0.019497	1.491377	0.1375

* p-value incompatible with t-Bounds distribution.

** Variable interpreted as $Z = Z(-1) + D(Z)$.

Levels Equation Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SENBELA	-4.048979	2.725556	-1.485560	0.1391
BAKHIT	0.047968	0.017320	2.769551	0.0062
ELKHAIR	0.124274	0.049449	2.513194	0.0128
C	0.001719	0.002153	0.798419	0.4256

$$EC = TASI - (-4.0490 * SENBELA + 0.0480 * BAKHIT + 0.1243 * ELKHAIR + 0.0017)$$

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-statistic	23.39748	10%	2.37	3.2
k	3	5%	2.79	3.67
		2.5%	3.15	4.08
		1%	3.65	4.66
Finite Sample: n=80				
Actual Sample Size	203	10%	2.474	3.312
		5%	2.92	3.838
		1%	3.908	5.044

المصدر: المصدر: مخرجات برنامج EViews 12

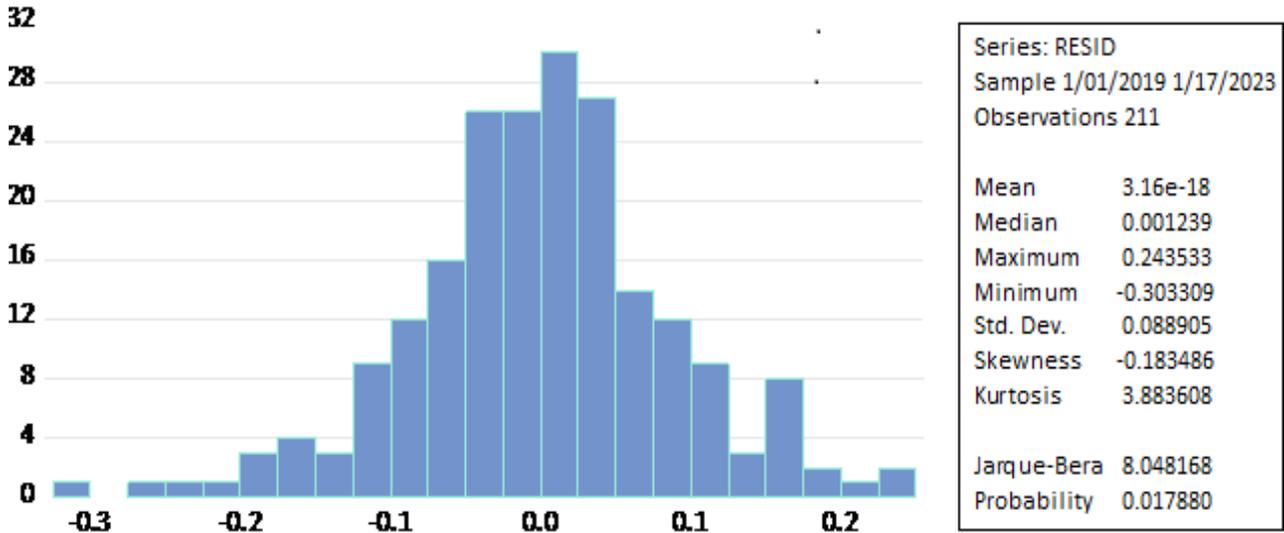
تظهر نتائج الجدول أن القيمة المحسوبة لاختبار فيشر $F=23.3974$ وهي أكبر من القيم الحرجة الجدولية العليا عند مستويات معنوية 1%، 5%، 10%، ووفقا لذلك يتم رفض الفرضية الصفرية، وقبول الفرضية البديلة القائلة بوجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين مؤشر تاسي كمتغير تابع ومؤشرات الصناديق: سنبله، الخير وبخيت كمتغيرات مستقلة.

ومن الجدول أعلاه نستطيع تقدير نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع **ARDL** بالمعادلة التالية:

$$Y_T = (-4.0490)X_S + (0.0480)X_B + (-0.1243)X_E + 0.0017$$

ثالثا: اختبار توزيع البواقي وجودة النموذج

الجدول رقم (11): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي



المصدر: المصدر: مخرجات برنامج EViews 12

بينت نتائج الشكل اختبار توزيع البواقي أن احتمالات إحصائية جاك-بيرا Jaque-Bera أكبر من مستوى المعنوية 5%، ومنه قبول الفرضية الصفرية أي البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.

خلاصة الفصل

خصصنا هذا الفصل لتناول الجانب التطبيقي لدراسة وذلك بإسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي حيث كان السوق المالي السعودي هو بيئة الدراسة، وكان الهدف الأساسي من وراء هذا البحث هو تقييم صناديق الاستثمار وتحليلها بالاعتماد على مؤشرات الصناديق التي أخذناها كعينة دراسة، وفي الأخير قمنا بتحليل وتفسير النتائج المتوصل إليها انطلاقاً من المعطيات التي تمت معالجتها.

الخاتمة العامة

خاتمة

في ختام هذه الدراسة، يتضح أن الهندسة المالية تلعب دورًا محوريًا في تعزيز كفاءة واستقرار الأسواق المالية، من خلال تقديم مجموعة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية التي تسهم في إدارة المخاطر وتنويع المحافظ الاستثمارية. تمكنت المملكة العربية السعودية من تحقيق تقدم ملحوظ في هذا المجال، بفضل تبنيها لتلك الأدوات والآليات المبتكرة.

أثبتت الدراسة أن الأدوات المالية المطورة تساهم بشكل كبير في زيادة حجم التداول وتعزيز سيولة الأسواق، مما ينعكس إيجابًا على استقرار الأسعار وتوفير بيئة استثمارية جاذبة وآمنة. كما تؤدي هذه الأدوات إلى تحسين الكفاءة التشغيلية للأسواق المالية، من خلال تحقيق العدالة في تسعير الأوراق المالية وتوفير معلومات دقيقة وشفافة عن أنشطة الشركات المدرجة.

تتجلى أهمية هذه الدراسة في توفير رؤى معمقة حول كيفية استخدام الهندسة المالية لتعزيز أداء سوق الأوراق المالية السعودي، مما يساعد صناع القرار والمستثمرين في اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة، وتطوير سياسات مالية تدعم الاستقرار الاقتصادي.

من خلال الاستفادة من نتائج هذه الدراسة، يمكن للسوق المالي السعودي أن يستمر في تبني الابتكارات المالية التي تعزز من تنافسيته وكفاءته، مما يساهم في تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية المستدامة. إن فهم وتحليل دور الهندسة المالية يتيح الفرصة لتحسين الأدوات المالية المتاحة، وتطوير منتجات جديدة تلبي احتياجات المستثمرين وتدعم النمو الاقتصادي على المدى الطويل.

اختيار فرضيات الدراسة:

- تمكنت المملكة العربية السعودية من تعزيز سوقها المالي بشكل فعال من خلال تبنيها لأدوات الهندسة المالية بشكل جيد وفعال؛
- قدمت الهندسة المالية مجموعة متنوعة من المنتجات والعمليات المالية التي ساهمت في نمو وتعزيز السوق، مما أدى إلى زيادة حجم التداول فيه؛
- توفير فرص تنويع المحافظ الاستثمارين من خلال توفير مجموعة متنوعة من المنتجات المالية، مما يعزز نشاط وكفاءة سوق الأوراق المالية ويساهم في تطوير رؤوس الأموال للمستثمرين.

نتائج الدراسة

- تلعب الأسواق المالية دورًا حيويًا في تحفيز الاقتصاد، مما يجعلها دعامة أساسية لكل دولة؛
- ازدادت أهمية المشتقات المالية في السنوات الأخيرة، حيث تشير الإحصاءات إلى ارتفاع حجم تداولها بأنواعها المختلفة؛

- يمثل إدراج المشتقات المالية في الأسواق خطوة مهمة في تطوير هذه الأسواق؛
- يُعتبر السوق المالي السعودي من أكبر الأسواق التي تشهد تداول أسهم الشركات الناشئة؛
- بدأ تداول العقود المستقبلية للمؤشرات كأول منتج من المشتقات المالية في السوق المالية السعودية، وهي عقود موحدة تهدف إلى تسهيل التداول في بورصة العقود المستقبلية؛
- يُعتمد على مؤشر (TASI) في السوق المالي السعودي لقياس التغير في القيمة السوقية لأسهم كافة الشركات، مما يعكس أداء الاقتصاد الوطني وأرباح الشركات المساهمة، ويعزز ثقة المستثمرين ويوفر السيولة النقدية لهم؛
- تعد المملكة العربية السعودية رائدة في تجربة صناديق الاستثمار على مستوى الدول العربية، مما جعلها الأكثر تطوراً في هذا المجال من حيث العدد، الأصول، والتنظيم؛
- يتنوع الاستثمار في صناديق السوق المالية السعودية، مما يعزز نمو السوق ويزيد من المنافسة بين الصناديق لتلبية حاجيات وأهداف المستثمرين المختلفة؛
- تلعب صناديق الاستثمار دوراً بارزاً في الاقتصاد السعودي من خلال توفير التمويل اللازم لمختلف القطاعات الاقتصادية عبر تجميع المدخرات المحلي والخارجي.

التوصيات والاقتراحات

انطلاقاً من النتائج المتوصل إليها ونظراً لطبيعة سوق الأوراق المالية السعودي نقترح التوصيات التالية:

- ضرورة التطبيق الفعال لحكومة الشركات لتتماشى مع مخاطر وتقلبات السوق؛
- على الشركات اتباع السياسات المتوازية التي تحقق التوافق بين أدوات الهندسة المالية وسوق الأوراق المالية؛
- يوصي الباحث بإجراء دراسات أخرى وعلى عينات بحثية أوسع، وذلك لتأكد من مدى امكانية الاعتماد عن الأدوات الهندسة المالية المناسبة؛
- الاهتمام بصناديق الاستثمار ومدى مساهمتها في سوق الأوراق المالية السعودي وتوسيع نطاق نشاطها؛
- رفع عدد صناديق الاستثمار من أجل تنشيط السوق المالي السعودي.

الأفاق المستقبلية

- العمل على تطوير السوق المالي السعودي بصفة دائمة ومستمرة للتماشي مع التطورات المالية الحاصلة؛
- زيادة التنوع في الأوراق المالية في السوق المالي السعودي؛

- إدخال نماذج جديدة وسهلة لتمكين المستثمر البسيط من فهم طريقة تكوين صناديق الاستثمار؛
- العمل على وضع نظام جديد ومبتكر لزيادة درجة التناسق بين الإدارة المالية للسوق المالي السعودي والهندسة المالية، قصد توفير المعلومات بمصداقية وشفافية.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

1. الكتب

- الزبيدي حمزة محمود، الإستثمار في الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق، الأردن، عمان، 2001.
- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، ط1، دار الفكر للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2010.
- أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، جامعة القاهرة، مصر، 2008.
- أحمد محي الدين، أسواق الأوراق المالية وأثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، ط1، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية، 1995.
- أرشد فؤاد التميمي وأسامة سلام، الإستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2004.
- أندرواس، عاطف وليم، أسواق الأوراق المالية، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.
- حاكم محسن الربيعي، المشتقات المالية (عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلات)، ط1، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2011.
- حيدر عباس، عبد الله الجنابي، الأسواق المالية والفشل المالي، دار الأيام للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2016.
- حيدر يونس الموساوي، المصارف الإسلامية أدائها المالي وأثارها في سوق الأوراق المالية، ط1، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2012.
- خالد أمين عبد الله، اسماعيل إبراهيم طراد، إدارة العمليات المصرفية المحلية والدولية، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2008.
- خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 1999.
- رشاد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في تنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري لنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2012.
- رسمية قرياقس، أسواق المال، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000.

- زكريا سلامة، عيسى الشنطاوي، الأثار الاقتصادية لسوق الأوراق المالية، ط1، دار النقاش للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2009.
- سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر لجامعة مصر، 2005.
- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، دار الفكر، سوريا، 2002.
- طارق عبد العالي حماد، المشتقات المالية (المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة)، دار المسير للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2001.
- عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2010.
- عبد الله خبايا، الإقتصاد المصرفي -النقود-البنوك التجارية- السياسة النقدية-الأسواق المالية-الأزمة المالية-، دار الجامعة الجديدة لنشر، الإسكندرية، 2013.
- عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، منتدى إقرأ الثقافي، طبعة الأولى، لبنان، 2008.
- عبد المنعم السيد علي، سعد الدين عيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار العائد للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2003.
- عاطف وليد أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، ط1، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006.
- عاطف وليم، أسواق الأوراق المالية، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.
- عيساوي سهام، الأدوات المالية المشتقة (أهميتها، أنواعها، استراتيجياتها، بورصة)، دار جامد للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، عمان، 2007.
- غازي عبد الرزاق النقاس، التمويل والعمليات المصرفية الدولية، ط2، دار وائل لنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2001.
- فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، دار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008.
- محمد صالح الحناوي، تقييم الأسهم والسندات، ط1، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007.

- محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2010.
- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات-أوراق-بورصات)، ط1، دار الشروق للطباعة والنشر، الأردن، عمان، 2005.
- محمد عبدو، محمد مصطفى، تقييم الشركات والأدوات المالية لأغراض التعامل في البورصة، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، 1998
- محمد علي إبراهيم العامدي، إدارة محافظ الإستثمار، إثراء لنشر والتوزيع، ط1، الأردن، عمان، 2013.
- محمد مطر، فايز التايم، إدارة المحافظ الإستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2005.
- مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، دمشق، 2014.
- محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية-الأصول العلمية والتحليل الأساسي-، ط1، زمزم ناشرون وموزعون، الأردن، عمان، 2009.
- محمد عبد الله شاهين محمد، تحليل وتقييم المحافظ الأوراق المالية، ط1، دار حميثرا للنشر والترجمة، مصر، 2017.
- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة مخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني، المكتبي العربي الحديث للنشر والتوزيع، مصر، 2009.
- ناظم محمد النوري الشعري، سياسات الإستثمار العيني والمالي، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 1999.
- نوال بو علام سمردي، البورصة والأسواق المالية، دار اليازوري العلمية، الأردن، عمان، 2021.
- نوري موسى الشيفري، إدارة المشتقات المالية، دار المسير لنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2015.
- هاشم فوزي، دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق، الأردن، عمان، 2008.
- وليد الصافي وأنس البكري، الأسواق المالية الدولية، ط1، دار المستقبل، الأردن، عمان، 2009.

2. المجالات

- بلعزوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في العملات المالية، مجلة الباحث العدد 01، جامعة الشلف، الجزائر، 2010.
- عبد العظيم أبو زيد، التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية، مجلة جامعة عبد العزيز، الإقتصاد الإسلامي، 2013.
- عتروس صبرينة، عتروس سهيلة، واقع البدائل الشرعية للمشتقات المالية، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات السابقة، العدد 02، ديسمبر 2015.
- محمد عبد الله المالكي، سوق الأسهم عالم من الأسرار، مجلة فضل، العدد 382، 2011.

3. أطروحات والمذكرات

- الماسبع رابح أمين، الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية العالمية 2007، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، جامعة الجزائر 3، 2011.
- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفاعلها، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006.
- تقي الدين حميدان، لطفي بلعيد، دور الهندسة المالية في تطوير منتجات المصارف المالية الإسلامية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص تمويل مصرفي، جامعة العربي التبسي، تبسة، الجزائر، 2016.
- حمداني زهرة، إشكالية تدويل الخطر المالي وأثره على الأسواق المالية، رسالة ماجستير في الاقتصاد، جامعة وهران، 2011-2012.
- خيرة الداوي، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية أسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012.
- رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006.
- سامية جدي، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية، مذكرة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص أسواق مالية وبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015.
- سمية بلعيد، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية، دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قسنطينة 2، 2013-2014.

- عبد القادر بن عيسى، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية أسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، جزائر، 2010.
- محمد رائد زياد، مختار اللولو، دور سوق الأسهم في الإقتصاد السعودي دراسة تحليلية، رسالة ماجستير في الإقتصاد، معهد البحوث والدراسات العربية، مصر، 2016.
- محمد عبد الحميد عبد الحي، استخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر المصرفية، أطروحة دكتوراه في العلوم المالية المصرفية، جامعة حلب، سوريا، 2014.
- يونس حيدر كاظم الموسوي، أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية -الأردن والسعودية حالة تطبيقية للمدة 1990-2007-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الكوفة، العراق، 2009.

4. الملتقيات والمؤتمرات

- بوعافية سمير، مصطفى فريد، التعامل المشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية، مداخلة في ملتقى العلمي الدولي، الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العلمية، جامعة سطف1، يومي 20-21 أكتوبر 2009.
- عبد الكريم أحمد قندور، إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية، مدخل الهندسة المالية، الأكاديمية للدراسات الإجتماعية والإنسانية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، العدد09، جانفي 2013.
- بسام بن سليمان العبيد، أسواق المال-سوق الأسهم السعودية-، هيئة السوق المالية، منتدى متداول العربي، 2011.

5. المراجع باللغة الإنجليزية

- Bis, issues of measurement related to market size and macro prudential risk in direvative markets, bosel, February, 1995.

6. المواقع الالكترونية

- تقرير سنوية لصندوق بXBث لسنة2020 ، علي الرابط <https://argaamplus.s3.amazonaws.com/30f5ecfe-30fc-4e2a-a0cf-de1b5f180df2.pdf> على الساعة:55:14..
- تقرير سنوية لصندوق بXBث لسنة2023 ، علي الرابط ، <https://www.cma.org.sa/Market/imf/Documents/MF-0219.pdf> على الساعة: 45:00.
- تقرير سنوية لصندوق سمبللة لسنة2020 ، علي الرابط https://www.tadawulgroup.sa/Resources/mfpdfs/stmt/350_1_2022-04-06_15-44-25_Ar.pdf على الساعة:11:30

- تقرير سنوية لصندوق سميلة لسنة 2020 ، علي الرابط: <https://www.cma.org.sa/Market/imf/Documents/MF-0004.pdf>، على الساعة: 00:50
- تقرير سنوية لصندوق خير كابيتال لسنة 2020 ، علي الرابط: <https://argaamplus.s3.amazonaws.com/d11cc8b2-67de-4e55-ba82-472a48446fd0.pdf>، على الساعة 9:33.
- تقرير سنوية لصندوق خير كابيتال لسنة 2020 ، علي الرابط: <https://argaamplus.s3.amazonaws.com/d11cc8b2-67de-4e55-ba82-472a48446fd0.pdf>، على الساعة 9:33.

قائمة الملاحق

الملحق رقم (01): البيانات الأسبوعية للمصناديق ومؤشر TASI بين عامي 2020 و2024

الرقم	سنبله Senbela	بخيت Bakhite	الخير Elkhair	مؤشر تاسي TASI
1	0,0004	-0,0488	0,0220	-0,0281
2	0,0004	-0,0488	-0,0885	0,0380
3	0,0004	0,1448	0,1182	-0,0005
4	0,0004	0,0263	0,0751	-0,0288
5	0,0003	-0,0052	-0,0318	-0,0111
6	0,0003	-0,0071	0,0496	-0,0221
7	0,0003	0,0845	-0,0586	0,0066
8	0,0003	-0,0275	0,0283	-0,0322
9	0,0003	-0,0617	0,0101	-0,0242
10	0,0003	-0,0617	-0,0209	-0,1292
11	0,0003	-0,3704	-0,2851	-0,0607
12	0,0003	0,0833	-0,1033	0,0087
13	0,0002	-0,0425	-0,0557	0,0581
14	0,0002	0,0472	0,1421	0,0654
15	0,0002	0,0528	0,0646	-0,0265
16	0,0002	0,0605	-0,0890	-0,0399
17	0,0002	0,1517	-0,0173	0,0679
18	0,0002	-0,0347	0,0463	-0,0473
19	0,0002	-0,0623	-0,0965	0,0099
20	0,0002	0,1743	-0,0318	0,0489
21	0,0002	0,0473	0,0924	0,0001
22	0,0002	0,0473	0,0753	0,0244
23	0,0004	0,1140	0,0125	0,0146
24	0,0004	0,0198	0,0183	-0,0025
25	0,0004	-0,0708	0,0251	-0,0132
26	0,0002	-0,0460	0,0501	0,0055
27	0,0001	0,1099	0,0397	0,0194
28	0,0001	0,0295	0,0513	0,0032
29	0,0001	-0,0176	0,0433	0,0013
30	0,0001	-0,0060	0,1114	0,0042
31	0,0001	-0,0060	0,0657	0,0015
32	0,0002	0,0194	0,0203	0,0235
33	0,0001	0,0097	0,0534	0,0271
34	0,0001	0,1066	0,0453	0,0130
35	0,0001	0,0248	0,1084	0,0073
36	0,0001	0,1360	0,0014	0,0083

0,0286	0,0479	0,3595	0,0001	37
-0,0080	0,0405	0,2018	0,0001	38
0,0066	-0,0346	0,2221	0,0001	39
0,0072	0,0331	-0,0688	0,0001	40
0,0279	0,0569	0,0700	0,0000	41
-0,0111	-0,1452	0,0754	0,0000	42
-0,0440	0,0027	-0,0413	0,0000	43
-0,0042	0,0834	0,0061	0,0000	44
0,0446	0,0287	0,1208	0,0000	45
0,0203	0,1754	0,1506	0,0001	46
0,0078	-0,0100	0,1506	0,0001	47
0,0006	-0,0177	0,1796	0,0001	48
-0,0039	0,0344	-0,0168	0,0001	49
0,0070	-0,0079	0,1453	0,0001	50
-0,0001	0,0153	0,0108	0,0001	51
0,0045	0,0510	0,0840	0,0001	52
-0,0102	-0,0199	-0,0533	0,0001	53
0,0281	-0,0128	0,1670	0,0001	54
-0,0040	-0,0142	0,0871	0,0001	55
-0,0106	0,0917	-0,0413	0,0001	56
-0,0275	0,0581	-0,0089	0,0001	57
0,0420	-0,0199	-0,0682	0,0001	58
0,0205	0,0160	0,0749	0,0001	59
0,0035	-0,0627	0,1340	0,0001	60
0,0213	-0,0804	-0,0693	0,0001	61
0,0306	0,0281	-0,0128	0,0001	62
0,0007	0,0807	-0,2128	0,0001	63
-0,0144	-0,0399	0,0460	0,0001	64
0,0469	-0,0399	-0,0653	0,0001	65
0,0107	-0,0021	0,0750	0,0001	66
-0,0166	-0,0276	0,0051	0,0001	67
0,0252	0,0228	0,0111	0,0001	68
0,0432	0,0440	0,0473	0,0001	69
-0,0265	0,0304	0,0304	0,0001	70
0,0069	0,0088	0,0213	0,0001	71
0,0048	-0,0014	0,0213	0,0001	72
0,0095	0,1033	-0,0702	0,0002	73
0,0177	0,0161	0,0230	0,0001	74
0,0125	0,0638	0,0278	0,0001	75

0,0061	0,0274	0,0837	0,0001	76
0,0035	0,1037	0,0837	0,0001	77
0,0083	0,0134	0,0280	0,0001	78
-0,0023	0,0217	-0,0273	0,0002	79
-0,0165	0,0476	0,0339	0,0001	80
0,0015	0,0216	0,1603	0,0001	81
0,0129	0,0007	0,1603	0,0001	82
0,0209	-0,0278	0,0652	0,0002	83
0,0146	0,0555	0,0604	0,0001	84
0,0018	-0,0340	0,0275	0,0001	85
-0,0166	0,0638	-0,0072	0,0001	86
0,0138	-0,0216	-0,0670	0,0001	87
0,0128	-0,0176	0,0723	0,0001	88
-0,0039	0,0349	0,0768	0,0001	89
-0,0123	0,0426	0,0077	0,0001	90
0,0100	0,0043	0,0077	0,0001	91
0,0165	-0,0495	-0,1470	0,0001	92
0,0046	-0,0073	-0,0394	0,0001	93
0,0240	-0,0180	0,0504	0,0001	94
-0,0081	-0,0220	-0,0358	0,0001	95
-0,0103	-0,0710	-0,0358	0,0001	96
0,0147	-0,0847	0,0231	0,0001	97
-0,0020	0,1355	-0,0237	0,0001	98
-0,0392	0,0792	0,0073	0,0001	99
-0,0457	-0,0385	-0,1277	0,0001	100
0,0131	-0,0123	-0,0756	0,0001	101
0,0138	0,0660	0,0562	0,0001	102
0,0055	0,1049	0,2434	0,0001	103
-0,0004	0,0322	-0,0755	0,0001	104
0,0226	-0,0724	0,0608	0,0002	105
0,0440	0,0070	-0,0289	0,0002	106
0,0253	0,0496	0,2022	0,0002	107
-0,0063	0,0415	0,2022	0,0002	108
0,0008	-0,0950	-0,1306	0,0002	109
0,0011	0,0983	-0,1306	0,0002	110
0,0237	-0,0774	0,0542	0,0002	111
0,0026	0,0942	0,1084	0,0002	112
0,0101	0,1498	-0,0731	0,0002	113
0,0066	0,1363	0,0345	0,0002	114

-0,0065	0,0472	-0,0595	0,0002	115
0,0228	0,0359	0,0200	0,0002	116
0,0073	0,1089	-0,0797	0,0002	117
0,0167	0,0176	0,0961	0,0002	118
0,0214	-0,0274	-0,0686	0,0002	119
0,0095	-0,0855	0,0612	0,0002	120
-0,0018	0,1014	-0,0697	0,0002	121
0,0066	-0,0008	0,0699	0,0011	122
-0,0258	-0,2204	0,0699	0,0008	123
-0,0498	-0,1550	-0,1733	0,0003	124
-0,0098	0,1269	-0,0801	0,0003	125
0,0141	0,0305	-0,1449	0,0003	126
-0,0133	-0,0310	0,1180	0,0003	127
-0,0490	0,2038	-0,0569	0,0003	128
-0,0550	0,0894	-0,2262	0,0004	129
0,0360	0,1397	-0,1378	0,0004	130
-0,0265	0,0178	0,0801	0,0004	131
-0,0111	0,0868	0,0801	0,0004	132
0,0509	-0,0226	-0,2187	0,0009	133
0,0158	0,0190	0,1310	0,0006	134
0,0199	-0,1381	0,0162	0,0005	135
0,0114	0,0351	0,1945	0,0005	136
0,0173	-0,1612	-0,0099	0,0006	137
-0,0160	-0,0027	-0,0876	0,0004	138
-0,0129	0,1875	0,0061	0,0010	139
-0,0342	-0,0425	-0,0655	0,0006	140
0,0025	0,0346	-0,1638	0,0008	141
-0,0363	-0,0051	0,0424	0,0008	142
-0,0254	-0,0164	0,0424	0,0008	143
0,0537	-0,0159	-0,1554	0,0009	144
-0,0186	-0,2563	0,0694	0,0009	145
0,0211	-0,1080	-0,1031	0,0009	146
0,0003	-0,0721	-0,0392	0,0023	147
-0,0228	-0,0069	0,0081	0,0011	148
-0,0107	-0,1536	-0,0536	0,0008	149
-0,0224	0,1959	-0,0959	0,0008	150
-0,0167	0,0044	-0,0508	0,0007	151
-0,0062	0,0521	0,0087	0,0010	152
-0,0653	0,0115	-0,0379	0,0009	153

0,0062	0,0446	-0,0646	0,0009	154
0,0028	0,0188	-0,0523	0,0010	155
0,0203	-0,0386	-0,0143	0,0010	156
0,0044	0,0649	0,0514	0,0010	157
0,0081	-0,0785	-0,0197	0,0010	158
0,0044	-0,0761	0,0994	0,0010	159
0,0136	0,0670	0,0053	0,0010	160
-0,0024	-0,0370	-0,0373	0,0010	161
-0,0256	0,0341	-0,0251	0,0011	162
0,0062	0,0834	0,0941	0,0011	163
-0,0287	0,1710	0,0941	0,0009	164
-0,0075	-0,0313	-0,0704	0,0012	165
0,0214	0,1846	-0,0100	0,0011	166
-0,0347	-0,0189	-0,0150	0,0011	167
0,0301	0,0434	0,0113	0,0011	168
0,0147	-0,0598	0,0290	0,0011	169
0,0397	0,0391	0,1053	0,0009	170
0,0014	0,0006	0,1053	0,0011	171
0,0209	0,2270	0,0760	0,0008	172
0,0129	0,1082	0,0760	0,0015	173
-0,0207	0,1033	0,1262	0,0009	174
0,0199	0,0355	-0,0434	0,0011	175
-0,0014	0,1946	0,0366	0,0011	176
-0,0037	-0,0351	-0,0250	0,0013	177
-0,0198	0,0497	-0,0680	0,0010	178
0,0326	-0,1196	0,0614	0,0008	179
0,0141	-0,1398	0,0919	0,0008	180
-0,0058	0,1145	0,1547	0,0027	181
-0,0006	0,0529	0,1014	0,0009	182
0,0116	0,1390	0,1014	0,0002	183
0,0117	-0,1888	-0,0715	0,0030	184
0,0022	-0,1015	0,0631	0,0013	185
0,0131	-0,0505	0,0153	0,0008	186
-0,0359	0,1837	0,0193	0,0011	187
-0,0167	-0,1127	-0,0491	0,0014	188
0,0094	-0,0791	0,0678	0,0011	189
-0,0023	0,1591	-0,1016	0,0011	190
0,0183	-0,1464	0,0857	0,0002	191
-0,0239	0,0843	0,0163	0,0019	192

-0,0156	0,0254	-0,0307	0,0010	193
-0,0055	0,0740	-0,0431	0,0011	194
0,0014	0,0492	-0,0603	0,0023	195
-0,0214	-0,0251	0,0460	0,0010	196
-0,0247	0,1701	-0,0605	0,0011	197
0,0134	0,1074	-0,0554	0,0010	198
-0,0195	-0,0079	0,0699	0,0017	199
0,0295	0,2600	-0,0565	0,0010	200
0,0105	0,0975	0,0171	0,0012	201
0,0086	0,0897	-0,0313	0,0008	202
0,0070	0,0565	0,0100	0,0012	203
0,0003	0,0613	0,0620	0,0012	204
0,0064	-0,1640	0,0875	0,0015	205
0,0204	0,1703	-0,0767	0,0008	206
0,0264	0,1947	-0,0298	0,0015	207
0,0159	0,0528	-0,0189	0,0025	208
0,0033	0,1229	0,1245	0,0011	209
0,0174	0,2745	0,0974	0,0022	210
-0,0061	0,1131	0,0466	0,0010	211
0,0092	0,1475	-0,0517	0,0017	212