

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي



جامعة ابن خلدون - تيارت-



كلية العلوم الإقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

# دور الهندسة المالية في إدارة المخاطر المالية دراسة حالة مجمع صيدال (2016-2017)

مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر

تخصص : إدارة مالية

تحت إشراف الأستاذ :

بن صوشة ثامر

إعداد الطالبتين:

- خديم بشرى

- خبارجي جوهر

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 21 جوان 2018

السنة الجامعية: 2017/2018م

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## كلمة شكر

الحمد لله الذي هدانا لهذا وما كنا لنهتدي لولا ان هدانا الله ،والحمد والشكر لله أولا واخيرا وبعد...

باسم الذي يقول للشيء كن فيكون تبارك اسمه وتعالى منيرا السماوات والأرض ساكن القلوب  
الذي لم يلد ولم يولد

الصلاة والسلام على من لا نبي بعده شفيغنا يوم المحشر وبعد....

لا بد لنا ونحن نخطو خطواتنا الأخيرة في الحياة الجامعية من وقفة نعود إلى أعوام  
قضيناها في رحاب الجامعة مع أساتذتنا الكرام الذين قدموا لنا الكثير باذلين بذلك جهودا  
كبيرة في بناء جيل الغد لبعث الأمة من جديد...

وقبل أن نمضي أتقدم بأسمى آيات الشكر والامتنان والتقدير والمحبة إلى الذين حملوا  
أقدس رسالة في الحياة...

إلى الذين مهدوا لنا طريق العلم والمعرفة...

إلى جميع أساتذتنا الأفاضل.....

من بداية المشوار الدراسي حتى نهايته..

\*كن عالما .. فإن لم تستطع فكن متعلما ،فإن لم تستطع فأحب العلماء ،فإن لم  
تستطع فلا\* \*تبغضهم\*

وأخص بالتقدير والشكر الدكتور المشرف

بن صوشة ثامر

وإلى أعضاء اللجنة الأفاضل

## الإهداء

إلى المتربعة على عرش الأيام

الطفلة التي عمرت بيتها من الحب والحجارة

المهرة الأصيلة التي طالما سبقت دنياها وزمانها

الجزائر الحبيبة

إلى اليد الطاهرة التي أزلت من أمامنا أشواك الطريق

ورسمت المستقبل بخطوط من الأمل والثقة

إلى الذي لا تفيه الكلمات والشكر والعرفان بالجميل أبي الحبيب

إلى من ركع العطاء أمام قدميها

وأعطتنا من دمها وروحها وعمرها حبا وتصميما ودفعا لغدٍ أجمل

إلى الغالية التي لا نرى الأمل إلا من عينيها أمي الحبيبة

إلى أزهار النرجس التي تفيض حبا وطفولةً ونقاءً وعطرا

إخوتي أخواتي

إلى اللاتي لم تلهن أمي رفيقات دربي وحياتي

إلى من أخذ بيدي ... ورسم الأمل في كل خطوة مشيتها

إلى أصدقائي الذين تسكن صورهم وأصواتهم أجمل اللحظات والأيام التي عشتها ..

.....

إلى الذين سكنوا قلبي واحتلوا عرشه ولم يذكرهم قلبي

... بشرى

## الإهداء

إلى التي أعطتني اسمها الغالي جدتي جوهر رحمها الله وأسكنها فسيح جنته

وإلى التي هي نبض حياتي أُمي الغالية التي آمنت بي وشجعتني من

أجل هذا اليوم (حفظها الله لي)

وإلى الذي أنار لي دربي في كل حين أبي العزيز الذي دعمني دائما

وصهر من أجل راحتي (أطال الله عمره)

إلى أخواتي وإخوتي الأعزاء على قلبي وإلى كل أفراد عائلتي الذين

ساهموا في نجاحي.

وإلى شقيقاتي ورفيقات دربي التين مشو معي في هذا المشوار وكانوا

سندا لي في حياتي

وإلى كل زملاء الأعزاء الذين جمعني الدراسة معهم كانت من أجمل

لحظات حياتي

وإلى كل من ساهم في إنجاح هذا العمل جزاكم الله ألف خير

... جوهر

كلمة شكر

إهداء

فهرس المحتويات

مقدمة : ..... أ- و

الفصل الأول : الإطار العام للهندسة المالية

2. مقدمة الفصل.....

3 المبحث الأول : أساسيات حول التمويل والأسواق المالية.....

3 المطلب الأول: ماهية التمويل.....

3 أولا: مفهوم التمويل.....

4 ثانيا: مصادر التمويل وأهميته.....

5 ثالثا : أنواع التمويل.....

7 المطلب الثاني: الأسواق المالية.....

7 أولا : مفهوم الأسواق المالية وأهميتها.....

8 ثانيا : أنواع الأسواق المالية.....

10 ثالثا: الأدوات المتداولة في الأسواق المالية:.....

12 المطلب الثالث : الابتكار المالي.....

12 أولا : مفهوم الابتكار المالي وتصنيفاته.....

14 ثانيا : عوامل ظهور الابتكار المالي ومبادئه.....

16 ثالثا: نظريات الإبداع والابتكار.....

18 المبحث الثاني: مفاهيم عامة حول الهندسة المالية.....

18 المطلب الأول: ماهية الهندسة المالية.....

18 أولا: نشأة الهندسة المالية وفلسفتها.....

20 ثانيا: تعريف الهندسة المالية.....

22 ثالثا: البيئة العلمية للهندسة المالية وأسباب ظهورها.....

24 المطلب الثاني: أبعاد وأهداف الهندسة المالية.....

24 أولا: أسس الهندسة المالية.....

25 ثانيا: حدود الهندسة المالية واستراتيجياتها.....

27 ثالثا: أهداف الهندسة المالية.....

29 المطلب الثالث: آثار الهندسة المالية.....

30 أولا: الهندسة المالية والسياسات الاقتصادية:.....

31	ثانيا: الهندسة المالية والأسواق المالية:
31	ثالثا: الهندسة المالية ونمو الدين
31	المبحث الثالث: أدوات الهندسة المالية
32	المطلب الأول: ماهية أدوات الهندسة المالية.
32	أولا: مفهوم أدوات الهندسة المالية:
32	ثانيا: أسباب إبتكار أدوات الهندسة المالية
33	ثالثا: الأدوات المستحدثة في سوق النقد.
35	المطلب الثاني: أدوات الهندسة المالية المستخدمة في سوق رأس المال.
36	أولا: مستحدثات الأسهم العادية.
36	ثانياً: مستحدثات الأسهم الممتازة
41	المطلب الثالث هندسة عقود الخيار.
41	أولا : ماهية الخيارات
44	ثانيا: أنواع عقود الخيار
47	خلاصة الفصل.
<b>الفصل الثاني : إدارة المخاطر المالية</b>	
48	مقدمة الفصل
49	المطلب الأول: ماهية المخاطر المالية
49	أولا: مفهوم المخاطر المالية
50	ثانيا: أنواع المخاطر المالية
53	ثالثا: مصادر المخاطر المالية
54	المطلب الثاني: قياس المخاطر المالية واستراتيجياتها
54	أولا: قياس المخاطر المالية
56	ثانيا: استراتيجيات قياس المخاطر المالية:
57	المطلب الثالث : المخاطر في المؤسسات المالية
57	أولا : طبيعة المؤسسات المالية
59	ثانيا: أهمية المؤسسات المالية ومدى وعيها بالمخاطر
59	ثالثا: مخاطر التعامل في الأوراق المالية
61	المبحث الثاني: إدارة المخاطر المالية.
61	المطلب الأول: ماهية إدارة المخاطر المالية
62	أولا: نشأة إدارة المخاطر المالية وتاريخها
63	ثانيا: تعريف إدارة المخاطر المالية

64	ثالثا: أهداف إدارة المخاطر المالية
66	المطلب الثاني: مراحل إدارة المخاطر المالية
66	أولا : الوقوف على طبيعة المخاطر
67	ثانيا: الأدوات الإحصائية لقياس المخاطر المالية
68	ثالثا: أدوات التحليل المالي لقياس المخاطر المالية
69	المطلب الثالث: سبل إدارة المخاطر المالية
69	أولا : التأمين
70	ثانيا: إدارة التوازن بين الاصول والخصوم
71	ثالثا: التغطية:
72	المبحث الثالث: دور المنتجات المالية في إدارة المخاطر المالية
72	المطلب الأول إدارة مخاطر سعر الصرف والفائدة
72	أولا:إدارة مخاطر سعر الصرف
75	ثانيا: إدارة مخاطر سعر الفائدة
77	المطلب الثاني : إدارة مخاطر السلعة
77	أولا : إدارة مخاطر السلعة
81	ثانيا: إدارة المخاطر التشغيلية
84	المطلب الثالث: إدارة مخاطر الائتمان
84	أولا: نشأة مخاطر الائتمان
84	ثانيا: إدارة مخاطر الائتمان :
87	خلاصة الفصل

**الفصل الثالث: الهندسة المالية ودورها في إدارة المخاطر بمجمع صيدال**

90	مقدمة الفصل
91	المبحث الأول: استراتيجية الهندسة المالية في إدارة المخاطر المالية
91	المطلب الأول : الغرض من أدوات الهندسة المالية
91	أولا: مفهوم التحوط
91	ثانيا: استراتيجية التحوط ضد المخاطر
92	ثالثا: استراتيجية المضاربة
93	المطلب الثاني :المشتقات المالية لإدارة المخاطر المالية
93	أولا : المشتقات المالية والتحوط من المخاطر
94	ثانيا : استراتيجية المضاربة بالعقود المستقبلية



94	ثالثا : عمليات الهندسة المالية ودورها في إدارة المخاطر المالية
96	المطلب الثالث : الخيارات المالية والتوريق لإدارة المخاطر المالية
96	أولا : استراتيجية التحوط للخيارات المالية
97	ثانيا : التوريق لإدارة المخاطر المالية
98	ثالثا : استخدام المبادلات في التغطية
99	المبحث الثاني : نبذة عن مجمع صيدال
99	المطلب الأول : التعريف بمجمع صيدال
99	أولا : تاريخ مجمع صيدال
101	ثانيا : أهداف وأهمية مجمع صيدال
102	ثالثا : بطاقة معلومات المجمع صيدال
103	المطلب الثاني : الهيكل التنظيمي للمجمع
103	أولا : الهيكل التنظيمي للمجمع :
105	ثانيا : مكونات الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال
107	ثالثا : المساهمات في مجمع صيدال
108	المطلب الثالث : نشاط مجمع صيدال
108	أولا : نشاط المجمع للسداسي الأول لعام 2016
110	ثانيا : نشاط المجمع للسداسي الأول من سنة 2017 :
111	ثالثا : دخول مجمع صيدال إلى البورصة
112	المبحث الثالث : قياس المخاطر المالية في مجمع صيدال
112	المطلب الأول : الأدوات الإحصائية لقياس المخاطر المالية بالمجمع
112	أولا : المدى
113	ثانيا : الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف
114	ثالثا : معامل بيتا
116	المطلب الثاني : المؤشرات المالية
119	المطلب الثاني : نسب التمويل والسيولة
120	أولا : نسب التمويل
122	ثانيا : نسب السيولة :
123	المطلب الثالث : نسب الربحية وتقييم أسهم المجمع
123	أولا : نسب الربحية
125	ثانيا : تقييم أسهم مجمع صيدال
126	خلاصة الفصل :

128.....	خاتمة:
.131.....	قائمة المصادر والمراجع
136.....	الملاحق

قائمة الأشكال :

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
7	أصناف التمويل	(1-1)
10	أنواع الأسواق المالية	(3-1)
18	علاقة الهندسة المالية بالابتكار المالي	(3-1)
20	الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال	(1-3)

قائمة الجداول:

69	الأدوات الإحصائية لقياس المخاطر المالية	(1-2)
69	أدوات التحليل المالي لقياس المخاطر المالية	(2-2)
113	يبين مدى التغير لأهم المتغيرات سنتي 2016 و 2017	(1-3)
115	الانحراف المعياري، المتوسط الحسابي، ومعامل الاختلاف للمتغيرات المالية	(2-3)
116	معامل الانحدار، بيتا للمؤشرات المالية لسنتي 2016 و 2017	(3-3)
117	معامل الارتباط للمؤشرات المالية محل الدراسة	(4-3)
118	رأس مال عامل مجمع صيدال	(5-3)
119	رأس مال العامل ا بالمجمع	(6-3)
120	حساب الخزينة الصافية	(7-3)
120	المتغيرات المالية محل الدراسة	(8-3)
122	نسب التمويل	(9-3)
124	نسبة سيولة المجمع	(10-3)
125	نسب الربحية	(11-3)
126	معطيات أسهم صيدال	(12-3)

مقدمة

## مقدمة :

مما لا شك فيه والحال الذي توصلنا إليه ما هو إلا نتاج نمو الوعي والفكر لدى الجنس البشري المحب للاكتشاف والبحث، ونظرا لهذا الشغف وما صاحبه من تطورات علمية وتكنولوجية مست العالم في كل نواحيه خاصة الجانبين الاقتصادي والمالي منه.

إن انفتاح العالم على العولمة وظهور الأسواق المالية الملجأ الأساسي أمام مختلف المؤسسات المالية والشركات لتغطية احتياجاتها وتمويلها، وسد مطالبها شجع على ظهور مفهوم جديد تمثل في مصطلح الهندسة المالية التي ظهرت كنور وسط مخاطر تعيشه المؤسسات المالية بالأسواق المالية حيث حضى هذا المفهوم باهتمام مختلف الباحثين والمؤسسات نظرا لدورها في تطوير وابتكار أدوات وعمليات مالية حديثة من شأنها التصدي لهذه المخاطر، بغرض المحافظة على ديمومة نمو المؤسسة وزيادة تنافسيتها فضلا عن ضمان بقائها في السوق. فالهندسة المالية أداة لتطبيق الابتكارات المالية الهادفة إلى تقليل التكاليف والمخاطر وكذا تعظيم الأرباح وإيجاد حلول لاحتياجات المستثمرين وطالبي التمويل المتجددة التي عجزت مصادر قبلها عن تحقيقها، وذلك من خلال خلق وابتكار منتجات مالية جديدة وتتيح أمام المنشأة رسم سياسة مالية بتبني مجموعة من الاستراتيجيات والأدوات التي جوهرها المشتقات المالية والخيارات لتعزيز عمليات التحوط والمضاربة للوقوف في وجه المنافسين وفرض السيطرة على المخاطر المالية.

استنادا إلى التغيرات الحادة في أسعار العملات والفائدة وغيرها، أدى إلى التغيير في الهيكل الاقتصادي العالمي الذي صاحبه تدفق رؤوس الأموال مما تسبب في ظهور مخاطر كثيرة واجهت المؤسسات أدت بها إلى حد الإفلاس. ونظرا لهذه الوضعية سعت عدة أطراف منها المؤسسات المالية إلى مواجهة المخاطر المالية التي هي أحداث لا يمكن التنبؤ بها وقد يترتب عليها خسائر في حال لم يتم إدارتها من خلال القيام بتحديدتها، والتعامل مع مسبباتها بغرض تمكين المنشأة من التطور وتحقيق أهدافها بشكل كفى وفعال.

أساس لهندسة المالية هو البحث عن أدوات مالية مبتكرة تجعل الأسواق أكثر سيولة وكفاءة وأقل خطورة وأكثر استقرارا، وهذا ما ضاعف الجهد في السنوات الأخيرة إلى استحداث منتجات مالية بغرض تغطية المخاطر وتفاديها.

## 1- طرح الإشكالية :

إن الأحداث التي عاشها الاقتصاد العالمي وما صاحبها من تغيرات هددت وجود واستقرار المؤسسات الاقتصادية والمالية خاصة وكذا إمكانية إفلاسها ، الأمر الذي حفز لابتكار أدوات جديدة وعمليات من شأنها إدارة المخاطر المالية لحماية نفسها . ومما سبق ذكره وبغرض معالجة هذا الموضوع نطرح التساؤل التالي :

مامدى مساهمة الهندسة المالية في إدارة المخاطر المالية بمجمع صيدال خلال فترة

2016-2017 ؟

وللإجابة عن هذه الإشكالية ومعالجتها نطرح الأسئلة التالية :

- ما المقصود بالهندسة المالية؟ وما هي استراتيجياتها؟
- ماهي المخاطر المالية؟ وكيف تتم إدارتها؟
- كيف تتم إدارة المخاطر بمجمع صيدال؟ وما وضعيته المالية؟

## 3- فرضيات البحث :

- تسعى الهندسة المالية باعتبارها عملية تطويرية إلى الوصول لحلول جذرية لمشاكل المتعاملين من خلال استراتيجية التحوط والتغطية.
- تنوع المخاطر المالية حافز للبحث عن أدوات جديدة ومنتجات للتغطية وإدارة المخاطر المالية.
- يتمتع مجمع صيدال بنشاط مستمر ومستقر نظرا لتداول أسهمه بالبورصة.

## 3-أسباب اختيار الموضوع :

- عملية البحث تعتبر تحديا ونوع من الاستمتاع. وتم اقتناص هذا الموضوع باعتباره:
- حداثة موضوع الهندسة المالية واحتضانه من قبل الباحثين و المؤسسات.
- حب المعرفة والاطلاع على كل ما هو جديد ،قصد الانتفاع به مستقبلا .والتصدي للمخاطر التي هي نواة الأزمات المالية في العالم الاقتصادي.

- جمع كافة المعلومات حسب القدرة حول هذا الموضوع في مرجع واحد لتسهيل عملية البحث والاطلاع للأجيال القادمة نظرا لحدائته على مستوى الكلية.

#### 4- أهمية الدراسة:

تتحلى أهميته في كون الهندسة المالية قد حققت ما عجزت عنه الوسائل التقليدية تحقيقه ،من خلال إيجادها حلول جذرية للتهديدات والمخاطر التي تتعرض لها المؤسسة وذلك عن طريق مجموعة من الابتكارات والابداعات المالية متزايدة النمو والتطور نظرا لتوسع الأسواق المالية العالمية إذ الابتكار جوهر الهندسة المالية .

#### 5- أهداف الدراسة:

يهدف البحث إلى :

- التعريف بالهندسة المالية ومدى مساهمتها في الحد من المخاطر المالية .
- تعريف المخاطر المالية وكيفية إدارتها وقياسها وتغطيتها .
- معرفة ما إذا كان مجمع صيدال يواجه أية مخاطر .
- الوقوف على استراتيجيات الهندسة المالية وكيفية إدارتها للمخاطر المالية.

#### 6- منهج الدراسة

قصد الإلمام بالموضوع من كافة الجوانب تم الإعتماد على المنهج الوصفي التحليلي من خلال جمع بيانات ومعلومات مرتبطة بهذا الموضوع. بطرح فرضيات وإثبات صحتها أو نفيها قصد توضيح وضعية الظاهرة المدروسة من خلال معرفتها وتحليلها واستخلاص نتائجها.

#### 7- حدود الدراسة :

تمثلت في :

- الحدود الزمنية :حيث تمت عملية الدراسة في الجزء التطبيقي بالحصول على البيانات المالية

لسنة 2016 و2017 .

- الحدود المكانية :اقتصر على مستوى الكلية

## 8- أدوات الدراسة :

حيث اعتمدنا على مجموعة من الكتب ،الأطروحات ،مقالات ،ملتقيات ومؤتمرات ،ومواقع رسمية ،مذكرات ومداخلات ،ومجلات .

## 9-الدراسات السابقة :

تجلت الدراسات بنفس موضوعنا كما يلي :

\* بوخلخال خالد ،دور الهندسة المالية في إدارة المخاطر المالية ،رسالة ماجستير،تخصص مالية مؤسسة ،جامعة الجزائر 3،منشورة ،الجزائر 2012/2011.حيث تناولت الرسالة الدور الذي لعبته الهندسة المالية في تعظيم العائد بتدنية التكاليف وتقليل المخاطر .

\* معتوق جمال،إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية،رسالة دكتوراه،تخصص علوم التسيير ،جامعة محمدبوضياف،منشورة،المسيلة،2016/2015.تم فيها معالجة دور منتجات الهندسة في مواجهة المخاطر المالية وإدارتها جراء الأزمات المالية التي واكبتها اعتمادا على دراسة مقارنة بين سوقين ماليين.

\* الوردى خدومة،دور المبتكرات المالية في مواجهة المخاطر المالية وتحقيق استقرار المؤسسة الإقتصادية،رسالة دكتوراه،تخصص مالية ومحاسبة ،جامعةالحاج لخضر، منشورة ،باتنة، 2015/2014.حيث قامت بتقييم اقتصادي لأحد المبتكرات المالية إضافة إلى المعالجة المحاسبية لهذا المبتكر المالي.

أما وظيفة دراستنا تمثلت في فعالية الأدوات المالية المبتكرة والعمليات في تغطية المخاطر المالية وهو مايعرف باستراتيجية الهندسة المالية التي تمثل همزة وصل بين الهندسة و إدارة المخاطر وذلك في حال استخدامها بكفاءة وفعالية من طرف المؤسسات .

## 10- صعوبات الدراسة :

\* صعوبة ذكر كل ماتنطوي عليه الهندسة المالية .

\* عدم وجود فرع لمجمع صيدال على مستوى الولاية.والاعتماد على الأنترنت كمصدر معلومات.



**11- تقسيمات البحث :**

تم تقسيم هذا العمل إلى ثلاثة فصول كل فصل ينطوي على مجموعة مباحث كالتالي:

**الفصل الأول:** تناول الإطار العام للهندسة المالية، تحدث المبحث الأول عن أساسيات التمويل والأسواق المالية، أما المبحث الثاني فتناول مفاهيم عامة للهندسة المالية، و الثالث تضمن مفهوم الابتكار المالي.

**الفصل الثاني:** ينص على إدارة المخاطر المالية حيث تناول المبحث الأول مفاهيم عامة حول المخاطر المالية، أما الثاني تخصص في إدارة المخاطر المالية، والمبحث الأخير تضمن دور المنتجات المالية في إدارة المخاطر المالية.

**الفصل الثالث:** تضمن دور الهندسة المالية في إدارة المخاطر المالية في مجمع صيدال تناول المبحث الأول استراتيجيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر المالية بالمجمع، والثاني تحت عنوان نبذة عن مجمع صيدال، وأخيرا أدوات قياس المخاطر بالمجمع في المبحث الأخير.

# الفصل الأول

الإطار العام للهندسة المالية

## مقدمة الفصل

الهدف وراء قيام أي كيان مؤسسي وبخاصة المؤسسات الاقتصادية هو البقاء والاستمرار عن طريق الربح والنمو، ولتحقيق هذه الغاية كان لا بد لها ان تكون مثل الجسد الواحد.

إن من أهم وظائف المؤسسة الاقتصادية الوظيفية المالية التي تمثل العصب الأساسي في المؤسسة فهي بمثابة درع أمام المنافسة و أي مستجدات جراء التأثيرات الخارجية غير المتوقعة. حيث يتمثل دورها في توفير رؤوس الأموال التي تحتاجها المؤسسة في الوقت المناسب وبأقل تكلفة ممكنة .

في ايطار التعاملات المالية ظهرت ما يسمى بالأسواق المالية التي تمثل آلية لتداول مختلف الأوراق المالية فيها.

وبناء على التغيرات التي شهدها العالم وما صاحبه من تطور تكنولوجي وتعدد احتياجات التمويل وازدياد المخاطر، ظهر مفهوم جديد في عالم المال تمثل في الهندسة المالية وهي عملية تطبيق أساليب رياضية احصائية مختلفة لحل كل المشكلات العملية في مجال المال، إضافة إلى دورها في عملية تنشيط البورصات العالمية نظر لقدرتها على تطوير ادوات تقليدية إلى حديثة أو ابتكار أدوات جديدة تمكن العالم من السيطرة على المخاطر المالية.

## المبحث الأول : أساسيات حول التمويل والأسواق المالية

إن أي كيان مؤسسي يقوم على وظائف أساسية لا يمكن الإستغناء عنها وذلك بغرض مواكبة النشاط الإقتصادي، ونجد في هذا الصدد التمويل والأسواق المالية، إذ يعتبر كل منهما وسيلة ضرورية للتقدم والتطور. وبالتالي نطرح التساؤل : ما هو تعريف التمويل والأسواق المالية؟

## المطلب الأول: ماهية التمويل

بغرض فهم معنى التمويل سيتم التطرق إلى أهم المفاهيم الأساسية المتعلقة به، حيث أن التعريف الشائع له يتمثل بكونه عبارة عن عملية الإمداد بالأموال اللازمة عند الحاجة إليها.

## أولاً: مفهوم التمويل لقد تعددت التعاريف نذكر منها :

\* يعرف على أنه أحد أهم الركائز في المؤسسة والطاقة المحركة لها، ومفهوم التمويل يشمل المفهوم الضيق والمفهوم الواسع، فالأول عبارة عن مجموعة وسائل الإفتراض التي تضمن للمؤسسة الإستمرار في نشاطها، أما الثاني فهو مجموع العمليات التي تقوم من خلالها المؤسسة بتلبية كل متطلباتها من أموال وزيادات لاحقة لعقود القروض بصفة عامة أو المنشآت المالية والمساهمات الممنوحة بسندات باهظة أو تطوعية من طرف الدولة، الخزينة العامة والجماعات المحلية<sup>1</sup>.

\* ويعرفه الإقتصاد أنه مجموع الطرق والوسائل المالية وجميع القرارات التي تتخذها الإدارة المالية لإستخدام الأموال بشكل إقتصادي، حيث أنه كلما كان التمويل كافياً كانت نسبة نجاح المشروع الإقتصادي أكبر<sup>2</sup>.

ومن وجهة نظرنا هو عملية تكوين وتشكيل المخصصات النقدية المتاحة وتوزيعها واستخدامها لضمان استمرار عمليات الإنتاج على مستوى كل المؤسسات ومستوى الإقتصادي الوطني، فعملية التمويل تحتاج إلى دراسة دقيقة وذلك لتفادي أي مخاطر مستقبلية. إذ أن وظيفة التمويل من أهم

<sup>1</sup> - طارق الحاج، مبادئ التمويل، بدون طبعة، دار الصفاء للطباعة والنشر، عمان، الأردن 2002، ص2.

<sup>2</sup> - ميلود زيد الخير، ضوابط الإستقرار المالي في الإقتصاد الإسلامي، الملتقى الدولي الأول، الإقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، غرداية يومي 23-24 فبراير 2011، ص 02.

الوظائف في المنشأة مهما كان حجمها أو طبيعة نشاطها ويعد قرار التمويل من القرارات الأساسية التي يجب أن تعتني بها المؤسسة.

ثانيا: مصادر التمويل وأهميته : تتمثل في:

**1- مصادر التمويل :** ويتم هنا تغطية الحاجات المالية من مصدرين أساسيين هما<sup>1</sup>:

**1-1- التمويل الذاتي (التمويل الداخلي):** وهو مجموعة الوسائل التمويلية التي أنشأتها المؤسسة بفعل نشاطها العادي أو الإستغلالي والتي تبقى تحت تصرفها بصورة دائمة أو مدة طويلة ،وذلك بإستعمال الأرباح المحتجزة والمتجمعة من السنوات السابقة ،وهذا ما يعرف برفع رأس المال داخليا إضافة إلى مخصصات الإهلاكات.

**1-2- التمويل الخارجي :** ويتم اللجوء إليه في حال عدم كفاية مصادر التمويل الذاتية وتتمثل في مجموعة الأدوات المتاحة بالأسواق المالية، التي تعتبر هذه الأخيرة أداة هامة لتعبئة المدخرات أو الموارد وتوجيهها لتلبية إحتياجات الأنشطة المختلفة.

**2- أهمية التمويل :** تتمثل فيما يلي<sup>2</sup>:

- إن السيولة لا يمكن المحافظة عليها من طرف الشركة و حمايتها من خطر الإفلاس إلا عن طريق التمويل.

- الإستخدام الكفؤ للتمويل الخارجي يؤدي إلى تخفيض الضغط على ميزان مدفوعات للدولة المدينة والذي يرجع إلى خدمة ديونها الخارجية،ومن أهم عوامل كفاءة إستخدام التمويل الخارجي الربحية الملائمة، المرونة والسيولة.

- يساهم التمويل في تحقيق أهداف المؤسسة من أجل تحديد أو تحسين رأس المال الثابت للمنشأة.

<sup>1</sup> - محمد ابراهيم عبيدات ، أساسيات الإدارة المالية ، بدون طبعة، دار المستقبل للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر 1997 ص 19

<sup>2</sup> - محمد ابراهيم عبيدات ، أساسيات الإدارة المالية ، مرجع سبق ذكره، ص ص 21-22.

- يضمن التمويل السير الحسن للمؤسسة فهو يعمل على تحرير الأموال أو الموارد المالية المزمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها.

- كما يساهم التمويل في ربط التمويل الدولي مع الهيئات والمؤسسات المالية.

### 3- وظائف التمويل : تتمثل وظائفه في:

**3-1- التخطيط المالي:** تضع المؤسسة هذا التخطيط من أجل معرفة وتسجيل توقعاتها المستقبلية

وذلك بتقدير المبيعات والمصاريف فالمؤسسة تسعى إلى تحضير المستلزمات المالية وطريقة تحصيلها بمختلف آجالها دون إهمال عنصر عدم التأكد من المعلومات التنبؤية، أي يجب أن يكون المخطط مرنا.

**3-2- الرقابة المالية:** تتم عن طريق تقييم أداء النشاط مقارنة بالمخطط الموضوع، وذلك بالإطلاع على التقارير الخاصة بالأداء بإبراز الإنحرافات ثم تحديد مسببات حدوثها.

**3-3- الحصول على الأموال:** تتم معرفة حجم الأموال المطلوبة وتحديدتها من خلال المخطط المالي، فتشرع للحصول عليها إما بمصادر داخلية أو خارجية لتلبية حاجاتها وذلك بأدنى التكاليف وأبسط الشروط.

**3-4- استثمار الأموال:** عند الحصول على الأموال المطلوبة فإن المدير المالي يسعى لإستغلالها بشكل أمثل في مختلف المشاريع ليضمن تحقيق أعلى مستوى من الربح فكل مشروع استثماري هو عبارة عن أصل من الأصول الثابتة أو المتداولة للمؤسسة حيث يعود هذا الأصل بربح تسدد به المؤسسة التزاماتها.

ثالثا : أنواع التمويل: يمكن توضيحها كالتالي<sup>1</sup>:

### 1- من حيث المدة : نجد :

**1-1- تمويل قصير الأجل:** يقصد به الأموال التي لا تزيد فترة استعمالها عن سنة بالمبالغ النقدية التي

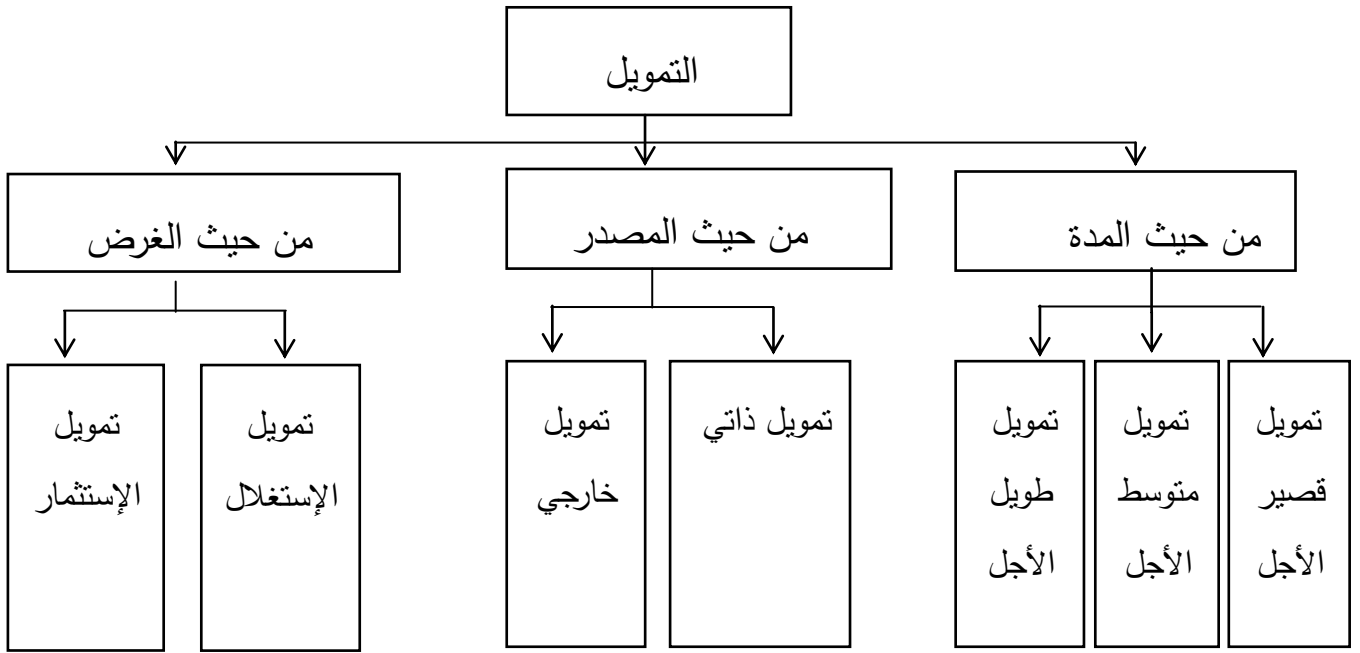
تخصص لدفع الأجور وشراء المواد والتوسع الموسمي وغيرها من المدخلات اللازمة لإتمام العملية الإنتاجية والتي يتم تسديدها من الحصيلة المنتظرة للعمليات الجارية نفسها.

<sup>1</sup> - بن قيراط عبد العزيز، بركات غنية، تمويل المشاريع الإستثمارية، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير تخصص إقتصاد تطبيقي وتسيير المنظمات، غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة العقيد الحاج لخضر، باتنة، 2008/2009، ص ص 12-13.

- 1-2- تمويل متوسط الأجل: حيث تتراوح مدته من 2 سنة إلى 5 سنوات غالباً، خص تمويل المشتريات والمعدات والآلات الخاصة بالربحية والمنتظرة من هذا التمويل والتي يتعين عليها الوفاء بالقرض.
- 1-3- تمويل طويل الأجل: تنشأ من الطلب على الأموال لتكوين رأس مال ثابت حيث تقدر مدته ما فوق خمس سنوات مثل عمليات التوسيع.
- 2- من حيث المصدر: تتمثل في مصدرين هما :
- 1-2- تمويل ذاتي : وسيلة تحويلية هامة تسمح للمؤسسة بتمويل نشاطها دون اللجوء لأي عميل آخر.
- 2-2- تمويل خارجي : يكمن في لجوء المؤسسة إلى المدخرات المتاحة في السوق المالي أو عن طريق زيادة رأس المال بطرح أسهم جديدة في السوق.
- 3- من حيث الغرض الذي يستخدم لأجله: تضم ما يلي<sup>1</sup>:
- 1-3- تمويل الإستغلال: تصنف إلى تلك الأموال التي توضع لمواجهة الإحتياجات والمعاملات قصيرة الأجل والتي تتعلق بتنشيط الدورة الإنتاجية في المؤسسة.
- 2-3- تمويل الإستثمار: تتمثل في الأموال المخصصة لمواجهة النفقات التي يترتب عنها خلق طاقة إنتاجية جديدة أو توسيع طاقة حالية للمشروع.

1- بن قيراط عبد العزيز، بركات غنية، تمويل المشاريع الإستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص14

الشكل (1-1): أصناف التمويل



المصدر : من إعداد الطلبة اعتمادا على ما سبق من معلومات

المطلب الثاني: الأسواق المالية

تمثل الأسواق كيانا يتم فيه تنظيم اللقاء بين العارضين والطلبين وذلك عن طريق تداول الأصول المالية من خلال عمليات متنوعة تختلف آجالها من أصل لآخره وذلك بغرض ضمان أداء الحقوق والواجبات وتوفير الامان لكل الاطراف المتعاملة.

أولا : مفهوم الأسواق المالية وأهميتها

1- مفهوم الأسواق المالية : لقد تعددت التعاريف وستناول بعضها كالاتي:

- تعرف الأسواق المالية والإستثمارية أنها أماكن يتم فيها أو من خلالها شراء وبيع الأوراق المالية لأغراض إستثمارية أو أنشطة تهدف إلى الربحية<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - خالد وهيب الراوي، أسواق المالية والنقدية، الطبعة الثانية، عمان 2000، ص 5.



- يعرف على أنه ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشترتها، وبغض النظر عن الوسائل التي يتحقق بها الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن يشترط توفير قنوات إتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة<sup>1</sup>.

- تعرف الأسواق المالية بأنها آلية يتم من خلالها تداول الأصول بيعا وشراء حيث تمكن هذه البلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الإقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الإقتصادية التي تعاني من العجز المالي<sup>2</sup>.

### ثانيا : أنواع الأسواق المالية

ينقسم سوق إلى سوقين ،السوق الأول يتمثل في سوق النقد ،والثاني سوق رأس المال.

**1- سوق النقد :** هي السوق التي يتم من خلالها إصدار وتداول رؤوس أموال قصيرة الأجل ،حيث يتركز فيها عرض وطلب الأموال القابلة للإقراض لفترة أقل من سنة، مقابل دفع أو تلقي فائدة من قبل البنوك<sup>3</sup> . وينقسم سوق النقد إلى سوقين هما :

**1-1- السوق الأولي:** يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لآجال قصيرة بأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر هذه الأموال وقوة المقترض وسمعته المالية.

**1-2- السوق الثانوي:** يجري فيها تداول الإصدارات النقدية قصيرة الأجل بأسعار تحدد حسب قانون العرض والطلب ،وتنقسم هذه بدورها إلى<sup>4</sup> :

**1-2-1- سوق الخصم:** حيث يتم فيها خصم أدوات الإئتمان قصيرة الأجل بسعر فائدة أقل من قيمتها الإسمية.

1- وليد الصباي وأنس بكري، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع ،بيروت 2012 ،ص 9.

2- عبد الغفار حنفي ،عبد الفتاح اسماعيل، الأسواق المالية، بدون طبعة ،الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر 2009، ص 9.

3- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، بدون طبعة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر 2009، ص 268.

4- سيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الاولى، دار الفكر، مصر 2010، ص 93.

**1-2-2- سوق القروض قصيرة الأجل:** تمثل جميع أنواع القروض التي تعقد لأجل قصير تتراوح بين أسبوع واحد وسنة كاملة، وقوامها الأساسي يكون من المشروعات والأفراد من ناحية والمصارف التجارية وبعض مؤسسات الإقراض المختصة في منح الإئتمان قصير الأجل من ناحية أخرى.

**2- سوق رأس المال :** ويمثل الشق الثاني من السوق المالي، وتعرف بأنها السوق المتخصصة في الإستثمارات بعيدة المدى والتي تتجاوز فترات سدادها السنة الواحدة، وتتعامل بشكل رئيسي بالأسهم والسندات، سواء كانت هذه الأدوات تعود إلى شركات خاصة أو مؤسسات حكومية<sup>1</sup>. وتنقسم هذه السوق بدورها إلى:

**1-2- سوق الإصدار ( السوق الأولي) :** هي السوق التي تجمع بين مصدر الورقة المالية وبين المكسب الأول فيها، أي السوق التي يتم فيها إصدار الأوراق المالية لأول مرة.

**2-2- السوق الثانوي:** هو السوق الذي يتم تداول الأوراق المالية بعد الإكتساب فيها من قبل حاملها<sup>2</sup>، أي هي السوق التي يتم فيها بيع وشراء الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولي. وتنقسم إلى:

**1-2-2- سوق أول منظم :** يتكون من سماسة مسجلين بالبورصة.

**2-2-2- سوق غير منظم:** يتم التعامل فيها بأسهم الشركات غير مدرجة والتي لم تستوفي شروط الإدراج أو القيد بالبورصة.

**2-2-3- السوق الثالث:** هو سوق يتم التعامل فيه خارج البورصة من خلال أعضاء من بيوت السمسرة.

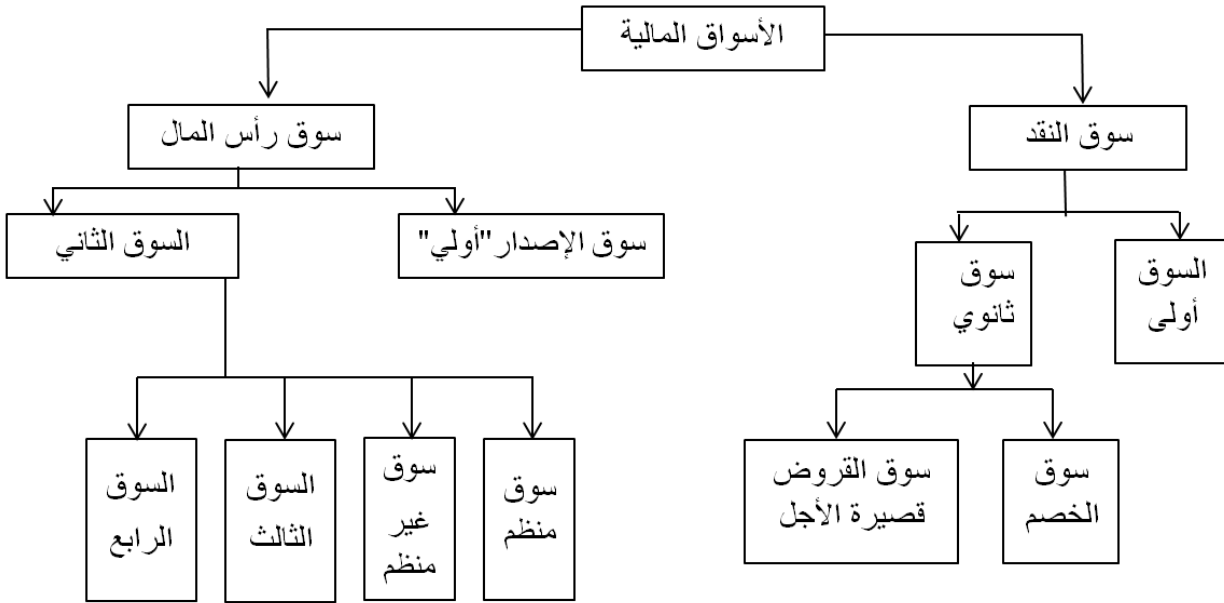
**2-2-4- السوق الرابع:** هو السوق التي تتم فيه التعاملات بطريقة مباشرة بين المؤسسات الإستثمارية الكبيرة أو بين الأفراد الأغنياء دون الحاجة إلى السماسرة وذلك نتيجة وجود شبكة فعالة من الإتصالات.

1- معروف هوشيار، الإستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر، عمان 2003، ص 68.

2- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، مرجع سبق ذكره، ص 305.

ونلخص أنواع الأسواق المالية في الشكل التالي :

الشكل (1-2): أنواع الأسواق المالية



من إعداد الطلبة بالاعتماد على المعطيات السابقة

ثالثاً: الأدوات المتداولة في الأسواق المالية:

تختلف الأدوات من سوق لآخر وستتطرق لبعض منها:

1- الأدوات المتداولة في سوق النقد: نذكر منها<sup>1</sup>:

1-1- أمر السحب القابل للتداول: حيث أستحدثت في بعض الدول نوع من الودائع المصرفية تجمع بين مزايا الودائع الجارية وودائع التوفير، حيث يكون فيه للمودع الحق في تحرير أمر سحب قابل للتداول في الوقت الذي يمكنه فيه الحصول على فوائد رصيد تلك الوديعة، ويتميز هذا النوع من الودائع على الودائع الجارية بأنه يؤدي في نفس العرض كما يتولد عنه بعض العائد.

1-2- الكمبيالات المصرفية: هي عبارة عن تعهد كتابي بإعادة مبلغ إقترضه شخص من إحدى البنوك، ويمكن للبنك الإحتفاظ بالتعهد حتى تاريخ الإستحقاق، كما يمكن بيعه لطرف آخر وفي كل مرة يحصل المشتري على خصم، وفي تاريخ الإستحقاق يحق لحامل التعهد إسترداد قيمته من المخر، وفي

<sup>1</sup>- شريط صلاح الدين، أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، بدون طبعة، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة 2018، ص ص69-

حالة الفشل يمكنه الرجوع إلى البنك الذي قبل التعهد منذ البداية، حيث يتراوح تاريخ إستحقاقها بين شهر وستة أشهر.

**1-3-أذونات الخزينة:** تمثل أوراق حكومية قصيرة الأجل لا يزيد تاريخ إستحقاقها عن سنة حيث تتميز هذه الاوراق بسهولة التصرف فيها دون ان يتعرض حاملها لخسائر رأسمالية فعادة ما يباع إذن بخخص أو بسعر أقل من قيمته الاسمية وفي تاريخ إستحقاق تلتزم الحكومة بدفع القيمة الغسمية المدونة على الإذن، ويمثل الفرق مقدار العائد الذي يجنيه.

## 2- الادوات المتداولة في سوق رأس المال : تتمثل أهمها في :

**1-2- الأسهم:** هي صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل عموما مشاركة في رأس مال إحدى شركات، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها. وللأسهم قيم هي<sup>1</sup>:

- **القيمة الاسمية:** هي القيمة المدونة على قسيمة السهم والتي ظهر بها السهم في أول إصدار له.

- **القيمة الدفترية:** قيمة السهم حسب سجلات الشركة.

- **القيمة السوقية:** هي القيمة التي يحددها التعامل بالأسهم في السوق الثانوي، وقد تكون أكبر من القيمة السوقية أو أقل منها حسب نقطة توازن العرض والطلب.

**2-2- السندات:** تعرف على أنها شهادة يلتزم المصدر بموجبها أن يدفع لحاملها القيمة الاسمية عند الإستحقاق مع دفع فائدة متفق عليها منسوبة إلى القيمة الاسمية للسند، حيث تتميز السندات بأنها صكوك ديون وذات معدل فائدة ثابتة، وإنها ذات أجل محدد ليبدأ أصل الدين ( قيمة السند )<sup>2</sup>.

**2-3- المشتقات المالية:** هي عقود نابعة من الاوراق المالية، حيث تشتق قيمتها من قيم مرجعية كقيمة السهم العادي أو قيمة السندات....إلخ.

1- منير ابراهيم الهندي، أساسيات الإستثمار، بدون طبعة، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية 1999، ص 15.

2- محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العلمية، بدون طبعة، المكتبة الوطنية، عمان 1993، ص 141.

**2-3-1- عقود الخيار:** هو الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة بسعر متفق عليه مقدما، أو ان يكون حق الشراء أو البيع في تاريخ محدد وليس خلال الفترة، ويدفع المستثمر نتيجة حصوله على هذا الحق مبلغ كعلاوة.

**2-3-2- عقود مستقبلية:** فهي عقد بين المشتري والبائع يلتزم بموجبه البائع بتسليم كمية من الأوراق المالية بسعر معين وبزمن محدد ومكان محدد، ويلتزم المشتري بالإستلام بنفس الشروط.

**2-3-3- عقود المبادلات:** هي إتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة النفقات النقدية خلال فترة لاحقة، فهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسويق هذا العقد على فترات دورية.

### المطلب الثالث : الابتكار المالي

بمرور الزمن وتطور الأعمال وازدهارها تتجه غالبية المؤسسات نحو عملية الابتكار والإبداع التي تحظى باهتمام واسع في الوقت الحاضر، وذلك نظرا إلى المشاكل التي تواجهها في مسيرة نشاطها.

**أولا : مفهوم الابتكار المالي وتصنيفاته : تلخص في:**

**1- مفهوم الابتكار المالي :** من بين التعريفات نذكر ما يلي<sup>1</sup> :

يعرف بأنه مجموعة العمليات التي يستخدمها الإنسان بما هو متوفر لديه من قدرات عقلية وفكرية وما يحيط به من مؤثرات بيئية في أن يتوصل إلى فكرة أو أسلوب أو نظرية، بحيث يحقق النفع للمجتمع أو المنظمة التي يعمل فيها.

ويعرف أيضا عملية فكرية منفردة تجمع بين المعرفة المتألفة والعمل الخلاق، تمس شتى مجالات الحياة، وتتعامل مع الواقع وتسعى نحو الأفضل، فضلا عن الإبداع الناتج عن تفاعل متغيرات ذاتية أو موضوعية أو شخصية أو بيئية أو سلوكية، يقودها أشخاص متميزون.

1- موسى بن منصور، الإبتكار المالي في المؤسسات الإسلامية بين الأصالة والتقليد، المؤتمر الدولي لمنتجات وتطبيقات الإبتكار والهندسة المالية، جامعة فرحات عباس، سطيف يومي 5 و6 ماي 2014، ص 3

كما يعرف أنه تلك العملية التي يمكن من خلالها خلق وقبول وتطبيق محدودة من المشاريع، ومجموعة الوسائل التي صاحب المشروع من خلالها أن يبدع موارد جديدة تنتج ثروة أو يعطي للمواد المتاحة إمكانية وإضافة لخلق الثروة<sup>1</sup>. وبصفة عامة يعرف الابتكار المالي بأنه كل ما هو جديد وغير مألوف وخارج عن حدود المعرفة السابقة أي التقدم الناجح لشيء جديد نافع محققا لنتائج إيجابية لم يكن بالإمكان تحقيقها من قبل. وتتجلى أنواع الابتكارات المالية في :

- تحويل الأصول المالية إلى منتجات أكثر تطور أو أقل وفقا لإحتياجات المستخدمين النهائيين من حيث المخاطر والإستثمار ضمن مدة معينة.

- إيجاد آليات لتغيير الأدوات المالية في السوق المنظمة أو غير المنظمة.

- تطوير التكنولوجيات اللازمة لتداول هذه الأدوات وتوفير جميع المعلومات ذات الصلة.

**2- تصنيف الابتكارات المالية:** توجد عدة تصنيفات سنتناول منها تصنيف بنك التسويات الدولية مع إضافات لوفيان تتمثل في<sup>2</sup> :

- **ابتكارات نقل المخاطر:** هي أدوات وتقنيات جديدة تمكن الفاعلين الإقتصاديين منتحويل مخاطر السعر ومخاطر الائتمان فيما بينهم، كما وتمكن حاملها من التحوط ضد خطر معين.

- **ابتكارات تحسين السيولة:** هي الابتكارات التي لديها القدرة على زيادة سيولة الأوراق المالية والاصول.

- **ابتكارات توليد الاسهم:** هي أدوات تمنح خصائص الأسهم للموجودات ،حيث أن طبيعة خدمة الديون فيها محددة سلفا، كما يتم تحديد معدل العائد لأصل مالي بناء على أداء الجهة المصدرة.

- **ابتكارات إدارة الأصول والخصوم:** وذلك من خلال تقديم إدارة المخاطر وتوسيع فرص الإقراض أو تغيير هيكل الخطر في الميزانية العمومية للبنك<sup>3</sup>.

2-ساسية جدي، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية، مذكرة نيل شهادة الماجستير، تخصص أسواق مالية وبورصات، منشورة جامعة محمد خيضر، بسكرة 2015، ص24.

2- عبد الكريم قندوز، الابتكار المالي ومقدمة إلى الهندسة المالية، الطبعة الأولى، E-kutub Ltd، لندن 2017، ص121

3- موسى بن منصور، مرجع سبق ذكره، ص4،

- ابتكارات توليد الإئتمان: هي تلك الابتكارات التي توسع نطاق وصول الفاعلين الإقتصاديين إلى عرض الإئتمان، وهذا ما قد يتولد عنه زيادة في حجم الإئتمان الكلي أو تحول بعض الفاعلين الإقتصاديين في حصولهم على الإئتمان من مصادر تقليدية (القروض المصرفية) إلى مصادر حديثة (أسواق رأس المال).

ثانيا : عوامل ظهور الابتكار المالي ومبادئه.

نوجزها كمايلي:

**1-عوامل ظهور الابتكار:** تتمثل في العوامل المباشرة وغير المباشرة<sup>1</sup>.

**1-العوامل المباشرة:** يكمن ظهور الابتكار المالي في الطريقة التي تغيرت فيها الأسواق المالية منذ عام 1960، أي فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية إلى غاية انتقال العالم بأسره إلى حالة من المخاطر الحقيقية . تتمثل هذه العوامل في:

- انهيار اتفاقية بيرن وودز، وزيادة حدة التضخم في بداية الثمانينات وما صاحبها من زيادة سريعة في معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل.

- انهيار أسواق الأوراق المالية العالمية المتتالية، مما دفعت الميثرين للبحث عن طريقة لحماية أصولهم.

- المنافسة الشرسة فيما بين المؤسسات المالية والمصرفية التي دفعت المؤسسات للإستنفار لغرض البحث عن أداة جديدة لإدارة المخاطر.

**2-العوامل غير المباشرة:** حيث ظهرت عوامل أخرى ساهمت بشكل كبير في إبراز أهمية الابتكار المالي وتطوره نذكر أهمها كما يلي:

- الحاجة أم الإختراع : تتمحور فكرة هذا العامل حول أن الابتكار المالي جاء استجابة لقيود معينة تعيق تحقيق الأهداف الإقتصادية والمالية في عالم الإستثمار والتمويل الحديث وقد تكون هذه القيود

<sup>1</sup> - موسى بن منصور، مرجع سبق ذكره، ص 5-6.

قانونية، تقنية واجتماعية، وقد قدم " سلبر " في هذا الإطار تحليلاً متميزاً لنهضة الهندسة المالية والإبتكار المالي تلخص في المثل القائل " الحاجة أم الإختراع " فالهندسة المالية والإبتكارات المالية جاءت استجابة لتقديم العون لمنشآت الاعمال من أجل تخفيض أو التخلص من القيود المفروضة عليها<sup>1</sup>.

-**التشريعات مصدر الإلهام:** كما يشير " ميلر " إلى آخر جوهرى للإبداع والإبتكارات المالية هو كونها ردود فعل للتشريعات بصفة عامة والتشريعات الضريبية بصفة خاصة.

- **زيادة المخاطر والحاجة إلى إدارتها:** إن التقلبات الكبيرة وغير المتوقعة في المحيط المالي والإقتصادي ككل أصبحت تشكل خطراً كبيراً على مؤسسات الاعمال، وترتب على ذلك بالتبعية ضرورة إنتاج منتجات مالية جديدة وتطوير قدرات عالية للسيطرة على المخاطر المالية، وأدى ذلك إلى تداول تلك المنتجات والأدوات المالية الجديدة في الأسواق المالية<sup>2</sup>.

**2- مبادئ الإبتكار المالي :** حتى يكون الإبتكار المالي ناجحاً لا بد من مراعاة بعض المبادئ<sup>3</sup>:

- فسح المجال لأية فكرة أن تولد وتنمو وتكبر ما دامت في الإتجاه الصحيح.
- إن الأفراد مصدر قوة المنظمة، والاعتناء بتنميتهم ورعايتهم يجعلها الأكبر والأفضل والأكثر ابتكاراً وروحاً، ولتكن المكافأة على أساس الجدارة واللياقة.
- إحترام الأفراد وتشجيعهم وتنميتهم لإتاحة الفرص لهم للمشاركة في القرار وتحقيق النجاحات للمنظمة والتخلي عن الروتين واللامركزية في التعامل ينمي القدرة الإبداعية وتحويل العمل إلى شيء ممتع وليس وظيفة فحسب.
- لا ينبغي ترك الفكرة الجيدة التي تفتقد إلى آليات التنفيذ، بل نضعها في البال ونعرضها للمناقشة بين آونة وأخرى.

1- منير ابراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية بإستخدام التوريق والمشتقات المالية، الجزء الأول، بدون طبعة منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، دون تاريخ، ص 14.

2- عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، مؤسسة الرسالة ناشرون، بيروت 2008، ص 35.

3- عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 34.



- ليس الإبداع أن نكون نسخة ثانية أو مكررة في البلد، بل الإبداع أن تكون النسخة الأصلية الرائدة والفريدة، أي تبدأ من الذات إبتكاراً ولا تبدأ من الغير تقليداً.

### ثالثاً: نظريات الإبداع والإبتكار:

هناك العديد من النظريات التي فسرت الإبتكار والإبداع أهمها<sup>1</sup>:

**1-نظرية (1958 Marsh et Simon):** حيث فسرت الإبداع من خلال معالجة المشكلات التي تعترض المنظمات، إذ تواجه بعض المنظمات فجوة بين ما تقوم به وما يفترض أن تقوم به بسبب عوامل خارجية تحاول من خلال عملية البحث خلق البدائل لسد هذه الفجوة.

**2- نظرية (1961 Burne & Stalker):** ترى هذه النظرية أن الهياكل الأكثر ملائمة هي التي تسهم في تطبيق الإبداع في المنظمات، من خلال النمط الآلي الذي يلائم

بيئة العمل المستقرة والنمط العضوي الذي يلائم البيئات سريعة التغير، فالنمط العضوي يقوم عن طريق مشاركة أعضاء التنظيم بإتخاذ القرارات، فهو يسهل عملية جمع البيانات والمعلومات ومعالجتها.

**3- نظرية (1970 Hage & Aiken):** تعد من أكثر النظريات شمولية، إذ أنها تناولت المراحل المختلفة لعملية الإبداع وفضلا عم العوامل المؤثرة فيه، وفسرت الإبداع على أنه تغير حاصل في برامج المنظمة تتمثل في إضافة خدمات جديدة، وحددت مراحل الإبداع كالاتي:

- **مرحلة التقييم:** أي تقييم النظام ومدى تحقيقه لأهدافه.

- **مرحلة الإعداد:** أي الحصول على المهارات الوظيفية المطلوبة والدعم المالي.

- **مرحلة التطبيق:** البدء بإتمام الغبداع وإحتمالية ظهور المقاومة.

ومما سبق يمكن القول أن الإبتكار المالي هو عملية فكرية منفردة تساهم في إحداث نقلة نوعية في المجالات المالية على المستوى الكلي والجزئي، حيث أن الإبتكار المالي أدى غلى ظهور علم جديد وهو

1 - موسى بن منصور، مرجع سبق ذكره، ص 3-4.

علم الهندسة المالية التي عرفها بأنها التصميم والتطوير والتنفيذ لأدوات وآليات مالية مبتكرة وصياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وغيرها.

ومن هنا يمكن تلخيص العلاقة بين الهندسة المالية والإبتكار المالي في<sup>1</sup>:

- ابتكار أدوات مالية جديدة.

- ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف الإجرائية للأعمال القائمة.

- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية كإدارة السيولة.

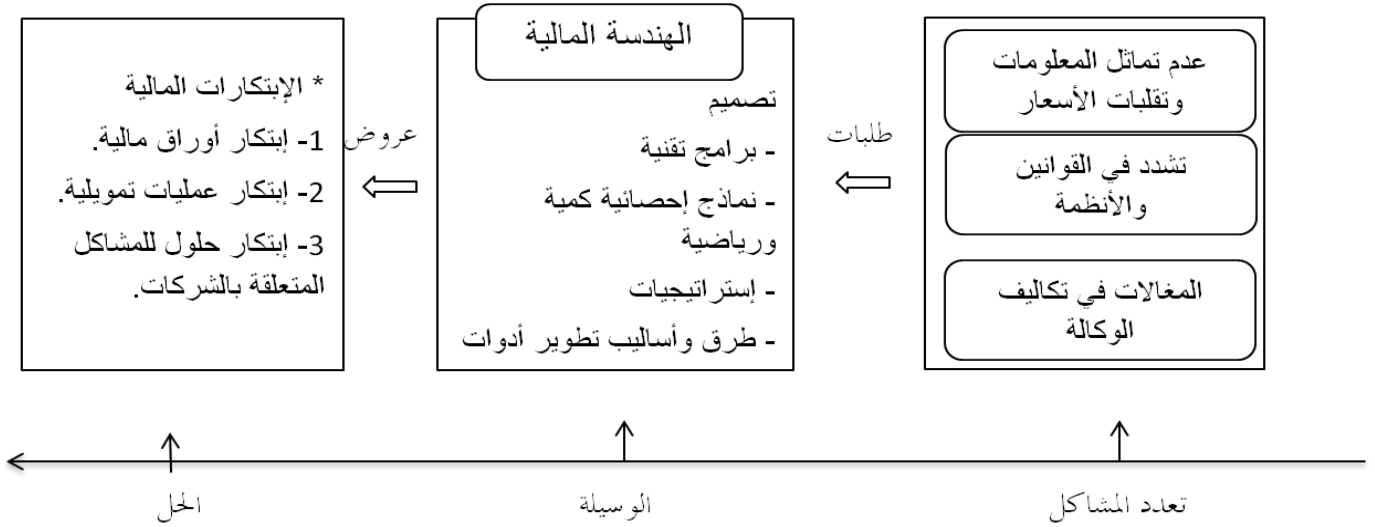
- كما يرى "ميرتون" العلاقة بينهما ، كون الهندسة هي وسيلة لتنفيذ الإبتكار وهي منهج مصوغ في صورة نظام أو مجموعة من الأفكار والمبادئ تستخدمه مؤسسات أو شركات الخدمات المالية لإيجاد حلول أفضل لمشاكل مالية معينة تواجه عملائها، فالهندسة المالية والإبتكار المالي هما عمليتان متكاملتان تعتمد كل واحدة منهما على الأخرى، فالحاجة تدفع للإبتكار والإبتكار المالي يعتمد على الهندسة المالية لتوظيف النماذج، ثم تتم عملية طرحها أخيرا في الأسواق في صورة أدوات مالية وخدمات لها فضل الأسبقية.

فالهندسة المالية هي مجموعة المبادئ والاستراتيجيات لتطوير الحلول المالية المبتكرة .

وعليه تتلخص العلاقة بينهما فيمايلي :

1- موسى بن منصور، مرجع سبق ذكره، ص 5

الشكل (1-3) : علاقة الهندسة المالية بالابتكار المالي



المصدر : ساسية جدي، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 25.

المبحث الثاني: مفاهيم عامة حول الهندسة المالية

ظهر مصطلح جديد على مستوى العالم المالي بشقيه العلمي والأكاديمي، وجاء لتعزيز عملية التمويل الخاصة بالمؤسسات والشركات المالية من خلال تطوير الأدوات المالية المستعملة في نشاطات الإستثمار ويعرف هذا المصطلح بالهندسة المالية . وستتطرق فيما يلي لتعريفه ونشأته:

المطلب الأول: ماهية الهندسة المالية

هناك من يشبه علم الهندسة المالية بالهندسة المعمارية والمهندس المالي بالمهندس المعماري وأدوات الهندسة المالية بأدوات الهندسة المعمارية، التي يمكن من خلالها حل العديد من المشكلات المالية.

أولاً: نشأة الهندسة المالية وفلسفتها

1- نشأة الهندسة المالية: تتمثل نشأة الهندسة المالية في <sup>1</sup>:

إن التطورات في الإقتصاد العالمي منذ السبعينات في القرن العشرين، وما عرفته التعاملات الإقتصادية من تحرير مالي شامل للأسعار، والثورة التكنولوجية، لوسائل الإعلام والإتصال، جعل من الأسواق المالية العالمية ومؤسسات الوساطة المالية محاطة بمخاطر مالية كثيرة أثرت على إستثماراتها هذا الأخير كان سببا محفزاً لتدخل الهندسة المالية من خلال ابتكار واستحداث طرق تمويلية ووسائل واستراتيجيات مالية

<sup>1</sup> - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، 1429 هـ - 2008 م، بيروت، لبنان، ص 34.

جديدة تسمح بتمويل حاجات الأطراف الإقتصادية بسهولة ويسر مع ضمان تحقيق تدفقات نقدية معتبرة لاستثماراتهم وهذه الأطراف سواء كانت شركات ومؤسسات مالية، أفراد أو حكومات. فكان أول ظهور للهندسة المالية بالمملكة المتحدة عندما فتحت المصارف إدارات لمساعدة مؤسسات المال في مواجهة المخاطر التي يسببها لها عملائها وإيجاد حلول لتلك المشكلات وعدد من المحاولات لتطوير منتجات أسواق المال.

وتنشأ الحاجة للهندسة المالية إما استجابة لفرص استثمارية وفقاً لتطلعات المستثمرين والمؤسسات معاً أو للتعامل مع قيود المنافسة الدولية وتجنب مخاطر الالايقين المحيطة بالأنشطة الإستثمارية، وتتحدد مقاصد الهندسة المالية وفقاً للحالة التي تواجه المؤسسة المعنية.

و نذكر بعض من الأكاديميين ذوي الشهرة الواسعة Black و Rechar Roll Fisher الذين استعان بهم بورصة وول ستريت للأوراق المالية بنيويورك. من أجل تطوير منتجات أسواق المال، وفي منتصف الثمانينات أخذت هذه الوليدة إسم الهندسة المالية التي أصبحت تلعب دوراً مهماً في مجال التمويل والإستثمار.

2- فلسفة الهندسة المالية: تركز فلسفة الهندسة المالية على تحليل الأنشطة المالية والقرارات الدولية الخاصة بالأدوات المالية (المنتجات المالية) والتباديل والتوافيق المختلفة التي تحقق على عائد بأقل مخاطر، ومحاولة تغيير ادوات المالية وتعديلها لتجنب المخاطر وزيادة العائد. ويتم ذلك بغرض تحقيق أعلى قيمة للمشروع بتاريخ محدد ، فالهندسة المالية تركز على:<sup>1</sup>

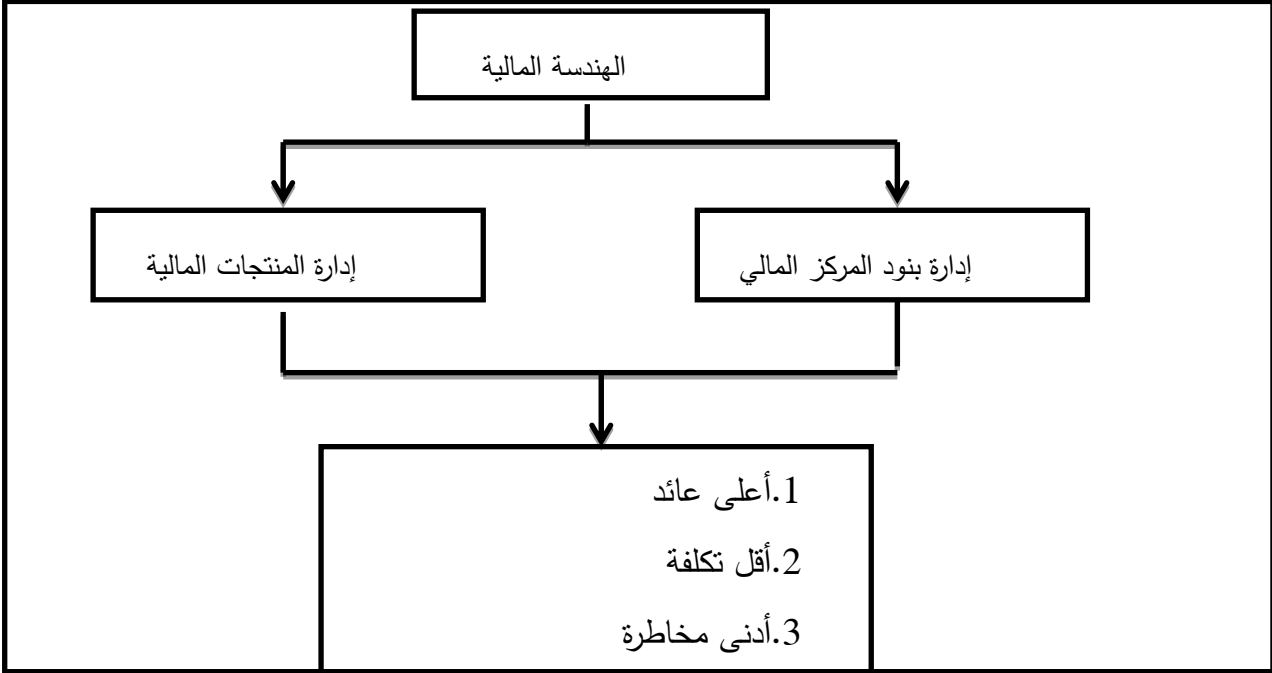
1. إدارة عناصر المركز المالي

2. إدارة المنتجات المالية الجديدة

بهدف الوصول إلى أعلى قيمة للشروع بالتركيز على الإستثمارات المادية والمالية بأقل تكلفة تمويل وأدنى مخاطر محتملة.

1- فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، بدون طبعة، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 1999، ص ص 233، 234.

الشكل (1-4): مخطط لفلسفة الهندسة المالية



المصدر : هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الأولى، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، ص 9.

#### ثانياً: تعريف الهندسة المالية

إن مفهوم الهندسة المالية قديم قدم التعاملات المالية، لكنه يبدو حديث من حيث المصطلح والتخصص، وتم تعريف هذا المصطلح من قبل الباحثين، ونذكر هناك مجموعة من التعاريف:

1-تعريف بعض الإقتصاديين: لقد تعددت التعاريف ونتعرض لبعض منها كمايلي<sup>1</sup>:

تعريف فينرتي (Finnerty 1988): تعني الهندسة المالية بتصميم وتطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة وتقديم حلول خلاقة ومبدعة للمشكلات المالية.

#### تعريف الجمعية الدولية للمهندسين الماليين LAFE:

تتضمن الهندسة المالية التطوير والتطبيق المبتكر للنظرية المالية لإيجاد حلول للمشاكل المالية المعقدة ولإستغلال الفرص المالية فالهندسة المالية هي المهنة التي تستعمل الأدوات.

تعريف بودي (LviBodie): الهندسة المالية هي تطبيق القواعد العلمية للنماذج الرياضية في شكل قرارات حول التوفير، الإستثمار، الإقتراض، الأقراض وإدارة المخاطر.

<sup>1</sup> - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق - الطبعة الأولى، مؤسسة الرسالة ناشرون، بيروت، لبنان، 1429هـ - 2008 م، ص ص 27، 28.

تعريف الخبير الإستثماري نشأت عبد العزيز: هي التصميم والتطوير وتطبيق بعمليات وأدوات مالية مستحدثة، وتقديم حلول خلاقية ومبدعة للمشكلات الإقتصادية والمالية، ولا يقتصر دورها على المنتجات الجديدة فقط، وإنما تسخير أدوات وأفكار قديمة لخدمة أهداف منشآت الأعمال.

حسب حسين كتيبي 1990 Kotby فالهندسة المالية تشير إلى استعمال استراتيجيات إدارة المخاطر من أجل التحكم في كل أشكال المخاطر التي يمكن أن تواجه المؤسسة خلال حياتها.

## 2-تعريف من وجهة نظر الإدارة المالية للمؤسسات:

الهندسة المالية قد تكون تغيرات مفيدة لوصف العملية الكمية التحليلية المصممة لتحسين العمليات المالية للمؤسسة. وهذه قد تتضمن النشاطات التالية:<sup>1</sup>

–تعظيم قيمة المنشأة وإدارة المحفظة المالية

–التفاوض حول التمويل.

–تنظيم صفقات المبيعات بما يتوافق مع مصالح الزبون والشركة.

## 3-تعريف من وجهة نظر الاسواق المالية:

يستعمل مصطلح الهندسة المالية في الأسواق المالية لوصف تحليل البيانات المحصلة من الأسواق المالية بطريقة علمية، وتأخذ عادة شكل الخوارزميات الرياضية أو النماذج المالية، فهي تستخدم كثيرا في الأسواق المالية وذلك بعد إجراء تعديلات، خاصة في تجارة العملات، تسعير الخيارات وأسهم المستقبلية.

إن استخدام أدوات وتقنيات الهندسة المالية يسمح للمهندسين الماليين من فهم أفضل للسوق المالية وللمتعاملين فيها، فدقت المعلومات وسرعتها أساسية في اتخاذ القرارات.<sup>2</sup>

و مما سبق يمكننا تعريف الهندسة المالية على أنها:

العلم الذي يعني بتصميم وتطوير وتنفيذ أدوات وآليات مالية مستحدثة ومبتكرة وصيانة حلول إبداعية لمشاكل التمويل.

يمكن تقسيم الهندسة المالية إلى جزأين رئيسيين هما:

1- عبد الكرم قندوز، صناعة الهندسة المالية في المؤسسات /29 المالية الإسلامية مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الإقتصادية

فرع نقود مالية، منشورة، حسيبة بن بوعلي محرر شلف، 2007، 2006. ص 24.

2- جليل كاظم مدلول العارضي، علي عبودي نعمة الجبوري، الهندسة المالية وأدواتها المشتقة بدون طبعة ، الدار المنهجية للنشر والتوزيع ،

عمان، الأردن، ص 16.

–الهندسة المالية الكمية:

تقوم على بناء نماذج كمية تساهم في التنبأ بالمخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسات المالية وقياسها بما يعطي مؤشرات دقيقة لمتخذي القرارات في المؤسسات المالية لإتخاذ القرار المناسب .

–الهندسة المالية النوعية أو الكيفية:

تقوم على ابتكار التصميم منتجات مالية جديدة، أو استغلال منتجات قائمة لإعادة هيكلتها لتستخدم في حل مشاكل التمويل، والإستفادة من التغيرات الحاصلة في الأوضاع الإقتصادية والقانونية العامة.

الهندسة المالية فلسفة يمكن من خلالها توجيه استعمال الأدوات المبتكرة المتمثلة بالمشتقات المالية والتحوط من المخاطر المالية، فضلا عن شمولها على تقنيات توجيهية على تجارة الأوراق المالية والأدوات الإستثمارية المالية المستقبلية.<sup>1</sup>

ثالثا: البيئة العلمية للهندسة المالية وأسباب ظهورها

تمثل البيئة العالمية للهندسة المالية<sup>2</sup> وأسباب ظهورها كالتالي :

**1-البيئة العالمية للهندسة المالية:**

شهدت الأسواق المالية العالمية في بداية الستينات من القرن العشرين ثورة في مجال الإبتكار المالي، وتتلخص في الظواهر الأربع التالية:

1-1 اتساع وتعدد أدوات الإستثمار المتاحة في أسواق المال: التي أدت إلى زيادة سيولة السوق، توفير المزيد من عمليات التحويل عن طريق جذب مستثمرين جدد، وتقديم فرص جديدة للباحثين عن التمويل.

1-2 إيجاد أدوات إدارة المخاطر: والتي مكنت من إعادة توزيع المخاطر المالية طبقا للتفضيلات المستثمرين للمخاطر.

1-3 تطوير أدوات المراجعة بين الاسواق (Arbitrage): مما مكن من تحسين تكاليف وزيادة العائد والإنتفاع على الأسواق العالمية.

1- هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الأولى، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، ص10.

2- عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص ص 30 - 31.

**1-4** تعدد وتنوع استراتيجيات الإستثمار: ذلك نتيجة لتعدد وتنوع وتحدد أدوات الإستثمار خاصة المشتقات المالية.

مما سبق فإن الهندسة المالية هي التي تهتم بابتكار الأدوات الحديثة وأدوات إدارة المخاطر بالشكل الذي يضمن للشركات تخطيط لمستقبلها وخدمة أهدافها هذا من جهة، ومنجهة أخرى ضمان المردود الإيجابي للإقتصاد الوطني ككل.

## 2-أسباب ظهور الهندسة المالية: تتمثل فيمايلي:<sup>1</sup>

هناك عدد من النظريات حول أسباب وجود ونشوء الإبتكار المالي الذي هو أساس الهندسة المالية، ويمكن تلخيص أهم العوامل التي ساعد على ظهور مفهوم الهندسة المالية وإنزاله على أرض الواقع كما يلي:

**1-2** الإحتياجات المختلفة للمستثمرين وطالبي التمويل: حيث قامت الوسائط المالية والبنوك مثلا من تسهيل عملية تحويل الأموال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز المالي، في حين كان القيام بهذه العملية من

## 2-2 تقنية المعلومات ومفهوم السوق العريض:

هذا المدى توفر تقنية الحاسوب وتأثيرها على أشياء أساسية في السوق مثل ماهية النقود وأشياء فرعية مستحدثة مثل كيفية عمل التحويلات النقدية للعملاء.

## 2-3 ظهور الكفاءة والفعالية:

تعرف الفعالية على أنها مدى قدرة السوق على مقابلة إحتياجات المشاركين فيه. أما الكفاءة فتعني المدى التي تستطيع فيه هذه الأسواق مقابلة هذه الإحتياجات بأقل تكلفة وبسرعة ودقة عاليتين. فهذين المعيارين يأخذان أهمية أكبر في حالة توسع قاعدة المشاركين.

## 2-4 عوامل أخرى: يمكن أن نضيف عوامل أخرى أيضا تمثلت فيمايلي:

—زيادة عدد الأسواق المنظمة الجديدة

—زيادة المخاطر والحاجة إلى إدارتها

1- عبد الكرم قندوز، الهندسة المالية واضطراب النظام المالي، مؤتمر كلية العلوم الإدارية الدولي الرابع 16 ، 17 ديسمبر 2010، جامعة

الكويت كلية العلوم الإدارية والإجتماعية ص ص4 ، 5.



– محاولة الإستفادة من النظام المالي.

المطلب الثاني: أبعاد وأهداف الهندسة المالية

نقصد بأبعاد الهندسة المالية الأسس التي تقوم عليها وحدودها بالإضافة إلى الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها.

أولاً: أسس الهندسة المالية

تنقسم الأسس هنا إلى مايلي<sup>1</sup>:

**1- الأساس العام للهندسة المالية:**

فالفكرة الأساسية للإبتكارات المالية تقوم على أنه لا يوجد شيء مقدس باستثناء العقيدة الإسلامية، وهذا يعني أن الفكر الإنساني لا يجب أن يكون مقيداً بحدود وأفكار ثابتة بل يجب أن يتجه إلى مساعدة متخذي القرار من خلال توفير بدائل مختلفة تختلف مزاياها من بديل لآخر، وعليه فمجال عمل الفكر الإنساني هو الإبداع في ما بين النقيضين وابتكار بدائل هجينة فيما بينهما أو اشتقاق أدوات ووسائل جديدة منهما.

**2- الأسس الخاصة للهندسة المالية:** ويتم الإعتماد عليها لتجنب المخاطر التي تنطوي عليها الهندسة المالية ونذكر منها:

- يجب أن يكون الربح حقيقياً وبعيداً عن الأنشطة الوهمية أو غير الفعلية.
- يعتبر التمويل في مشروعات الأعمال نشاطاً وسيطاً بغرض الإنتاج والتشغيل لتحقيق عائد مناسب يفوق تكلفة التمويل ويغطي المخاطر وعناصر التكلفة.
- وجود المؤسسات المالية وأجهزة وسيطة لخدمة عجلة الإنتاج.
- يجب إدارة الوظيفة المالية بالتركيز على المتغيرات الداخلية بالشركة والأبعاد البيئية المحيطة بما يحقق التوازن والإستقرار والربحية بالإضافة إلى التحكم في المخاطر، فالوظيفة المالية هي المرآة الفعلية لدورة حياة المشروع ، وترشيد القرار المالي في كل مرحلة من مراحل المشروع.
- قياس النتائج المترتبة عن القرار المالي للعائد والمخاطر والتكلفة في الأجلين القصير والطويل.
- تطابق أهداف المنظمات مع أهداف الإدارة المالية.

عموماً تكون صناعة الهندسة المالية ناجحة إذا حققت الشروط التالية:

1- عبد الكريم قندوز، مرجع سبق ذكره ، ص 6.

- يجب أن يكون المنتج أو العملية إبداعيا ومبتكرا حقا.
- أن تقوم هذه المنتجات بإنجاز عمليات لم يكن باستطاعة المستثمرين أو المصدرين القيام بها.
- أن تجعل الأسواق أكثر كفاءة.
- أن تزيد ثروة حاملي الأسهم أو مصدرها أو حتى الوسطاء.

### ثانيا: حدود الهندسة المالية واستراتيجياتها

تتمثل حدود الهندسة المالية واستراتيجياتها كمايلي:

#### 1- حدود الهندسة المالية تتجلى في:<sup>1</sup>

1-1 مجالات الهندسة المالية: انطلاقا من تعريف الهندسة المالية، فإن نطاق الهندسة المالية يتحدد بثلاثة مجالات هي:

**المجال الأول:** ابتكار أدوات مالية جديدة تغطي احتياجات الشركات.

**المجال الثاني:** تتمثل في ابتكار عمليات مالية جديدة تخفض من تكاليف المعاملات بالإضافة إلى الأساليب المبتكرة للإستخدام الكافي للموارد.

**المجال الثالث:** يتمثل في ابتكار حلول خلاقة مبدعة للمشكلات المالية التي تواجهها شركات الأعمال، كما أن الهندسة المالية تغطي المجالات التالية:

- الخدمات المالية بالبنوك وتخطيط الخدمات المالية للأفراد.
- تقديم الخدمات المالية للمكاتب والشركات العقارية وانشاء الإستثمار والإئتمان.
- إدارة الأعمال المالية والتجارية الخاصة والعامة، المالية والدولية بغرض الربح.

1-2- **مسؤوليات الهندسة المالية:** نقصد بها المهام التي يمكن تضطلع عليها وظيفة الهندسة المالية بؤسست الأعمال نذكر منها:<sup>2</sup>

- التحليل المالي والتخطيط المالي وإعادة هيكلة المنظومة المالية وفق التغيرات البيئية وتقييم الإحتياجات الرأسمالية والزيادة في رأس المال.
- إدارة هيكل التمويل وهيكل الأصول النقدية.
- إدارة المنتجات المالية ومشتقاتها.

1- عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية واضطراب النظام المالي، مؤتمر دولي، مرجع سبق ذكره، ص ص 7، 8.

2- فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 1999/1998، ص 266.

### 1-3 مخاطر التطبيق الخاطئ للهندسة المالية:

يؤدي التطبيق الخاطئ لأدوات الهندسة المالية إلى مخاطر جسمية وإفلاس للشركات وتدهور أسواق المال، فالمخاطرة وعدم حساب المخاطر وغياب الرقابة على أسواق المال وعدم تدخل البنوك المركزية تؤدي جميعها إلى خسائر كبيرة ومن أهم العمليات الخطرة في تطبيقات الهندسة المالية مايلي:

- الإستثمار في السندات الوهمية.

- المقامرة على حجم الرافعة المالية في أسواق إعادة الشراء والمنتجات المالية المركبة.

2- إستراتيجيات الهندسة المالية: ويقصد بها التشغيل الفعال لمصادر واستخدامات الأموال، بالإضافة إلى التشغيل الديناميكي للمنتجات المالية الجديدة عن طريق الصفقات التي تعقد لأوامر تنفيذ المستقبل، وترتكز الإستراتيجية في الهندسة المالية على:<sup>1</sup>

- تحديد فرص الإستثمار والتمويل الداخلي وخارج الأسواق المالية.

- تحديد عناصر القوة الداخلية للمشروع

- تجنب التهديدات والمخاطر المالية في الأدوات المالية

- الإستفادة من تغيرات الأسعار في أسواق المال في تعديل محفظة الإستثمار لزيادة العائد وخفض المخاطر.

- بناء وإعادة بناء المنظومات المالية في الأجل القصير والطويل بصفة دورية لضوء التغيرات الداخلية والخارجية لسوق المال والبيئة المحيطة وتشمل :

- إدارة المنظومات المالية اليومية: تخص الأوراق المالية والنقدية بمختلف أنواعها، بحيث تهدف المنظومة المالية اليومية إلى الإستفادة من القيمة الزمنية للنقود وتذبذبات الأسعار الصرف والفائدة بما يزيد التدفقات المالية والداخلية عن التدفقات المالية الخارجية.

- إدارة المنظومة المالية قصيرة الأجل:

تهدف إلى ربط تمويل الأصول المتداولة من مصادر تمويل قصير الأجل ، والإدارة المثلى لكل بنود الأصول المتداولة والخصوم المتداولة بالإضافة للإستفادة من اتجاهات التغير في أسعار الصرف ومعدلات التضخم خلال سنة واحدة.

1- جليل كاظم مدلول العارضي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى دار الصفاء للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن، 2013، ص 504.

### إدارة المنظومة المالية طويلة الأجل:

و ذلك لضمان تمويل الأصول الثابتة من مصادر تمويل طويلة الأجل. فالإستثمارات في الأصول الثابتة تحتاج إلى إدارة فعالة في:

- إختيار فرص الإستثمار وقياس العائد.
- تحديد تكلفة التمويل.
- تحديد مخصصات الإندثار.

### ثالثا: أهداف الهندسة المالية

من أهم أهداف الهندسة المالية مايلي:<sup>1</sup>

1- الهندسة المالية كضرورة للبقاء: تتمثل فيمايلي:

1-1 الهندسة المالية لتجاوز القيود القانونية: يقدم سيلبر (1983) تحليلا يميز النهضة الهندسة المالية تتلخص في المثل الحاجة أم الإختراع، فالهندسة جاءت لتقديم العون لمنشآت الأعمال من أجل تخفيض أو التخلص من ضغوط القيود المفروضة عليها، كون هذه الأخيرة تفرض تكلفة على المنشآت مما نصعب عليها القيام بنشاطها.

2-1 الإستفادة من الفرص الإستثمارية: حيث تساهم الهندسة المالية أحيانا في تصميم أدوات استثمارية ذات مخاطر عالية غير أنه نظر لكون تلك الأدوات جذابة لفئة المستثمرين محييء المخاطرة، هو أمر من شأنه أن يسهم في تخفيض العائد المطلوب على تلك الأدوات، أي تخفيض تكلفة الأموال للشركة المصدرة.

2- المنافسة المالية: ونقصد بها قدرة الشركة إلى إستخدام الأموال بكفاءة فائقة تجعلها تتفوق على المنافسين من خلال إختيار أفضل المصادر التمويلية وأحسن تشغيل لفرص الإستثمار المتاحة.

يؤدي الفشل المالي والإختلال في الهياكل التمويلية والإفلاس وغيرها من الأسباب إلى انهيار المشاريع والخروج من الأسواق بسبب عدم الإهتمام بالقدرة على مواجهة المنافسة الدولية، وتقاس المنافسة المالية بعدد من المؤشرات منها:

— انخفاض تكلفة التمويل وارتفاع عائد الإستثمار.

<sup>1</sup> - عبد الكريم قندوز، مرجع سبق ذكره، ص 35.

– انخفاض مخاطر الإستثمار وارتفاع مؤشرات السيولة.

– زيادة القيمة السوقية للمؤسسة وتحسين العلاقة بين المؤسسة والبنوك.

وهنا يبرز دور الهندسة المالية في رفع القدرة التنافسية للشركات من خلال التحكم في المؤشرات المذكورة سلفا حيث تعمل الهندسة المالية على تطوير أو ابتكار أدوات تمويلية ذات تكاليف ومخاطر أقل مع عوائد أكبر.

### 3-إعادة الهيكلة المالية:

تستهدف إجراء التصويب اللازم للهياكل الفنية والإقتصادية والمالية للشركة على النحو الذي يمكن الشركة من البقاء في عالم الأعمال بل والإستمرار بنجاح وتحقيق عائد مناسب على إجمالي الأموال المستثمرة فيه ورفع الروح المعنوية للعاملين بها، ويتحقق ذلك بإجراء دراسة علمية وعملية لأهم المشكلات التي تواجه الشركة فالهدف الأساسي للشركة يتمثل في البقاء في عالم المال بحيث تعتبر الشركة قادرة على البقاء فنيا واقتصاديا وماليا وقانونيا.<sup>1</sup>

و يمكن تلخيص أسباب إعادة الهيكلة في المشكلات التالية:

- مشكلات متعلقة بكفاءة الإدارة وحسن تصرفاتها.
- مشكلات متعلقة بالتدفقات النقدية الواردة والصادرة ووجود عجز وعدم توازن بينهما.
- مشكلات متعلقة بمواجهة أحداث مستقبلية متوقعة.
- مشكلات متعلقة بزيادة معدل دورات العمالة وعدم كفاءتها.

تتكفل الهندسة المالية بإعادة الهيكلة المالية والتي تعتبر أهم جزء من إعادة الهيكلة الشاملة.

ومن أهم الأدوات المستخدمة لتصويب الهياكل المالية للشركات وتنفيذ الهندسة المالية كمايلي:<sup>2</sup>

### 3-1 الإندماج: يأخذ ثلاث صور:

– الإندماج الأفقي: عبارة عن منشأتين تعملان في نفس النشاط.

– الإندماج الرأسي: يتم بين منشأتين تعملان في أنشطة تمثل مراحل إنتاج متتابعة.

1- فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، بدون طبعة، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 1998 – 1999، ص ص 403 – 404 – 405.

2- بوخلخال خالد، دور الهندسة المالية في إدارة المخاطر المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، منشورة جامعة الجزائر 3، 2011، ص 52.

- الإندماج المختلط: هو الذي يوفر سبل تنويع نشاط المنشأة ، مما يسهم في الحد من مخاطر التقلب في التدفقات النقدية.

2-3 **الخصوصية:** أي الانتقال التام أو الجزئي للملكية العامة لصالح الخواص أو تمكينهم بموجب عقد من إدارة المؤسسات مع بقائها ممولة للدولة، فهي شكل من أشكال إعادة الهيكلة الشاملة والنشآت والأعمال.

يتضح دور الهندسة المالية من خلال تطوير وابتكار أنواع مختلفة للخصوصية يمكن إنجازها باختصار فيمايلي:

- تحويل ملكية القطاع العام جزئيا أو كليا للقطاع الخاص.
- تعاقد القطاع العام مع الخاص لتقديم خدمات مؤسسات عامة.
- اعتماد الصيغة الثلاثية (التشييد، التشغيل، النقل) أي تكليف القطاع الخاص بإنجاز مشروع ما والسماح له بتشغيله لفترة معينة حتى استرداد كلفة الإنشاء مع نسبة معينة من الأرباح يتم الإتفاق عليها.
- اعتماد صيغة (التشييد، التشغيل ، التملك) أي السماح للقطاع الخاص بتملك المشروع بعد فترة زمنية مع دفع مرتبات هذا التملك للدولة.

### 3- إدارة المخاطر:

إن أي نشاط تجاري أو استثماري يتميز بخاصية التعرض للمخاطر، فالوظيفة الأساسية للإدارة هي تحديد المخاطر الرئيسية التي يتعرض لها هذا العمل، وذلك لفهم مستوى المخاطر التي ترغب الثقافة المؤسسية في تحمله وتقرير طبيعة ومدى المخاطر التي تكون المنشأة على استعداد لمواجهتها ومراجعة هذا القرار بانتظام. وتختلف مواقف المؤسسة اتجاه الخطر من كارهة إلى محبة أو متحيزة له.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: آثار الهندسة المالية

لا بد من الإشارة إلى أن الدراسات التطبيقية حول آثار الابتكار المالي على المتغيرات الاقتصادية تعتبر قليلة جدا وهو ما أشار إليه **W-Scott Frame** من خلال دراسته التي قام بها تحت عنوان " الدراسات التطبيقية حول الابتكار المالي: الكثير من الكلام، والقليل من العمل".

1- عبد الكريم قندوز، إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية مدخل الهندسة المالية، مجلة الأكاديمية للدراسات الإجتماعية الإنسانية،

أولاً: الهندسة المالية والسياسات الاقتصادية:

تتمثل فيما يلي:<sup>1</sup>

### 1. آثار الإبداع المالي على السياسة النقدية:

تتمثل في التقدم التقني الذي سهل عملية الحصول على معلومات لممارسة الأنشطة التجارية، بالإضافة إلى ذلك ظهور الأدوات والخدمات المالية الجديدة، والأشكال الجديدة للمنظمات والأسواق المالية الأكثر تقدماً وكفاءة. وليكون الإبداع المالي ناجحاً يجب أن يؤدي إلى:

○ تخفيض التكاليف والمخاطر.

○ تقديم خدمة محسنة تؤدي إلى سد الحاجات الخاصة لجميع المشاركين في النظام المالي، ويمكن إنجاز أهم آثار الإبداع المالي فيما يلي:

– صعوبة إدراك كل ما يحيط بالإبتكار المالي وكذا توقع نتائجه من الناحية العملية كونه عملية مستمرة، لأنهي يضيف عنصر عدم اليقين للبيئة الاقتصادية للبنوك المركزية.

– حتمية البنوك المركزية لتتبع التطورات التي تحدث في الإبداعات المالية هو أن بعض تلك التطورات يمكن أن تغير من الطريقة التي يتأثر بها الإقتصاد نتيجة عمل السياسة النقدية، كما يمكن أن تؤثر على محتوى ومدلولات المؤشرات التي يستخدمها البنك المركزي للرقابة أو لإتخاذ قراراته بخصوص سياسته.

– يعمل الإبتكار المالي على مساعدة النظام المالي في زيادة كفاءته ، الأمر الذي يسهل عملية سير السياسة النقدية لكنه في نفس الوقت يعقد البيئة التي تعمل فيها.

و لحل هذا التعقيد تحتاج البنوك المركزية إلى مراقبة الوضع المالي ومتابعة التطورات ومحاولة توقع نتائج الإبتكارات.

### 2. الإبتكار المالي والإستقرار الإقتصادي:

إن الإبتكار المالي سلاح ذو حدين فهو نافع ومفيد حينما يحقق المصالح المشروعة، وذلك برفع الكفاءة الإقتصادية المعروضة وتشرح نتائجها السابقة والآثار المترتبة عن شرائها والأزمات التي نتجت منها، بالإضافة إلى توفير معلومات واضحة عنها تساعد المستثمر على إتخاذ القرار الصحيح.

1- ساسية جدي، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر 2014، 2015، ص

ثانيا: الهندسة المالية والأسواق المالية:

إن ظهور الهندسة المالية وابتكاراتها أدى إلى تقسيم السوق المالي حسب نوعية وطبيعة الأوراق المالية وتواريخ استحقاقها، إلى سوق رأس المال وسوق النقد. حيث تجمع المدخرين والمستثمرين في لقاءات مباشرة لشراء وبيع هذه الأوراق، وذلك كنتيجة للتطورات التكنولوجية السريعة بالإضافة إلى الديناميكية التي اتصفت بها أسواق المال مما نتج عنه أنواع عديدة من أدوات الإستثمار المختلفة.<sup>1</sup>

ثالثا: الهندسة المالية ونمو الدين

أن الحقيقة التي غابت عن الكثيرين أن الإبتكار المالي لم يؤدي في الأخير إلا زيادة الدين أو ما اصطلح علماء المالية بالرافعة (الرفع المالي) وهو مصطلح رياضي هندسي لا علاقة له في الحقيقة بالإقتصاد. وهنا التوسع الكبير في الدين يعني أمرين:<sup>2</sup>

- إمكانية الحصول على كل ما تريد في وقت قصير.
- الحصول على ما تريده من دون مقابل تقريبا أو المقابل صغير جدا.

لقد كان الإبداع المالي سبب في توسيع نطاق هذين النوعين من الإغراء، فقد قام علماء الرياضيات بابتكار أدوات مالية جديدة نجحت في كسر حواجز الحيطة والحكمة وضبط النفس حين وعدت بتخليص الدين من عواقبه السيء، وباع تجار الدين كما وصفهم رجل الإقتصاد هيمان مينسكي منتجاتهم السامة ليس فقط للنسج والجهلة، بل أيضا للشركات الجشعة والأفراد الذين يفترض فيهم الحكمة والوعي.

المبحث الثالث: أدوات الهندسة المالية

تتحلى أهمية الهندسة المالية في مدى فاعلية وكفاءة أدواتها في تطويرها لسوق الأوراق المالية باعتبارها مصدر في تمويل في الإقتصاد العالمي، وذلك بتوزيع منتجاتها المالية ليتمكن المستثمر من تقليل المخاطر وزيادة عوائده.

1- فريد النجار، مرجع سبق ذكره ص 229.

2- بوخلخال خالد، دور الهندسة المالية في إدارة المخاطر المالية، مذكرة نيل شهادة نيل الماجستير علوم التسيير، جامعة الجزائر 3،

2011، 2012 ص 56.



المطلب الأول: ماهية أدوات الهندسة المالية.

أولاً: مفهوم أدوات الهندسة المالية:

هي مجموعة الأدوات المستخدمة من طرف المدير المالي أو المهندس المالي، بغرض تحقيق الأهداف المسطرة، غير أن أهم أداة في الهندسة المالية هو العقل البشري الذي ساهم كثيراً في ظهورها من خلال إبتكار وتطوير الأدوات بما يخدم المنشأة.. وقد تعددت التعاريف بتعدد الباحثين نذكر منها مايلي:<sup>1</sup>

عرفت على أنها عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية وتحدد قيمتها بقيم الواحد أو الأكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها.

عبارة عن عقد تشتق قيمته من قيمة أحد الموجودات الضمنية أو من سعر مرجعي أو مؤشر، وبالتالي هي عبارة عن وسائل تتيح لمستخدميها قدرًا كبيراً من التحوط ضد المخاطر ولأداة الهامة للدخول إلى السوق المالي ومواصلة النشاط. كما وتتميز هذه الأدوات بخصائص عامة نذكر منها:<sup>2</sup>

➤ أدوات الهندسة المالية هي عبارة عن عقود مالية تصبح شروطها ملزمة للمتعاقدين حال الإتفاق عليها وتشتق قيمتها من قيمة مرجعية.

➤ أدوات مرنة أن أغلبيتها لها القابلية على التصميم وفق متطلبات الزبائن أو من ناحية الحجم وتواريخ الإستحقاق.

➤ تتميز هذه الأدوات بإمكانية تحقيق أرباح عالية تصل إلى 100٪ من حجم الأموال المستثمرة، كما قد تحقق خسائر كبيرة يمكن أن تؤدي إلى الإفلاس وذلك يعني تميزها بالمخاطرة المرتفعة.

ثانياً: أسباب إبتكار أدوات الهندسة المالية: ومن بين الأسباب مايلي:3

➤ العولمة التي أدت إلى إلغاء القيود المالية وافتتاحية أو الحد منها، مما سهل عملية تدفق الأموال بين الأسواق المالية، وتحسن مستوى الخدمات المصرفية.

➤ الثورة المعلوماتية والإلكترونية التي سهلت عملية الإتصال بين المتعاملين في كل أنحاء العالم .

➤ تزايد الطلب على منتجات مالية جديدة.

➤ المنافسة الشديدة بين المصارف والمؤسسات المالية والإستثمارات.

<sup>1</sup> - هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية، الطبعة الأولى، الوراق للنشر و التوزيع، عمان. الأردن، 2008، ص 57.

<sup>2</sup> - هاشم فوزي، الهندسة المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 104 - 105.

<sup>3</sup> - أسعد رياض، الهندسة المالية و أهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية، إتحاد المصارف العربية بيروت، 1998، ص ص 8 - 9.

➤ المساهمات الأكاديمية للكتاب والباحثين في حقل الإدارة المالية و إدارة المصارف التي سهلت من عملية الفهم الصحيح لهذه الأدوات وكيفية إستخدامها بفعالية.

➤ التشريعات المالية الجديدة وإزالة القيود الخاصة بإستخدام أدوات الهندسة المالية في بلدان عديدة التي سمحت بتوسيع التعامل بهذه الأدوات.

ثالثاً: الأدوات المستحدثة في سوق النقد.

يتم التعامل في سوق النقد بمجموعة من الأدوات ومن أبرز وأهم الأدوات المستحدثة في هذا النوع نجد مايلي:

## 1-شهادات الإيداع القابلة للتداول: تنطوي على<sup>1</sup>:

### 1-1 مفهوم شهادات الإيداع وخصائصها:

أدوات مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية تصدر في إحدى المؤسسات أو البنوك الدولية بالدولار الأمريكي أو بالعملات الأجنبية أخرى متداولة بالسوق الحرة مقابل الاحتفاظ بغطاء يقابلها من الأسهم المحلية، بالإتفاق مع شرة مصدرة محلية وذلك بإيداع الأوراق المالية الخاصة لدى بنك الإيداع أو الإصدار ويتم تبادل هذه الشهادات كبديل للأوراق المالية الأصلية حيث تمتلك هذه الشهادات كافة حقوق مالك السهم المحلي. وقد ظهرت لأول مرة بأمرها سنة 1961 ولاقت نجاحاً كبيراً حيث أصدرت بلندن سنة 1966. ومن ميزات مايلي:

- إمكانية بيعها في أي وقت قبل تاريخ افستحقاق (توفير السيولة).
- مضمونة، ومرنة، تعدد آجال إستحقاقها.
- تنوع إصداراتها، أي يمكن أن تصدر بطريقة معلنة على شكل إصدارات ورقية أو وقف طلب عميل. سند.
- تسلم الشهادات للعميل بمجرد دفع قيمتها في التاريخ المتفق عليه، أو يحتفظ بها المصدر حتى يطلبها منه العميل أو حتى تاريخ الإستحقاق.

<sup>1</sup> - لعمش آمال، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية، دراسة نقدية لبعض المنتجات المصرفية الإسلامية مذكرة ضمن متطلبات ماجستير في العلوم التجارية، تخصص مالية و محاسبة معمقة، منشورة، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2011، 2012، ص ص 81 - 82.

## 1-2 أنواع الشهادات الإيداع القابلة للتداول: تنقسم إلى:

- **شهادات إيداع أمريكية:** هي التي يتم إصدارها وتداولها في الولايات الأمريكية مقابل إيداع الأوراق المالية لإحدى الشركات الأجنبية.
- **شهادات ايداع الدولية:** هي تلك الشهادات التي يتم إصدارها وتداولها في أكثر من سوق مالية من أسواق المال الدولية، وذلك طبقاً لشروط ومتطلبات السوق.

## 2- إتفاقية إعادة الشراء:

هي إحدى عقود المشتقات المالية في سوق النقد، تعتمد على وساطة بيوت السمسرة المتخصصة وهي بيع أوراق مالية أو أصول قابلة للتسييل بسعر محدد مع التعهد بشرائها من المشتري في تاريخ محدد وسعر محدد.

يذكر في الإتفاقية وغالباً ماتكون فترة الإستحقاق قصيرة اجل قصد التمويل عجز مؤقت، وهي بذلك منتج مبتكر لتسهيل الحصول على تمويل في أي وقت من الأوقات. ونجد نوعين من إتفاقية إعادة الشراء. الساكنة و مدتها ليلة واحدة و أخرى مستمرة بمعنى تتحدد يومياً إلى أن تلغى من قبل أحد الطرفين وتتكون إتفاقية إعادة الشراء من:<sup>1</sup>

- **الصيغة:** وهي تمثل في تعهد مستمر بالشراء أو معكوسة، فإن كان يريد الحصول على السيولة فإنه يتعهد بإتفاقية بالشراء، وإن كان يريد توظيف سيولة متوفرة لديه يبرم إتفاقية عكسية.
- **البائع:** يبيع نقداً ويشترى بالآجل و المشتري يشتري نقداً ثم يبيع لأجل.
- **الأصول المالية:** تمثل عنصر الضمان في الإتفاقية.
- **الأجل:** ويكون اليوم واحد أو أكثر من يوم.
- **العائد:** الهامش على الإتفاقية إعادة الشراء الذي يدفعه بائع الأصول المالية.

## 3-أذونات الخزينة : تتمثل أدوات دين قصيرة الأجل تصدر من قبل الحكومة تباع بخصم عن القيمة

الإسمية وبطريقة المزايمة العلنية، ويحق لحاملها الحصول على القيمة افسمية المثبة بالورقة عند الإستحقاق. وتتميز أذونات الخزينة بالسمعة العالية والثقة من قبل المستثمرين، خالية من المخاطر كونها تصدر من طرف الدولة .

<sup>1</sup> - جليل الهندي، أنطوان الناشف، المفهوم القانوني للسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، الجزء الثاني، طرابلس لبنان، ص39.

إضافة إلى ذلك ففي حالة ما إذا قرر حامل الأذن التخلص منه قبل تاريخ الإستحقاق فإنه يضمن على الأقل إسترداد القيمة التي سبق دفعها عند شرائه. وتظهر أهمية هذه الأذونات من خلال قدرتها على التأثير على عرض النقد وكذلك تمويل عجز الميزانية .

**4-القبولات المصرفية:** هي من الأدوات المستخدمة لتسهيل عملية التبادل التجاري فهي بذلك تعتبر من أقدم أدوات سوق النقد، حيث يتم إصدارها من قبل البنوك التجارية. تستخدم القبولات المصرفية في تمويل التجارة الدولية وهي عبارة عن تعهد كتابي بإعادة مبلغ إقترضه شخص من أحد البنوك ويمكن للبنك باحتفاظ بهذا التعهد حتى تاريخ الإستحقاق كما يمكن بيعه لشخص آخر يبيعه بدوره لشخص ثالث وهكذا وفي تاريخ افستحقاق يحقق لحامل التعهد إسترداد قيمته من محرره المقترض الأصلي وإذا ما فشل في ذلك يمكنه الرجوع إلى البنك الذي قبل التعهد من البداية <sup>1</sup>.

**5-الأوراق التجارية:** هي عبارة عن تعهد غير مضمون باصول مادية وتبا بخضم عن القيمة الإسمية تصدرها الشركات التي تتمتع بمراكز إئتماني قوي. وللمستثمر الحق في الحصول على القيمة الإسمية عند تاريخ الإستحقاق، وعليه الضمان في هذه الحالة هي درجة افتئمان للجهة المصدرة وفي بعض الأحيان يتم تعزيز ضمان الورقة التجارية من خلال تقديم بعض البنوك بطلب من الجهة المصدرة إلى تخصيص خطوط إئتمان الإستخدام إلا في حالة عدم قدرة الجهة المصدرة عن تسديد قيمة الورقة التجارية في تاريخ الإستحقاق.

**6-سوق اليورو دولار:** يستخدم هذا المصطلح للإشارة إلى الدولار الأمريكي الذي تحتفظ به المصارف خارج الولايات المتحدة الأمريكية ، وعلى الأخص المصارف الأوروبية. ويتكون سوق الدولار الأوروبي من عدد من المصارف الكبيرة في لندن وبعض الدول الأوروبية الأخرى التي يقتصر تعاملها على الدولار. <sup>2</sup>

**المطلب الثاني: أدوات الهندسة المالية المستخدمة في سوق رأس المال.**

لقد عمل المهندسون الماليون على تطوير الأوراق المالية التقليدية ( الأسهم والسندات) إلى أدوات مالية جديدة ومبتكرة تخدم النشاط في سوق رأس المال. ومن أهمها:

<sup>1</sup> - مايفير كوهين و عبد الحميد أحمد الخزامي، الأسواق و المؤسسات المالية، بدون طبعة، دار الفجر للنشر و التوزيع، القاهرة، مصر 2007، ص 232.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم الهندي، أسواق رأس المال الأوراق المالية، بدون طبعة، منشأ المعارف، الإسكندرية 1997، ص 64.

أولاً: مستحدثات الأسهم العادية:

تتمثل في:

**1- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** إن الأصل في توزيع الأرباح التي يحصل عليها حملة الأسهم بالشركة مرتبطة بالأرباح التي تحققها الشركة ككل. غير أن الولايات المتحدة الأمريكية قامت بغصدار أسهم إنتاجية أي أن كل قسم إنتاجي له أسهم خاصة به وبالتالي فإن كل نوع منها يرتبط بالأرباح التي يحققها كل قسم، ورغم هذا فقد ظهر نوع من تضارب المصالح بسبب الاختلاف في تحديد أسعار التحويل بين القسام الإنتاجية.

**2- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:** حيث ظهر بأمريكا تشريع ضريبي يسمح للشركات التي تباع حصة من الأسهم العادية إلى العاملين فيها في ظل خطة لمشاركتهم في ملكية المنشأة بخضم توزيعات الأسهم من الإيرادات قبل إحتساب الضريبة، وهذا عكس ماكانت عليه الأسهم العادية من قبل.

**3- الأسهم العادية المضمونة:** حيث ظهرت أسهما تغطي كاملها الحق في مطالبة المنشأة بتعويض وذلك في حالة إنخفاض القيمة الورقية للأسهم إلى حد معين والتعويض هن يكون إما في صورة أسهم عادية إضافية أو صورة نقدية أو في صورة أسهم ممتازة.

**4- أسهم المؤشرات:** مع التطور الذي حدث في أدوات الإستثمار ظهر مايسمى بأسهم المؤشرات من طرف بورصة نازدك كمحاولة لتخفيض مستوى المخاطر، وتعرف هذه الأسهم على أنها أوراق مالية تعطي لحاملها حق شائع على محفظة مماثلة لمكونات أحد مؤشرات البورصة.

ثانياً: مستحدثات الأسهم الممتازة :

نتناولها مايلي:<sup>1</sup>

**1- أسهم ممتازة ذات توزيعات متغيرة:** ظهر هذا النوع من الأسهم لأول مرة بأمريكا سنة 1982 حيث ترتبط فيها التوزيعات بمعدل العائد على سندات الخزانة ، على أن يتم التعديل في نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاثة أشهر بناءً على التغيرات التي قد تحدث على عائد تلك السندات شرط أن لا تقل ولا تزيد نسبة التوزيعات عن الحدود العليا والدنيا المشروعة .

<sup>1</sup> - سامية جدي، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية، مذكرة ضمن نيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، مرجع

سبق ذكره ص 66.

**2- أسهم ممتازة لها حق التصويت:** 1981 هي أسهم تعطى كتعويض لحملة الأسهم العادية عن انخفاض القيمة السوقية للسهم كتعويض لملاك الأسهم المضمونة، حيث أن حامل الأسهم المضمونة له حق الأولوية في حالة الإفلاس. والقيمة الإسمية له تعادل القيمة الإسمية للسهم العادي ، وله حق التوزيعات بنسبة تعادل ما يحصل عليه السهم العادي إضافة إلى حقه للتصويت للجمعية العامة للمساهمين.

**3- أسهم ممتازة قابلة للتحويل:** هي الأسهم التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية وذلك عند رغبة حاملها بذلك وعادة ماتكون قابلة لإستدعاء. ويحدد في نشرة الإصدار طريقة تحويل الأسهم الممتازة نسبتها وكذلك موعد تحويلها منذ بداية الإصدار .

**4- الأسهم الممتازة ذات صكوك الشراء:** هي صكوك تمنح صاحبها أو حاملها خيار شراء عدد معين من الأسهم العادية الصادرة عن الشركة مستقبلا وبسعر معين متفق عليه خلال فترة زمنية محددة ويمكن تداولها بذاتها أو يتم تداولها مع السهم الممتاز المصاحب له.

**ثالثاً: مستحدثات السندات:** حيث إستحدثت السندات في الثمانينات والتسعينات من القرن العشرين ولها سمات تختلف عن سيمات السندات التقليدية العادية ونذكر منها:<sup>1</sup>

**1-سندات بمعدل فائدة متحرك:** يستخدم هذا النوع لمواجهة التضخم في تسمح برفع معدلات الفائدة أو خفضها حسب تغير معدلات العائد في السوق للسندات طويلة الأجل حيث يتم فيها تقييم أسعار الفائدة بمدة ستة شهور على أن يعاد النظر فيها دورياً كل نصف سنة وبهدف تعديل سعر الفائدة لتدعيم قدرة المستثمرين على مواجهة التضخم.

**2-سندات لا تحمل معدل كبون :** هي التي تباع بخضم على القيمة الإسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الإسمية عند تاريخ الإستحقاق كما يمكنه بيعها في البورصة بسعر السائد وذلك قبل تاريخ الإستحقاق، وقيمة هذه السندات تزداد بمرور الزمن نتيجة لتراكم الفوائد.

**3-سندات ذات دخل:** هي المشروطة بتحقيق الشركة للأرباح ، ففي حال حققت الشركة أرباحاً فإن حامل السند سيحصل على فائدة أعلى من سر الفائدة الثابت على السندات الأخرى.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - عبد الغفار حدي، أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، بدون طبعة، الدار الجامعية للنشر و التوزيع الإسكندرية، مصر 2001 ص 257 - 258.

<sup>2</sup> - منير ابراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية بإستخدام التوريق و المشتقات، الجزء الأول ، نشأة المعرفة، الإسكندرية، مصر 2003 ص 367.

4-سندات المشاركة: تمنح المستثمر حق فوائد الدورية إضافةً إلى جزء من الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها .

5-سندات قابلة للتحويل: هي السندات التي يمكن تحويلها لأسهم وذلك حسب رغب حاملها وتحتوي هذه السندات لى فقرة تخول للشركة أو الجهة المصدرة حق إستدعاء السند القابل للتحويل للسعر الإسمي مع احتمال زيادة معينة وتسمح هذه الورقة لحاملها التحول من سوق السندات إلى سوق الأسهم دون إجراء معاملات خارجية جديدة ومن دون التعرض لمخاطر تقليل الأسعار.<sup>1</sup>

6-التوريق ( سندات مضمونة بأصول) : هي أدوات تتم تداولها في البورصة وتكون مضمونة بأصل له عائد أو إيراد تمتلكه الشركة المصدرة ونظراً لإرتفاع عوائدها تجلب الكثير من المستثمرين ومن الممكن أن تضيف السندات المضمونة بأصول إلى سندات رهن عقاري أو سندات غير عقارية ونجد هنا ثلاثة أنواع من التوريق:<sup>2</sup>

■ **توريق الديون:** ويتم بمقتضاه قيام مؤسسة مالية متخصصة في التمويل بتجميع ديونها المتشابهو والمتجانسة بأغراضها وآجالها وضمائنها في محفظة التوريق ثم تتولى بنفسها أو عن طريق شركة توريق بإصدار سندات أو صكوك مالية عليها وتطرحها على جمهور المستثمرين للإكتساب فيها . وهذا النوع من التوريق هو الأكثر إستخداماً دولياً .

■ **توريق الأصول:** غير الديون من الأصول المالية الأخرى المدرة للدخول، إذ إستحدثت المؤسسات المالية الإسلامية توريقها في صكوك غير ربوية بقيمة بعض أصولها المدرة للدخول.

■ **توريق الدخل:** حيث تقوم بعض المؤسسات بتوريق بعض دخولها التي تستحقها في المستقبل بنفسها أو عن طريق شركة توريق، وذلك بنفس طريقة توريق الديون .

#### رابعاً: مشتقات المالية:

تعرف المشتقات المالية بأنها عقود فرعية تبنى و تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية حيث تنشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة، حيث تتوقف قيمتها السوقية المشتقة على القيمة السوقية للأصل. وتتمثل أدوات المشتقات المالية في:

<sup>1</sup> - منير ابراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية بإستخدام التوريق و المشتقات المالية جزء1، مرجع سبق ذكره ص 356.

<sup>2</sup> - المانسنج رابح أمين، الهندسة المالية و أثرها في الأزمة المالية العالمية منه 2007 مذكره ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية تخصص نقود و بنوك، جامعة الجزائر 3 منشورة، 2010، 2011 ص 152.

## 1- العقود المستقبلية: و ذلك بالتطرق إلى:<sup>1</sup>

**1-1- تعريف العقود المستقبلية:** هي عقود تعطي لحاملها الحق في الشراء أو بيع كمية من أصل معين بسعر محدد مسبقا على أن يتم التسليم و التسلم في وقت لاحق في المستقبل كما تستخدم لغرض التغطية و المضاربة. وتنوع العقود فمنها ما تكون خاصة بالسلع ، و العقود المستقبلية على أسعار الصرف و أخرى على أسعار الفائدة و كذا العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم.

### 1-2- أركان العقود المستقبلية: تتمثل الأركان في مايلي:

● **السعر في المستقبل:** هو السعر الذي يتفق عليه طرفان العقود المستقبلية لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل.

● **تاريخ التسليم أو التسوية:** و هو تاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام عملية التبادل.

● **محل العقد:** يقصد به الشيء المتفق على بيعه و شرائه بين طرفي العقد.

● **مشتري العقد:** هو الطرف الملتزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه للطرف الثاني ( البائع ) في التاريخ المحدد في المستقبل.

● **بائع العقد:** هو الطرف الملتزم بتسديد الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول ( المشتري ) في التاريخ المحدد في المستقبل.

### 2- العقود الآجلة: وستعرف على مفهومها وأهم خصائصها كما يلي:

**2-1- مفهوم العقود الآجلة:** تعرف علا أنها عقد بين طرفين، بائع ومشتري ، للتعامل على أصل ما على أساس سعر يتحدد عند التعاقد على أن يكون التسليم في وقت لاحق.<sup>2</sup>

### 2-2- خصائص العقود الآجلة: تتمثل في:<sup>3</sup>

● عقود شخصية ، حيث تخضع للتفاوض المباشر بين الطرفين بما يتلائم مع ظروفها.

● عقود ليس شكل نمطي، حيث يتم الإتفاق على شروطهما.

● عقود نهائية حيث بمجرد التوقيع عليها لا يمكن لأي من الطرفين إلغائها أو تعطيلها.

<sup>1</sup> - بزاز حليلة، المشتقات المالية و مخاطرها، الملتقى الإقتصادي الدولي أزمة النظام المالي المصري الدولي و بديل البنوك الإسلامية، يومي 6/5 ماي 2009 ص ص 4:5.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر استخدام التوريق و المشتقات المالية، جزء 2، بدون طبعة، منشأة المعارف. الإسكندرية. 2003، ص 6.

<sup>3</sup> - مؤيد عبد الرحمان، سعيد جمعة، إدارة المشتقات المالية، الطبعة الأولى، دار الثراء للنشر و التوزيع، القاهرة، مصر، 2012 ص 215.



- عقود يتم التعامل بها في الأسواق الموازية فقط.
- تصعب المضاربة بهذه العقود.
- يتم تنفيذ العقد في تاريخ التنفيذ وليس قبله.

### 3- عقود المبادلات: تشتمل على مايلي:

**3-1- مفهوم عقود المبادلات:** تعرف على أنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية.<sup>1</sup>

كما تعرف على أنها إلتزام تعاقدى يتضمن مبادلة نوع معين من التدفقات النقدية أو موجود معين مقابل تدفق نقدي، أو موجود آخر ، بشروط تنفيذية معينة متفق عليها عند التعاقد . وتعرف أيضاً بأنها إتفاقية بين الطرفين أو أكثر لتبادل مجموعة من التدفقات خلال فترة معينة بالمستقبل.<sup>2</sup>

### 3-2 أنواع عقود المبادلات: تتضمن عقود المبادلات عدة أنواع تتمثل أهمها فيما يلي:<sup>3</sup>

● **مبادلة أسعار الفائدة:** وهي مبادلة يقوم بها أحد طرفي العقد بدفع سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة للطرف الآخر الذي يقوم بدفع سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة المتغيرة مقابل ذلك، وتعتبر مبادلة الفائدة الثابتة بالفائدة المتغيرة هي المبادلة الأساسية إلى جانب الأنواع الأخرى من مبادلات أسعار الفائدة.

● **مبادلة العملات:** يتضمن هذا العقد مبادلة أصل القرض وفوائده مكافئ للأول بعملة أخرى ، ويتم بيع وشراء هذه العملات في السوق الأدنى على أساس سعر الصرف الفوري، وفي نفس الوقت يتم إعادة بيع العملة التي تم شراؤها وشراء العملة التي تم بيعها بسعر الصرف الآجل أي في السوق الآجل وخلال سريان العقد يدفع كل طرف للآخر فائدة العملات التي إستلمها، وهنا لا بد من التمييز بين مبادلة العملة ومبادلة سعر الصرف، فكلاهما مبادلة العملات، إلا أنه في مبادلة سعر الصرف، فكلاهما مبادلة العملات، إلا أنه في المبادلة سعر الصرف يتم تبادل أصل الدين فقط دون فوائده، وهي تتم في سوق الصرف ما بين البنوك، وبالتالي فهي من الأدوات القصيرة الآجل.

<sup>1</sup> - محمد صالح الخناوي، جلال ابراهيم العيد، تقييم الأسهم و السندات، الطبعة الثانية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2010، ص ص 320 - 321.

<sup>2</sup> - هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره ص 86.

<sup>3</sup> - موسى سعيد مطر، شقيري نوري موسى، ياسر الموني، مرجع سبق ذكره ص ص 128 - 129.

● **مبادلة البضائع:** هي التي يقوم بموجبها أحد الطرفين بالشراء الآني من طرف الآخر لبضائع معينة بالسعر السائد ويتم، التسديد فوراً، ويبيعها له في نفس الوقت بيعاً آجلاً بسعر متفق عليه مسبقاً، بحيث يتم التسديد على فترات متفق عليها.

**المطلب الثالث: هندسة عقود الخيار.**

تقوم فلسفة عقود الخيار على هدف أن تضع بيد المستثمرين والمتعاملين أداة تمكنهم من تطبيق تصوراتهم وتوقعاتهم، وذلك من خلال إستخدام ممارسة حقوق البيع والشراء.

**أولاً : ماهية الخيارات: تتمثل في:**

**1- مفهوم عقود الخيار وأركانه:**

الخيار هو عقد يعطي لحامله الحق في الشراء أو البيع لموجود معين بسعر محدد مسبقاً ضمن مدة زمنية معينة، وتعد من أكثر المرحلة المتوافرة للمتاجرين اليوم وتسرى العقود عادة على أوراق مالية أو مؤشرات الأسواق المالية، والعملات الأجنبية ويوجد طرفين للعقد هما المشتري حق الخيار والثاني بائعه.<sup>1</sup> الخيارات هي أدوات مالية مستعملة للتحوط والمضاربة.

الخيارات عبارة عن إتفاقيات تعاقدية خاصة تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع الموجودات في سعر ثابت وفي أي وقت قبل التاريخ المعطى. يحوي هذا العقد على طرفين هما مشتري حق الخيار الذي له حق ممارسة هذا الحق من عدمه مقابل دفع علاوة إلى البائع لحق الخيار ( الطرف الثاني) مقابل تحمله الخسائر التي قد يتحملها المشتري في أثناء ممارسة لهذا الحق.<sup>2</sup>

وبصفة عامة يعرف الخيار على أنه إتفاق بين الطرفين، بمنحه بموجبه الحق لأحد الطرفين في شراء أو بيع أصل معين أو أداة معينة بسعر محدد من الطرف الثاني، وقد تكون هذه الأداة عبارة عن أسهم أو سندات أو أي أداة مالية متداولة في الأسواق العالمية. ويتكون العقد من طرفين:

**\*مشتري حق الخيار:** الذي له حق الحرية في ممارسة هذا الحق من عدمه وبالمقابل عليه أن يدفع علاوة بسبب الميزات التي يتمتع بهذا الحق.

**\*بائع حق الخيار:** تتمثل أركان عقد الخيار كالتالي:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - جليل كاظم مدلول العارفي، مرجع سبق ذكره ص 38 - 68.

<sup>2</sup> - هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره ص 94.

<sup>3</sup> - ساسية جدي، مرجع سبق ذكره ص 94 - 95.

- **مشتري الحق:** هو الشخص الذي يقوم بشراء حق الخيار سواء كان حق البيع أو الشراء، وله الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الإتفاق نظير مكافأة يدفعها المحرر حق الخيار.
- **محرر الحق (بائعه):** هو الشخص الذي يقوم بتحرير الحق لصالح المستثمر مقابل مكافأة.
- **سعر التنفيذ:** هو سعر الورقة وقت إبرام العقد وعادة ما يكون هو سعر السوق الجاري لهذه الورقة.
- **السعر السوقي:** هو سعر الورقة المالية في تاريخ الإنتهاء.
- **تاريخ التعاقد:** هو أول يوم لسريان العقد.
- **تاريخ الإنتهاء:** وهو التاريخ الذي يقوم فيه المشتري الحق بممارسة حق وهو آخر يوم متفق عليه في حالة الخيار الأوروبي، أو أي يوم يقع بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ إنتهائه يقرر فيه المشتري حق التنفيذ وفقاً للخيار الأمريكي.
- **مكافأة (علاوة):** هو المبلغ المتفق عليه من قبل طرفي العقد.

## 2- مزايا عقد الخيار ومساوئه: تتجلى في:

### 2-1- مزايا عقد الخيار

- إن إستراتيجية عقود الخيارات المتداولة في البورصات، توفر العديد من المزايا من بينهما:<sup>1</sup>
- مرونة الخطر، توظف هذه الإستراتيجيات، وتنفذ هذه العقود المضمونة من قبل شركة معاكسة الخيارات.
  - تسمح للمشاركة في تحركات الأسعار من خسارة كمية كبيرة من الأموال اللازمة للشراء.
  - التحوط من موقف الأسهم وذلك لبيع الأسهم بسعر الشراء أو أكثر من سعر السوق الحالي.
  - في حالة البيع تمكن من كسب قسط خيارات في حالة عدم البيع أو الشراء والبقاء في المكان نفسه.
  - الجمع بين عقد الشراء وعقد البيع، أي يصبح عقد المشتري للبائع وعقد البائع للمشتري.
- ### 2-2- مساوي عقد الخيار: كما لها من خيارات فلا بد لها من مساوي ونذكر منها مايلي:<sup>2</sup>
- مدة صلاحية محدودة، هذا يعني انه بإنتهاء مدة الصلاحية الخيار ( صعوداً) أي المتوقع إرتفاع سعره من دون أن يتجاوز سعر المضاربة فتصبح قيمته صفرأً
  - سرعة تدهور سعر الخيارات، ففي حالة شراء الخيار الصاعد وإنخفاض قيمة السهم ، يتسارع إنخفاض قيمة الخيار أكثر بكثير من التسارع الحاصل للإنخفاض قيمة السهم.

<sup>1</sup> - جليل كاظم مدلول العارضي، مرجع سبق ذكره ص 73 .

<sup>2</sup> - جليل كاظم مدلول العارضي، مرجع سبق ذكره ص 101.

● مخاطر عالية، إذ أن مردود الخيارات قد يصل أحياناً إلى 50٪ وربما أكثر إلا أن نسبة المخاطر هي 100٪ وهذه سيئة للخيارات ، فالسهم قد يستعيد سعره الأول، أما الخيار فتكون النتيجة صفر مع خسارة المستثمر، فقد أشار العلماء إلى إستعمال الخيارات كأدوات مساعدة في رسم الخطة الإستثمارية تكون محكمة.

### 3- أهمية التعامل بالخيارات:

لقد ساهمت العولمة الإقتصادية وإنفتاح أسواق الإستثمار وعلى إنتشار عقود الخيار على النحو الذي جعلها أقرب من أن تكون سوق واحدة . إضافة إلى التوجه العالمي نحو التسهيل المالي بهدف تشجيع تدفق الإستثمارات الدولية عبر القارات التي زادت من أهمية عقود الخيار كالتالي:

### 3-1- أهمية الخيارات للنظام المالي:

إن ظهور الإبتكارات المالية أو ما يطلق عليها بالمنتجات المالية الجديدة ،أدى إلى تطوير النظام الإقتصادي ككل في تحوله إلى إقتصاد زراعي إلى صناعي ثم إلى إقتصاد خدمي، وهذا التطوير يدفع بقوة نحو تكامل أسواق رأس المال والمديونية.

إن التعامل بأسواق الخيارات يمكن أن يخفف من الصدمات الناتجة من تقلبات أسعار الموجودات التي تسببت فيها التغيرات الكثيرة في السياسة النقدية أو المالية كما توفر أسواق الخيارات النشطة عدة منافع لنجاح الأسواق المالية و نذكر منها:<sup>1</sup>

- تساعد على إزالة عدم كفاءة التعامل بالموجودات الأساسية.
- يمكن تطوير مراكز معقدة بالخيارات من خلال تفاعل عمليات البيع و الشراء و الخيارات.
- إن استخدام النظام المالي للأدوات المالية الجديدة في تأدية وظائفه يوفر للمتعاملين مزيج لا نهائي من السيولة و العوائد و المخاطرة و تغطي أطر زمنية معينة بالإضافة إلى تحويل الأموال من عند أصحاب الفوائض إلى أصحاب العجز مما سينتج عنه سوق متكامل.

### 3-3- أهمية الخيارات للمستثمرين:

فتتجسد أهميتها كونها إحدى الأدوات المالية الجديدة و التي تقدم لهم منافع منها:  
-توفر الخيارات طريقة فريدة لتخفيض المخاطر الوقية.

<sup>1</sup> - هاشم فوزي دباس، مرجع سبق ذكره ص ص 156 - 157.

–توفر الخيارات درجة عالية من المرونة تمكن من المستثمرين من انشاء مراكز مالية منها ما هو بسيط ومنها المعقد.

ثانيا: أنواع عقود الخيار: تتمثل أنواع عقود الخيار كمايلي:<sup>1</sup>

**1- شراء حق الشراء:** يمتلك المشتري حق شراء أصل محل التعاقد بسعر متفق عليه خلال فترة زمنية محددة حسب الإتفاق، و هو بذلك مستثمر متفائل يتوقع ارتفاع الأسعار سعيا منه لتحقيق أرباح.

**2- شراء حق البيع:** يمتلك المشتري حق بيع الأصل محل التعاقد بالسعر المتفق عليه خلال تاريخ محدد بحسب الإتفاق. و هنا المستثمر مشتري الخيار متشائم و يتوقع انخفاض الأسعار.

**3- بيع حق الشراء:** يعطي البائع وعده للمشتري بأن يشتري منه الأصل محل التعاقد بسعر محدد خلال فترة أو التاريخ المتفق عليه، أي أن البائع ملتزم ببيع الأصل بسعر التنفيذ مهما كان السعر السائد في السوق فالمشتري سيحقق ربحا في حالة انخفاض الأسعار و يتمثل ربح البائع في مقدار العلاوة المدفوعة.

**4- بيع حق البيع:** يعطي البائع وعده للمشتري ببيع الأصل محل التعاقد خلال فترة زمنية أو بتاريخ محدد. و يتوقع مشتري الخيار أن يحقق ربحا في حالة ارتفاع الأسعار، بينما يتمثل ربح البائع في مقداره العلاوة المدفوعة.

**5- خيار المؤشرات:** هناك عقود الخيار التي تبرم على مؤشرات السوق، و نقصد بهذه الأخيرة تشكيلة أسهم عدد من المنشآت يعتقد في أنها عينة ممثلة للأسهم المتداولة في السوق الحاضرة، أو بعبارة أخرى مؤشر السوق الأداة الفعالة للمراهنة على الإتجاهات المستقبلية للأسعار في السوق الحاضر.

**6- خيار العملات:** تقوم بمنح خيارات البيع و الشراء على عملات أجنبية بغرض التحوط و المضاربة.

**7- خيار أسعار الفائدة:** إن شراء هذا النوع من الخيار يعطي للمشتري الحق ليس الإلتزام بإستلام أداة المالية بسعر فائدة متفق عليه في وقت محدد مستقبلا، حيث يدفع المشتري مقابل هذا الحق علاوة للبائع و التي تعتمد على ثلاث عوامل:

أ-مدة العقد: فكلما زادت المدة بين انعقاد العقد و موعد التنفيذ زادت قيمة العلاوة.

<sup>1</sup> – محمد صالح المناوي جلال ابراهيم العبد، الإستثمار في الأوراق المالية و مشتقاتها، مدخل التحليل الأساسي و الفني، الدار الجامعية، الإسكندرية 2005، 2004 ص 310 – 309.

ب- قرب سعر الفائدة للعقد عن سعر وقت إبرام العقد: فإذا اقترب سعر فائدة العقد من سعر السوق زادت العلاوة بالمقابل.

ج- درجة تقلب أسعار الفائدة: بحيث تؤثر هذه الأخيرة على قيمة المكافأة أقل من تأثيرها على خيار العملات.

8- خيار السوفكس **SOFFEX**: يعني الخيارات المالية المستقبلية السويسرية و يتم هذا النوع من العقود وفقا لنمط معين بالنسبة لحجم العقد يتضمن كل 5 أسهم أو سندات أي أن ثمن الخيار يساوي ثمن كل خيار مضروب بالعدد 5، أي كل مكافأة عن سهم تضرب بالعدد 5 للعقد الواحد. ويتم تنفيذ العقد بقيمة يدفعها المشتري لشراء أو بيع الأسهم محل العقد.

## خلاصة الفصل

تعتبر الهندسة المالية مجال حيوي، له متخصصون يخلقون من المشكلات العملية الناشئة من سياق العمل المالي حلولاً لمعايشة هذا الوضع، وذلك باستنتاج أو ابتكار أدوات مالية جديدة أو تطوير القديمة منها، إضافة إلى القيام بعملية إعادة الهيكلة. كما وتتيح لمستخدميها قدرًا كبيرًا من التحوط ضد المخاطر المالية. فالابتكارات المالية تشمل الأساليب، الأدوات والمنتجات المالية الهجينة أو المشتقة التي تضع بدائل جديدة ومرنة أمام متخذ القرار لمواجهة مختلف مخاطر السوق.

إن الهدف وراء قيام الهندسة المالية هو إعانة المؤسسات و أصحاب الأعمال على موازنة نشاطهم في ظل المنافسة وذلك قصد تحقيق أعلى عوائد بأقل التكاليف وأدنى المخاطر .

فالهندسة المالية عملية جمعت في ظلها كل العلوم، وأثمرت أدوات حققت مطالب المتعاملين بها.

# الفصل الثاني

## التأصيل النظري

### لإدارة المخاطر المالية



## مقدمة الفصل

يوصل الإنسان منذ القدم نشاطه بغرض الإستمرار في حياته وضمان العيش الرغيد بعزيمة وإصرار، والدليل على ذلك الحال الذي توصلنا إليه أو بالأحرى نتعايش معه .وعليه الوصول إلى هذه النقطة ليس بالأمر الهين والسهل نظرا للعديد من الصعوبات التي تحبط من عزيمتهم سواء على المستوى المادي أو المعنوي.

ويظهر النشاط الإقتصادي الذي فتح أبواب الأمل لازدهار ورقي الشعوب والدول وأخيرا العالم ،ومع التقدم التكنولوجي والعولمة والتطور في مختلف المجالات وبالأخص في مجال الإقتصاد، وتنوع الأسواق المالية والأدوات المتداولة فيها وما تنشأ عنها من مخاطر تختلف من أداة لأخرى، ليكون العالم بمؤسساته وتنظيماته العامة والخاصة عرضة للعديد من المخاطر المالية التي تستوجب حل فوري لإزالتها أو التقليل منها .

وبغرض التصدي لهذه المخاطر قد خصصت دراسات تعالج فيها هذه الإشكالية، وذلك انطلاقا من اتخاذ مجموعة من الإجراءات والعمليات بناء على دراسات ومساهمات العلماء وذوي الخبرة والتجربة. حيث يكون التعامل مع المخاطر المالية من منظور وظيفي يعرف الآن باسم إدارة المخاطر المالية، التي تحتل الصدارة في وقتنا. حيث سيتم التطرق إلى مفهوم المخاطر المالية وتصنيفاتها وكيفية إدارتها.

## المبحث الأول : مفاهيم عامة حول المخاطر المالية

تنشأ المخاطر المالية من النشاطات الإقتصادية، وقد استمرت المخاطر المالية في التزايد مع التنوع الذي عرفته الأنشطة الإقتصادية، إذ أصبحت هذه المخاطر الرفيق الدائم والملازم للنشاط الإقتصادي، وعليه فإن التخلص من المخاطر بشكل نهائي أمر مستحيل، غير أن المؤسسات على أهبة الإستعداد للتصدي لهذه المخاطر ضمانا لبقائها واستمرارها في مجال عملها.

## المطلب الأول: ماهية المخاطر المالية:

تعتبر المخاطر المالية ذات جانبيين، جانب مشرق والآخر مظلم، فالأول يحفز على العمل والتحدي لأن القليل من الناس من يريد عالما خاليا من المخاطر تماما، أما الثاني وهو الجانب المر للمخاطر قد ألفتاه وعليه من أجل التقليل من مخاطره ومواجهته خصصنا له دراسة تتمثل فيما يلي:

## أولا: مفهوم المخاطر المالية

تعددت التعاريف الخاصة بالمخاطر المالية نذكر منها مايلي :

عرفت على أنها احتمال خسائر نتيجة أحداث ما أي هي التغير المحتمل للعوائد<sup>1</sup>.

كما تعرف بأنها إمكانية حدوث انحراف معاكس عن النتيجة المرغوبة والمتوقعة<sup>2</sup>

وتعرف بأنها تذبذبات في العائد المتاح للمساهمين جراء إستخدام مصادر تمويل ذات تكلفة ثابتة متمثلة في فوائد القروض وتوزيعات الأسهم الممتازة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - بوخلخال خالد، دور الهندسة المالية في إدارة المخاطر المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم

التسيير، تخصص مالية المؤسسات، منشورة، جامعة الجزائر-3 الجزائر 2012، ص 93.

<sup>2</sup> - اسامة عزمي سلام، شقيري نوري موسى، إدارة الخطر والتأمين، الطبعة الأولى، ادار حامد للنشر والتوزيع، عمان الاردن 2009، ص 19.

- معتوق جمال، إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم

<sup>3</sup> التسيير، منشورة

جامعة محمد بوضياف - المسيلة، 2016، ص 176.

تتعلق المخاطر المالية أساساً بهيكل رأس المال وقدرة المؤسسة على مواجهة الإلتزامات والمصاريف الثابتة، وتتعلق بعوامل السيولة القصيرة، والقدرة على سداد الإلتزامات الطويلة<sup>1</sup>.

وبصفة عامة الخطر المالي هو الإرتفاع في مخاطر الإستغلال، أو هو عبارة عن الخسارة المحتملة في الأسواق المالية نتيجة عدم قدرة الأصول الجارية على تغطية الإلتزامات، أو نتيجة التغير في العائد الذي سيتم الحصول عليه مستقبلاً.

المخاطر المالية هي عملية تتناول عدم اليقين الناتج من الأسواق المالية وتتضمن تقدير المخاطر المالية التي تواجه منظمة في وضع استراتيجيات إدارة متفقة مع الأولويات والسياسات الداخلية<sup>2</sup>.

### ثانياً: أنواع المخاطر المالية

تنشأ المخاطر الرئيسية للسوق عن التغيرات في أسعار السوق المالية وهي عادة النوع الأكثر ظهوراً للمخاطر المالية التي تواجهها المنظمة وتمثل هذه المخاطر الرئيسية للسوق كالاتي:

**1- مخاطر سعر الصرف:** وتنشأ من خلال عمليات الترجمة والتعرضات الإقتصادية كما تنشأ أيضاً من الصفقات على أساس السلعة حيث تتحدد أسعار السلعة ومتاجرتها بعملة أخرى، وتمثل التعرضات في (مخاطر العمليات) ما يلي:

**1-1- مخاطر العمليات:** حيث تؤثر هذه الأخيرة على المنظمة ورحبتها في قائمة الدخل وتنشأ من العملية العادية للمنظمة من خلال المشتريات من الموردين والباعة أو المدفوعات التعاقدية بعملات أخرى أو مقابل حقوق الإمتياز أو رسوم الرخصة والمبيعات للعملاء بعملات غير الوطنية والمنظمات التي تشتري وتبيع المنتجات والخدمات بعملة أجنبية أساساً ذات تعرض للعمليات.

**1-2- مخاطر الترجمة:** تقليدياً أشارت هذه المخاطر إلى تقلبات نتيجة الترجمة الحاسبية للقوائم المالية وخاصة الأصول والإلتزامات في الميزانية العمومية.

1- محمد احمد ابو زيد، مبادئ التامين، بدون طبعة، دار الفكر الجامعي للنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر، 2010، ص11.

2- سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الإستثمارية، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2009، ص60

**1-3- مخاطر سعر الصرف من أسعار السلع:** حيث يجري تسعير سلعة كثيرة الإتجار فيها دولياً بالدولار فقد يتدرب على التعرض لأسعار السلع بشكل غير مباشر.

**1-4- مخاطر إستراتيجية:** تتمثل في مواقع وأنشطة المنافسين الرئيسيين... هاما لتعرض سعر الصرف ويؤثر التعرض الإستراتيجي أو الإقتصادي في الوضع التنافسي للمنظمة نتيجة التغير في أسعار الصرف.

**1-5- العوامل التي تؤثر على أسعار العملات الأجنبية:** تتمثل فيما يلي:

**1-5-1- عوامل فنية:** تشمل ظروف السوق النقدي والعرض والطلب من العملات الأجنبية والتغيرات في أسواق المال النقدية.

**1-5-2- عوامل إقتصادية وسياسية:** تشمل ميزان المدفوعات والموازنة العامة للدولة وسوق الإستيراد والتصدير والسياسات الضريبية وأسعار الفائدة والقروض الدولية وحرية التحويل للخارج والأحداث السياسية والتضخم.

**2- مخاطر السوق:** تعتبر الأدوات والأصول التي يتم تداولها في السوق مصدراً لهذا النوع من المخاطر التي تأتي إما لأسباب متعلقة بالتغيرات الكلية أو نتيجة تغير أحوال المنشآت الإقتصادية، أي المتغيرات الإقتصادية على المستوى الجزئي، ومخاطر السوق العامة تكون نتيجة التغير العام في الأسعار والسياسات على مستوى الإقتصاد ككل، أما مخاطر السوق الخاصة فتنشأ عندما يكون هناك تغير في أسعار أصول أو أدوات متداولة بعينها نتيجة ظروف خاصة بها<sup>1</sup>.

**3- مخاطر أسعار الفائدة:** عبارة عن تعرض الموقف المالي للمصرف للتغيرات في أسعار الفائدة، فمخاطر إعادة التقييم تكون بسبب التفاوت الزمني لآجال وإعادة تقييم الأصول، الخصوم والبنود

<sup>1</sup> - ماثيير كوهيين، عبد الحكيم أحمد الخزامي، الأسواق والمؤسسات المالية (الفرص والمخاطر)، الطبعة الأولى، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر 2007، ص 335

خارج الميزانية وحتى في حالة تشابه خصائص إعادة التقييم فرما تظهر ما يعرف بمخاطر الأساس إذا لم يكن هناك ارتباط تام بين التعديل في أسعار الفائدة على الأصول والخصوم<sup>1</sup>.

**4- مخاطر الائتمان:** هي خسائر ناتجة عن عدم قدرة الطرف المقابل في الوفاء بالتزاماته في العقد، ويرد حدوث المخاطرة الائتمانية في الدفتر المصرفي كما يرد في الدفتر التجاري، فالأولى تتمثل في حالة عجز الطرف الآخر الوفاء بشروط القرض كاملة، أما الثانية فنتج عنها مخاطر إئتمانية أيضا بسبب عدم قدرة المدين أو عدم رغبته في إبراء ذمته من التزاماته التعاقدية في العقود التجارية، يمكن معالجة المخاطر الائتمانية جزئيا، وذلك من خلال تنوع المحفظة الإستثمارية ولكن يمكن التخلص منها بالكامل.

#### 5- مخاطر السيولة:

تنشأ عن عدم كفاية السيولة لمتطلبات التشغيل العادية وتقلل من مقدرة المصرف على الإيفاء بالتزاماته التي حانت آجالها، وربما تكون هذه المخاطرة نتيجة الصعوبة في الحصول على السيولة بتكلفة معقولة عن طريق الإقتراض أو تعذر بيع الأصول، ولمواجهة هذه المخاطر لا بد من البحث عن مصادر جديدة لتمويل عجز السيولة وكذلك تنوع محفظة الأصول ووضع قيود على بعض المنتجات ذات السيولة.

#### 6- مخاطر التشغيل :

هي مفهوم عام، وربما تكون نتيجة الأخطاء البشرية أو الفنية أو الحوادث، وهي مخاطرة الخسارة المباشرة وغير المباشرة الناتجة عن عوامل داخلية أو خارجية، فالعوامل الداخلية تعود إلى عدم كفاية التجهيزات أو الأفراد أو قصور كل منهما، أما المخاطر البشرية فتكون بسبب عدم الأهلية أو بسبب فساد الذمم، أما مخاطر العمليات فقد تحدث لأسباب عديدة منها أخطاء مواصفات النماذج وعدم الدقة في تنفيذ العمليات أو الخروج عن الحدود الموضوعة للسيطرة على التشغيل، بالإضافة إلى

<sup>2</sup>-موسى سعيد مطر، شقير موري موسى، التمويل الدولي، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص155.

المشكلات الناتجة من عدم الدقة في العمل، وعدم الإلتزام بالضوابط الرقابية يؤدي إلى احتمال أن تكون تكاليف التشغيل أكثر من التكاليف التقديرية لها مما يؤثر سلباً على الإيرادات<sup>1</sup>.

### 7- المخاطر القانونية:

ترتبط هذه المخاطر بعدم وضع القيود المالية موضع التنفيذ، أي ترتبط بالنظام الأساسي والأوامر الرقابية وكذا التشريعات التي تحكم الإلتزام بالعقود والصفقات، وتكون طبيعة هذه المخاطر خارجية كما يمكن أن تكون داخلية، فالأولى تتمثل في الضوابط الرقابية التي تؤثر في بعض أنواع الأنشطة التي تمارسها المصارف وهذا على سبيل المثال، أما الثانية فلها صلة بإدارة المصرف وموظفيه.

**8- مخاطر السلعة:** التعرض لتغيرات السعر المطلق هو مخاطر إرتفاع أو إنخفاض أسعار السلعة، فالمنظمات التي تنتج أو تشتري السلع أو التي تكون حياتها متعلقة بأسعار السلع ذات تعرض لمخاطر سعر السلعة وتنقسم مخاطر السلعة كالتالي:

**8-1- مخاطر سعر السلعة:** تنشأ عند وجود احتمال تغيرات في سعر السلعة التي يلزم شراؤها أو بيعها، كما يمكن أن تنشأ كذلك من أعمال غير السلعة إذا كان للمدخلات أو المنتجات والخدمات مكون للسلعة، وتؤثر مخاطر سعر السلعة على العملاء والمستخدمين النهائيين وكذلك منتجي السلعة.

**8-2- مخاطر كمية السلعة:** تتعرض المنظمات لهذا النوع من المخاطر من خلال الطلب على أصول السلعة ورغم أن الكمية والسعر مرتبطان إلا أن المخاطر الكمية تبقى مع مخاطر السلع حيث العرض والطلب حساس مع السلع المادية.

### ثالثاً: مصادر المخاطر المالية

هناك عدة مصادر نوردتها كالتالي:

- المخاطر المالية التي تنشأ عن تعرض المنظمة لتغيرات في أسعار السوق مثل أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار السلع.

<sup>1</sup>-صلاح الدين شريط، مبادئ الاسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، فلسطين 2014، 137.

- المخاطر المالية الناشئة عن أعمال وعمليات مع منظمات أخرى مثل الباعة والعملاء والأطراف المقابلة في عمليات مشتقة.

- المخاطر المالية التي تنشأ عن أعمال داخلية أو فشل المنظمة وخاصة الأفراد والعمليات والنظم. الأزمات المالية هي الأخرى مصدر للمخاطر المالية، وذلك لصعوبة التنبؤ بها ولذلك على المنظمة أن تأخذ بعين الاعتبار تشعب أحداث السوق غير العادية إلى الدرجة الممكنة في تخطيط إدارتهم للمخاطر ومعنى هذا وجود إطار إدارة المالية كاف، وفهم التعرضات الموجودة وتجنب الإعتماد الزائد على مقاييس المخاطر القائمة على الإحتمالات، وقد تكون الأزمات المالية في موقع معين أو عالمية وصفاتها مماثلة حيث أنها<sup>1</sup>:

- تحدث متكررة نسبيا. وليس من الممكن التنبؤ بها.
- العلاقات العادية مثل الإرتباطات بين الأسواق والأدوات قد تتعطل كليا.
- الإعتماد الصحيح مطلوب شاملا سياسة إدارة المخاطر وخطة العمل.
- مخاطر النظم هي الإهتمام الرئيسي للبنوك المركزية وواضعي النظم والضغوطات التي تؤدي إلى أزمة، قد تكون منظورة لوقت ما قبل وقوع الحدث.

### المطلب الثاني: قياس المخاطر المالية واستراتيجياتها

لمواجهة المخاطر لا بد من دراستها وقياسها جيدا من قبل المتخصصين أو ما يعرف حاليا بوظيفة ادارة المخاطر، وذلك بغرض تحديد استراتيجيات ملائمة لتطبيقها بكفاءة وفعالية جيدة.

#### أولا: قياس المخاطر المالية:

تتمثل في تقدير احتمال وقوع حدث عكسي وتأثيره المحتمل وتتم عملية تقدير الخسائر المالية كالتالي:

<sup>1</sup> - صلاح الدين شريط، مبادئ الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 160.

**1- مقاييس التعرض للمخاطر المالية:** لتقليل المخاطر من الضروري إدارة التعرض ومقاييس المخاطر والتعرض من مكونات إدارة المخاطر ونبدأ بالأسئلة التالية<sup>1</sup>:

- ماهو التعرض؟ وما مدى حساسيته؟

- ما المقدار الذي أستطيع تحمل خسارته؟

مخاطر السوق هي مخاطر حركة عكسية في السعر والقيمة للسلعة أو العملة أو الأصل وقياس مخاطر السوق وضع أولا في قطاع المؤسسات المالية ثم زاد الأخذ بهذه الطرق بواسطة المنظمات الأخرى.

**2- تقدير مخاطر الخسائر المالية:** وهو يطرح السؤال المتمثل في ما مدى المقدرة على تحمل الخسائر والإجابة عليه بيقين وصدق معقول.

تتطلب إدارة المخاطر كلا من التحليل الكمي والنوعي وللأسف فإدارة المخاطر لا يمكن اختصارها إلى قائمة مراجعة بسيطة أو عملية أو رقم مفرد.

**3- تحليل الفجوة:** هو أداة لإدارة مخاطر الفائدة بالإعتماد على الميزانية وتركز هذه الأداة على التقلبات المحتملة في الدخل من أسعار الفائدة خلال فترات زمنية محددة.

**4- عملية تقدير المخاطر:** تتكون هذه العملية من جزئين :

- **الجزء الأول:** هو تقدير الكسب أو الأكثر أهمية في إدارة مخاطر الخسارة المحتملة، من الضروري تقدير حساسية أداة أو التعرض لتغيرات السوق، وقياس مدة أسعار الفائدة مفيد لتقدير الحساسية من أجل تغيرات السوق.

- **الجزء الثاني:** يتضمن تقدير احتمال تغيرات السوق ومع احتمال التغير في أسعار السوق وحجم الوضع محل النظر زائد احتمال للتغير في معدلات السوق التي تحدث فإن الخسارة أو الكسب المحتملة يمكن تقديرها، وتقاس المخاطر من وجهة نظر شركة التأمين وفق العلاقة التالية:

**معدل الخسارة المتوقع = مجموع الخسائر المحققة فعلا / مجموع مبالغ التأمين.**

<sup>1</sup>-بوخلخال خالد مرجع سبق ذكره، ص 99-100



ثانيا: استراتيجيات قياس المخاطر المالية:

تتمثل أهمها فيما يلي<sup>1</sup>:

**1- الترفيع والتوجيه:** استخدام الترفيع يزيد احتمال الخسارة لذلك فإن تأثير أي ترفيع أو إستراتيجية هام للإعتبار عند حساب مقدار ما قد تخسره المنظمة، وحساب هذه الخسارة المحتملة بدون نظر إلى تأثير الترفيع يقلل تقدير الخسائر المحتملة.

التوجيه هو طبيعة تعرض أو وضع متاجرة سواء طويل أو قصير فالوضع الطويل يستفيد بوضوح من إرتفاع الأسعار بينما الوضع القصير فيستفيد من هبوط الأسعار، وكل من الترفيع والتوجيه عوامل في الحجم المحتمل للخسارة في حالة حركة عكسية للسوق.

**2- حساسية الأداة:** قياس حساسية الأداة قد يكون مفيدا لقياس احتمال المخاطر والمدة توفر تقدير الحساسية أسعار الأوراق المالية ذات الدخل الثابت إزاء التغيرات في أسعار الفائدة كما تستخدم المدة أيضا في تقدير الفجوات بين الأصول والإلتزامات الخاصة بالمؤسسات.

**3- تحليل السيناريو:** يقدم هذا النوع من التحليل طريقة جيدة لتقدير الخسارة المحتملة وذلك بتحليل قيمة الأداة الموجودة بالمحفظة تحت سيناريوهات مختلفة محددة تحكيميا، والإرتباطات الديناميكية غير ساكنة ولذلك فإن افتراضات مختلف الإرتباطات تستخدم في سيناريوهات مختلفة وفي تحليل السيناريو من الضروري عمل بعض الإفتراضات حول الإرتباط، ولكن يجب استخدام عدد من الإفتراضات في سيناريوهات مختلفة وفي سيناريو الأزمة قد تصير الأسواق ذات إرتباط عالي الوحدة مع الأخرى بما يزيد احتمال الخسارة<sup>2</sup>.

يتضمن تحليل السيناريو المباشر للأمام استخدام مجموعة من التغيرات سابقة التحديد في أسوار السوق أو معدلاتها لإختيار أداة المحفظة الجارية أو التعرض الجاري، ومعظم المديرين الماليين يؤدون فعلا حساب تحليل السيناريو عند تحديد النتائج المحتملة لمختلف القرارات أو الأسواق أو الصفقات.

<sup>1</sup> - بوخلخال خالد، مرجع سبق ذكره، ص101.

<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي، درسمية قرياقص، الاسواق والمؤسسات المالية، بدون طبعة، مركز الاسكندرية للكتاب، الاسكندرية، مصر، 1997، ص55.

**4- إختبار التوتر:** إن هذا الإختبار مصمم لتقدير الأداء في ظل حركات السوق الأقل تكرارا والأكثر أهمية فهذا الإختبار يتيح لمدير المخاطر تحديد كيفية أداء مجموعة التعرضات تحت ظروف إضافية، وقد يتضمن اختبار التوتر تغيير متغيرا أو أكثر أو إستخدام تغيير تاريخية رئيسية للسعر لتقدير التأثير المحتمل للأداة المالية أو المحفظة.

وإختبار التوتر لتعرض المنظمة يمكن أن يكون مفيدا جدا، وفي حالة اختبار التوتر يوضح نتائج غير مقبولة في شكل خسائر محتملة لا يمكن إدارتها، والإستراتيجيات يمكن أن تصاغ للتعامل مع التعرضات والمخاطر المحتملة.

### المطلب الثالث : المخاطر في المؤسسات المالية

نظرا لطبيعة نشاط المؤسسات المالية فإنها تتعرض لمخاطر عديدة ومتنوعة تعكس صفوها، وبالتالي لا بد للمؤسسة أن تكون على علم ودراية بالمخاطر التي ستواجهها.

#### أولا : طبيعة المؤسسات المالية

تلعب المؤسسة المالية دورا حيويا في التنمية الإقتصادية، وذلك عن طريق حشد الأموال من المقرضين إلى المقترضين.

#### 1- مفهوم المؤسسات المالية:

- تعرف المؤسسة المالية على أنها شركات أعمال تتكون أصولها بصفة أساسية من الأصول المالية، أو إلتزامات ومستحقات لدى الغير بدلا من الأصول المادية.

- هي منشآت إقتصادية متخصصة تعمل في إدارة الأموال حفظا وإقراض أو بيعا وشراء.

#### 2-أنواع المؤسسات المالية: تتمثل فيما يلي<sup>1</sup>:

##### 1-2- مؤسسات مالية وسيطة:

هي تلك المؤسسات التي تعمل على شراء أوراق مالية من المدينين ذوي العجزات المالية وتسمى بالأوراق المالية الأولية، وفي نفس الوقت تبيع أوراق مالية تصدر منها للدائنين ذوي الفوائض المالية، وتسمى بالأوراق المالية الثانوية، وتنقسم هذه المؤسسات إلى عدة أنواع كما يلي:

<sup>1</sup> - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 94.



وتقوم هذه المؤسسات بقبول الأوراق المالية المقدمة من المدينين ذوي العجزات المالية ومن ثم إعادة بيعها لذوي الفوائض المالية بضمانات منها محققة بذلك أرباح.

ثانياً: أهمية المؤسسات المالية ومدى وعيها بالمخاطر:

تتمثل فيما يلي:<sup>1</sup>

### 1- أهمية المؤسسات المالية:

إن المؤسسات المالية لها أهمية كبيرة في الإقتصاد، وذلك عن طريق حشد الأموال من المدخرين " المودعين" إلى المقترضين وخلال هذه العملية تقوم المؤسسات المالية بفرض بعض الرسوم على أمل الربح، فالتعامل مع المؤسسات المالية بالنسبة لأصحاب الفوائض يعتبر أكثر ملائمة وأكثر أماناً.

وجود المؤسسات المالية يخلق العديد من التأثيرات الإيجابية في الإقتصاد، فهي تقوم بتوفير وإقراض الأموال للأفراد الذين لا يملكون المال الكافي لمتابعة أو إقامة نشاط إستثماري، وبالتالي هي همزة وصل بين أصحاب الفوائض وأصحاب العجز وذلك بتوظيف الأموال التي تدخل إليها بسياسات معينة ( كعرض معين، فائدة معينة، تقديم ضمانات مقابل تقديم القروض لأصحاب العجز)، وعليه تحرك عجلة التنمية الإقتصادية.<sup>1</sup>

### ثالثاً: مخاطر التعامل في الأوراق المالية

تتمثل هذه المخاطر فيما يلي:

**1- مخاطر الإستيراد:** عند شراء المستثمر لورقة مالية فإنه يحدد لنفسه فترة زمنية للإحتفاظ بها سواء كان هذا المستثمر عادياً أو مضارباً، فإذا قام مصدرها بإستدعاء السند أو إعادة شراء السهم من المستثمر عند وقت يقل عن الوقت المحدد من طرف المستثمر للتصرف في هذه الورقة فإن العوائد التي يحققها المستثمر قد تكون أقل من التي توقعها.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>-عبد الوهاب يوسف أحمد، مرجع سبق ذكره، ص، 174

<sup>2</sup>-معتوق جمال، إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 175

**2- مخاطر التحويل:** فإذا ما تم تحويل سندات أو أسهم ممتازة إلى عدد محدود من الأسهم العادية في الشركة صاحبة الإصدار للسند أو السهم الممتاز فإن معدل العائد على الإستثمار قد يتغير لأن قيمة السهوم العادية المحدودة قد تزيد أو تنقص والورقة المالية القابلة للتحويل معدل كبتها أو ربحها عادة ما يكونان منخفضان.

**3- مخاطر عدم السداد:** هي احتمال تعرض الشركة صاحبة الإصدار للأوراق المالية للإفلاس. فابنسبة للسندات قد تحقق الشركة خسائر وبالتالي لا تستطيع سداد الفوائد وأصل القرض، أما الأسهم العادية فقد تصل القيمة السوقية لهذا السهم إلى الصفر.

**4- المخاطر السياسية:** الإستقرار السياسي والأمان ووجود الديمقراطية الحقيقية وكذا احترام حقوق الإنسان كلها تزيد من الثقة في التعاقدات المالية والصفقات التي تتم والعكس أي أن العائد يتغير في هذه الأحوال إضافة إلى ذلك المخاطر المالية السياسية المحلية تؤثر بشكل مباشر على عوائد الأوراق المالية في السوق.

**5- مخاطر الإدارة:** وتنتج هذه الأخيرة وتنشأ من الأخطاء التي تتسبب فيها ادارة الشركة نفسها وذلك عند اتخاذ القرار الإستثماري والتمويلي، فهي بذلك تواجه مخاطر الأعمال والمخاطر المالية.

**6- مخاطر التسويق:** هي المتغيرات في العوائد الإستثمارية الناتجة عمولات واتفاقيات تحديد أسعار بيع أصل مالي غير سائل وتكون قابلية الورقة المالية للتسويق من حجم ما يمكن بيعه أو شرائه من الورقة خلال فترة قصيرة من الزمن، وبدون إحداث تأثير عكسي على السعر اللازم أو الضروري لإستكمال بيع عدد محدود من الأوراق.

**7- مخاطر سعر العائد:** هي عبارة عن التغيرات التي تحدث في العائد نتيجة تحركات أسعار العائد فالأوراق المالية التي يكون استحقاقها لفترات أطول تتأثر أكثر من الأوراق المالية التي يكون إستحقاقها لفترات زمنية أقصر.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - معتوق جمال ، مرجع سبق ذكره، ص 175.

**8- مخاطر القوة الشرائية للنقود:** هي هبوط القوة الشرائية للدخل الناتج من الإستثمار نتيجة لإرتفاع مستوى الأسعار في الإقتصاد ككل، وبالتالي عند حساب العائد مع الإستثمار بالعائد الحقيقي وليس العائد الرقمي فالأوراق المالية ذات العائد الثابت تتعرض لهذا النوع من المخاطر.

**9- المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة:** يقصد بالمخاطر المنتظمة ذلك التغير الذي يحدث في عوائد الورقة المالية، نتيجة للإرتفاع العام أو الهبوط العام في السوق المالي كله. أما فيما يخص المخاطر غير المنتظمة، فهو التغير الذي يحدث في عوائد الورقة المالية نتيجة لبعض العوامل الخاصة بها فقط.<sup>1</sup>

إضافة إلى هذه المخاطر نجد مخاطر أخرى قد تم ذكرها سابقا، ألا وهي مخاطر السوق، مخاطر أسعار الفائدة، الإئتمان، والمخاطر التشغيلية والقانونية.

### المبحث الثاني: إدارة المخاطر المالية.

قد كان للمخاطر أثر كبير على البشرية منذ القدم ومازال إلى وقتنا هذا، إلا أنه وفي مجال التحكم في المخاطر كانت إدارة المخاطر تخضع لتغيرات كبيرة، فبشكل تقليدي كانت الإدارة مقتصرة على حالات التعرض للخسارة البحتة، ومع تطور العلم وظهور مصطلح العولمة وواقع الأسواق وما صاحبها من تطورات قد جعلت العديد من شركات الأعمال بتوسيع برامج ومجال إدارة المخاطر.

### المطلب الأول: ماهية إدارة المخاطر المالية

إن الظروف التي يعيشها الإقتصاد لمختلف الدول وكذا المخاطر التي تتعرض لها شركات الأعمال أدى إلى ظهور مفهوم إدارة المخاطر المالية التي أصبحت أمرا ضروريا لإستمرار الشركة في ظل المنافسة والتغيرات العالمية المعاصرة

<sup>1</sup> \_معتوق جمال، مرجع سبق ذكره ص 131

أولاً: نشأة إدارة المخاطر المالية وتاريخها

### 1- نشأة إدارة المخاطر المالية:

لقد كانت الأعمال التجارية واحدة من جهود البشرية المبتكرة للتعامل مع المخاطر، ومنذ ظهور التجارة وبداية ممارستها واجه أصحاب هذه الأعمال والتجارة مخاطر، فقد طوروا أساليب وتقنيات للتعامل مع المخاطر ويجدر هنا ذكر اثنين من الإختراعات على وجه الخصوص حيث ظهر في سنة 3000 قبل الميلاد في الحضارة البابلية حيث بدأ الإنسان بالنقود والنظام القانوني كالتالي<sup>1</sup>:

#### 1-1- النقود:

قد أحدث اختراع النقود ثورة في التجارة والملكية الخاصة وتكديس الثروة وكان لها آثار هامة على إدارة المخاطر، ففي المجتمعات البدائية كانت جهود إدارة المخاطر تركز على حماية النفس والممتلكات من الأخطار التي يمكن أن تسبب الخسارة ولكن مع إستحداث النقود كوسيلة للتبادل وتخزين الثروة أمكن الإحتفاظ بالثروة في صورة ملكية مادية ملموسة أو كأصول مالية يمكن مبادلتها بملكية مادية.

#### 1-2- النظام القانوني:

وهو ما يمثل الإختراع الثاني وذلك بتطوير هذا النظام، ورغم أن القوانين نشأت أصلاً كمعاهدات قبلية إلا أنها أصبحت في نهاية الأمر ذات طابع أكثر رسمية، وقد وضع "حامورابي 1750 إلى 1792 قبل الميلاد" قانونه الشهير عن طريق تجميع السابقة في مكان واحد ومرة أخرى يمكننا أن نذهب إلى أن ابتكار القوانين كان جهداً إنسانياً متميزاً للتعامل مع المخاطرة، فمن خلال تحديد الحقوق والمسؤوليات الفردية خلق النظام القانوني إطاراً كانت وظيفته الأساسية هي حماية تلك الحقوق.

### 2- تاريخ إدارة المخاطر المالية: يتمثل فيما يلي :

لقد بدأ الإتجاه العام للإستخدام الراهن لمصطلح إدارة المخاطر في أوائل الخمسينات وكان من بين الكتابات المبكرة التي أشير فيها لمصطلح هارفرد بيزنس ريفيو عام 1956، حيث طرح المؤلف ما بدأ

<sup>1</sup> - بوخلخال خالد، مرجع سبق ذكره، ص 102.

في ذلك الوقت فكرة ثورية، وهي أن شخصا ما بداخل المنظمة ينبغي أن يكون مسؤولا عن إدارة مخاطر المنظمة البحتة.

وفي ذلك الوقت كان لدى عدد كبير من الشركات الكبرى بالفعل مركز وظيفي يشار له باسم مدير التأمين وكون هذا المنصب كان يستلزم عادة شراء ومسك ودفع مقابل محفظة من بواليص التأمين من أجل مصلحة الشركة، فقد تم توظيف مديري التأمين الأوائل على يد المؤسسات العملاقة، وهي شركات السكك الحديدية والصلب، التي وظفت مديري التأمين في بداية القرن، ومع تنامي الإستثمار الرأسمالي في الصناعات الأخرى أصبح التأمين مبدأ متزايد الأهمية في ميزانيات الشركات، وبالتدرج تم إسناد وظيفة شراء التأمين كمسؤولية محددة لأخصائيين من داخل الشركة.

وفي عام 1928 عقد مشتروا التأمين اجتماعا غير رسمي في بوسطن لمناقشة المشكلات ذات الإهتمام المشترك، لتقوم بعد ذلك رابطة الإدارة الأمريكية بتأسيس قسم للتأمين تابع لها عام 1931 بهدف تبادل المعلومات بين الأعضاء.

وفي عام 1932 تم تنظيم مشتروا التأمين في نيويورك الذي أصبح فيها بعد معهد أبحاث المخاطرة، ليتم في عام 1950 تأسيس رابطة مشتري التأمين القومية، التي تحولت فيما بعد إلى الجمعية الأمريكية لإدارة التأمين.<sup>1</sup>

وعندما قررت رابطة مشتر التأمين تغيير إسمها إلى جمعية إدارة المخاطر والتأمين في 1975 كان التغيير إشارة إلى أن تحولا ما يجري وتقوم جمعية إدارة المخاطر والتأمين بنشر مجلة بإسم إدارة المخاطر، إضافة إلى ذلك قام معهد التأمين الأمريكي بوضع برنامج تعليمي لإدارة المخاطر، وتم تعديل هذا المنهج الدراسي سنة 1973.

### ثانيا: تعريف إدارة المخاطر المالية

ومن بين التعريفات نذكر:

<sup>1</sup>- طارق عبد العال، إدارة المخاطر، مرجع سبق ذكره، ص ص 46-50



- مصطلح إدارة المخاطر المالية يتضمن كافة الأنشطة التي تحاول تغيير شكل العلاقة بين العائد المتوقع ودرجة المخاطرة المرتبطة بتحقيق هذا العائد المتوقع وذلك بهدف تعظيم قيمة الأصل الذي يتولد عن هذا العائد<sup>1</sup>.

- إدارة المخاطر عبارة عن منهج أو مدخل علمي للتعامل مع المخاطر البحتة عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة وتصميم وتنفيذ إجراءات من شأنها أن تقلل إمكانية حدوث الخسارة أو الأثر المالي للخسائر التي تقع إلى حد أدنى<sup>2</sup>.

- إدارة المخاطر هي مجموعة من الأنشطة التي تستهدف تدنية الخسائر المحتملة من وقوع المخاطر، وأن هذه الأنشطة تندرج تحت ثلاث مراحل رئيسية هي<sup>3</sup>:

● تحديد وتعريف المخاطر التي تواجه المنشأة.

● قياس التأثير المحتمل لكل خطر.

● تحديد كيفية التعامل مع الخطر موضوع الإهتمام.

وعليه فإن إدارة المخاطر المالية هي مجموعة من الأنشطة والعمليات التي تعمل على تحديد المخاطر، قياسها والتعامل مع مسبباتها، أي القيام بإدارتها بهدف التقليل من الخسائر المحتملة من وقوع الخطر، وهذا كله قصد استمرار وتطور المؤسسة وتحقيق غاياتها.

### ثالثاً: أهداف إدارة المخاطر المالية

إن إدارة المخاطر المالية لها أهداف مهمة، يمكن تصنيفها إلى أهداف تسبق الخسارة وأهداف تلي الخسارة نتناولها كما يلي:

#### 1- أهداف تسبق الخسارة: تتضمن الأهداف التي تسبق الخسارة ما يلي:

<sup>1</sup>- عبد القادر شلاي، علاء قانتي، مدخل استراتيجي لإدارة المخاطر المالية، مداخلة مقدمة لفعاليات الملتقى الدولي الأول حول إدارة

المخاطر المالية وأثرها على اقتصاديات دول العالم أكلي امخند والحاج، البويرة، يومي 16-17/11/2013 ص4

<sup>2</sup> طارق عبد العال حامد، إدارة المخاطر، مرجع سبق ذكره، ص53

<sup>3</sup> محمد علي، إدارة المخاطر المالية، رسالة دكتوراه في إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة القاهرة، مصر 2005، ص30

**1-1- هدف الإقتصاد:** وهو أول الأهداف الفرعية في إدارة المخاطر، هنا يكون الهدف هو خفض تكلفة التعامل مع المخاطر البحتة إلى أدنى مستوى ممكن تماشياً مع هدف البقاء، وذلك علماً بأن الإقتصاد يتم تحقيقه على حساب التحوط الكافي من وقوع خسائر يحتمل أن يكون لها آثار كارثية.

**1-2- تقليل القلق أو التوتر:** ونقصده به تقليل التوتر والقلق وراحة البال، التي تأتي من معرفة أن تدابير مناسبة قد تم اتخاذها للتصدي للظروف المعاكسة، وعندما يظل تعرض كارثي دون حماية فإن عدم التأكد والقلق يبقى قائماً.

**1-3- أداء الإلتزامات مفروضة من الخارج:** يرتبط هذا الهدف بعلاقات المنظمة بالمنظمات الأخرى، ومع الدول، ويتناول كثير العقود المستخدمة في علاقات العمل مسألة من سيكون مسؤولاً عن الخسائر في ظل ظروف محددة فالدائنون يشترطون عموماً أن يؤمن المقترض على الملك المرهون كضمان والعقود التي تحتوي من هذا النوع تخلق التزاماً اتجاه طرف خارجي يجب على عملية إدارة المخاطر التصدي له.

## 2- أهداف تلي الخسارة: تتمثل فيما يلي<sup>1</sup>:

**1-2- استمرارية النمو:** النمو هو هدف تنظيمي هام، فالوقاية من التهديدات التي تواجه أحد أهداف إدارة المخاطر، واستراتيجيات هذه الأخيرة يمكن أن تسهل استمرارية النمو في حالة حدوث خسارة كان من الممكن أن تهدد ذلك النمو.

**2-2- استقرار الأرباح أو المكاسب:** حيث ينبع هذا الهدف من التأثير الذي يمكن أن تحدثه التغيرات الواسعة في المكاسب، حيث حيث يفضل المساهمون الأرباح المستقرة عن المكاسب التي تتقلب بشكل واسع، ولأن المستثمرين يفضلون عموماً التفوق المستمر للدخل، فإن إدارة المخاطر يمكن أن تسهم بخفض التباينات في الدخل، التي تنتج من الخسائر، فإن خفض التباين في الدخل يمكن أيضاً أن يساعد في تعظيم الإقتطاعات الضريبية عن الخسائر وتقليل الضرائب.

<sup>1</sup> عبد القادر شلال، علال قانني، مدخل استراتيجي لإدارة المخاطر المالية، مرجع سبق ذكره، 5

**2-3- المسؤولية الاجتماعية:** حيث يقلل هذا الهدف من التأثيرات التي سوف تحدثها الخسارة على الأشخاص، فتدابير منع الخسارة تعتبر جزءاً لا يتجزأ من عملية إدارة المخاطر، لأنه عندما تشهر الشركة إفلاسها يتضرر الملاك والموظفون أما عندما تحمي استراتيجيات إدارة المخاطر المناسبة الشركة من تكبد خسائر فادحة، يتم تفادي الإفلاس وتداعياته.

### المطلب الثاني: مراحل إدارة المخاطر المالية

إن عملية إدارة المخاطر المالية كغيرها من العمليات تتم وفقاً لعدة مراحل وذلك قصد نجاح هذه العملية، وفيما يلي نتناول مراحل إدارة المخاطر المالية<sup>1</sup>:

#### أولاً : الوقوف على طبيعة المخاطر

تمثل القوائم المالية وملحقاتها مصدراً خصباً للمعلومات عن طبيعة المخاطر، إضافة إلى ذلك قائمة الدخل التي توفر كل منها مصدر للمعلومات. وتتسم القوائم المالية الربع سنوية بالفاعلية، إذ تسهم في الكشف المبكر للمخاطر، فالتغير في حجم المبيعات، ومعدل دوران المخزون الذي تمثل المبيعات أحد مكوناته، يزودان الإدارة بمؤشرات عن سوق منتجاتها، فالإتجاه العكسي لتلك المؤشرات قد يحمل في طياته وجود تغير أو منافسة سعرية، أو يكشف عن انخفاض في جودة المنتج، كما يكشف هامش مجمل الربح، واتجاه حركة المصروفات في حالة تغير في الأسعار.

كما يمكن الكشف عن مدى احتمال التعرض لمخاطر أسعار الصرف، وذلك بتحليل المبيعات والمشتريات إلى محلية تصديرية أو إستيرادية ومعرفة العملات وحصص كل عملة.

أما فيما يخص قائمة الدخل فهي تساعد بالكشف على مدى التعرض لمخاطر سعر الفائدة، ويكون ذلك بحساب معدل تغطية الفوائد من ربح العمليات، وكما يمكن الإعتماد على قائمة التدفق النقدي للكشف على السيولة.

مع كل الميزات التي تتمتع بها هذه القوائم ومدى أهميتها داخل المؤسسة، كل هذا يؤكد ضرورة الوقوف على طبيعة المخاطر وحجمها وهذا لما تملكه من فوائد، فهو يبين الطريق أمامنا ليكشف عن ما

<sup>1</sup> . عبد القادر شلالى وعلال قانثي، مرجع سبق ذكره، ص 6

إذا كانت تلك المخاطر في حجم يتطلب التغطية ضده أم أن المخاطر من حجم تفوق فيه تكلفتها التغطية العائد المتوقع منها.

### ثانياً: الأدوات الإحصائية لقياس المخاطر المالية

تعتمد هذه الأدوات على قياس درجة التشتت في قيم المتغير المالي محل الإهتمام أو قياس درجة حساسية إتجاه التغيرات التي تحدث في متغير آخر ومن أهمها<sup>1</sup>:

**1- المدى: Ronge:** يمثل الفرق بين أعلى قيمة وأدنى قيمة للمتغير المالي محل الدراسة، ويمكن استخدام المدى كمؤشر للحكم على المستوى النسبي للخطر، وكلما زادت قيمة المدى كان ذلك مؤشراً للحكم على مستوى الخطر المصاحب للمتغير المالي موضع الإهتمام.

### 2- التوزيعات الاحتمالية Probabilité distributions

وهي تقدم أداة كمية أكثر تفصيلاً من مقياس المدى، وذلك من خلال تتبع سلوك المتغير المالي وتحديد القيم المتوقعة الحدوث في ظل الأحداث الممكنة، وتحديد التوزيع الاحتمالي لهذه القيم، واستخدامه في المقارنة بين مستويات الخطر المصاحبة لعدد من الأصول المستقلة وبما يمكن من المفاضلة فيما بينها، وكلما كان التوزيع الاحتمالي أكثر إتساعاً نحو الطرفين، كلما كان ذلك مؤشراً على ارتفاع مستوى الخطر.

### 3- الانحراف المعياري Standard

يعتبر أكثر المقاييس الإحصائية إستخداماً كمؤشر للخطر الكلي المصاحب للمتغير المالي، وهو يقيس درجة تشتت قيم المتغير موضوع الدراسة حول القيمة المتوقعة له، وكلما زادت قيمة الانحراف المعياري دل ذلك على مستوى الخطر. ويعطى بالعلاقة التالية:

### 4- معامل الاختلاف Coefficient of variation

هو مقياس نسبي لدرجة التشتت، حيث يربط بين الخطر وبين العائد ولذلك يصبح معامل الاختلاف أكثر دقة وتفضيلاً عن الانحراف المعياري، عند المقارنة بين عدة أصول مستقلة ومختلفة فيما بينها من حيث العائد والخطر. معامل الاختلاف يعبر عن درجة الخطر لكل وحدة مع العائد، وكلما ارتفعت قيمته دل ذلك على ارتفاع مستوى الخطر.

<sup>1</sup> - محمد علي، إدارة المخاطر المالية، رسالة دكتوراه في إدارة الاعمال، مرجع سبق ذكره، ص 13.

### 5- معامل بيتا Beta Coefficient

يقيس مدى حساسية قيم المتغير المالي موضع الدراسة للتغيرات التي تحدث في متغير آخر ويدل معامل بيتا المرتفع على ارتفاع درجة الحساسية، وبالتالي إرتفاع مستوى الخطر.

ثالثاً: أدوات التحليل المالي لقياس المخاطر المالية.

تعتمد على قياس قدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها المالية اتجاه الغير، وخاصة الدائنين في الآجال المحددة لإستحقاقها وتحقيق تدفقات نقدية صافية للمساهمين.

إن قياس المخاطر المالية بالمؤسسة يعتمد على مجموعة من النسب والمؤشرات المالية التي يمكن الإستدلال من خلالها كمؤشرات تقريبية، على الحالة المتوقعة للمنشأة وذلك عن طريق التدفقات النقدية المتوقعة لها، ومن أهم النسب أو المؤشرات التي يمكن استخدامها في هذا الصدد ما يلي: <sup>1</sup>.

- نسب التمويل والسيولة، المديونية.

- نسبة صافي رأس المال العامل إلى الأصول.

الجدول (2-1): الأدوات الإحصائية لقياس المخاطر المالية

البيان	المعادلة
المدى	$R = x_{max} - x_{min}$
التباين	$\sigma^2 = \frac{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2}{n-1}$
الانحراف المعياري	$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2}{n-1}}$
معامل الاختلاف	$cv = \frac{\sigma}{\bar{X}} \times 100$
معامل الارتباط	$r = \frac{\sum (x_i - \bar{X})(y_i - \bar{Y})}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{X})^2} \times \sqrt{\sum_{i=1}^n (y_i - \bar{Y})^2}}$
معامل بيتا	$b = \frac{\sum xy - n\bar{X}\bar{Y}}{\sum x^2 - n\bar{X}^2}$

المصدر: من إعداد الطلبة اعتماداً على مرجع محمد علي

<sup>1</sup> - حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر، عمان الاردن 2011، ص 68

الجدول (2-2): أدوات التحليل المالي لقياس المخاطر المالية

المعادلة	البيان
من أعلى الميزانية: الأموال الدائمة-الأصول الثابتة من أسفل الميزانية: الأصول المتداولة- قروض قصيرة	رأس المال العامل
نسبة السيولة العادية=الأصول المتداولة/الخصوم المتداولة	نسب السيولة
نسبة السيولة السريعة=الأصول المتداولة-المخزون/ديون قصيرة الأجل	
نسبة الأموال الخاصة =الأموال الخاصة/ مجموع الخصوم الإستدانة الكلية = مجموع الديون /مجموع الخصوم نسبة الإستقلالية المالية= الأموال الخاصة /مجموع الديون	نسب التمويل

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على مرجع حمزة الزبيدي

المطلب الثالث: سبل إدارة المخاطر المالية

يمكن تقسيم المخاطر إلى مخاطر أعمال ومخاطر مالية، وعندما تتوفر أدوات للسيطرة على المخاطر المالية تستطيع الإدارة أن تتفرغ للتعامل مع هذه المخاطر. وستتناول في هذا الصدد ثلاث أدوات لإدارة المخاطر المالية:<sup>1</sup>

أولاً : التأمين

يعتبر سوق التأمين جزءاً مهماً ومتكاملاً من السوق المالية ، نظراً لدوره الهام في اقتصاديات الدول، بل وأهم القطاعات المالية محلياً ودولياً.

والمخاطر التي يمكن التأمين ضدها يجب أن تكون من النوع الذي تتعرض له عدد كبير من المنشآت والأفراد، وأن احتمال تعرض المنشآت كلها لتلك المخاطر في توقيت واحد هي مسألة بعيدة الإحتمال

<sup>1</sup> - محمد علي، مرجع سبق ذكره، ص 20.

أي أن الإرتباط بين تعرض تلك المنشآت لهذا النوع من المخاطر هو ارتباط ضعيف، يضاف إلى ذلك أن احتمالات ونوع تلك المخاطر يمكن تقديرها بدرجة عالية من الدقة.

المخاطر غير المنتظمة هي التي يمكن التأمين ضدها وذلك لعدم تعرض كافة المنشآت المؤمن عليها في نفس الوقت لها، ومن ثم فإن أقساط التأمين التي يحصل عليها المؤمن من المنشآت المؤمن عليها، إضافة إلى العائد المتولد عن استثمار تلك الأقساط التي لا يد أن تكون كافية لدفع التقسيط لدفع التعويض للمنشأة التي تتعرض في لحظة معينة لنوع المخاطر المؤمن ضدها، وكلما زاد عدد بوالص التأمين التي تصدرها شركة التأمين ضد نوع معين من المخاطر، انخفض متوسط المخاطر التي تتحملها، فالأساس الذي يقوم عليه التأمين هو ذاته الأساس الذي تقوم عليه فكرة التنوع، فحجم المخاطر التي يتحملها المؤمن تتناقض مع زيادة عدد المنشآت المؤمن عليها، ولا يمكن أن يكون حجم تلك المخاطر صفراً، لأن ثمة منشأة ما سوف تتعرض لتلك المخاطر.

### ثانياً: إدارة التوازن بين الأصول والخصوم.

تهدف إدارة التوازن بين الأصول والخصوم إلى تقليل فرصة تعرض المنشأة إلى مخاطر السعرم تحقيق العائد

المستهدف، بما يعني زيادة العائد لكل وحدة مخاطر، وأساس قيام هذا الأسلوب هو إيجاد التوازن من خلال تشكيلة ملائمة من الأصول والخصوم المالية، التي تتصف منها الميزانية من حيث تواريخ الإستحقاق، وقيمة كل منها عند كل تاريخ<sup>1</sup>.

ومن أبرز مجالات استخدامات هذا المدخل هو إدارة مخاطر السعر التي تمثل أهمية خاصة للبنوك التجارية وشركات التأمين، وصناديق التأمين، والمعاشات، وغيرها من المؤسسات المالية التي يرتكز نشاطها في إدارة الأصول المالية.

<sup>1</sup> طارق عبد العال حامد، حوكمة الشركات، بدون طبعة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر 2005، ص 623

### ثالثاً: التغطية:

التغطية هي أسلوب لحماية قيمة أصل معين يملكه مستثمر إلى أن تتم تصفيته، وحسب هذا التعريف فإن هناك صورتين للتغطية:

**الصورة الأولى:** هي للمستثمر الراغب في شراء أصل مالي معين، ولا يملك الموارد المالية اللازمة، وإذا ما ستاح في المستقبل، غير أنه يخشى أن يرتفع سعر ذلك الأصل إذا ما انتظر حتى تتوافر تلك الموارد، فهذا المستثمر يمكنه إبرام عقد مشتقات يضمن له التعاقد على الأصل من الآن بسعر متفق عليه على أن يتم التنفيذ الفعلي عندما تتوافر له الاموال المطلوبة.

**الصورة الثانية:** تتمثل في حالة مستثمر يملك أصلاً مالياً معيناً، ويخطط لبيعه في تاريخ لاحق في الوقت الذي يخشى فيه انخفاض سعره عندما يحين ذلك الوقت. هذا المستثمر يمكنه إبرام عقد على أحد المشتقات لبيع الأصل مستقبلاً بسعر يتفق عليه عند إبرام العقد.

هناك ثلاث اعتبارات لها أهمية في إدارة المخاطر من خلال التغطية، تتمثل فيما يلي:

#### 1- حجم التغطية:

ويقصد به عدد الوحدات من أداة التغطية (عدد عقود المشتقات) اللازمة لتغطية مركز أخذه المستثمر في السوق الحاضر على وحدة واحدة من الأصل محل التغطية، وهو ما يطلق عليه بنسبة التغطية<sup>1</sup>.

#### 2- فاعلية التغطية:

تزداد فاعلية التغطية كلما كان الارتباط قويا بين سعر الأصل محل التغطية في السوق الحاضر وسعره في عقد المشتقات المستخدم في التغطية، وتقاس قوة الارتباط كما هو معروف بما يسمى بمعامل الارتباط، فلو أن معامل الارتباط يساوي الواحد الصحيح، فإن هذا يعني أنه ما استخدمت نسبة التغطية الملائمة، فسوف تتم تغطية مخاطر السعر بالكامل، أما إذا كان معامل الارتباط أقل من الواحد الصحيح، فإن

<sup>1</sup> محمد علي، مرجع سبق ذكره، ص 23



التغطية حتى ولو استخدمت نسبة ملائمة، لن يترتب عليها التخلص الكامل من مخاطر السعر، إذ سيبقى جزء من المخاطر لن تتم تغطيته، يطلق عليه مخاطر الأساس.

**3- تكلفة التغطية:** تكشف الممارسة في كافة أسواق المشتقات عن أن تكلفة التغطية ضعيفة، لكنها غير مجانية على أي حال. هذا المضارب لا بد وأنه سيسعى لتحميل التكاليف التي سيتكبدها المستثمر، بما في ذلك العائد الذي سيضيع عليه، نتيجة إغراق جزء من موارده المالية في استيفاء متطلبات الهامش المبدئي المطلوب. وهذا يمثل تكلفة التغطية وفعالية التغطية ما يسمى بكفاءة التغطية، والتي تعرف بأنها الحد الأقصى لحجم المخاطر التي يمكن تخفيضها وذلك في مقابل كل وحدة من وحدات التكلفة. وعليه فإن التغطية المثالية هي التي تحقق أقصى منفعة للمستثمر.

### المبحث الثالث: دور المنتجات المالية في إدارة المخاطر المالية

تعتبر المخاطر جزءاً لا يتجزأ من النشاط الإنساني مهما كانت طبيعته. كونها ملازمة للنشاط الإقتصادي وفي سبيل التخلص أو التخفيف من هذه المخاطر ولكل من يهمله الأمر السعي إلى تطوير وابتكار أدوات ومنتجات جديدة .

### المطلب الأول إدارة مخاطر سعر الصرف والفائدة

يعتبر سعر الصرف والفائدة من بين أهم المخاطر التي تواجه المؤسسات المالية .وقصد التعامل مع هذه المخاطر فإنه يتم الاعتماد على مجموعة من السياسات والاستراتيجيات.

#### أولاً: إدارة مخاطر سعر الصرف :

إن عملية إدارة المخاطر تتضمن مايلي<sup>1</sup>:

**1-نقل مخاطر سعر الصرف:** هي إمكانية نقل المخاطر إلى العملاء أو الموردين فقد تحدث التغيرات على منهج التسعير لتعكس أفضل أسعار الصرف النهائي .وكبديل قد يكون ممكناً الحصول على أسعار ثابتة في عمليتين من الموردين ودفع سعر أقل عند الحساب.

<sup>1</sup> -هاشم فوزي،،الهندسة المالية بالتركيزعلى استراتيجية الخيارات المالية،الطبعة الأولى،الوراق للنشر والتوزيع،عمان 2007،ص74

**2- عقود المستقبل:** تسهل أسواق الصرف الأجنبي حركة رأس المال بين أسواق النقد الداخلية والدولية وحماية مخاطر الصرف الأجنبي، وكذا حماية هذا التعرض بالمشتقات. وتتم إدارة المخاطر كمايلي<sup>1</sup>:

**1-2- تسعير عقود المستقبل:** يعكس تسعير المستقبلات الفرق في أسعار الفائدة بين العملتين على مدى الفترة الزمنية التي تغطيها المستقبلات، وفرق سعر الفائدة قد يكون موجبا أو سالبا مما يترتب عن هذا أن سعر المستقبلات يكون بعلاوة أو بخصم بالنسبة لسعر الموقع.

**2-2- عقود المستقبل المرنة:** التفاوت في عقد المستقبلات النمطي هو مستقبلات وموعد اختياريا أو مرنا، هذه العقود تتيح حتى ثلاثة مواعيد تسلم منفصلة بتوفير مرونة إضافية، ويمكن أن تكون المستقبلات المرنة مفيدة للمنظمات التي تجد صعوبة التبوؤ بموعد معين للمستقبلات من وجهة نظر العميل لذلك فإن المرونة تتضمن التكلفة.

**2-3- المستقبلات غير القابلة للتسليم:** هذه اتفاقيات تعاقدية حيث لا يحدث تسليم للعملة، ومثل عقد التسوية النقدية للمستقبلات في موعد المستقبلات فإن السعر الجاري للموقع يقارن بسعر المستقبلات التعاقدية أو الدفع نقدا، والمستقبلات غير القابلة للتسليم غالبا تستخدم لحماية عملات السوق المنبثقة حيث يصعب التسليم.

**2-4- إنهاء عقد مستقبلات:** فور إبرام العقد يكون سعر الصرف محددًا بالنسبة للمقدار وموعد التسليم ولأخذ التسليم وفقا لشروط المستقبلات عند الإستحقاق على المنظمة أن تقدم تعليمات للمؤسسات المالية على الأقل قبل الإستحقاق بيوم أو يومين، وعقد المستقبلات يمكن إنهاؤه بطريقة من عدة طرق:

- الإلتزام بالتسليم طبقا لأحكام عقد المستقبلات.
- إنهاء عقد المستقبلات بشراء أو بيع عقد مقاصة بأسعار السوق السائدة مع ما ينتج من كسب وخسارة.
- تحديد أو نقل المستقبل للعقد لموعد آخر بأسعار جارية.

<sup>1</sup> هاشم فوزي دباس، مرجع سبق ذكره 76.

**3- تجارة المبادلات:** تجارة المبادلات في سوق بين المؤسسات المالية الكبيرة وعملائها، ورغم أنها متشابهة إلا أن هناك بعض الفروق الهامة بين الصرف الأجنبي ومبادلات العملة، فمبادلات الصرف الأجنبي تكون ذات أجل أقصر للإستحقاق، أما مبادلات العملة فتميل إلى تغطية فترات أطول، وتتم إدارة المخاطر كما يلي<sup>1</sup>:

**3-1- عقود المبادلات (الصرف الأجنبي):** إستخدمت هذه العقود بكثافة في مختلف المؤسسات المالية وذلك لإدارة الأرصدة النقدية والتعرضات في عملات مختلفة، كما تستخدم لتسهيل تجارة المستقبلات أو فرق سعر الفائدة بين العملتين، وتتكون مبادلات الصرف الأجنبي من عملية مبادلات بالموقع وعملية المستقبلات، ويتم شراء عملية في تاريخ الموقع مع بيع حكومي في تاريخ المستقبلات، وكل من سعر الموقع وسعر المستقبلات يتم وضعهما عن عمل التجارة والفرق هو صافي التكلفة أو كسب الناتج عن المبادلات.

**3-2- مقايضة العملة:** تمكن مبادلات العملة الأطراف من تبادل المدفوعات بمختلف العملات بتغيير الطبيعة الفعالة للأصل أو إلتزام وزن تعديل التعرض المعني، ومبادلات العملة عادة مدفوعات دورية بين الأطراف بالنسبة لأجل المبادلات وتغطي فترة زمنية أطول من مقايضات الصرف الأجنبي، كما قد تكون مقايضات العملة مفيدة للشركة التي قد أصدرت دينارا بعملة أجنبية طويل الأجل لتمويل نفقة رأس مالية، كما يمكن استعمال مقايضات للدخول في تكلفة دين العملة الأجنبية الموجودة أو تغيير مسار الإيراد على الأصل<sup>2</sup>.

**3-3- إنهاء المقايضة:** مقايضات العملة أدوات نسبية السيولة يمكن التنازل عنها أو عزلها لمقايضة أخرى ومقايضة العملة يمكن إنهاؤه بتسوية ما في القيمة الحالية للمدفوعات الباقية بين الأطراف، والمقايضات الموجودة يمكن كذلك بمقايضات جديدة أو امتداد حيث تكلفة إنهاء المقايضة مجسدة في الإتفاقية الجديدة ومقايضات الصرف الأجنبي يمكن إنهاؤه بتسوية المقايضة مقاصة يترتب عليه كسب أو خسارة يعتمد على أسعار مستقبلات في وقت إنهاء المقايضة.

<sup>1</sup> - هاشم فوزي دباس ، مرجع سبق ذكره ، ص 77.

<sup>2</sup> - هاشم فوزي، مرجع سبق ذكره ، ص 90.

ثانيا: إدارة مخاطر سعر الفائدة:

قد تحل مشتقات سعر الفائدة محل التعرض لسعر الفائدة مع التعرض لأداء الأطراف المقابلة ورفع المسائل الأخرى.

**1- مستقبلات سعر الفائدة:** تتيح للمنظمة إدارة التعرض لأسعار الفائدة أو أسعار دخل ثابتة للدخول في السعر أو المعدل لتاريخ مستقبلا، وبإتمام الصفقة من خلال وسيط توجد عملات للشراء أو البيع ومتطلبات هامش، وتتم إدارة المخاطر كما يلي:

**1-1- مستقبلات السند:** تتيح للمستثمرين حماية أوضاع السند الموجودة أو المضاعفة لأوضاع السند دون شراء أو بيع السندات المعينة، كما أنها استراتيجية يستخدمها مديرو الأموال والمحفظة المهنيون، ومستقبلات السند يمكن استخدامها للحماية من مخاطر السند وسعر الفائدة أو تغيير تخصيص الأصول أو تعديل مدة المحفظة.

**1-2- إنهاء عقد مستقبلات:** عند الإنقضاء يمكن تسوية عقد المستقبلات بمقاصته مع عقد مستقبلات أخرى أو بتسليم أو قبول التسليم المعني، كما هو مسموح به، وعموما فإن عقود المستقبلات تنقل للحفاظ على الوضع، ويتم بإنهاء عقد التسليم قريب الأجل ( شراء أو بيع) والدخول في عقد جديد ذي موعد تسليم أبعد (بيعا أو شراء).

**2- خيارات سعر الفائدة:** تشمل الغطاء والأرض المستخدمة للحماية ضد مختلف أسعار الفائدة المرجعية أو أسعار الأصول محل النظر، ويعتمد تسعير خيارات سعر الفائدة على عوامل عديدة بما فيها أجل الإنقضاء وسعر المضارب، تطاير سعر الفائدة المرجعي، وتؤخذ الأسعار في نقاط أساس مبلغ العقد الصورية.<sup>1</sup> فمواصفة مشتري الخيار بالنسبة لحجم العقد وسعر المضارب وسعر الفائدة المرجعي يمكن تليتها بخيارات معدلة لرغبات العمل في سوق مباشرة.

<sup>1</sup> -فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، بدون طبعة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص26

مخاطر الأساس محل اعتبار في الحماية مع خيارات سعر الفائدة حيث أنها حيث مع حمايات أخرى لسعر الفائدة، وتتم إدارة المخاطر كما يلي:<sup>1</sup>

**2-1- غطاء وأرضيات:** هي خيارات لسعر الفائدة حزمة لتوفير الحماية من التغيرات في أسعار الفائدة على فترة زمنية والغطاء هو مجموعة من خيارات سعر الفائدة للحماية ضد ارتفاع أسعار الفائدة، والغطاء (السقف) مكون من خيارات نموذج أوروبي قصيرة .

**2-2- سعر الليبرو(السعر المعروض بين البنك والبنوك بلندن):** الليبرو هو علامة الإستهداء المستخدمة بين البنك والبنوك الرئيسية للصفقات لحجم السوق ويحسب من ثمانية بنوك على الأقل مشاركة بانتظام، ويستخدم لتسوية سعر الفائدة وعقود المستقبلات وترتيبات الإقراض، فأسعار الليبرو تسند يوميا للجنة البريطانية والين الياباني والدولار الكندي.

**2-3- باقة سعر الفائدة:** يتضمن غطاء وأرض مشتري واحد وبائع واحد، تستخدم الياقات غالبا عندما تعتبر الغطاءات أو الأرضيات عالية جدا، والخيار المشتري يوفر حماية ضد محركات سعر الفائدة العكسية، والخيار المباع يبعد بعض المنافع للأسعار الإيجابية من أجل الدفع مقابل الخيار الحامي.

**2-4- المقايضات :** هي خيارات على مبادلات سعر الفائدة، تعطي مشتري المبادلات الحق وليس الإلتزام في الدخول في مبادلات سعر الفائدة بخصائص محددة مسبقا عند أو قبل إنقضاء الخيار وعلاوة المبادلات، المقايضات تدفع بواسطة مشتري المبادلات إلى بائع المبادلات أساسا كنسبة مئوية من المبلغ الصوري للمبادلات، ومبادلات سعر الفائدة يمكن استخدامه للحصول على سعر فائدة ثابت، كما يمكن بيع المقايضة لكسب دخل يمكن استخدامه لتقليل تكاليف الفائدة، فالنسبة لبائع المقايضة المبادلات فعلاوة المبادلات هي المقاصة الوحيدة للمخاطر المعرض لها، وهو قد يكون ملزما بالدخول في المقايضة المعني أن يدفع ليخرج من الإلتزام إذا كانت المقايضة قابلة للممارسة حتى الإنقضاء، وبيع المقايضة فقط كذلك لا يعمل شيئا لحماية التعرض لسعر الفائدة.

<sup>1</sup> - بوخلخال خالد، مرجع سبق ذكره، ص 121.122 .

**3- إتفاقيات السعر مقدما:** هي اتفاقات السوق المباشرة بين طرفين تكون مماثلة لعقد المستقبلات للدخول في سعر الفائدة لفترة قصيرة تصل إلى شهر أو ثلاثة أشهر، يشتري المقترض هذه الإتفاقية للحماية ضد ارتفاع أسعار الفائدة، وطرفا هذه الإتفاقية يستمران في الإقتراض أو الإستثمار خلال القنوات العادية والأسعار التي يتم حمايتها يجب أن تكون ذاتها أو مماثلة لسعر الإتفاقية المرجعي لتحاكي الأساس<sup>1</sup>، وفي بداية الفترة المغطاة بالإتفاقية يقارن السعر المرجعي بسعر الإتفاقية فإذا كان الأول أعلى يدفع بائعا لإتفاقية دفعة تعويضية إلى مشتري الإتفاقية أما إذا كان الأول أقل يدفع مشتري الإتفاقية لبائع الإتفاقية، ومبلغ العقد يستخدم لحساب مبلغ التسوية ولكنه ليس تبادلا.

### 3-1- أساس سعر الفائدة:

عند إدارة مخاطر سعر الفائدة فإن سعر الفائدة وأساس السعر صفة هامة للمخاطر فلا تتغير أسعار الفائدة متزامنة، فإذا لم تكن المنتجات الحامية تتماشى مع التعرض فلا يكون للمنظمة حماية كافية من مخاطر سعر الفائدة وإستخدام منتج سعر الفائدة لحماية نوع آخر من التعرض قد يوفر حماية فعالة بتكلفة معقولة رغم عدم كونه تماشيا كاملا بين الحماية والتعرض ومن المهم فهم مضامين تماشي التعرض لإستراتيجية الحماية.

### 3-2- إنهاء إتفاقية سعر مقدما:

يمكن إنهاء إتفاقيات بقيمة السوق الحالية وحيث على كلا الطرفين الإلتزام بمقصد الإتفاقية فإن إنهاء العقد يتضمن عدم إنجازه من خلال عملية مقاصة، فمشتري الإتفاقية سيبيع مقاصة الإتفاقية بينما البائع للإتفاقية يشتري مقاصة الإتفاقية بكسب أو خسارة ناتجة.

## المطلب الثاني : إدارة مخاطر السلعة

### أولا : إدارة مخاطر السلعة:

إن عملية إدارة هيئة المخاطر تتم بالتطرق إلى النقاط التالية:

<sup>1</sup> معنون جمال، مرجع سبق ذكره ص78

**1-1- مستقبلات السلعة:** عقد المستقبلات هو اتفاقية بين المشتري والبائع لتبادل سلعة سعر محدد مسبقاً بموعد تسليم في المستقبل، ويلتزم الطرفان بالمستقبلات فور إبرامه وتتم إدارة المخاطر كما يلي<sup>1</sup>:

**1-1-1- تسعير مستقبلات السلع:** سعر السلعة بتسليم في المستقبل يختلف عن السعر النقدي بمقدار معروف بلفظ الأساس الذي يتكون من الأعباء المحتملة المقترنة بملكية السلعة، وقد يكون الأساس موجبا أو سالبا في السوق العادية فإن سعر المستقبلات أعلى حالة من طلب السلعة بالتسليم الفوري كبير يرفع مشاركو السوق الأسعار.

**1-2- عقود مستقبلات السلعة:** المنظمة المعرضة لأسعار السلعة يمكنها استخدام عقود المستقبلات لإدارة تعرضها، وتبرم الصفقات التجارية عن طريق سمسار يعمل كوسيط بين البائع والمشتري، وشراء عقد المستقبلات للحماية ضد ارتفاع أسعار السلعة المعنية وقد يستخدم العقد للتسليم أو لإنهائه مع التسليم من خلال القنوات العادية. فهذا العقد يقلل مخاطر حركات السعر العكسية لكل من المشتري والبائع تسليم مستقبلا ولكنه لا يتناول مخاطر الأساس.

**1-3- حساب الأساس المحلي:** هو الفرق بين سعر السوق المحلي نقدا للسلع ووسعر عقد المستقبلات القريبة أو الجارية، وهذا الأساس قد يكون موجبا أو سالبا، وحماية سلعة مادية بعقد مستقبلات نمطي قد تؤدي إلى حماية غير تامة إذا كانت الأسعار المحلية للسلعة لا تتحرك بالضبط مع أسعار المستقبلات.

وتعقيد متوسط الأساس التاريخي يتبع الفرق بين الأسعار المحلية نقدا وأسعار المستقبلات الجارية قد يكون مفيدا في تزايد فاعلية الحماية، هذا التبع يمكن عمله بملاحظة أو جمع بيانات على مدى عدد من الشهور أو السنوات أو كبديل بالحصول على المعلومات من مصادر خارجية إذا كانت متاحة وبيانات السعر المحلي تحسب وتنشر لبعض السلع والمناطق بخدمات الأخبار والمعلومات.

**1-4- الإستشارات :** تتيح الإستشارات للمحامين والمضاربين تقاص الفروق بين العقود وتستخدم عموما في أسواق البيع، ونجد فيه ثلاث أنواع:

<sup>1</sup> - خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، مرجع سبق ذكره، ص 310

- إستشارات بين الأسواق يتضمن بيع وشراء العقود لموعدين مختلفين للتسليم .

- إستشارات داخل السوق يتضمن شراء وبيع العقود عن تبادلات مختلفة بنفس مواعيد التسليم.

- إستشارات بشراء وبيع العقود لسلع مختلفة بنفس مواعيد التسليم، فهذه الأخيرة يمكن أن تشمل سلعا ومنتجاتها المشتقة.

**1-5- إنهاء عقد مستقبلية السلعة:** معظم عقود المستقبلية تنهى قبل التسليم بينما عقود كثيرة يمكن إنهاؤها بوحدة من الطرق التالية<sup>1</sup>:

● التسليم وفق أحكام العقد (مدته) أو في حدود التبادل للتوريدات المادية.

● إنهاء العقد بشراء/بيع عقد مقاصة بأسعار السوق السائدة.

● تمديد أو تقصير العقد لموعد مستقبلا.

والعقد المشتري يمكن مقاصته مع بيع عقد بنفس تسليم ومواصفات العقد الأصلي، وبالمثل مستقبلية كحماية للسعر في منتج ذي علاقة ولكن ليس له مصلحة في السلعة ذاتها.

**2- خيارات السلعة:** يوفر خيار السلعة لمشتري خيار حق شراء أو بيع مقدار معين من السلعة بسعر اليوم أو ممارسة، ومقابل هذا الحق يدفع مشتري الخيار علاوة الخيار إلى بائع الخيار وكاتب الخيار عليه إلتزام التسليم أو قبول التسليم المعني إذا مارسه مشتري الخيار، وتتم إدارة المخاطر وفق الخيارات كما يلي:

**1-2- خيارات تسعير السلع:** العلاقة بين سعر السوق للسلعة وسعر المضارب الخيار محدد أساسي لسعر الخيار والفرق الإيجابي بين سعر اليوم المضارب وسعر السوق هو القيمة الذاتية للخيار، وهي موجبة أو صفر، ويقوم سعر الخيار السلعة على أساس المتغيرات الآتية<sup>2</sup>:

● سعر سلعة جاري أو معني.

● إمتياز الممارسة ( الأسلوب الأمريكي أو الأوروبي).

● سعر فائدة بلا مخاطرة.

<sup>1</sup> خالده وهيب الراوي، مرجع سبق ذكره ص315

<sup>2</sup> هاش فوزي، مرجع سبق ذكره، ص230



● تطاير سعر السلعة المعنية أو عقد المستقبلية.

● سعر ممارسة.

● الوقت حتى انقضاء الخيار

## 2-2- خيارات الشراء: المنظمة ذات التعرض لرفع أسعار السلعة يمكن أن تشتري خيار Call

ليتوفر لها حماية فوق سعر اليوم سابق التحديد، وبالنسبة لمنتجي السلعة أو أولئك في تعرض لهبوط سعر السلعة ف شراء خيار العرض يوفر حماية أدنى من سعر مضارب سابق التحديد، وشراء الخيار فمشتري الخيار يعرف أن سعر السلعة لا يكون أسوأ من سعر مضارب ليوم للخيار، وعلاوة الخيار المدفوع هي سعر الحماية التي يقدمها الخيار .

## 2-3- خيارات البيع: هنا يتلقى البائع علاوة الإختيار ويقبل إلتزام شراء أو بيع السلعة وفقاً لأحكام

الخيار إذا مورس الخيار، وقرار ممارسة الخيار هو قرار مشتري الخيار، إن توفر علاوة الخيار وافي ضد تغيرات سعر السلعة الأكثر عكسيا ولكنها لا تحمي مخاطر سعر السلعة والعلاوة المقبوضة تعتمد على عوامل تؤثر في سعر الخيار بما فيها التطاير والوقت حتى الإنقضاء.

## 2-4- إنهاء خيارات السلعة: سواء لممارسة خيار داخل النقود أو إنهائه يعتمد غالباً على الملائمة

وأسباب شراء الخيار في المقام الأول، وصاحب الخيار يمكن ممارسته أو يتركه ينقضي، أما إذا كان للخيار القيمة الذاتية أو قيمة وقت فيمكن كذلك بيعه، فإذا كان الخيار خارج النقود فلا تحمل ممارسته ويكون بلا قيمة عند إنقضائه وبائع الخيار سوف يحتفظ بعلاوة الخيار بما يقلل من التكلفة الفعلية أو يزيد سعر البيع الفعلي في صفقة السلعة.<sup>1</sup>

## ثانياً: إدارة المخاطر التشغيلية

التعرضات التشغيلية تنشأ من إمكانية الغش أو الخطأ أو المشكلات الإجرائية، وطرق إدارة المخاطر التشغيلية تشمل سياسة إدارة المخاطر المالية الواضحة وتوثيق السياسات والإجراءات كافي

<sup>1</sup>-بوخلخال خالد، مرجع سبق ذكره، ص129

للمخاطر وفصل الواجبات وتعويض المستخدم وتعليمه وتدريبه سياسات تناوب الوظيفة كلها هامة.

### 1- أبعاد إدارة المخاطر التشغيلية: تتجلى فيما يلي:<sup>1</sup>

**1-1- المتاجرة والتوقيع:** توجد مخاطر خاصة في المنظمات حيث أن المتاجرة بإستخدام المتاجرة أو عدم إستخدامها، حيث منظمات التجارة تستخدم عددا كبيرا من الموزعين ورأس المال والمخاطر بالطبع أكبر نسبة للفشل التشغيلي ومن الحسم إدارة هذه المخاطر بشكل إيجابي.

**1-2- الدمج والضم:** فهي تعرض مخاطر تشغيلية معينة تحتاج إلى إدارتها، كما تنشأ مخاطر إضافية من واقع يصعب كثيرا فيه إدراك مخاطر غير منظمة قد تكون بعيدة جغرافيا وتتضمن نظاما مختلفة، إضافة إلى الثقافات المختلفة للأعمال والممارسات قد تحتاج إلى أخذها في الإعتبار مع ما يحتمل من بيئات مختلفة قانونيا ونظاميا، عملية التركيز له مزايا معينة منها احتمال تقليل تكاليف الصفقات المقترنة بالحماية، لذا نجد العديد من الشركات الكبيرة والمؤسسات المالية متعددة الجنسيات ذات متاجرة أو إدارة للمخاطر أو عمليات خزانة مركزية تستخدم هذا الأسلوب، والإعتبار الأكبر في التركيز هو المخاطر التي تنشأ من خلال تقليل الرقابة في المجالات التشغيلية الأساسية، ومن خلال الإعتقاد الأكثر على التقارير والمقاييس الكمية وأوجه الرقابة التشغيلية القوية والتقارير الفعالة تعتبرها صفقة خاصة في المنظمات ذات التركيز.

### 2- مجموعة من 21 توصية:

في تقرير تطوري بواسطة الـ 21 لأكثر من عقد ما في تناول كيفية الرقابة لكل من منظمات والمستخدمين النهائيين، للمخاطر المقترنة بإستخدام المشتقات، وتبقى مجموعة كلاسيكية من المبادئ الأساسية لإدارة المخاطر وقد تكون مقيدة لمستخدمي القرار المشاركين في إدارة المخاطر، والتوصيات ذات العلاقة لمجموعة (30) هي<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> - طارق الله خان وأحمد حبيب، إدارة المخاطر تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، بدون طبعة، المعهد الإسلامي

للبحوث والتدريب، جدة المملكة العربية السعودية، 2003، ص 85.

<sup>2</sup> - بوخلخال خالد، مرجع سبق ذكره، ص 131.

- دور الإدارة العليا: حيث يجب على المستخدمين النهائيين استخدام المشتقات بطريقة متوافقة مع سياسات إدارة المخاطر ورأس المال المعتمدة بواسطة مجالس إدارتها مع الأخذ بعين الاعتبار تغيير الأعمال وأحوال السوق.
- وضع علامة للأسواق على الموزعين أن يعلموا أوضاع مشتقاتهم للسوق على أساس يومي على الأقل لأغراض إدارة المخاطر.
- طرق تقييم السوق: يجب تقييم محافظ المشتقات الخاصة بالموزعين على أساس مستويات وسط السوق ناقص تسويات معينة أو على مناقصة مناسبة أو مستويات عرض وتسوية وتقييم وسط السوق يجب أن تتيح للتكاليف الإنهاء والإستثمار وتكاليف التمويل والتكاليف الإدارية.
- تحديد مصادر الإيراد: على الموزعين قياس مكونات الإيراد بانتظام وبتفصيل أكثر لفهم مصادر المخاطر.
- قياس مخاطر السوق: على الموزعين استخدام مقياس متفق لحساب يومي لمخاطر السوق وضياع مشتقاتها ومقارنتها بحدود مخاطر السوق. تقاس مخاطر السوق القيمة تحت المخاطر باستخدام تحليل الإحتمال على أساس الثقة العامة والافق الزمني.
- مكونات مخاطر السوق الواجب أخذها في الاعتبار: وذلك عبر هيكل السوق منها السعر المطلق أو تغير (دلتا) والانحراف (gamma) والتطير وتآكل الوقت والأساس أو الارتباط وسعر الخصم.
- محاكاة أو توتر: على الموزعين أن يؤدوا محاكيات بانتظام لتحديد كيف تؤدي محافظهم تحت ظروف التوتر.
- تنبؤات الإستثمار والتمويل: على الموزعين التنبؤ دوريا بمتطلبات الإستثمار والتمويل النقدي الناشئة على محافظهم للمشتقات.
- إدارة مستقلة لمخاطر السوق: على الموزعين أن يكون لهم وظيفة إدارة مخاطر السوق مع إستقلال وسلطة واضحة لضمان تنفيذ مسؤوليات معينة.

- ممارسة المستخدمين النهائيين: وفق الملائم لطبيعة وحجم وتعقيد أنشطة مشتقات المستخدمين النهائيين عليهم الأخذ بنفس ممارسات إدارة مخاطر السوق وتقييمها الموصى بها بالنسبة للموزعين<sup>1</sup>.
- قياس تعرض الائتمان: على الموزعين والمستخدمين النهائيين قياس تعرض الائتمان على المشتقات بطريقتين:
  - **التعرض الجاري:** وهو حلول تكلفة صفقات المشتقات - أي قيمتها السوقية.
  - **التعرض المحتمل:** وهو تقدير تكلفة الحلول في صفقات المشتقات، ويجب الحساب بإستخدام التحليل القائم على ثقة المجلس على الأحكام الأيقية للصفقات.
- **تجميع تعرضات الائتمان:** تعرضات الائتمان على المشتقات وكل تعرضات الائتمان الأخرى يجب تجميعها والأخذ في الإعتبار ترتيبات ملزمة، ويجب حساب تعرضات الائتمان بانتظام ومقارنتها بحدود الائتمان.
- **إدارة مستقلة لمخاطر الائتمان:** على الموزعين والمستخدمين النهائيين أن يكون لديهم وظيفة لإدارة مخاطر الائتمان مع إستقلال واضح وسلطة كافية وقدرات تحليلية في المشتقات.
  - تعزيز الائتمان.
  - **الإلزام بالتحسين:** على الموزعين المستخدمين النهائيين يجب أن يعملوا معا على أساس مستقر للتحديد والتوصية بالحلول بالنسبة لمسائل الإلزام القانوني.
  - الخبرة المهنية.
- **النظم:** على الموزعين والمستخدمين النهائيين ضمان نظم كافية للحصول على البيانات المعالجة والتسوية وإدارة التقارير وجودتها.
- **السلطة:** إدارة الموزعين والمستخدمين النهائيين يجب أن تحدد من هو المرخص له بالإلزام مؤسستهم بصفقة المشتقات.
- **ممارسة المحاسبة.**

<sup>1</sup> بوخلخال خالد، مرجع سبق ذكره، ص 133

- الإفصاحات: يجب أن تضم القوائم المالية للموزعين والمستخدمين النهائيين معلومات كافية حول استخدامهم للمشتقات لتوفير فهم الأغراض التي من أجلها تجري الصفقات.
- الإتفاقات الرئيسية: يتم تشجيع الموزعين والمستخدمين النهائيين لإستخدام إتفاقية رئيسية واحدة بأوسع ما يمكن مع كل طرف مقابل لتوثيق صفقات المشتقات القائمة والمستقبلية شاملة وخيارات الصرف الأجنبي.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: إدارة مخاطر الائتمان

مخاطر الائتمان عامل في كل مؤسسة واحتمال خسارة يهدد ها، وبالتالي تقييم وتحمل هذه المخاطر أمر مهم للمؤسسات المالية الوسيطة. وتفادي هذا النوع من المخاطر ليس بالأمر الهين والسهل.

#### أولاً: نشأة مخاطر الائتمان

تنشأ من خلال الإقراض والإستثمار وكذلك من أنشطة منح الائتمان وتعنى بعائد مال المقترضين أو الدفع مقابل البضاعة المباعة. كما وتنشأ مخاطر الائتمان من خلال أداء الأطراف المقابلة في إتفاقيات تعاقدية، ففي حالة عدم الوفاء الكامل بالإلتزام المالي وذلك لعدم مقدرة أو رغبة الطرف المقابل الوفاء بالتزاماته فتسبب الخسارة.

#### ثانياً: إدارة مخاطر الائتمان :

تتم إدارة المخاطر وفق الآتي<sup>2</sup>:

#### 1-خطوط الحماية ضد الائتمان: تمتلك المؤسسات المالية أربعة خطوط حماية تتمثل في:

- الحرص الشديد في تقييم المخاطر وكذلك التسعير الواقعي أمر ضروري،فالتقييم الفعلي لقدرة المقترض على السداد هو الجوهر في عملية الإقراض.

<sup>1</sup> - طارق الله خان، مرجع سبق ذكره، ص 50.

<sup>2</sup> -يوسف حجيم الطائي وآخرون،إدارة التأمين والمخاطر، الطبعة الأولى، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع،عمان،الأردن،2011،ص35،

- التنوع في أنشطة أعمالها بشكل كافي لتقليل التعرض وذلك من خلال تطبيق المقولة "لاتضع كل البيض في سلة واحدة".

- التغطية بتميرير بعض المخاطر إلى الآخرين لمواجهة الخسائر المالية الي يتعرض لها.

- الخط الأخير هو رأس المال فإذا وقعت الخسائر بالفعل فإن رأس المال الملائم يحمي المؤسسة من الإعسار.

2- مقررات لجنة بازل لإدارة المخاطر الائتمانية: من تكون لجنة بازل؟ والإجابة كالتالي:

2-1- نشأة لجنة بازل: تتجلى نشأتها فيما يلي<sup>1</sup>:

لجنة بازل عبارة عن رد فعل جراء التوسع الشديد في سوق العملات الأوروبية وكذا التصاعد الكبير في حجم السيولة الدولية في أواخر الستينات من القرن العشرين، ونضرا لهذا التزايد نتج عنه آثار سلبية تهدد النشاط، إضافة إلى الحرب بين سوريا ومصر من جهة وإسرائيل من جهة أخرى. وقصد ضبط الأمور وإعادة لها لنبها الأول ظهرت مجموعة من الدول الصناعية تعرف بإسم "مجموعة العشرة" لحل المشكل، والدول هي: الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا، فرنسا هولندا، بلجيكا، اليابان، السويد، إيطاليا، سويسرا وأخيرا لكسمبورغ. حيث قامت بإنشاء اللجنة من هذه الدول لوضع قواعد موحدة للرقابة تلتزم بها الدول العشرة في البداية قصد إقناع الدول الأخرى لتبنيها والإلتزام بها.

وفعلا تشكلت اللجنة عام 1974 وعقدت اجتماعات في مدينة بازل بسويسرا في مقر بنك التسويات الدولية السويسري، وأصبحت تعرف ب"لجنة بازل"، التي كان عملها بطيئانوعا ما حيث رفعت أول تقرير لها في العاشر من كانون الثاني عام 1987 إلى مجلس محافظي البنوك المركزية، حيث نشر ووزع هذا التقرير على دول الأعضاء في المجموعة وغيرها من الدول، وطلب من هذه الجماعات تقديم التوصيات والمقترحات إلى اللجنة خلال ستة شهور من تاريخ رفع التقرير. وفي تموز عام 1988 أقر مجلس محافظي البنوك المركزية تقرير لجنة بازل وسميت مقررات لجنة بازل، كما أقر المجلس أيضا ضرورة تطبيق القرارات بالكامل في مجموعة العشرة بعد ثمانية عشرة سنة من إنشاء اللجنة أي آخر عام 1992.

<sup>1</sup>- زياد رمضان، إدارة مخاطر الائتمان، بدون طبعة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2008، ص

- 2-2- مبادئ لجنة بازل لإدارة المخاطر: قامت لجنة بازل بإصدار مجموعة من المبادئ تتمثل في<sup>1</sup> :
- الإدارة العليا مسؤولة عن تطبيق استراتيجية إدارة مخاطر الائتمان بعد أن يوافق عليها مجلس الإدارة.
  - المراجعة الدورية لإستراتيجية مخاطر الائتمان وسياساتها من جانب مجلس الإدارة، ويتضمن ذلك مستوى الأرباح الذي يمكن أن يحققه البنك.
  - ضرورة دراسة المخاطر المتعلقة بالخدمات والعمليات المصرفية الجديدة دراسة وافية مناسبة قبل تفعيلها وتنفيذها من قبل المصارف.
  - يجب توفر معايير إئتمان سليمة تعمل المصارف بموجبها تتضمن تحديدا واضحا لأهداف الإئتمان وموارد إعادة سداده. كما يجب أن تكون هناك حدود إئتمان واضحة وشاملة تتعلق بالمقترضين الأفراد وغيرهم.
  - وجوب وجود أسس واضحة يعتمد عليها في القرارات الموافقة على منح الإئتمان الجديد وقرارات تحديد تمويل الإئتمانات الموجودة بالفعل وإعادةه.
  - وضع قواعد مستقلة تحكم تمديد عقود الإئتمان، ونظام لمراقبة أوضاع الإئتمان الممنوح للأفراد.
  - إقامة نظام لإدارة المحافظ التي تنتج عنها المخاطر الائتمانية.
  - ضرورة وجود نظام ملائم لتصنيف المخاطر الداخلية لإدارة المخاطر الائتمانية، حيث يكون متلائما مع طبيعة النشاطات التي يقوم بها المصرف وحجمها.
  - وجود أنظمة معلومات وتقنيات تحليل ملائمة لمساعدة الإدارة في تحليل هذه المخاطر وقياسها.
  - وجود نظام خاص لمراقبة تركيبة المحفظة الائتمانية ونوعيتها.
  - أخذ التغيرات في الأوضاع الإقتصادية المستقبلية بعين الاعتبار عندما تقيم الإئتمانات الممنوحة للأفراد دون أن تفترض الأسوأ وأن تقيم مدى تعرضها للمخاطر إذ حلت هذه الظروف السيئة.
  - وجود نظام فعال لمراجعة المخاطر الائتمانية واطلاع الإدارة على نتائج المراجعة أول بأول.
  - إدارة عملية منح الإئتمان ومراقبتها بشكل ملائم وأن يكون التعرض لمخاطر الإئتمان ذات مستوى مقبول.
  - استحداث أنظمة عمل لتحديد المخاطر الائتمانية وقياسها ومراقبتها وضبطها.

<sup>1</sup> - زياد رمضان ،مرجع سبق ذكره، ص ص 200، 201

## خلاصة الفصل

إن المخاطر المالية عبارة عن الدخول في غابة لا تعرف في أي لحظة قد تفترس فيها، و بالتالي هي مستقبل مجهول الصفات والملامح.

وعليه يمكننا القول بان المخاطر شئ حتمي وضروري لايمكن الاستغناء عنه حتى لو أردنا ذلك، وأي كيان مؤسسي معرض لمختلف المخاطر، إلا أنه كانت هناك ولازالت محاولات للتخلص من هذه المخاطر والتي من أهمها مخاطر سعر الفائدة، سعر الصرف، الإئتمان، والمخاطر التشغيلية، وغيرها. حيث سخرت وخصصت المؤسسات المالية فرع خاص لتدوين وتعريف مختلف المخاطر المالية ومسبباتها وهو ما يعرف بإدارة المخاطر المالية والتي يترتب عليها التخفيض من مستوى المخاطر التي يحتمل وقوعها، وذلك عن طريق مجموعة مراحل لدراستها وابتكار أدوات وطرق تساعد على قياسها وإدارتها وفق استراتيجيات ونهج متفق عليها لضمان نجاحها.

أخيرا إدارة المخاطر المالية ليست بعملية سهلة ويقع على عاتق المسؤول في هذه الحالة الانتباه الشديد لأي تغير قد يحصل يهدد عمل هذه المنشآت.



# الفصل الثالث

الهندسة المالية ودورها  
في إدارة المخاطر المالية بمجمع صيدال

## مقدمة الفصل

علاقة الهندسة المالية بالمخاطر المالية تتضح من خلال مبتكرات الهندسة المالية التي ظهرت كأداة لإدارتها وتسييرها، متبعة بذلك مختلف استراتيجيات التحوط والتغطية ضد المخاطر المالية متطرقين بذلك إلى مفهوم التحوط كإستراتيجية للتغطية ضد المخاطر ، ولتفادي مختلف المؤسسات هذه المخاطر يتطلب عليها اتباع مجموعة من الاستراتيجيات للاستمرار والتوسع في مجالها وتحقيق وضعية مالية جيدة .

يعتبر مجمع صيدال من أهم المؤسسات المالية الكبرى في الجزائر ، نظرا لطبيعة عمله ونشاطه المتواصل وأهم ما يميز المجمع هو انضمامه إلى بورصة القيم المنقولة بالجزائر بداية من سنة 1999 إلى غاية يومنا هذا، وذلك من خلال طرح مجموعة من الأسهم للتداول مما تفرض عليه التعرض إلى العديد من المخاطر من شأنها عرقلة نشاطه ، والتقليل من العوائد وزيادة احتمال الخسارة.

وستتطرق إلى أهم هذه الاستراتيجيات ونبذة عن المجمع ووضعيته المالية.

## المبحث الأول: استراتيجية الهندسة المالية في إدارة المخاطر المالية

التطور في تقنية المعلومات والاتصال، وانتقال العالم من اقتصاديات كثافة العمل إلى اقتصاديات تعتمد على كثافة المعرفة ترك بصمته في عالم المال بظهور الهندسة المالية التي جاءت كمرهم لإدارة المخاطر المالية بمختلف المؤسسات المالية، حيث يعتبر البعض مصطلح الهندسة المالية مرادف لإدارة المخاطر المالية.

### المطلب الأول: الغرض من أدوات الهندسة المالية

تتركز أهمية أدوات الهندسة المالية حسب الغرض من استخدامها والسبب الرئيسي لوجودها، حيث تستخدم لتحقيق مجموعة من السلوكيات تضمن البقاء للمؤسسات تتمثل في التغطية والتحوط.

#### أولاً: مفهوم التحوط

التحوط هو فن إدارة مخاطر الأسعار من خلال أخذ مراكز عكسية عند التعامل في أدوات المشتقات. حيث يمكن استخدام التحوط من خلال العقود المستقبلية، المبادلات والخيارات.<sup>1</sup> التحوط هو إزالة الآثار السلبية التي تصاحب التطورات غير الملائمة في أسعار الصرف، أسعار الفائدة، أو قيم الأصول المستثمر فيها أو الحد منها إلى أدنى درجة ممكنة.

#### ثانياً: استراتيجية التحوط ضد المخاطر:

هناك العديد من الاستراتيجيات للتحوط من المخاطر، من أهمها استراتيجية التحوط القصير واستراتيجية التحوط الطويل، وهما تمثلان المركز المتخذ في السوق. وتتمثل هذه الاستراتيجية في:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص 94

<sup>2</sup> - جليل كاظم مدلول العارضي وعلي عبودي نعمة الجبوري، الهندسة المالية وأدواتها المشتقة، الطبعة الأولى، الدار المنهجية للنشر والتوزيع، عمان، 2015، ص 176-177

### 1- استراتيجيات التحوط القصير :

يتم وفقا لهذا النوع من التحوط التخفيض من احتمال الخسارة الناتجة عن انخفاض في قيمة الأصول التي تمتلكها، أي إن المستثمر الذي يمتلك موجودا معيناً يتوقع انخفاضا في أسعار هذا الموجود فإنه يقوم ببيع عقود على هذا الموجود في السوق.

### 2- استراتيجيات التحوط الطويل :

ويطلق عليه أيضا اسم التحوط التوقعي لأن المتحوط يتوقع شراء سلعة أو أصل نقدي من خلال السوق الحاضرة في تاريخ لاحق. ويستهدف هذا النوع من التحوط تجميد أو تثبيت سعر الشراء، ويستخدم التحوط لحماية المستثمر ضد انخفاض أسعار الفائدة.

وبالرغم من أن هذه الاستراتيجية غير شائعة الاستعمال إلا أنها ملائمة للمستثمرين الذين يبيعون الأسهم بيعا قصيرا ويقلقون من ارتفاع أسعار سوق الأسهم، وذلك بسبب أن التحوط الطويل هم لا يمتلكون السلعة ولكن يرغبون في امتلاك السلعة مستقبلا وبهذه الحالة يمكن اللجوء إلى عقود المستقبلات والخيارات.

### ثالثا: استراتيجية المضاربة

تعني تحمل الشخص مخاطر تجارية غير عادية أملا في الحصول على مكاسب كبيرة، حيث يتمثل مفهوم المضاربة في الأسواق المالية إلى شراء وبيع الأوراق المالية لغرض الربح من متغيرات سريعة في أسعارها، ويتركز هذا المفهوم أكثر في أسواق المشتقات المالية وبأخص الخيارات والهدف وراء المضاربة هو تخفيض المخاطرة مع بقاء العائد ثابتا، أو بزيادة العائد مع بقاء مستوى المخاطرة على ما هو عليه.<sup>1</sup>

إن المضاربة ذات مخاطرة كبيرة ومحسوبة لأنها تتاجر بناء على توقعات حركة الأسعار للأسهم في المستقبل، وقد لا تكون المضاربة ناجحة نظرا لوجود تحوط يكون بديلا عن المضاربة.

<sup>1</sup>- جليل كاظم مدلول العارضي، الهندسة المالية وأدواتها المشتقة، مرجع سبق ذكره ص 178

### المطلب الثاني: المشتقات المالية لإدارة المخاطر المالية

تعد المشتقات ابتكارات ناجحة جدا في أسواق المال، حيث يصنف المتعاملون فيها إلى مضاربين وممارسي التحوط، ويكون ممارسو التحوط في وضع يواجهون فيه مخاطرة مرتبطة بسعر أصل ما وهم يستخدمون المشتقات للإقلال من المخاطرة أو القضاء عليها .

#### أولا : المشتقات المالية والتحوط من المخاطر :

يمكن اعتماد التحوط المالي باستعمال المشتقات كأداة لإدارة المخاطر المتعلقة بتحركات أسعار الصرف في الأجل القصير لتلك المخاطر المتمثلة في مخاطر الصفقات، ويمكن استعمال العقود الآجلة والمستقلبات والخيارات والمبادلات، إذ تستعمل مشتقات العملة بشكل فاعل في إدارة مخاطر الصرف الأجنبي حيث يركز المديرون الماليون على مخاطر الصفقات عند قيامهم بالتحوط ضد مخاطر أسعار الصرف، وبهذا يحاول التحوط أن يزيل مخاطر السعر من خلال تثبيت سعر التبادل كي يتم بتاريخ لاحق، فالمخاطر التي ينبغي تجنبها هي مخاطرة نظامية أو مخاطرة السوق وبمأن السعر متغير خلال عمر العقد فإن التحوط سوف يحقق الربح أو الخسارة على وفق تحركات الأسعار، فإذا كانت تلك التحركات في الاتجاه المتوقع والمرغوب فيه، فإن التحوط سوف يحقق الربح، أما إذا كان بالاتجاه المعاكس على مركز التحوط فإنه سوف يحقق الخسارة.

وقد لجأ المستثمرون إلى استعمال استراتيجيات مختلفة للحد من المخاطرة باتخاذ موقف قصير الأجل من حق الخيار وموقف طويل الأجل فيما يتصل بالأوراق المالية أو خلافه، والتحوط هو استراتيجية يتبعها المستثمر للحد من خسائره في موقف معين عن طريق اتخاذ الموقف المضاد باستعمال الأوراق المالية أو أوراق مالية مختلفة أخرى<sup>1</sup>.

وغالبا لا تكون عمليات التحوط كاملة، أي أن المستثمر لا يستطيع التخلص من كل خسائره المحتملة في كل الحالات، فالهدف من عملية التحوط هو الحد من الخسائر الرتفعة من دون تقليل في حجم العوائد بشكل كبير من العوائد المتوقعة .

<sup>1</sup> -جليل كاظم مدلول العارضي وعلي عبودي نعمة، الهندسة المالية وأدواتها المشتقة، مرجع سبق ذكره، ص161

ومن أبرز خصائص المتحوظين مايلي :

- عدم استعدادهم لتحمل المخاطر العالية .
- إن الغرض من تعاملهم بأدوات الهندسة المالية هو نقل المخاطرة لأطراف أخرى.
- يهدفون إلى تجنب الخسارة.
- يقومون بعملية التحوط على وفق إجراءات فنية مدروسة.
- يعتمدون على الآجال القصيرة، المتوسطة والطويلة.

#### ثانيا : استراتيجية المضاربة بالعقود المستقبلية

يستخدم المستثمر العقود المستقبلية بهدف المضاربة إذا كان يتوقع أن سعر الأصل موضوع العقد المستقبلي سيرتفع مستقبلا. أما إذا كان يتوقع انخفاض الأسعار فإنه يتجه إلى المضاربة عن طريق بيع عقود مستقبلية. إن عملية شراء العقود المستقبلية ينشأ عنها ما يطلق عليه بالمركز الطويل للمضارب، بينما تنشأ عن بيعها ما يعرف بالمركز القصير للمضارب.<sup>1</sup>

وبالتالي فإن المستثمر يقوم بعملية المضاربة حسب أنواع العقود المستقبلية (مؤشرات الأسهم المستقبلية، المضاربة بالعملات المستقبلية، المضاربة بالأسهم الفردية المستقبلية) حسب توقعاته فإذا كانت توقعاته صحيحة سيحقق أرباحا، بينما يحقق خسائر إذا لم تتحقق توقعاته.

ويعمل المضاربون بالمرهنة على التحركات المستقبلية في سعر أصل ما، ويستخدمون المشتقات للحصول على رافعة مالية زائدة .

#### ثالثا : عمليات الهندسة المالية ودورها في إدارة المخاطر المالية

عمليات الهندسة المالية تلعب دورا مهما في التقليل من المخاطر المالية في الأسواق المالية، فهي نافعة ومفيدة حينما تحقق المصالح المشروعة ولا تتجاوز الأنظمة ولا تتخطى السياسات، ولا يكون هناك

<sup>1</sup>- مؤيد عبد الرحمن الدوري وسعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، الطبعة الأولى، البراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص294

تحايل وغش لزيادة الربحية، وتكون غير نافعة لما تنتشر وتستعمل بشكل فوضوي، الخداع والغش والتحايل على المتعاملين والمستثمرين في البورصة (احتكار ورقة مالية) ومن أهم العمليات نذكر<sup>1</sup>:

### 1- التسجيل على الرف :

تقوم هذه العملية بإعفاء المنشأة من دفع رسوم التسجيل في كل مرة تلجأ فيها إلى طرح إصدار جديد، مما يعني تخفيض نصيب السهم من التكلفة الثابتة للتسجيل. يسهم في تخفيض الوقت الذي يمضي منذ اتخاذ قرار الإصدار الجديد حتى طرح الإصدار للبيع، وهو تخفيض من شهرين أو أكثر إلى بضع ساعات. الذي يخلق منافسة أشد بين بنوك الاستثمار الراغبة في تولي شؤون الإصدار. إذ لم تستطع المنشأة توزيع الكمية المصدرة فإنه يمكنها الانتظار والمحاولة مرة بعد مرة، حتى ينتهي توزيع الكمية كلها، أو حتى تنتهي المدة المحددة في طلب التسجيل والتي تصل إلى عامين.

### 2- سمسار الخصم :

هو الذي يقدم حد أدنى من الخدمة لعملائه، والتي عادة ما تتمثل في الأعمال الكتابية الخاصة وإجراء البيع والشراء، يتناسب مقدار العمولة التي يحصل عليها سمسار الخصم مع حجم الخدمة التي يقدمها.

### 3- البيع على المكشوف :

وهو عبارة عن قيام شخص ببيع أشياء لا يملكها عن طريق اقتراضها من آخرين. سواء كانوا سماسرة أو بنوك أو شخص آخر، مقابل الالتزام بإعادة شرائها وتسليمها إلى السمسار أو البنك أو المقترض الآخر في وقت محدد، والالتزام برهن المبلغ الذي باع فيه ما اقترضه إلى السمسار أو البنك حتى يسدد الشخص القرض. حيث يستفيد البنك أو السمسار من المبلغ المرهون من خلال استغلاله حتى وقت السداد وهو إرجاع نفس القرض.

<sup>1</sup> - معتوق جمال، إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية، أطروحة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، تخصص علوم التسيير. منشورة، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2016، ص 190-191

#### 4- التعامل بالهامش:

الهامش وهو التأمين الذي يدفعه المضارب للسمسار أو البنك ليخصم منه خسائره من المضاربة عبر البورصة، فيقوم المضارب بوضع مبلغ من المال عند السمسار أو البنك. ففي حال البيع والشراء الفوري يدخل المبلغ في حساب البائع والمشتري بعد يومين من إبرام العقد أي يحق له سحب المبلغ من رصيده يومين.

#### 4- المتاجرة بالحزمة :

كان أول ظهور لها سنة 1975 حيث نشطت الهندسة المالية وقدمت منتج جديد هو المتاجرة بالحزمة، وهو المتاجرة في تشكيلة أسهم لعدد من المؤسسات المدرجة في البورصة. ويمكن استخدام المتاجرة كأداة للحد من التعرض لخسائر رأسمالية، كما تسهم أيضا في سرعة تحويل الاستثمار من سوق الأسهم إلى سوق السندات أو العكس، لتبدو وكأنها أداة مساعدة للتغطية ضد المخاطر.

#### المطلب الثالث: الخيارات المالية والتوريق لإدارة المخاطر المالية

يمثل عقد الخيار أحد الأدوات التي يستخدمها المستثمرون للحماية من مخاطر تغير الأسعار وتقلبها، كما يستخدمها المضاربون بهدف تحقيق الأرباح، ولهذا فإن جوهر الأمر فيه هو أنه يعطي أحد أطرافه الحق في شراء أو بيع أصلا معينا بسعر متفق عليه مقدما مقابل التزام البائع بالتنفيذ.

#### أولا: استراتيجية التحوط للخيارات المالية:

الغرض الأساسي من الخيار هو إدارة المخاطر ولا سيما التحوط من المخاطر عن طريق نقلها إلى أطراف أخرى، حيث توسعت بصورة كبيرة وأصبحت تستعمل لأغراض الاستثمار والمضاربة.<sup>1</sup> عند تطبيق مفهوم التغطية أو التحوط على الخيارات فإن الخطر هو عدم التأكد حول قيمة الورقة المالية المستقبلية والتي تم تحرير الخيار عليها. فالتغطية هي ترحيل مؤقت لخطر محتمل في السوق إلى

<sup>1</sup> -هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الأولى، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 281،



جهات أخرى مستعدة لتحمله من خلال إنشاء مراكز معينة تكون مضادة لمراكز قائمة لدى المتعاملين في أسواق أخرى، حيث الهدف من العملية هو الحفاظ على القيمة السوقية لموجود معين أو تثبيت الكلفة القائمة للالتزام معين، أو الحد من الخسائر التي تنطوي عليها مخاطر الاستثمار خلال مدة محددة.

ولقد تبلور هذا المفهوم بعد أن أصبح متاحاً أمام المديرين الماليين العديد من الطرق لتخفيض أو إزالة المخاطرة متعلقة بأسعار الأسهم أو معدلات أسعار الفائدة، أو معدلات الصرف الأجنبي وحتى تقلب أسعار السلع. فإذا لم يرغب المستثمر في تحمل أي نوع من المخاطرة فإنه يستطيع نقل المخاطرة غير المرغوبة إلى الآخرين الذين لديهم استعداد لتحمل تلك المخاطرة مقابل علاوة.

### ثانياً: التوريق لإدارة المخاطر المالية

يعتبر التوريق أحد الأنشطة المالية المستحدثة التي يمكن عن طريقها لإحدى المؤسسات المالية المصرفية وغير المصرفية أن تقوم بتحويل الحقوق المالية، إلى منشأة متخصصة ذات غرض خاص بهدف إصدار أوراق مالية جديدة، في مقابل أن تكون هذه الحقوق المالية قابلة للتداول في سوق الأوراق.<sup>1</sup>

يستخدم التوريق كإستراتيجية أساسية للتحوط ضد المخاطر، خاصة مخاطر السيولة والإفلاس ويمكن إبراز ذلك من خلال مايلي :

- رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها، بتحويل الأصول غير سائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرة أخرى، وبالتالي توسيع العمل دون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية.

- تسهيل تدفق التمويل لعمليات الإئتمان بضمان الرهون العقارية، وبشروط وأسعار أفضل وفترات سداد أطول.

- تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة، وتنويع المعروض من المنتجات المالية وتنشيط سوق تداول السندات، وخلق علاقات ارتباطية تمويلية بين قطاعات أخرى.

- رفع مقدرة البنوك على التمويل عن طريق رفع نسبة رأس المال بها.

<sup>1</sup> - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002

-أداة تمويلية جد تنافسية بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

-تفليل مخاطر الائتمان للأصول، من خلال توزيع المخاطر المالية على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة.

-انحسار احتمالات تعرض المستثمرون للأخطار المالية، وإنعاش سوق الديون الراكدة.

-تحفيف وطأة المديونية، مما يساعد في تحقيق معدلات أعلى لكفاية رأس المال. شف

-تنشيط السوق الأولية في بعض القطاعات الإقتصادية.

-التوريق أداة تساعد على الشفافية، وتحسين بنية المعلومات في السوق.

### ثالثا: استخدام المبادلات في التغطية

تتغير قيمة المبادلات التي لم تسدد مع التغيرات في أسعار فائدة السوق، لذلك يمكن استخدامها كتغطية ضد تحركات سعر الفائدة. وللتوضيح نفترض أن مستثمرا ما لديه خصوما طويلة الأجل ذات سعر فائدة ثابت، وأنه قلق من أن الهبوط في أسعار الفائدة قد يزيد من قيمة تلك الخصوم، يمكنه أن يغطي المخاطر بأن يصبح الطرف الذي يدفع الفائدة المتغيرة في اتفاق عقد المبادلة، إن المكسب الرأسمالي على عقد المبادلة سوف يعوض الخسارة الرأسمالية على الخصوم ذات سعر الفائدة الثابت إلى خصوم ذات فائدة متغيرة، التي ليست حساسة إلى التغيرات في أسعار الفائدة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> -مائيير كوهيين، الأسواق والمؤسسات المالية: الفرص والمخاطر، الطبعة الأولى، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، 2007، ص366

## المبحث الثاني: نبذة عن مجمع صيدال

إن إنفتاح الجزائر على العالم والأحوال التي كانت تعيشها جراء الإحتلال كان لا بد لها من إنشاء مؤسسات لصناعة الدواء الذي هو ضروري في الحياة، حيث تعتمد هذه الصناعة على الدقة والخبرة والجودة العالية، وكذا تتطلب إستخدام تكنولوجيا مستحدثة ومراكز أبحاث متطورة، وهنا يأتي السبب وراء إنشاء مؤسسات مجمع صيدال بالجزائر العريقة.

### المطلب الأول: التعريف بمجمع صيدال

يعد مجمع صيدال من المؤسسات الانتاجية الإقتصادية الناتجة عن إعادة هيكلة المؤسسات العمومية الإقتصادية، حيث أسس هذا المجمع بعد مرور المؤسسة الصيدلانية الجزائرية بعدة مراحل مختلفة، سعياً منها إلى الإستقرار والإستمرارية في نشاطها لتصل بذلك إلى ما هي عليه الآن.

### أولاً : تاريخ مجمع صيدال

#### 1- يتمثل تاريخ مجمع صيدال باختصار فيما يلي<sup>1</sup> :

أسست الصيدلية المركزية الجزائرية في عام 1969 بموجب مرسوم رئاسي أسند لها مهمة ضمان إحتكار الدولة لإستيراد وتصنيع وتسويق المواد الصيدلانية ذات الإستخدام البشري. وفي إطار مهامها الإنتاجية، أنشأت الصيدلية في عام 1971 وحدة إنتاج الحراش، واشترت على مرحلتين (في سنة 1971 ثم 1975) وحدتي "بيوتيك" (BIOTIC) و"فارمال" (PHARMAL) .

وفي أعقاب إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية، أصبح فرعها لإنتاج يُسمى الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني بموجب المرسوم 161/82 الصادر في أبريل 1982.

وكانت مهمة الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني هي ضمان إحتكار إنتاج وتوزيع الأدوية والمواد الشبيهة والتفاعلية، وهدفها تزويد السوق الجزائرية على نحو كاف ومنتظم.

1.-Source: <http://www.cosob.org/wp-content/uploads/2014/11/les-emetteurs-notice-SAIDAL.pdf> ;p :06

ثم إن هذه الشركة غيّرت إسمها في سنة 1985 لتصبح صيدال. وفي أعقاب تنفيذ الإصلاحات الاقتصادية لعام 1989، صارت صيدال مؤسسة اقتصادية عامة تملك إستقلالية الإدارة وإختيرت لتكون من بين الشركات الوطنية الأولى التي تحصل على وضع الشركة ذات الأسهم.

وفي عام 1993، تم إجراء تغييرات على النظام الأساسي للشركة ما مكّنها من المشاركة في كل العمليات الصناعية أو التجارية ذات الصلة بأغراض الشركات من خلال إنشاء شركات جديدة أو فروع تابعة، وبموجب إنشاء الشركة العمومية القابضة سنة 1996 أصبحت الشركة القابضة للكيمياء والصيدلة تستحوذ على 100 من رأس مال صيدال.

ووضعت صيدال في سنة 1997 مخططا للأدوية الذي يتمثل في إعادة هيكلتها، حيث ترجم فيما بعد بتحويلها إلى مجمع صناعي بتاريخ 2 فيفري 1998، وإتخذ هذا المجمع التسمية "المؤسسة العمومية الاقتصادية مؤسسة ذات أسهم، المجمع الصناعي صيدال. وعلى هذا الأساس تم إختيار مجمع صيدال من بين المؤسسات الكبيرة إدراجها في بورصة الجزائر وذلك سنة 1988 بعد الإعتراف بأهميتها وكفاءتها في الإنتاج والتوزيع<sup>1</sup>.

في فبراير 1999: قام مجمع صيدال بفتح رأس ماله عن طريق العرض العلني للبيع. وأنصب مبلغ العرض على 20 % من رأس مال المجمع، أي ما يعادل 500 مليون دينار جزائري موزعة على 2 مليون سهم. في سبتمبر 1999 : وبعد إستيفاء شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمجمع صيدال في جدول التسعيرة الرسمية . (وقُدّر مبلغ الإدراج ب 800 دينار جزائري).

وعليه نعرف المجمع على أنه مؤسسة صناعية تختص بصناعة الأدوية بمقاييس عالمية وكذلك مؤسسة اقتصادية للإنتاج التي تساهم في زيادة كل من الاستيراد والتصدير إضافة إلى التسويق لمختلف المواد الصيدلانية وترقية نشاطه، تمتلك عدة فروع على المستوى الوطني تعمل على توفير الحاجة من الدواء للمجتمع كله.

1- www.saidal group.dz/ar/notre-groupe/organisation.consulter2018/04/13

ثانيا : أهداف وأهمية مجمع صيدال

تتمثل في<sup>1</sup>:

### 1- أهداف المجمع :

من بين أهدافه التي أنشئ من أجلها مايلي :

- \_ التوسع في خط المنتجات وتوفير مناصب شغل جديدة .
- \_ تطوير الشراكة وتوسيع نطاقها مع المؤسسات الأجنبية .
- \_ تحسين طرق الإنتاج ومواجهة المنافسة الأجنبية .
- \_ الزيادة من قدراته التسويقية والإعلام الطبي والميدان التجاري .
- \_ الرفع من رقم أعماله .
- \_ اقتحام أسواق خارجية عن طريق التصدير المباشر .
- \_ المواصلة على الحصول وزيادة حجم الحصص السوقية للمجمع.

### 2- أهمية المجمع

تتجلى أهمية المجمع من خلال معرفة دوره الذي يتمثل في:

- \_ توفير الاحتياجات الوطنية من الأدوية المطلوبة باستمرار وواسعة الاستهلاك لضمان الصحة العمومية للمواطنين، وكذا التقليل من تكاليف الاستيراد بالعملة الصعبة.
- \_ زيادة الانتاج الوطني من خلال تصدير الأدوية والتسويق لها، إضافة إلى القيام عمليات البحث في الطب الإنساني ومجال البيطرة وإعداد السياسة العامة للمجمع ومختلف الإستراتيجيات المتعلقة بالمالية، الصناعية، التطوير والتنوعية، كما يقوم بالمراقبة والتحكم في فروع ووحدات المجمع، وكذا تسيير محفظته المالية.

<sup>1</sup> - سناجقي عبد الله، سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الاستثمار، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية ومحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسينية بن بوعللي، الشلف، الجزائر 2008/2009، منشورة، صص 13، 14.

ثالثا : بطاقة معلومات المجمع صيدال

الاسم: المجمع الصناعي صيدال  
المُنشئ: القابضة العامة للكيمياء والصيدلة  
- رأس المال الاجتماعي: 2.500.000.000 دينار جزائري أو ما يعادل  
10000000 سهم بقيمة إسمية قدرها 250 دينار جزائري.  
- الكمية المعروضة: 2000000 سهم تمثل 20٪ من رأس المال الاجتماعي.  
- سعر العرض: 800 دينار جزائري  
- فترة العرض: من 15 فبراير إلى 15 مارس  
- الوسيط في عمليات البورصة المرافق: المؤسسة المالية العامة Sogefi  
- الوسيط في عمليات البورصة المكلفون بجمع أوامر الشراء: المؤسسة المالية العامة  
Sogefi، الراشد المالي، المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف Soficop وشركة توظيف  
القيم المنقولة. SPDM.

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على المعطيات المأخوذة من الموقع الإلكتروني لمجمع

صيدال: [www.saidalgroup.dz](http://www.saidalgroup.dz)

## المطلب الثاني : الهيكل التنظيمي للمجمع

مجمع صيدال كغيره من المؤسسات له هيكل تنظيمي يقوم من خلاله بممارسة عمله، بحيث يتشكل هذا التنظيم من عدة فروع على المستوى الوطني الجزائري .

### أولا : الهيكل التنظيمي للمجمع:

من أجل التكيف مع المحيط الذي ينشط في مجمع صيدال، والتجاوب مع التطورات الراهنة والمستمرة في سوق الدواء، قام المجمع بوضع مخطط تنظيمي يتناسب مع هذه المتطلبات حيث يتصف بالإتزان والتناسق بين مختلف فروعها. ونعرف أولا:

#### 1-الرئيس المدير العام: وهو المسؤول الأول على تسيير المجمع ومن مهامه

- تحديد الإستراتيجية ووضع السياسات التي تتبعها وتوجيه القرارات إلى المديرين المركزيين.

- تمثيل المجمع داخليا وخارجيا.

- الاجتماع بمجلس الإدارة للبحث والتطورات الجارية على مستوى المجمع، هذا المجلس الذي يتكون من تسع أعضاء ومن مهامه معالجة الأمور التالية:

\*أنشطة المجمع في نهاية السنة.

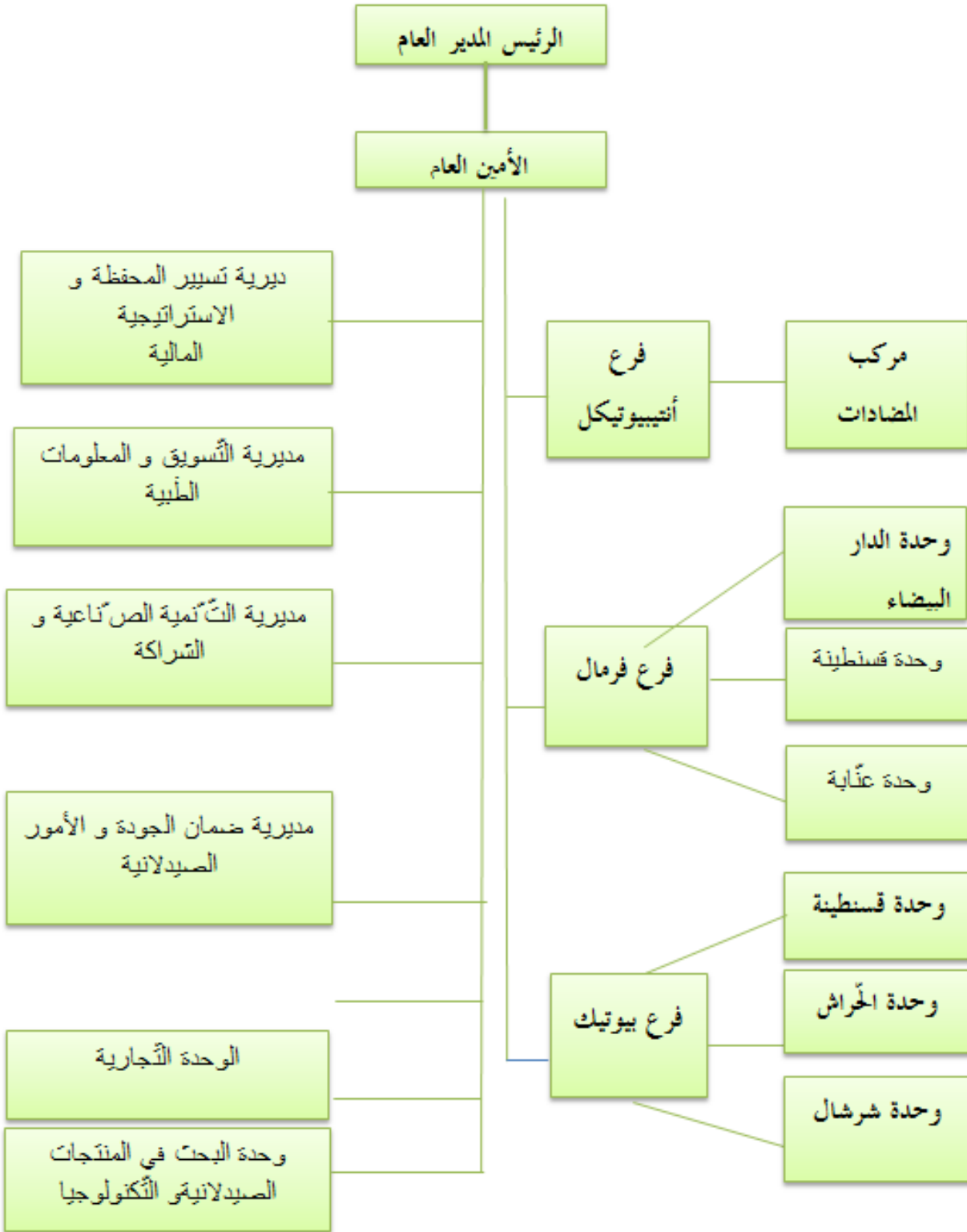
\* مخطط السنة الحالية والقادمة.

\* تنظيم المجمع ونشاطات الشراكة .

#### 2-الأمين العام: وهو المسؤول الثاني على تسيير المجمع بتوليه مهمة التنسيق والمساعدة في عملية اتخاذ

القرارات.الهيكل التنظيمي موضح بالشكل التالي :

الشكل (3-1): الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال



source: <http://www.cosob.org/wp-content/uploads/2014/11/les-emetteurs-notice-SAIDAL.pdf>

Consulter15/04/2018;p :16



## ثانيا: مكونات الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال

يتكون هيكل المجمع من عدة فروع ووحدات ومديريات كما يلي<sup>1</sup>:

### 1- فروع مجمع صيدال :

ينقسم إلى ثلاثة فروع كالتالي :

#### 1-1- فرع أنتيبوتيكال : يتموقع هذا الفرع بالمدينة، وهو عبارة عن مركب لصنع المضادات

الحيوية، حيث يتكون من :

- عمارتين لإنتاج الـ *picilinic* و *piciline*

- عمارة لإنتاج المواد الأولية.

أين بدأ نشاطه سنة 1988، ليتوسع مجال إنتاجه ليشمل: المراهم، الحقن والشراب، ويتميز بقدرته الإنتاجية في صنع المنتجات النهائية والمواد الأولية والمواد المركبة، كما أنه يتحكم في مخاطر حديثة وعمال ذوي كفاءة إنتاجية عالية.

#### 1-2- فرع بيوتيك: يقع مقره في الدار البيضاء، وهو يضم ثلاث وحدات إنتاجية وهي: وحدة جسر

قسنطينية، وحدة الحراش، وحدة شرشال، تقوم بإنتاج المحاليل المكثفة والعبوات الزجاجية، الأقراص، و الشراب إضافة إلى إنشاء وحدة جديدة للإنتاج في باتنة.

#### 1-3- فرع فارمال : يقع بالدار البيضاء، ويمتلك وحدات إنتاج في كل من قسنطينة، عنابة، والدار

البيضاء وهو يقوم بإنتاج الأقراص، الكبسولات، المراهم، المحاليل، ومعجون الأسنان. كما أنه يتميز بطاقة هائلة للإنتاج، إلى جانب الكفاءة العالية في التحكم والتحليل.

### 2- وحدات المجمع : تتمثل في وحدتين مركز البحث والتطوير والوحدة التجارية للوسط.

#### 1-2- مركز البحث والتطوير: أنشئ سنة 1987 بالمحمدية بالجزائر العاصمة، وهو يقوم بتطوير سنويا

من 5 إلى 6 منتجات والتي تدخل مباشرة في تشكيلة الإنتاج، حيث يشغل هذا المركز 95 موظف

1-La notice d'information groupe saidal ,p13

منهم 68 إطار متخصص في البحث والتطوير للمنتجات التامة الصنع. كما يقوم المركز بتحقيق مشاريع البحث ومتابعة خاصة في العلوم الصيدلانية ومساعدة وحدات الإنتاج الأخرى تقنيا وتقديم الخدمات لها وللمؤسسات الأخرى في نفس القطاع.

**2-2- الوحدة التجارية بالوسط:** أنشئت سنة 1996 بالحراش، مكلفة بتسويق منتجات صيدال والأدوية والمواد الصيدلانية المنتجة من طرف مؤسسات المجمع، حيث تشغل الوحدة 70 موظف، وتمتلك فريق متخصص في البيع والتوزيع للزبائن، كما وأنها تمتلك قدرات تخزين تصل إلى 4 ملايين وحدة بيع، إضافة لإمتلاكها مراكز توزيع مالية تتمثل في :

-مركز التوزيع بباتنة دشن عام 1999، وهو يقوم بتغطية 18 ولاية .

-مركز توزيع وهران الذي دشن في سنة 2000.

**3- مديريات المجمع:** تشمل مايلي<sup>1</sup>:

**3-1- مديرية تسيير محفظة الأوراق المالية والإستراتيجية المالية**

تكمن مهمتها في عمليات التمويل المرتبطة بالمهام الأساسية المتمثلة في تسيير الاستراتيجية المالية، تسيير الميزانية، المحاسبة المالية والتمويل على المدى المتوسط والطويل.

**3-2- مديرية التسويق والإعلام الطبي:** حيث تقوم هذه المديرية بتنفيذ إستراتيجية للتسويق والإعلام

الطبي، وكذا إنشاء شبكة المندوبين الطبيين عبر كامل التراب الوطني إضافة لتطوير دراسات للسوق، كما وتعمل على تقييم ونشر مختلف ركائز التكوين والإعلام الطبي، ولاننسى عملية إعداد مجلة صيدال تهتم بجميع نشاطاته.

**3-3- مديرية الفحص والتركيب:** حيثكلفت بمراقبة التسيير وفحص الحسابات وكل النشاطات

بالتنسيق، التحليل والتركيب .

<sup>1</sup>-سنجاقى عبد الله، سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الاستثمار، مرجع سبق ذكره، صص 146-147

### 3-4- مديرية ضمان الجودة والشؤون الصيدلانية :

تحتوي على مديرية البحث في الأدوية والتقنيات الصيدلانية تتمثل مهامها في بحث وصنع المنتجات الجديدة خاصة المطابقة للأصل وإعطاء الأوامر والتوجيهات لهذه الوحدة.

### 3-5- مديرية تطوير الصناعة والشراكة :

تتم هذه المديرية بجميع النشاطات المتعلقة بالتطور الصناعي خاصة الإستثمار في مجال الشراكة المحلية والأجنبية، والتحويل والتنازل عن التجهيزات .

### ثالثا: المساهمات في مجمع صيدال

تتمثل المساهمات في المجمع كالتالي<sup>1</sup> :

#### 1- شركات صيدلانية حيز النشاط:

**1-1- "وينشروب فارما صيدال" (wps) :** حيث تأسست عام 1999 بين مجموعة صيدال 30% وشركة سانوفي 70% من أجل تصنيع وتجهيز والتسويق في الجزائر المنتجات الصيدلانية الموجهة للاستخدام البشري. حيث انطلقت وحدة الإنتاج wps، الكائنة بالمنطقة الصناعية واد السمار، في الإنتاج في ديسمبر سنة 2000. وتشغل حاليا 103 عاملا .

**1-2- فايزر صيدال مانفكتوريغ (PSM) :** شركة مشتركة تأسست عام 1998 بين مجمع صيدال وشركة فايزر فارم الجزائر من أجل تصنيع وتوظيف وتسويق المنتجات الصيدلانية الكيميائية. وتتواجد هذه الوحدة في المنطقة الصناعية لواد السمار إنطلقت في الإنتاج في فيفري 2003 وتوظف حاليا 63 عاملا.

#### 2- المشاريع الصيدلانية قيد الإنجاز:

**1-2- صيدال \_ نورث أفريكا هولدينغ مانوفكتوريغ\_ الصندوق الوطني للاستثمار:** هو نتاج لشراكة أبرمت في سبتمبر 2012 بين المجمع 49% والشركة الكويتية نورث أفريكا هولدينغ مانوفكتوريغ 49% و

<sup>1</sup> - [www.saidalgroup.dz/ar/notre-groupe/organisation-1](http://www.saidalgroup.dz/ar/notre-groupe/organisation-1)، 13/04/2018، consulter

الصندوق الوطني للاستثمار 02% لإنشاء مركز متخصص في تنمية وتصنيع وتسويق الأدوية المضادة للسرطان.

**2-2- تافكو (شركة تاسيلي للأدوية):** هي ثمرة شراكة أبرمت عام 1999 بين مجمع صيدال 44.51%، أكديما، سبيماكو وجي بي أم من أجل تصنيع وتسويق وإستيراد المنتجات الصيدلانية المتمثلة في الحقن السوائل والقطرات. حيث تقع وحدة تافكو بالمنطقة الصناعية بالروبية.

### 3- مساهمات أخرى

حيث يحوز المجمع على مساهمات في شركات أخرى هي : الجيري كليرينغ (شركة مالية) 6.67%، مؤسسة نوفر لإنتاج الزجاج 4.46% وأخيرا أكديما (الشركة العربية للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية) 0.38%<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث : نشاط مجمع صيدال

وسيتم توضيح المجمع من خلال التطرق إلى النتائج التي حققها في السنوات الماضية إلى غاية اليوم ، غير أن حدود دراستنا تتمثل في السداسي الأول لسنة 2016 ، 2017 .

### أولا : نشاط المجمع للسداسي الأول لعام 2016

يتمثل النشاط في تقديم الميزانية العمومية للسداسي الأول 31 جوان 2016<sup>2</sup> :

إن مجلس الإدارة للشركة بالأسهم لمجموعة صيدال في جوان 2016 أعلنت بيان للمساهمين في المؤسسة يتمثل في تقرير مجلس الإدارة والتقرير المالي للسداسي الأول لسنة 2016 وهذا، طبقا للقانون رقم 02-20 جانفي 2000 المتعلق بالمعلومة التي تنشر من طرف الشركات التي قيمتها مدرجة.

### 1- القيمة الحالية

القيمة الحالية المكدسة التي أنجزتها المؤسسة في أواخر جوان 2016 تقدر بـ 5.791.339 مقابل 5.189.053 في أواخر جوان 2015 أي زيادة 12%.

<sup>1</sup> - أنظر الملحق رقم 01

<sup>2</sup> التقرير المالي لسنة 2016، أنظر الملحق رقم 02

-هذه التغييرات لحجم هذه القيمة المالية هي أساسا لجعل فرقة العمل بالشغل المداوم، وخاصة على مستوى موقع الحراش وجسر قسنطينة.

-التكوين في بداية السنة، وتحدد إتفاقيات الزبائن .

-منح القوانين التجارية بكيفية جديدة للزبائن.

الإلتزام من طرف مجموعة صيدال بترقية المنتج للشركة الفرعية صوميدال .

## 2-الربحية :

النتاج الإجمالي للفائدة المسجلة في السداسي الأول لسنة 2016 إرتفع إلى 15.394 مليون دينار جزائري مقابل 4.857 مليون دينار الجزائري في أواخر جوان 2015 أي بتحسين النتائج ب46%.

## 3-الإنتاج

المنتج المنجز خلال السداسي الأول جوان 2016 بمقدار 5.345.113 مقابل 4322.830 في آخر جوان 2015، أي بزيادة 24% هذا الأداء هو نتيجة توفر كبير من المواد الأولية وكذا توعية العمال.

## 4-نشاط سوق الأسهم :

شهد هذا الأخير تحسن بالسعر الذي قدر ب إلى 9.4%.

-سعر السهم تجاوز من 58.500 دينار جزائري إلى 64000 دينار جزائري للصفقة .

-الحجم المتقل هو 6.781 صفقة موافقة ومطابقة إلى كتلة مالية بمقدار 43 مليون دينار جزائري بسعر متوسط مقداره 639 دينار جزائري .

-على مستوى تجسيد لقب صيدال، هذه العملية بلغت حجم 748.850 سهما لموافق ل37.44% من حجم الأسهم المقبولة للقائمة .

ثانيا: نشاط المجمع للسداسي الأول من سنة 2017<sup>1</sup> :

**1-رقم الأعمال:** بلغ رقم الأعمال بمجمع صيدال خلال النصف الأول من عام 2017 ماقيمته KDA 5591981 أي مايققق 110٪ مقارنة مع الهدف، وهو ما يمثل إنخفاضاً بنسبة 3٪ مقارنة بالفترة نفسها من العام السنة المالية 2016.

وتجدر الإشارة إلى أن موقع الحراش ساهم بنسبة 18٪ من حجم أعمال صيدال. تم إغلاق هذا الموقع بسبب مشروع إعادة تطوير وادي الحراش والمناطق المحيطة بالمسجد الكبير بالجزائر العاصمة.

## 2- الإنتاج

بلغ الإنتاج في النصف الأول من عام 2017 57,529 ألف وحدة مباعة بقيمة 4,304,667 دينار. 96٪ من الهدف من حيث الكمية و89٪ في القيمة سجلت على التوالي انخفاضاً بنسبة 14٪ في الكمية و19٪ في القيمة ، علماً أن إنتاج Groupe saidal مكفول حالياً بـ 5 وحدات بدلاً من 6 (إغلاق موقع إنتاج الحراش الذي ساهم بنسبة 15٪ من إجمالي الإنتاج).

## 3 - الربحية

بلغ إجمالي الربح للشركة الأم المسجلة للنصف الأول من عام 2017 م 1,202 مليون دينار أردني ، مقابل 1,539 مليون دينار في نهاية يونيو 2016. ويمثل هذا إنخفاضاً في الأرباح بنسبة 22٪. وبلغ إجمالي الربح من مجموعة صيدال للنصف الأول من عام 2017 1,187 مليون دينار ، مقارنة بـ 1,459 مليون دينار في نهاية يونيو 2016 ، بانخفاض قدره 18.64٪.

## 4- نشاط سوق الأسهم

تميزت بتحسن سعر سهم SAIDAL SPA بنسبة 10.43٪. مرت من DA 600.00 في 2016/12/31 إلى DA 665.00 الإجراء بتاريخ 2017/06/30.

حجم التداول هو 1910 سهم من أصل 51 جلسة تم تداولها. بما في ذلك 19 جلسات ناجحة.

1- التقرير المالي للمجمع سنة 2017، أنظر الملحق رقم 03

فيما يتعلق بإضفاء الطابع المادي على حصة صيدال ، وصلت هذه الصفقة إلى حجم 778,240 سهمًا مقابل 38,91٪ من حجم الأسهم المقبولة للإدراج<sup>1</sup>.

### ثالثًا : دخول مجمع صيدال إلى البورصة

إن الهدف وراء دخول المجمع للبورصة هو تطوير وتحسين سمعة المجمع في السوق الوطني والدولي ، إضافة إلى محاولة إيجاد مصادر مالية جديدة قصد تمويل مشاريعها الاستثمارية .

#### 1-شروط إلحاق المجمع بالبورصة : تشمل أساسا مايلي<sup>2</sup> :

-رأس مال اجتماعي أكثر من 10.000.000 دج.

-فتح 20% من رأس المال الاجتماعي.

-تحقيق أرباح خلال سنوات متتالية سابقة لطلب الدخول.

#### 2-مراحل دخول المجمع للبورصة : نوجزها كمايلي :

-يوم 11أفريل 1998 : تم تقديم طلب الدخول من طرف المجمع للبورصة ، وتم بالفعل الإمضاء على هذا الطلب من قبل لجنة مراقبة وتنظيم عمليات بورصة الجزائر **COSOB** .

-في 18أفريل 1998:تم التوقيع على إتفاقية ما بين المجمع ومكتب الدراسات العالمي **ArthurAndersen**،الهدف منها قيام هذا المكتب بتقييم مؤسسة صيدال حيث دامت مدة هذه الإتفاقية أربعة أشهر.

-في 18 جوان 1998: حصلت على ترخيص من المجلس الوطني لمساهمات الدولة يسمح لها بالخصوصية الجزئية ، حيث قام المجمع بعدة عمليات منها:تعديل القانون الأساسي للمؤسسة،تحضير الوثائق اللازمة للدخول الفعلي .

<sup>1</sup>-التقرير المالي لسنة 2017 ،أنظر الملحق رقم 03

<sup>2</sup>-بن حمو عصمت محمد، طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل إستراتيجية الخصوصية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان، الجزائر، منشورة، 2015/2016، ص149.

-يوم 22 جوان: عقدت جمعية عامة إستثنائية للمجمع، تم من خلالها فتح 20% من رأس ماله من أجل الدخول في البورصة ، كما تم تعيين وسيط لعملية الدخول.

-حصل المجمع على تأشيرة الدخول رقم 98-04 المؤرخة في 24 ديسمبر 1998 من قبل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، ومن ثم انتقلت مهام تسيير عملية العرض العمومي للبيع إلى شركة تسيير بورصة بالقيم المتداولة *SGBV*.

### المبحث الثالث : قياس المخاطر المالية في مجمع صيدال

بغرض السير الحسن للأعمال داخل المجمع لابد من مراقبة ومعرفة كل التغيرات التي قد تطرأ على المؤسسة سواء على المستوى الداخلي أو الخارجي وخاصة تعاملاتها في الأسواق نظرا للمخاطر المالية المرتبطة بها والتي يصعب التنبأ بها، وهذا ما يتوجب إجراء دراسة لقياسها بغرض التقليل منها والحد من آثارها. وتختص دراستنا بتقييم الأسهم وقياس كل من رقم الأعمال، النتيجة الصافية وأرباح الأسهم للمؤسسة صيدال عام 2016 و 2017 باستخدام مجموعة معينة من الأدوات الإحصائية، والنسب المالية.

#### المطلب الأول: الأدوات الإحصائية لقياس المخاطر المالية بالمجمع

إن علم الإحصاء ذي أهمية كبيرة في مجال البحث العلمي ،لاحتوائه على عدة مقاييس تساعدنا في دراسة ظاهرة ما أي تعطينا فكرة عامة عن قيم هذه الظاهرة ،ونجد في هذه الحالة نوعين من المقاييس تتمثل في مقاييس النزعة المركزية ومقاييس التشتت. و في دراستنا هذه سنعتمد على مقاييس التشتت.

**أولاً : المدى:** يعرف على أنه الفرق بين أعلى (أعظم) قيمة وأصغر قيمة للمتغير المالي محل الدراسة، حيث يستعمل كمؤشر للحكم على المستوى النسبي للخطر<sup>1</sup>. وتفسر نتيجته عند ارتفاعه بارتفاع مستوى الخطر المصاحب للمتغير المالي موضع الاهتمام. ويعطى بالعلاقة التالية سواء كانت القيم مبوبة أو غير مبوبة. يعطى بالعلاقة التالية:

$$R = X_{max} - X_m$$

النتائج موضحة كما يلي:

1- سهيل أحمد سمحان ،محمد حسين الوادي، مبادئ الإحصاء، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2014، ص 106



الجدول (3-1): يبين مدى التغير لأهم المتغيرات سنتي 2016 و2017

R	X <sub>min</sub>	X <sub>max</sub>	البيان
199358	5591981	5791339	رقم الأعمال
271871285.5 9	1187575551.73	1459446837.32	النتيجة الصافية
1.03	9.4	10.43	أرباح الأسهم

المصدر: من إعداد الطلبة

نلاحظ من خلال النتائج الموضحة في الجدول (3-1) أن مدى التغير ليس كبيراً نسبياً في كل من رقم الأعمال والنتيجة الصافية لمجمع صيدال، فأعلى رقم أعمال ونتيجة صافية قد حقق سنة 2017. وبالتالي فإن البيانات غير ممتباعدة نسبياً أي أقل تشتتاً وعليه فإن وسطهما الحسابي يمثلهما تمثيلاً مقبولاً، وهذا دلالة على أن المؤسسة لا تعاني أي مخاطر أو قد تكون مخاطر طفيفة وهذا جلي من النتائج المحققة.

ثانياً: الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف

1-التباين: هو مجموع تربيع انحرافات البيانات عن وسطها الحسابي مقسوم على عدد البيانات - 1.

$$\sigma^2 = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{X})^2}{n-1}$$

تصاغ معادلته كالتالي:

2-الانحراف المعياري: يعتبر أكثر المقاييس استخداماً كمؤشر للخطر الكلي المصاحب للمتغير المالي، وهو يقيس درجة تشتت قيم المتغير المدروس حول قيمته المتوقعة، وكلما زادت قيمته دل هذا على ارتفاع مستوى الخطر. وهو يحسب بالعلاقة التالية:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{X})^2}{n-1}}$$

حيث:  $x_i$ : قيم العينة المدروسة.

$\bar{X}$ : المتوسط الحسابي للعينة.

n: عدد قيم العينة المدروسة.

2 - معامل الاختلاف : هو مقياس نسبي (معياري) لدرجة التشتت . كونه يربط بين الخطر والعائد، وهو يعبر عن درجة الخطر لكل وحدة من العائد وكلما ارتفعت قيمته زاد مستوى

$$CV = \frac{\sigma}{\bar{X}} \times 100 \text{ : ويحسب كالتالي}^1$$

$$\bar{X} = \frac{\sum_{i=1}^n x_i}{n} \text{ : ويعطى المتوسط الحسابي بالعلاقة التالية:}$$

وبالتالي الانحراف المعياري للمتغيرات المالية لمجمع صيدال مبينة بالجدول الآتي :

الجدول (2-3): الانحراف المعياري ، المتوسط الحسابي، ومعامل الاختلاف للمتغيرات

#### المالية

البيان	الانحراف المعياري $\sigma$	المتوسط الحسابي $\bar{X}$	معامل الاختلاف CV
رقم الأعمال	99679	5691660	1.75131
النتيجة الصافية	135935642.795	1323511194.525	10.27083
أرباح السهم	0.735	38.175	1.92534

#### المصدر :إعداد الطلبة

نلاحظ من النتائج أعلاه أن الإنحراف المعياري المسجل للمعطيات المالية لمؤسسة صيدال تتساوى نسبيا من حيث دلالتها ،فبالنسبة لرقم الأعمال وأرباح الأسهم يعتبران أكثر تشتتا وذلك من خلال نسبة الإنحراف إلى المتوسط مما يعني تباعد القيم عن المتوسط الحسابي. بينما نجد أن النتيجة

الصافية كانت أكثر تشتتا من رقم الأعمال وأرباح السهم قدرت بنسبة 10.27%

#### ثالثا :معامل بيتا

يقيس مدى حساسية المتغير المالي موضع الدراسة للتغيرات التي تحدث في متغير آخر، و يدل معامل بيتا المرتفع على ارتفاع درجة الحساسية وبالتالي ارتفاع مستوى الخطر<sup>2</sup>. وهنا ندرس العلاقة بين :

1-سهيل أحمد سمحان وآخر ،مرجع سبق ذكره،ص 121

2-بوخلخال خالد،مرجع سبق ذكره،ص165

-رقم الأعمال (X) والنتيجة الصافية (Y).

-رقم الأعمال (X) وأرباح الأسهم (Y).

-النتيجة الصافية (X) وأرباح الأسهم (Y).

**1 - معامل الانحدار:** هو معامل يستخدم في قياس العديد من العلاقات الإقتصادية

، وذلك من خلال إيجاد معامله (الثوابت) وذلك بطريقة المربعات الصغرى. و تحدد المعادلتين التقديريتين لهما كمايلي<sup>1</sup>:

$$\hat{b} = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2} \quad / \quad \hat{a} = \bar{y} - \hat{b}\bar{x}$$

$$\bar{x} = \frac{\sum_{i=1}^n x_i}{n} \quad \text{حيث: } \bar{y} \text{ و } \bar{x} \text{ الوسطين الحسابيين لقيم العينات .}$$

$$\bar{y} = \frac{\sum_{i=1}^n y_i}{n} \quad \text{قيم العينة المدروسة .}$$

n: عدد قيم العينة المدروسة.

الجدول (3-3):معامل الانحدار، بيتا للمؤشرات المالية

لسنتي 2016 و 2017

معادلة المستقيم	البيان
$\hat{a} = -14200309322.355$ $\hat{b} = 2727.4680$ $Y = -14200309322.355 + 2727.46x$	$Y_R$ و $X_A$
$\hat{a} = Y = 38.175$ $\hat{b} = 0$	$Y_S$ و $X_A$
$\hat{a} = 38.75$ $\hat{b} = 0$ $Y = 38.175\hat{b}$	$Y_S$ و $X_R$

المصدر: من إعداد الطلبة

1-سهيل أحمد سمحان وآخر، مرجع سبق ذكره، ص 153

نلاحظ من خلال المعادلة الأولى لرقم الأعمال والنتيجة الصافية أن هناك علاقة طردية بينهما وذلك من خلال القيمة الموجبة لميل دالة الانحدار  $\hat{b}$  وعتبة المردودية ممثلة بقيمة  $\hat{a}$  وبالتالي يمكن التنبؤ بقيم  $y$  المستقبلية. أما فيما يخص المعادلتين الأخيرتين فلا توجد علاقة بين المتغيرات وهي تأخذ أعلى قيمة ممكنة.

معامل الارتباط : يستخدم هذا المقياس لمعرفة درجة شدة العلاقة بين متغيرين أحدهما تابع والآخر

$$r = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{n\sigma_x\sigma_y}$$

مستقل، حيث يرمز له بالرمز  $r$  وتعطى معادلته كالتالي <sup>1</sup> :

الجدول (3-4): معامل الارتباط للمؤشرات المالية محل الدراسة

البيان	$\sigma_x$	$\sigma_y$	r	الملاحظة
$y_R \text{ ز } x_A$	99679	135935642.795	0.6	ارتباط خطي موجب تماما حالة ارتباط طردي متوسط
$y_S \text{ ز } x_A$	99679	0.735	0.5	ارتباط خطي موجب تماما حالة ارتباط طردي متوسط
$y_S \text{ ز } x_R$	135935642.795	0.765	0.4	ارتباط خطي موجب تماما حالة ارتباط طردي ضعيف

المصدر : من إعداد الطلبة

المطلب الثاني : المؤشرات المالية

إن عملية تحليل الوضعية المالية للمؤسسة ودراستها تتم بعد قيام المحلل المالي بصياغة الميزانية، أي بعد إجراء تعديلات على مختلف عناصر الأصول والخصوم وذلك بالاعتماد على المؤشرات والتي تعرف أيضا بمؤشرات التوازن المالي، ومن بين هذه المؤشرات نذكر مايلي:

أولاً: رأس المال العامل:

1-بوخلخال خالد، مرجع سبق ذكره، ص 167

يعتبر من أهم مؤشرات التوازن المالي، فهو مؤشر للتوازن على المدى الطويل إلى المدى القصير. أي يقضي هذه المؤشر بضرورة تمويل أو تغطية الاستخدامات الأكثر من سنة بموارد مستقرة لأكثر من سنة، وتمويل الاستخدامات التي تتجاوز السنة بموارد تقل عن السنة.<sup>1</sup> ويتم تقسيمه كالتالي:

- من أعلى الميزانية : رأس المال العامل=الأموال الدائمة-الأصول الثابتة

- من أسفل الميزانية : رأس المال العامل= الأصول المتداولة- قروض قصيرة الأجل

ويمكن حساب رأس المال العامل لمجمع صيدال كمايلي :

الجدول رقم(3-5): رأس مال عامل مجمع صيدال

البيان	2017	2016
أموال دائمة	40709593308.27	31341294604.66
الأصول الثابتة	31047579920.35	17744616003.75
رأس المال العامل	9662013387.92	13596678600.91
أصول متداولة	15911804086.37	19863338206.83
ديون قصيرة الأجل	624790698.45	6266659605.92
رأس المال العامل	9662013387.27	13596678600.91

المصدر : من إعداد الطلبة

- نلاحظ من خلال النتائج في الجدول أن رأس المال العامل لسنة 2017 أقل من سنة 2016.  
- رأس المال العامل < من 0 أي (أموال الدائمة < من الأصول الثابتة) أو (الأصول المتداولة < من ديون قصيرة الأجل). وبالتالي الأصول الثابتة تمول بالموارد الدائمة ما ينتج عنه هامش أمان يتمثل في رأس المال العامل الذي يحقق التوازن في الهيكل المالي للمؤسسة، وهذا دليل على قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها.

1-صخري جمال عبد الناصر، التحليل المالي كأداة لاتخاذ القرارات في المؤسسات البترولية في الجزائر، مذكرة ضمن نيل شهادة ماستر أكاديمي، تخصص مالية مؤسسة، منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012/2013 ص 16

ثانياً: إحتياجات رأس المال العامل: تعرف إحتياجات رأس العامل على أنه تلك الأموال الدائمة التي تستخدم لتمويل جزء من الأصول المتداولة والذي يضمن توازنها المالي، ويمكن ملاحظة هذه الإحتياجات عند مقارنة الأصول المتداولة مع الموارد المالية قصيرة الأجل<sup>1</sup>.

ويمكن حساب إحتياجات رأس المال العامل بالعلاقة التالية:

إحتياج رأس المال العامل = الأصول الثابتة-النقدية-(ديون قصيرة الأجل-السلفات المصرفية).

يمكن حساب رأس المال العامل لمجمع صيدال كالتالي :

الجدول رقم(3-6): رأس مال العامل بالمجمع

البيان	2017	2016
الأصول المتداولة	15911804084.37	19863338206.83
النقدية	554776495.90	6008273937.10
ديون قصيرة الأجل	6244790698.45	6266659605.92
السلفات المصرفية	834136211.86	853179713.76
أحتياج رأس المال العامل	3285160678.16	675224950.05

المصدر : من إعداد الطلبة بالاعتماد على المعطيات بالجدول

تفسر هذه النتيجة على أن دورة الإستغلال تحتاج إلى تمويل أكبر مما هو متوفر لديها بمعنى آخر أن المؤسسة تحتاج إلى جزء من الأموال الدائمة لتغطية العجز، ويحسب هذا الإحتياج بالفرق بين إحتياجات التمويل وموارد التمويل

ثالثاً: الخزينة الصافية: تمثل الخزينة الصافية مجموع الأموال الجاهزة التي تتواجد تحت تصرف المؤسسة خلال دورة إستغلالها، أي هي مجموع الأموال السائلة التي تستطيع المؤسسة استعمالها

1-صخري جمال عبد الناصر، التحليل المالي كأداة لاتخاذ القرارات في المؤسسات البترولية في الجزائر ،مرجع سبق ذكره، ص 17

فورا، والخزينة الصافية ذات أهمية كبيرة لأنها تعبر عن وجود التوازن المالي من عدمه . وتعطى بالعلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$\text{الخزينة الصافية} = \text{رأس المال العامل} - \text{إحتياج رأس المال العامل}$$

النتائج موضحة بالجدول التالي : الجدول (3-7): حساب الخزينة الصافية

البيان	2017	2016
رأس المال العامل	15849324387.92	13596678600.91
إحتياجات رأس المال العامل	3285160678.16	6735224950.05
الخزينة الصافية	12564163709.76	6861453650.86

المصدر : من إعداد الطلبة بعد مجموعة من الحسابات

من خلال النتائج المبينة في الجدول (3) يتضح لنا أن (الأموال الدائمة) من الأصول الثابتة)، وبالتالي هناك فائض في رأس المال العامل، ويجد هذا الفائض مكانة في شكل سيولة وهو ما يشكل خزينة إيجابية بإمكانها تمويل جزء من الأصول المتداولة والتي تفوق الخصوم المتداولة، ويمكن أن يفسر أيضا أن هنالك تجميد للأموال (إفراط في الحذر).

المطلب الثاني : نسب التمويل والسيولة

وتعتبر التقنية الثانية المستعملة من قبل المحللين في دراسة الوضعية المالية للمؤسسة، فهي أقدم وسائل التحليل المالي وأكثرها شيوعا . كما تستخدم في الرقابة وتقييم الأداء خاصة في التشخيص المالي. سنتطرق أولا إلى متغيرات الدراسة الموضحة فيما يلي:

1- جمال عبد الناصر، مرجع سبق ذكره، ص 17

## الجدول (3-8) المتغيرات المالية محل الدراسة

البيان	2017	2016
رقم الأعمال	5591749511.00	5791338867.81
النتيجة الإجمالية	1187575551.73	1459446837.32
النتيجة الصافية	1187575551.73	1459446837.32
الزبائن	34335496.55	385423178.76
الموردون	10239271354.40	7079971357.67
المشتريات السنوية	1954911040.22	2084321598.44
مصاريف المستخدمين	-1513827803.10	-1600846754.96
المصاريف المالية	62861011.15	47927681.10
مصاريف الإستهلاكية	2410015295.44	2504455465.76
مصاريف المؤونات	390841072.19	780261289.35

## المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على البيانات المالية الخاصة بالمجمع

تعرف النسب على أنها العلاقة بين قيمتين ذات معنى على الهيكل أو الاستغلال، وتأخذ هذه القيم من جدول تحليل الاستغلال أو من الميزانية أو منهما معا.<sup>1</sup>

## أولاً: نسب التمويل:

تقيس نسب التمويل درجة اعتماد المؤسسة على أموال الغير في تمويل أنشطتها. و يكتسب المدى الذي تذهب إليه المؤسسة في الاقتراض أهمية خاصة من جوانب عديدة أهمها التأثير على كل من العائد والخطر. تكتسب نسب التمويل أهمية خاصة لكل الأطراف المعنية بالمؤسسة. فهي تهم الملاك من حيث أن ارتفاعها قد يؤدي إلى زيادة أرباحهم، غير أن تزايدها بشكل غير طبيعي قد يسبب قلقاً للملاك نتيجة للمخاطر التي تصاحب عملية الاقتراض، ومن ناحية أخرى يهتم مقرضوها بهذه النسب لأنها تعطي لهم دلائل قوية على قدرة المؤسسة على سداد ديونها في آجالها المحددة، وعلى ضوء ذلك

1- علي فضالة أبو الفتوح، التحليل المالي وإدارة الأموال، بدون طبعة، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 1999، ص51



يقررون إقراض المؤسسة من عدمه<sup>1</sup>. ولغرض تقييم الأداء المرتبط بمدى اعتماد المؤسسة على مصادر التمويل المقترضة، فإن المحلل المالي يلجأ إلى العديد من المؤشرات المالية. وتتمثل أهم نسب التمويل فيما يلي:

\* نسبة التمويل الخاصة = الأموال الخاصة / مجموع الخصوم

\* الإستدانة الكلية = مجموع الديون / مجموع الخصوم

\* نسبة الإستقلالية المالية = الأموال الخاصة / مجموع الديون

وعملية حساب النسب موضحة كالتالي:

الجدول (3-09): نسب التمويل

البيان	2017	2016
نسبة الأموال الخاصة	%59.86	%58.3
نسبة الإستدانة الكلية	%40.24	%43.64
نسبة الإستقلالية المالية	%149	%129

المصدر: إعداد الطلبة بالاعتماد على الجدول (3-8)

التفسير: من خلال الجدول (3-3) نلاحظ مايلي :

- نسبة الأموال الخاصة تحسنت سنة 2017 وعليه نستنتج أن المؤسسة قد غطت أصولها بواسطة أموالها الخاصة.
- أن المؤسسة أو المجمع يتمتع باستقلالية مالية، كما نستنتج أن المجمع قد استفاد من إستقلالية مالية سنة 2016 لأجل توسيع حقيبتها من الديون سنة 2017.
- أما نسبة الإستدانة الكلية تدل على أن مجمع صيدال له القدرة على الوفاء بالتزاماته، ولكن نلاحظ أن هذه النسبة قد إرتفعت في 2017 مما يشكل خطرا على المؤسسة في حالة عدم القدرة على الوفاء أو حدوث عسر مالي أو الإفلاس كما يلاحظ أيضا أن المؤسسة قد تتراجع عن فكرة الإستدانة للخروج من عسر مالي قد يقع.

1- صخري جمال، مرجع سبق ذكره، ص 22

### ثانيا:نسب السيولة:

تستخدم نسب السيولة كأداة لتقييم المركز الإئتماني للمؤسسة ،حيث تقف هذه النسب على مدى مقدرة أصول المؤسسة المتداولة على مسايرة استحقاقية الديون القصيرة الأجل.حيث يمثل تحليل سيولة المؤسسة مؤشرا مهما لتقييم أدائها المالي،وقدرتها على مواجهة التزاماتها العاجلة وديونها المالية المستحقة من خلال تحديد مقدار مايتوفر لديها من نقد سائل،ومن أصول قابلة للتحويل إلى نقد في مدة زمنية قصيرة وبأقل خسارة ممكنة قياسا بتكلفة شرائها ،كما يستخدم تحليل السيولة كأداة لمعرفة مقدرة المؤسسة على مقابلة التزاماتها الجارية بموجوداتها المتداولة ،وتعتبر السيولة المحور الأساسي في كل سياسة مالية ،إذ يمكن أن يؤدي الأمر إلى تصفية المؤسسة إذا لم تستطع مواجهة ديونها الفورية حتى وإن كانت تحقق أرباحا عالية في الأجل الطويل<sup>1</sup>.

**1-نسبة السيولة العامة:** تقيس هذه النسبة مدى كفاية الأصول المتداولة المتوقع تحويلها إلى نقدية في فترة زمنية قصيرة لتغطية متطلبات الدائنين القصيرة الأجل،ويتم حساب هذه النسبة وفق العلاقة التالية:

$$\text{نسبة التداول} = \frac{\text{الأصول المتداولة/الخصوم المتداولة}}{100} \times 100$$

تشير النسبة المنخفضة إلى احتمال مواجهة المؤسسة لصعوبات في سداد ما عليها من ديون قصيرة الأجل في تواريخ استحقاقها،في حين يشير الارتفاع الكبير في هذه النسبة قياسا بمعيار المقارنة ورغم تعزيزه لسيولة المؤسسة،إلا أنه يشير إلى احتفاظ الإدارة بأصول متداولة تزيد عن الحدود الإقتصادية.

**2-نسبة السيولة السريعة:** تعتمد هذه النسبة على الأصول السريعة التحول إلى نقدية لقياس درجة السيولة التي تتمتع بها المؤسسة. ويتم حساب هذه النسبة وفق العلاقة التالية:

$$\text{نسبة السيولة السريعة} = \frac{\text{الأصول المتداولة-المخزون/ديون قصيرة الأجل}}{100} \times 100$$

يتم حساب نسب سيولة مجمع صيدال كالتالي :

1-حمزة محمود الزبيدي ،التحليل المالي تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، بدون طبعة،عمان،مؤسسة الوراق،2004،ص104

الجدول رقم (3-10): نسبة سيولة المجمع

البيان	2017	2016
نسبة السيولة العادية	84.41%	121.01%
نسبة السيولة السريعة	169.96%	272.28%

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على معلومات الجدول (3-8)

التفسير: نرى من خلال النتائج أعلاه :

- أن السيولة العادية في سنة 2016 كانت أفضل منها سنة 2017 ولكن بالنسبة لنشاط المؤسسة نلاحظ أن المؤسسة بإمكانها تغطية خصومها المتداولة بواسطة أصولها المتداولة.

- أن نسبة السيولة السريعة في سنة 2017 شهدت تراجع مقابل سنة 2016 ولكن نستطيع أن نقول بالإمكان المؤسسة الوفاء بالتزاماتها التي تكون في الأجل القريب.

المطلب الثالث: نسب الربحية وتقييم أسهم المجمع

عملية تقييم الأسهم عملية ضرورية وذلك لمعرفة قيمة السهم في السوق ومدى تداوله بالبورصة ومعرفة مدى تحقيقه للأرباح. وقبل التطرق لعملية التقييم كان لا بد من دراسة نسبة ربحية المجمع.

أولاً: نسب الربحية

تستخدم عدة مؤشرات لقياس ربحية المؤسسة وتمثل الربحية الناتجة عن استخدام عنصر من العناصر المحركة للنشاط في المؤسسة. تتمثل نسب الربحية في :

1- نسبة ربحية الأصول: تمثل مدى مساهمة الأصول. حيث تحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة ربحية الأصول} = (\text{النتيجة الإجمالية} / \text{مجموع الأصول}) \times 100$$

2- نسبة ربحية النشاط : تمثل هذه النسبة مردودية رقم الأعمال، فضخامة رقم الأعمال في بعض الأحيان قد يكون مضللاً، لأن زيادة النشاط في المؤسسة يتزامن مع تزايد الأعباء الكلية، والتي قد تمتص

كل رقم الأعمال وتبخر معها الأرباح، وبالتالي فهذه النسبة تبين كفاءة المديرين في إدارة رقم الأعمال والأعباء الكلية. وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة ربحية النشاط} = (\text{النتيجة الإجمالية} / \text{رقم الأعمال}) \times 100$$

### 3- نسبة ربحية الأموال الخاصة:

هي النتيجة المتحصل عليها من استخدام أموال المساهمين، فنتيجة هذه النسبة تمثل ما تقدمه الوحدة الواحدة المستثمرة من أموال المساهمين من ربح صافي، وتمثل هذه النسبة أهم النسب المالية لأن الهدف من التسيير المالي هو تعظيم حقوق المساهمين، وكلما كانت نتيجة هذه النسبة مرتفعة زادت أهمية وجاذبية أسهم المؤسسة المتداولة في بورصة الأسهم والسندات<sup>1</sup>. تعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة ربحية الأموال الخاصة} = (\text{النتيجة الصافية} / \text{الأموال الخاصة}) \times 100$$

وعملية حساب نسب الربحية لمجمع صيدال موضحة كالتالي:

### الجدول رقم (3-11) نسب الربحية

البيان	2017	2016
نسبة ربحية الأصول	%25.28	%38.80
نسبة ربحية النشاط	%21.23	%25.20
نسبة ربحية الأموال	%4.22	%7.05

### المصدر: من إعداد الطلبة بالاستعانة بالمرجع حمزة الزبيدي 105

من النتائج الموضحة في الجدول (3-11) نلاحظ أن:

- نسبة ربحية الأصول قد تراجعت في سنة 2017 وهذا يرجع إلى انخفاض النتيجة الصافية التي حققتها المؤسسة خلال نفس السنة.

1- لسوس مبارك، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ضدص 52

- مساهمة رقم الأعمال في ربحية المؤسسة قد إنخفضت وهذا الأمر راجع إلى النتيجة الصافية التي حققت سنة 2017.

- نسبة مساهمة الأموال الخاصة في ربحية المؤسسة قد إنخفضت ويعود الأمر إلى الإنخفاض المحقق في النتيجة الصافية سنة 2017 التي قد حققتها المؤسسة.

ثانيا: تقييم أسهم مجمع صيدال

تتمثل الأسهم المطروحة بالبورصة الجزائرية في أسهم عادية إسمية خالية من كل التزام، حيث تمنح هذه الأسهم لحاملتها حق التصويت وحق الحصول على أرباح، الأفضلية عند الإكتتاب، كذلك نصيبهم من الأرباح الموزعة على المساهمين عند التصفية. و عملية تقييم الأسهم تتم وفقا لمجموعة من المناهج المستخدمة، سنستعمل طريقة مضاعف الأرباح كالتالي:

مضاعف الأرباح = عدد الأسهم / نصيب السهم من الأرباح السنوية

الجدول (3-12): معطيات أسهم صيدال

البيان	عدد الأسهم	سعر السهم	نصيب السهم من الأرباح السنوية
أسهم صيدال	10000000	665	47.5

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على معطيات

وبتعويض القيم في المعادلة نجد: مضاعف الأرباح =  $47.5/665$

= 14 مرة

التحليل: بما أن مضاعف الأرباح يتراوح بين 12 و 16، فإن الاستثمار في الأسهم مقبولا وبالتالي يسترجع المستثمر أمواله بعد 14 سنة.

2- القيمة الحقيقية للسهم لدينا:

القيمة الحقيقية للسهم = مضاعف الأرباح \* نصيب السهم من الأرباح السنة القادمة

=  $47.5 * 14$

= 665 أي بنسبة 6.65%

التحليل: إن سعر السهم يتأثر بالأرباح التي يتوقع تحقيقها مستقبلا بنسبة 6.65%

### خلاصة الفصل :

إن علاقة الهندسة المالية بالمخاطر المالية تتجلى في مجموعة استراتيجيات التحوط والتغطية ضد المخاطر بأدوات الهندسة المالية المشتقات المالية، الخيارات، والتوريق إضافة إلى عملياتها.

مجمع صيدال مؤسسة صناعية غزت الإقتصاد بفضل منتجاتها ذات الجودة والتنوع، إضافة إلى دخول المجمع لبورصة القيم المنقولة بطرح أسهمه للتداول العام. غير أن الملاحظ على هذه الأسهم أنها تتأثر بالحالة المالية والإقتصادية للمجمع، وحسب دراستنا لأهم المؤشرات فإن المجمع يتمتع بوضع مالية جيدة .

والشيء المميز بالمجمع هو نشاطه المستمر والمستقر، إضافة لعدم تعرضه لأية مخاطر تعرقل مسيرته إلا المخاطر التشغيلية الناتجة عن إغلاق موقع الحراش نظرا للإصلاحات الموجودة بالمنطقة.

خاتمة

## خاتمة:

إن انفتاح العالم الإقتصادي على العولمة جعله يتطور على جميع الأصعدة والمستويات ليصبح العالم قرية صغيرة تسهل فيها معرفة الأحداث في أي منظمة، هذا التطور أعطى حرية لرأس المال وسرعة انتقال تسببت في ولادة مخاطر وأزمات تهدد استقرار المؤشرات الإقتصادية العامة وكذا عوائد وإيرادات المنشآت، إضافة إلى ارتباط الإقتصاديات مع بعضها البعض وبالتالي تؤثر وتتأثر كل واحدة بأخرى.

وكدواء لهذا الداء ظهرت الهندسة المالية التي عمدت إلى الإبداع والإبتكار لتطوير القطاع المالي من خلال أدواتها المستحدثة التي تهدف إلى تحقيق أكبر العوائد بأقل التكاليف وبدون أو أقل مخاطر ممكنة، بحيث تضمن هذه الابتكارات استفادة كل المتعاملين من خصائصها شرط استخدامها بطريقة صحيحة وسليمة لتعود بالخير والنفع على الجميع.

### 1- اختبار صحة الفرضيات: بعد التطرق لهذا الموضوع يمكننا اختبار فرضياته كمايلي:

- تسعى الهندسة المالية إلى إيجاد حلول جذرية من خلال استراتيجيات التحوط والتغطية، صحيحة

فالهندسة المالية هي تصميم وتطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة، وتقديم حلول خلاقة مبدعة للمشكلات الإقتصادية والمالية.

- تنوع المخاطر المالية حافز للبحث عن أدوات ومنتجات مالية مستحدثة، صحيحة، فلولا وجود الداء (المخاطر المالية) ما وجد الدواء (أدوات الهندسة المالية).

- تتمتع مجمع صيدال بوضعية مالية جيدة، صحيحة، وهذا يتضح من خلال النتائج التي حققها المجمع في الآونة الأخيرة من رقم أعمال ونتيجة صافية وبالأخص ارتفاع سعر شراء سهم المجمع ليتراوح بين 500 دج و1225 دج. وأكثر ما يميز به المجمع هو عدم تعرضه لمخاطر باستثناء مخاطر تشغيلية بإغلاق موقع الحراش نظرا لإصلاحات الجامع الكبير بالجزائر.

### 2- نتائج الدراسة: من خلال الدراسة التي قمنا توصلنا للنتائج التالية:

- الأسواق المالية لها كيان خاص ينفرد بقدرته على جميع المدخرات وتوظيفها في استثمارات تعود بالنفع لجميع المتعاملين.

- مصطلح الهندسة المالية وجد منذ القدم قدم التعاملات المالية، غير أنه أصبح محور الدراسات لحداثة استخدامه. فالهندسة المالية هي عملية التطوير والتصميم وابتكار أدوات وأساليب مالية مبتكرة للوصول إلى حلول خلاقة تضمن تحقيق الأهداف لكل المتعاملين.

- إدارة المخاطر المالية عملية ضرورية في كل مؤسسة كونها تضمن استمرار المؤسسة ومواجهة أي تهديدات تهدد نشاطها واستقرارها.



- تساهم أدوات الهندسة المالية في الحد من المخاطر المالية من خلال استراتيجيات التحوط والتغطية بالمشتقات والخيارات المالية ومشتقات المشتقات.

-مجمع صيدال من أكبر المؤسسات الصناعية المالية التي تتمتع بمركز مالي جيد واستقرار نشاطه بالبورصة.

-مخمول بورصة الجزائر وقلة نشاطها مما يتطلب إظفاء لمسة المشتقات المالية عليها.

- ظهور الهندسة المالية الإسلامية ما هو إلا دليل على نجاح الهندسة المالية.

### 3-إقتراحات وتوصيات:نوجزها فيمايلي:

- ضرورة الانضباط بقواعد الهندسة المالية وأسسها.

- العمل على تطوير أدوات الهندسة المالية لضمان السيطرة أكثر على المخاطر المالية وتبيان حدودها.

- تنمية الوعي لدى الأفراد والمؤسسات على ضرورة الاستثمار بالأسواق المالية للنهوض بالإقتصاد الوطني.

-على الدولة التسهيل في إجراءات الاستثمار والتشجيع له بمختلف الوسائل.

- العمل على تداول المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية العربية وبالأخص بورصة الجزائر.

- العمل على تحرير انتقال رؤوس الأموال عن طريق ربط سوق الأوراق المالية بالجزائر بالأسواق العالمية.

- الشفافية في تقديم المعلومات للمستثمرين لضمان زيادة الطلب على مستوى الأسواق.

- تنويع الأوراق المالية الخاصة بالمجمع وعدم الإكتفاء بالأسهم والسندات.

- إقامة سوق إسلامية تطبق أحكام الشريعة الإسلامية قولاً وفعلاً ، لجذب المستثمرين الذين يكرهون

التعامل بالأدوات الربوية.

- ضرورة الاستخدام الكفئ لعمليات ومنتجات الهندسة المالية، والعمل على تطويرها بما يتوافق وعمل مختلف

المؤسسات.

- محاربة الفساد الإداري داخل المؤسسات وعدم الانصياع لأصحابه .

### 4-آفاق البحث:من خلال عملية البحث التي قمنا بها ونظرا لتشعب الموضوع واتساعه وأهميته العلمية

والعملية،قد صرفنا النظر عن عدة مواضيع نذكر منها:

- دور الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر المالية.

- المقارنة بين الابتكار المالي المعاصر والابتكار المالي الإسلامي.

نتج عن عملية بحثنا مجموعة من التساؤلات تجلت في :

\*واقع الهندسة المالية في الجزائر.

\*الهندسة المالية الإسلامية ومدى الالتزام بمبادئها وأحكامها على مستوى المؤسسات الجزائرية.

\*سبل تنشيط الاستثمار ببورصة الجزائر.

نستخلص أن منتجات الهندسة المالية وأدواتها في حاجة إلى المزيد من البحث والدراسة للتوسع في حيثياتها وآثارها على السوق المالية العالمية بشكل عام والمؤسسة الاقتصادية بشكل خاص والبحث عن الكيفيات التي تمكن الأطراف ذات الصلة من العمل على كبح النمو غير طبيعي لهذه المنتجات من خلال الإفراط في استعمال الأدوات المالية المبتكرة لغرض المضاربة لا لغرض التغطية من المخاطر المالية وذلك لتفادي حدوث أزمات مالية قد تمتد آثارها إلى الاقتصاد الحقيقي.

ونرجو في الأخير أننا وفقنا في صياغة وطرح الموضوع والإحاطة بكل جوانبه وذلك حسب حدود قدرتنا وماتوفر لنا من معلومات.

## الكتب باللغة العربية:

- 1- أحمد محمد أبو زيد ، مبادئ التأمين، بدون طبعة ،دار الفكر للنشر والتوزيع ،الإسكندرية مصر 2010.
- 2- أسعد رياض ، الهندسة المالية وأهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية ،إتحاد المصارف العربية ، بيروت لبنان 1998.
- 3- الخزامى عبد الحكم أحمد ،مائيير ، الأسواق والمؤسسات المالية (الفرص،المخاطر) الطبعة الأولى دار الفكر الجامعي لنشر والتوزيع القاهرة،مصر، 2007.
- 4- السلام شقيري ،أسامة عزمي إدارة المخاطر والتأمين، الطبعة الأولى، دار حامد لنشر والتوزيع ،عمان الأردن 2009.
- 5- الهندي جليل ،الناشف إنطوان ، المفهوم القانوني لسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب ،الجزء الثاني ،طرابلس لبنان.
- 7- بن ساسي يوسف قريشي ، التسيير المالي ،الإدارة المالية ،دار وائل للنشر والتوزيع ،عمان ،الأردن 2011.
- 8- جليل كاظم مدلول العارضي ،نعمة الجبوري علي عبودي ، الهندسة المالي وأدواتها المشتقة ، بدون طبعة،الدار المنهجية لنشر والتوزيع ، عمان ،الأردن 2002
- 9- جليل كاظم مدلول العارضي ، الإدارة المالية المتقدمة ، الطبعة الأولى ،دارالصفاء لنشر والتوزيع ، عمان ،الأردن 2013.
- 10- حمزة محمود الزبيدي ، التحليل المالي ، الطبعة الثانية ،مؤسسة الوراق لنشر ،عمان الأردن 2011
- 11- خالد وهيب الراوي ، أسواق المالية والنقدية ، الطبعة الأولى ،عمان الأردن 2000. طارق الحاج ، مبادئ التمويل ، بدون طبعة ، دار الصفاء للطباعة والنشر ، عمان الأردن 2002
- 12- زياد رمضان، إدارة مخاطر الائتمان، الشركة العربية المتحدة للتوريدات والتوريدات ، القاهرة مصر 2008.
- 13- سفيان أحمد محمد علي ، الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية ، دار التعليم الجامعي ، لنشر والتوزيع ،الإسكندرية مصر .
- 14- سيد متولي عبد القادر ، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار الفكر ،مصر 2010.
- 15- سيد سالم عرفة ، إدارة المخاطر الإستثمارية ، الطبعة الأولى ، دار الراية للنشر والتوزيع ،عمان ،الأردن 2009.
- 16- شريط صلاح الدين ، مبادئ الأسواق المالية ، الطبعة الأولى دار الشروف لنشر والتوزيع ،فلسطين 2014
- 17- طارق الله خان ،أحمد حبيب ، إدارة المخاطر تحليل القضايا في الصناعة المالية الإسلامية ، بدون طبعة ،المعهد الإسلامي لبحوث والتدريب ،المملكة العربية السعودية 2003.

- 18- طارق عبد العال ، حوكمة الشركات ، بدون طبعة ،الدار الجامعية ،الإسكندرية ،مصر 2005.
- 19- فريد النجار ، البورصات والهندسة المالية ، بدون طبعة،المؤسسة شباب الجعنة الإسكندرية ، مصر ، 1999،1998
- 20- قندوز عبد الكريم ، الهندسة المالية بين النظرية والتطبيق ،مؤسسة الرسالة الناشرون،بيروت ،لبنان الطبعة الأولى 1429 2008.
- 21- عبد الغفار حنفي ،عبد الفتاح إسماعيل ، الأسواق المالية، بدون طبعة الدار الجامعية ،الإسكندرية ،مصر 2009.
- 22- عبد الغفار حنفي ،رسمية قرياقص ، البورصات والمؤسسات المالية، بدون طبعة ،الدار الجامعية الإسكندرية ،مصر 2009.
- 23- عبد الغفار حنفي ، أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية ، بدون طبعة،الدار الجامعية لنشر والتوزيع الإسكندرية مصر 2001.
- 24- عبد الرحمان مؤيد ، جمعية إدارة المشتقات المالية ،الطبعة الأولى،دار الشراء للنشر والتوزيع القاهرة، مصر 2012.
- 25- عبيدات محمد إبراهيم ، أساسيات الإدارة المالية ، بدون طبعة ،دار المستقبل لنشر والتوزيع القاهرة ،مصر 1997.
- 26- مبارك ليسوس، التسيير المالي ،ديوان المطبوعات الجامعية ،الجزائر، 2004
- 27- مطر محمد ،إدارة الإستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العلمية، بدون طبعة المكتبة الوطنية ،عمان الأردن 1993.
- 28- معروف هوشيار ، الإستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العلمية ، طبعة الأولى ،دار الصفاء للنشو والتوزيع ،عمان الأردن 2003.
- 29- موسى سعيد مطر ،سفير موري موسى ، التمويل الدولي ،الطبعة الأولى ،دار الصفاء لنشر والتوزيع عمان الأردن 2008.
- 30- محمد صالح الحناوي ،جلال إبراهيم العيد، تقييم الأسهم والسندات ،الطبعة الثانية المكتب الجامعي الحديث ،الإسكندرية مصر 2010.
- 31- محمد صالح الحناوي إبراهيم العيد ، الإستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل التحليل الأساسي والفني ،الدار الجامعية ،الإسكندرية،مصر 2004،2005.

- 32- منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات المالية، الجزء الأول بدون ن طبعة، منشأة المعارف، الإسكندرية مصر، 2003.
- 33- منير إبراهيم الهندي أسواق رأس المال الأوراق المالية، بدون طبعة منشأة المعارف الإسكندرية، مصر 1997.
- 34- منير إبراهيم الهندي، أساسيات الإستثمار، بدون طبعة، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر 1999
- 35- كوهين مائير خزامى عبد الحميد، الأسواق والمؤسسات المالية، بدون طبعة دار الغجر للنشر والتوزيع القاهرة، مصر 2007
- 35- وليد عاطف، التمويل والإدارة المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر 2008.
- 36- هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على الإستراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الأولى، دار الوراق للنشر والتوزيع، 2008.
- 37- هاشم فوزي دباس، الهندسة المالية بالتركيز على إستراتيجية الخيارات المالية، الطبعة الأولى، الوراق لنشر والتوزيع عمان الأردن 2007
- 38- وليد بكري الصافي، الأسواق المالية الدولية، الطبعة الأولى دار المستقبل للنشر والتوزيع، بيروت، لبنان . 2001
- 39- يوسف حجيم الطائي آخرون، إدارة التأمين والمخاطر، الطبعة الأولى، دار الباروزي العلمية لنشر والتوزيع، عمان الأردن 2011 2012
- المذكرات والأطروحات:
- 1- الماسنج رابع أمين، الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية سنة 2009، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص نقود وبنوك، جامعة الجزائر منشورة 2010، 2011.
- 2- بن هو عصمت محمد طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية تقييم المؤسسات العمومية الإقتصادية الجزائرية في ظل إستراتيجية الخوصصة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة أبو بكر بالقائد، تلمسان الجزائر 2015، 2016
- 3- بن قيراط عبد العزيز، بركات غنية، تمويل المشاريع الإستثمارية، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، تخصص إقتصاد تطبيقي وتسيير المنظمات، جامعة العقيد الحاج لخضر كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير غير منشورة، باتنة 2008، 2009.

- 4- بوخلخال خالد، دور الهندسة المالية في إدارة المخاطر المالية / مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، جامعة الجزائر 2013، 2012.
- 5- ساسية جدي، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية، مذكرة ضمن متطلبات شهادة الماجستير، جامعة محمد خيضر، منشورة 2014، 2015.
- 6- سنا جقي عبد الله، سوق الأوراق المالية ودوره في تطوير الصناعة الإستثمار، مذكرة لنيل شهادة الماجستير تخصص مالية ومحاسبة كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر 2008، 2009.
- 7- قندوز عبد الكريم، الصناعة الهندسة المالية في المؤسسات 29 المالية الإسلامية، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الإقتصادية فرع نقود المالية، جامعة حسيبة بن بوعلي، شلف 2006، 2007.
- 8- لعمش أمال، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية، دراسة نقدية لبعض المنتجات المصرفية الإسلامية، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية تخصص مالية ومحاسبة معمقة، جامعة فرحات عباس، سطيف الجزائر 2011، 2012.
- 9- محمد علي، إدارة المخاطر المالية، رسالة الدكتوراه في إدارة مخاطر الأعمال، كلية التجارة، جامعة القاهرة، مصر 2005.
- 10- معتوق جمال، إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة محمد بوضياف المسيلة 2016.
- المجلات:
1. - قندوز عبد الكريم، إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية، مدخل الهندسة المالية، مجلة الأكاديمية للدراسات تاجتماعية الإقتصادية العدد 9، 2012.
2. - سامي سويلم، صناعة الهندسة المالية الإسلامية في المنهج الإسلامي، مركز البحوث، شركة المصرفي للإستثمار ديسمبر 2001
- الملتقيات .:
1. العمراوي حسان / الملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الإقتصاد الإسلامي، جامعة قالمة يومي 3، 4، 2012.
2. بزاز حليلة المشتقات المالية الإسلامية ومخاطرها، الملتقى الإقتصادي الدولي أزمة النظام المالي المصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية يومي 5، 6، 2009.
3. بوخديني وهيبية، ملتقى صفاقص الدولي الرابع المالية الإسلامية، جامعة البليدة 02 الجزائر .

4. -عبد القادر شلالي جلال، مدخل الإستراتيجي لإدارة المخاطر المالية مداخله مقدمة لفعاليات المنتدى الدولي الأول حول إدارة المخاطر المالية وأثرها على إقتصاديات دول العالم محندا أولحاج البويرة يومي 16،17،2013.

المؤتمرات:

1. -بن منصور موسى الإبتكار المالي في المؤسسات الإسلامية بين الأصالة والتقليد، المؤتمر الدولي للمنتجات وتطبيقات الإبتكار والهندسة المالية جامعة فرحات فرحات عباس، سطيف يومي 5 و6 ماي 2014.

2. قندوز عبد الكريم الهندسة المالية وإضطراب النظام المالي، مؤتمر كلية العلوم الإدارية الربح ديسمبر 2010، جامعة الكويت الكلية العلوم الإقتصادية والإجتماعية .

مواقع الأترنت:

1. [www.saidal.dz](http://www.saidal.dz) anorce grogans acion consuber 13/04/2018
2. [www.cosod.org](http://www.cosod.org) wp content uplods2014les en etters notices saidal pdf p06.
3. [www.saidalgroup.dz.com](http://www.saidalgroup.dz.com)

-التقرير المالي 2016

-التقرير المالي 2017.

الملاحق



**EPE /Groupe SAIDAL**

**SOCIETE PAR ACTIONS AU CAPITAL SOCIAL DE 2 500 000 000.00 DA**

**SIEGE SOCIAL : Route de willaya N° 11 BP 141 Dar EL Beida Alger –Algérie**

## **COMMUNIQUE**

### **BILAN DU PREMIER SEMESTRE 2016**

Le Conseil d'Administration de la SPA Groupe SAIDAL, réuni le 10 Novembre 2016, a arrêté les comptes au 30 Juin 2016 et communique aux actionnaires de l'entreprise, le rapport du conseil d'administration et les états financiers du premier semestre 2016, et ce, conformément au règlement COSOB N° 2000-02 du 20 janvier 2000, relatif à l'information à publier par les sociétés dont les valeurs sont cotées en bourse.

#### **1- Le Chiffre d'affaires :**

Le chiffre d'affaires cumulé réalisé par l'entreprise à fin Juin 2016 s'élève à 5.791.339 KDA contre 5.189.053 KDA à fin Juin 2015, soit un accroissement de 12%.

Cette variation du volume du chiffre d'affaires est du principalement à :

- La mise en place d'équipe de travail en continu, notamment au niveau des sites d'El Harrach et de Gué de Constantine ;
- La formalisation en début d'année, de nouvelles conventions clients
- L'octroi de mesures commerciales en la forme de ristournes aux clients
- L'engagement par le groupe Saidal, d'actions de promotion et de distribution des produits de la filiale SOMEDIAL.

## **2- La production :**

La production réalisée durant le premier semestre 2016 est de 5.345.113 KDA contre 4.322.830 KDA, comparativement à fin Juin 2015, soit un accroissement de 24%.

Cette performance est due à :

- Une grande disponibilité des matières premières,
- Une sensibilisation de l'ensemble du collectif des travailleurs.

## **3 – La rentabilité**

Le résultat brut bénéficiaire enregistré au titre du premier semestre 2016, s'élève à 1.539,4 Millions de DA, contre 485,7 Millions de DA à fin Juin 2015, soit une amélioration des résultats de 46,1%.

## **4- L'activité boursière**

Elle a été marquée par une amélioration du cours du titre SPA SAIDAL, de 9,4 %. Le cours du titre est passé de 585,00 DA à 640,00 DA l'action.

Le volume transigé est de 6.781 actions correspondant à une masse monétaire de 4,3 Millions de DA, avec un cours moyen de 639,00 DA.

Sur le plan de la dématérialisation du titre SAIDAL, cette opération a atteint un volume de 748.850 actions correspondant à 37.44 % du volume des actions admis à la cotation.

**Attestation du Commissaire aux Comptes sur les comptes de la SPA  
Groupe SAIDAL au 30 Juin 2016.**

En application du Règlement de la COSOB N° 2000/02 DU 20 JANVIER 2000 relatif aux informations à publier par les sociétés, dont les actions sont cotées en Bourse ,nous avons procédé à un examen limité des comptes consolidés du Groupe industriel SPA SAIDAL tels qu' arrêtés par le conseil d'Administration et sous sa responsabilité en date du 10 Novembre 2016.

Notre responsabilité consiste à exprimer une opinion sur la sincérité, la régularité des comptes et de la situation financière et du patrimoniale de la société sur la base des états financiers et des informations fournies par les dirigeants.

Les pertes de valeurs sur titres de participation sur les sociétés dont la valeur réelle est inférieure à la valeur d'acquisition doivent faire l'objet lors de la clôture des comptes sociaux en fin d'exercice d'un complément de provisions.

A l'issue de nos travaux de contrôles limités, nous n'avons pas relevé d'anomalies significatives de nature à remettre en cause la régularité et la sincérité des comptes du Groupe ainsi que l'image fidèle de son résultat, son patrimoine et sa situation financière du premier semestre 2016.

Alger, le 13 Novembre 2016.

**LE COMMISSAIRE AUX COMPTES**

**L. BOUKORTT**

**BILAN GROUPE AU 30/06/2016 – ACTIF**

ACTIF	30/06/2016			30/06/2015	Evolution	%
	BRUTS MONTANTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS			
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>						
Écart d'acquisition (ou goodwill)	115 414 200,00	0,00	115 414 200,00	87 785 040,00	27 629 160,00	31,47%
<b>Immobilisations incorporelles</b>	212 279 501,73	193 073 481,66	19 206 020,07	10 987 846,25	8 218 173,82	74,79%
<b>Immobilisations corporelles</b>	0,00	0,00	0,00	-	-	-
Terrains	4 514 492 953,87	0,00	4 514 492 953,87	4 514 492 953,87	-	-
Bâtiments	7 058 437 038,17	5 422 992 273,53	1 635 444 764,64	1 718 391 315,53	-82 946 550,89	-4,83%
Autres immobilisations corporelles	14 986 906 769,25	13 919 209 564,42	1 067 697 204,83	1 432 241 677,89	-364 544 473,06	-25,45%
Immobilisations en concession	280 023 210,00	2 086 092,63	277 937 117,37	85 961 638,20	191 975 479,17	223,33%
<b>Immobilisations en cours</b>	7 355 762 025,73	0,00	7 355 762 025,73	3 256 560 663,17	4 099 201 362,56	125,88%
<b>Immobilisations financières</b>	0,00	0,00	0,00	-	-	-
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 442 046 132,80	0,00	1 442 046 132,80	-	1 442 046 132,80	-
Autres participations et créances rattachées	691 518 175,00	56 511 205,63	635 006 969,37	1 000 281 148,26	-365 274 178,89	-36,52%
Autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00	-	-	-
Prêts et autres actifs financiers non courants	175 707 398,86	0,00	175 707 398,86	107 205 123,44	68 502 275,42	63,90%
Impôts différés actif	505 901 216,21	0,00	505 901 216,21	458 964 575,48	46 936 640,73	10,23%
<b>TOTAL ACTIFS NON COURANTS</b>	<b>37 338 488 621,62</b>	<b>19 593 872 617,87</b>	<b>17 744 616 003,75</b>	<b>12 672 871 982,09</b>	<b>5 071 744 021,66</b>	<b>40,02%</b>
<b>ACTIFS COURANTS</b>	0,00	0,00	-	-	-	-
<b>Stocks et encours</b>	6 145 850 981,33	525 580 380,78	5 620 270 600,55	5 420 019 208,05	200 251 392,50	3,69%
<b>Créances et emplois assimilés</b>	0,00	0,00	0,00	-	-	-
Clients	5 687 401 960,09	1 833 169 781,33	3 854 232 178,76	3 407 096 523,25	447 135 655,51	13,12%
Autres débiteurs	1 227 001 011,84	35 284 585,67	1 191 716 426,17	1 135 216 072,98	56 500 353,19	4,98%
Impôts	515 632 867,30	345 347 828,24	170 285 039,06	123 135 493,14	47 149 545,92	38,29%
Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	33 166 666,67	-33 166 666,67	-100,00%
<b>Disponibilités et assimilés</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	-	-
Placements et autres actifs financiers courants	3 018 559 989,19	0,00	3 018 559 989,19	3 018 559 989,19	-	-
Trésorerie	6 091 549 541,17	83 275 568,07	6 008 273 973,10	5 817 069 378,79	191 204 594,31	3,29%
<b>TOTAL ACTIFS COURANTS</b>	<b>22 685 996 350,92</b>	<b>2 822 658 144,09</b>	<b>19 863 338 206,83</b>	<b>18 954 263 332,07</b>	<b>909 074 874,76</b>	<b>4,80%</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>60 024 484 972,54</b>	<b>22 416 530 761,96</b>	<b>37 607 954 210,58</b>	<b>31 627 135 314,16</b>	<b>5 980 818 896,42</b>	<b>18,91%</b>

**Direction des Finances et Comptabilité / Groupe SAIDAL**

**BILAN GROUPE AU 30/06/2016 – PASSIF**

PASSIF	30/06/2016	30/06/2015	EVOLUTION	%
<b><u>CAPITAUX PROPRES</u></b>				
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00	0,00	0,00%
Capital non appelé	0,00	0,00		
Dotations de l'état	2 586 812 201,59		-2 586 812 201,59	
Primes et réserves -(réserves consolidées)	12 861 813 853,88	12 071 886 300,24	-789 927 553,64	-6,54%
Ecart de réévaluation	76 201 670,88	181 535 293,34	105 333 622,46	58,02%
Écart d'équivalence	1 072 343 934,07	0,00	-1 072 343 934,07	
Résultat Net	1 459 446 837,32	1 044 198 909,11	-415 247 928,20	-39,77%
Autres capitaux propres -report à nouveau	-380 570 626,65	92 515 563,87	473 086 190,52	511,36%
Intérêts minoritaires	1 018 172 671,38	998 450 049,16	-19 722 622,22	-1,98%
<b>TOTAL I</b>	<b>21 194 220 542,46</b>	<b>16 888 586 115,72</b>	<b>-4 305 634 426,74</b>	<b>-25,49%</b>
<b><u>PASSIFS NON COURANTS</u></b>	0,00		0,00	
Emprunts et dettes financières	7 079 971 357,67	4 060 607 731,71	-3 019 363 625,96	-74,36%
Impôts (différés et provisionnés)	285 333 000,95	267 823 005,95	-17 509 995,00	-6,54%
Autres dettes non courantes	1 061 401 552,48	3 456 572 927,58	2 395 171 375,10	69,29%
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 720 368 151,10	1 503 344 092,45	-217 024 058,65	-14,44%
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>	<b>10 147 074 062,20</b>	<b>9 288 347 757,69</b>	<b>-858 726 304,51</b>	<b>-9,25%</b>
<b><u>PASSIFS COURANTS</u></b>	0,00		0,00	
Fournisseurs et comptes rattachés	1 266 013 920,23	1 292 897 310,30	26 883 390,07	2,08%
Impôts	139 441 886,41	52 574 281,78	-86 867 604,63	-165,23%
Autres dettes	4 008 024 085,52	3 487 237 598,37	-520 786 487,15	-14,93%
Trésorerie passif	853 179 713,76	617 492 250,30	-235 687 463,46	-38,17%
<b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>	<b>6 266 659 605,92</b>	<b>5 450 201 440,75</b>	<b>-816 458 165,17</b>	<b>-14,98%</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>	<b>37 607 954 210,58</b>	<b>31 627 135 314,16</b>	<b>-5 980 818 896,42</b>	<b>-18,91%</b>

**Direction des Finances et Comptabilité / Groupe SAIDAL**

**BILAN GROUPE AU 30/06/2016 – CR**

COMPTE DE RESULTAT	30/06/2016	30/06/2015	EVOLUTION	%
Chiffre d'affaires	5 791 338 867,81	5 189 052 726,31	-602 286 141,50	-11,61%
Variation stocks produits finis et en cours	542 246 920,69	161 061 494,82	-381 185 425,87	-236,67%
Production immobilisée	0,00	0,00		
Subvention d'exploitation	0,00	0,00		
<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>6 333 585 788,50</b>	<b>5 350 114 221,13</b>	<b>-983 471 567,37</b>	<b>-18,38%</b>
Achats consommés	-2 084 321 598,44	-1 693 349 507,45	390 972 090,99	-23,09%
Services extérieurs et autres consommations	-420 133 867,32	-537 434 698,49	-117 300 831,17	21,83%
<b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>	<b>-2 504 455 465,76</b>	<b>-2 230 784 205,94</b>	<b>273 671 259,82</b>	<b>-12,27%</b>
<b>III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION ( I - II )</b>	<b>3 829 130 322,74</b>	<b>3 119 330 015,19</b>	<b>-709 800 307,55</b>	<b>-22,75%</b>
Charges de personnel	-1 600 846 754,96	-1 649 501 757,26	-48 655 002,30	2,95%
Impôts, taxes et versements assimilés	-92 627 964,67	-83 379 678,17	9 248 286,50	-11,09%
<b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>2 135 655 603,11</b>	<b>1 386 448 579,76</b>	<b>-749 207 023,35</b>	<b>-54,04%</b>
Autres produits opérationnels	18 329 342,61	22 222 047,66	3 892 705,05	17,52%
Autres charges opérationnelles	-40 256 909,58	-41 437 469,46	-1 180 559,88	2,85%
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-780 261 289,35	-411 594 711,72	368 666 577,63	-89,57%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	185 450 745,77	123 603 339,78	-61 847 405,99	-50,04%
<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>1 518 917 492,56</b>	<b>1 079 241 786,02</b>	<b>-439 675 706,54</b>	<b>-40,74%</b>
Produits financiers	47 927 681,10	49 949 264,53	2 021 583,43	4,05%
Charges financières	-110 308 933,00	-63 332 359,73	46 976 573,27	-74,17%
<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>	<b>-62 381 251,90</b>	<b>-13 383 095,20</b>	<b>48 998 156,70</b>	<b>-366,12%</b>
<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT ( V + VI )</b>	<b>1 456 536 240,66</b>	<b>1 065 858 690,82</b>	<b>-390 677 549,84</b>	<b>-36,65%</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-1 492 255,00	-10 000,00	1 482 255,00	-14822,55%
Impôts différés ( variation ) sur résultat ordinaires	-33 803 660,85	20 463 448,93	54 267 109,78	265,19%
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	6 585 293 557,98	5 545 888 873,10	-1 039 404 684,88	-18,74%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-5 096 445 911,47	-4 500 503 631,21	595 942 280,26	-13,24%
<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>1 488 847 646,51</b>	<b>1 045 385 241,89</b>	<b>-443 462 404,62</b>	<b>-42,42%</b>
Eléments extraordinaires (produits) ( à préciser )				
Eléments extraordinaires (charges) ( à préciser )				
<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>		
<b>X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>1 488 847 646,51</b>	<b>1 045 385 241,89</b>	<b>-443 462 404,62</b>	<b>-42,42%</b>
Résultat minoritaires	15 028 992,08	-1 186 332,78	-16 215 324,85	1366,84%
part dans le Résultat dans Stes mises en équivalence	-44 429 801,27	0,00	44 429 801,27	
<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>1 459 446 837,32</b>	<b>1 044 198 909,11</b>	<b>-415 247 928,20</b>	<b>-39,77%</b>

**TABLEAU DES FLUX DE TRESORERIE CONSOLIDE (Méthode directe)**  
**PERIODE DU 01/01/2016 AU 30/06/2015**

	NOTE	CONSOLIDE	
		N	N-1
<b>Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles</b>			
Encaissement reçu des clients		5 688 305 908,38	6 806 773 417,67
sommes versées aux fournisseurs et aux personnels		-3 778 259 839,78	-4 467 360 229,19
Intérêts et autres frais financiers payés		-1 042 491 558,01	-92 237 882,05
Impôts sur les résultats payés		-247 084 279,00	-189 591 765,00
Transfert de fond inter unités			
<b>Flux de trésorerie avant éléments extraordinaires</b>			
Flux de trésorerie lié à des éléments extraordinaires (à préciser)			
<b>Flux de trésorerie net provenant des activités opérationnelles (A)</b>		<b>620 470 231,59</b>	<b>2 057 583 541,43</b>
<b>Flux de trésorerie provenant des activités d'investissement</b>			
Décaissements sur acquisition d'immobilisations corporelles ou incorporelles		-289 125 321,22	-69 981 202,79
Encaissement sur cessions d'immobilisations corporelles ou incorporelles		1 182 324,06	1 045 950,00
Décaissements sur acquisition d'immobilisations financières		-136 633 160,00	-28 518 776,00
Encaissements sur cessions d'immobilisations financières		-	-
Intérêt encaissés sur placements financiers		-	-
Dividendes et quote-part de résultats reçus		-	-
<b>Flux de trésorerie net provenant des activités d'investissements (B)</b>		<b>-424 576 157,16</b>	<b>-97 454 028,79</b>
<b>Flux de trésorerie provenant des activités de financement</b>			
Encaissement suite à l'émission d'actions		-	-
Dividendes et autres distributions effectués		-19 696 162,00	-18 105 295,00
Encaissements provenant d'emprunts		206 344 880,18	363 635 641,84
Remboursements d'emprunts ou d'autres dettes et assimilées		-609 893 982,00	-554 529 074,97
<b>Flux de trésorerie net provenant des activités de financements (C)</b>		<b>-423 245 263,82</b>	<b>-208 998 728,13</b>
Incidences des variations des taux de change sur liquidités et quasi- liquidité		4 468,44	49 705,33
<b>Variation de trésorerie de la période (A+B+C)</b>		<b>-227 346 720,95</b>	<b>1 751 180 489,84</b>
Trésorerie et équivalents de trésorerie à l'ouverture de l'exercice		4 323 214 732,85	4 240 804 139,69
Trésorerie et équivalents de trésorerie à la clôture de l'exercice		4 095 868 011,90	5 991 984 629,53
<b>Variation de trésorerie de la période</b>		<b>-227 346 720,95</b>	<b>1 751 180 489,84</b>
<b>Rapprochement avec le résultat comptable</b>			

**BILAN SOCIETE MERE  
AU 30/06/2016**



**Direction des Finances et Comptabilité / Groupe SAIDAL**

**Bilan société mère au 30/06/2016 – Actif**

Actif	Note	Montants Bruts	30/06/2016		30/06/2015	Evolution	%
			Amortis ou Provisions	Montants Nets			
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>							
Ecart d'acquisition (ou goodwill)	1	115 414 200,00		115 414 200,00	87 785 040,00	27 629 160,00	31,47%
Immobilisations incorporelles	2	207 609 628,66	191 153 774,34	16 455 854,32	7 949 064,82	8 506 789,50	107,02%
Immobilisations corporelles							
Terrains		3 253 653 353,87		3 253 653 353,87	3 253 653 353,87		
Bâtiments		5 792 072 006,26	4 925 925 254,18	866 146 752,08	880 908 156,21	-14 761 404,13	-1,68%
Autres immobilisations corporelles	3	14 009 493 206,82	13 290 767 251,28	718 725 955,54	1 064 592 622,42	-345 866 666,88	-32,49%
Immobilisations en concession	4	280 023 210,00	2 086 092,63	277 937 117,37	85 961 638,20	191 975 479,17	223,33%
Immobilisations encours	5	7 180 375 190,39		7 180 375 190,39	3 081 173 827,83	4 099 201 362,56	133,04%
Immobilisations financières							
Titres mis en équivalence - entreprises associées							
Autres participations et créances rattachées	6	2 939 700 175,00	56 511 205,63	2 883 188 969,37	2 726 327 148,26	156 861 821,11	5,75%
Autres titres immobilisés							
Prets et autres actifs financiers non courants	7	173 881 375,00	0,00	173 881 375,00	105 229 099,58	68 652 275,42	65,24%
Impôts différés actif		497 653 492,09	0,00	497 653 492,09	452 078 125,02	45 575 367,07	10,08%
<b>TOTAL ACTIFS NON COURANTS</b>		<b>34 449 875 838,09</b>	<b>18 466 443 578,06</b>	<b>15 983 432 260,03</b>	<b>11 745 658 076,21</b>	<b>4 237 774 183,82</b>	<b>36,08%</b>
<b>ACTIFS COURANTS</b>							
<b>Stocks et encours</b>	8	5 492 097 553,82	523 958 606,32	4 968 138 947,50	4 866 086 148,10	102 052 799,40	2,10%
<b>Créances et emplois assimilés</b>							
Clients	9	5 319 367 821,92	1 610 942 665,51	3 708 425 156,41	3 349 385 083,53	359 040 072,88	10,72%
Autres débiteurs	10	1 405 049 973,46	35 284 585,67	1 369 765 387,79	1 187 508 569,65	182 256 818,14	15,35%
Impôts	11	451 894 160,64	345 347 828,24	106 546 332,40	67 046 416,88	39 499 915,52	58,91%
Autres actif courant	12				33 166 666,67	-33 166 666,67	-100,00%
<b>Disponibilités et assimilés</b>							
Placements et autres actifs financiers courants		3 018 559 989,19		3 018 559 989,19	3 018 559 989,19		
Trésorerie	13	6 050 977 888,18	83 275 568,07	5 967 702 320,11	5 744 321 370,65	223 380 949,46	3,89%
<b>TOTAL ACTIFS COURANTS</b>		<b>21 737 947 387,21</b>	<b>2 598 809 253,81</b>	<b>19 139 138 133,40</b>	<b>18 266 074 244,67</b>	<b>873 063 888,73</b>	<b>4,78%</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>56 187 823 225,30</b>	<b>21 065 252 831,87</b>	<b>35 122 570 393,43</b>	<b>30 011 732 320,88</b>	<b>5 110 838 072,55</b>	<b>17,03%</b>

**Bilan société mère au 30/06/2016 – Passif**

PASSIF	Note	30/06/2016	30/06/2015	Evolution	%
<b><u>CAPITAUX PROPRES</u></b>					
Capital émis		2 500 000 000,00	2 500 000 000,00		
Capital non appelé					
Primes et réserves -(réserves consolidées)	<b>14</b>	2 586 812 201,59	0,00	2 586 812 201,59	
Dotation de l'état	<b>15</b>	12 663 614 184,45	12 053 616 671,74	609 997 512,71	5,06%
Ecart de réévaluation	<b>16</b>	69 043 963,90	174 377 586,36	-105 333 622,46	-60,41%
Écart d'équivalence					
Résultat Net		1 539 420 829,43	1 053 685 098,92	485 735 730,51	46,10%
Autres capitaux propres -report à nouveau		428 841 846,73	505 355 248,75	-76 513 402,02	-15,14%
Liaison inter unités					
<b>TOTAL I</b>		<b>19 787 733 026,10</b>	<b>16 287 034 605,77</b>	<b>3 500 698 420,33</b>	<b>21,49%</b>
<b><u>PASSIFS NON COURANTS</u></b>					
Emprunts et dettes financières	<b>17</b>	6 538 637 181,08	3 365 870 711,61	3 172 766 469,47	94,26%
Impôts (différés et provisionnés)		267 823 005,95	267 823 005,95	0,00	
Autres dettes non courantes	<b>18</b>	1 061 401 552,48	3 456 572 927,58	-2 395 171 375,10	-69,29%
Provisions et produits comptabilisés d'avance	<b>19</b>	1 698 619 858,22	1 469 740 487,29	228 879 370,93	15,57%
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>		<b>9 566 481 597,73</b>	<b>8 560 007 132,43</b>	<b>1 006 474 465,30</b>	<b>11,76%</b>
<b><u>PASSIFS COURANTS</u></b>					
Fournisseurs et comptes rattachés	<b>20</b>	1 262 864 549,21	1 284 697 219,23	-21 832 670,02	-1,70%
Impôts	<b>21</b>	126 006 384,11	40 750 301,47	85 256 082,64	209,22%
Autres dettes		3 956 855 895,51	3 410 288 669,45	546 567 226,06	16,03%
Trésorerie passif	<b>13</b>	422 628 940,77	428 954 392,53	-6 325 451,76	-1,47%
<b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>		<b>5 768 355 769,60</b>	<b>5 164 690 582,68</b>	<b>603 665 186,92</b>	<b>11,69%</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>		<b>35 122 570 393,43</b>	<b>30 011 732 320,88</b>	<b>5 110 838 072,55</b>	<b>17,03%</b>

**Direction des Finances et Comptabilité / Groupe SAIDAL**

**Bilan société mère au 30/06/2016 – TCR**

<b>TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT</b>	<b>Note</b>	<b>30/06/2016</b>	<b>30/06/2015</b>	<b>Evolution</b>	<b>%</b>
Chiffre d'affaires	<b>22</b>	5 483 764 659,95	4 952 439 551,71	531 325 108,24	<b>10,73%</b>
Variation stocks produits finis et en cours		516 193 243,61	107 938 164,75	408 255 078,86	<b>378,23%</b>
Production immobilisée					
Subvention d'exploitation					
<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>		<b>5 999 957 903,56</b>	<b>5 060 377 716,46</b>	<b>939 580 187,10</b>	<b>18.57%</b>
Achats consommés	<b>23</b>	-1 882 438 799,39	-1 562 434 671,36	-320 004 128,03	<b>20,48%</b>
Services extérieurs et autres consommations		-396 843 151,64	-522 196 485,38	125 353 333,74	<b>-24,01%</b>
<b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>		<b>-2 279 281 951,03</b>	<b>-2 084 631 156,74</b>	<b>-194 650 794,29</b>	<b>9.34%</b>
<b>III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION ( I - II )</b>		<b>3 720 675 952,53</b>	<b>2 975 746 559,72</b>	<b>744 929 392,81</b>	<b>25.03%</b>
Charges de personnel	<b>24</b>	-1 528 145 895,52	-1 578 485 321,21	50 339 425,69	<b>-3,19%</b>
Impôts, taxes et versements assimilés		-87 627 633,32	-79 092 632,33	-8 535 000,99	<b>10,79%</b>
<b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>		<b>2 005 992 577,21</b>	<b>1 318 168 606,18</b>	<b>786 733 817,51</b>	<b>59.68%</b>
Autres produits opérationnels		14 300 829,98	17 638 786,40	-3 337 956,42	<b>-18,92%</b>
Autres charges opérationnelles		-36 888 202,26	-35 689 528,15	-1 198 674,11	<b>3,36%</b>
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	<b>25</b>	-725 800 451,07	-345 642 235,64	-380 158 215,43	<b>109,99%</b>
Reprises sur pertes de valeurs et provisions		185 123 481,91	123 603 339,78	61 520 142,13	<b>49,77%</b>
<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>		<b>1 541 638 082,25</b>	<b>1 078 078 968,57</b>	<b>463 559 113,68</b>	<b>43.00%</b>
Produits financiers		47 883 667,58	48 135 380,92	-251 713,34	<b>-0,52%</b>
Charges financières		-84 319 762,11	-53 161 999,76	-31 157 762,35	<b>58,61%</b>
<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>		<b>-36 436 094,53</b>	<b>-5 026 618,84</b>	<b>-31 409 475,69</b>	<b>624.86%</b>
<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT ( V + VI )</b>		<b>1 505 201 987,72</b>	<b>1 073 052 349,73</b>	<b>432 149 637,99</b>	<b>40.27%</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires					
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires		-34 218 841,71	19 367 250,81	-53 586 092,52	<b>-276,68%</b>
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>6 247 265 883,03</b>	<b>5 249 755 223,56</b>	<b>997 510 659,47</b>	<b>19,00%</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>-4 707 845 053,60</b>	<b>-4 196 070 124,64</b>	<b>- 511 774 928,96</b>	<b>12,20%</b>
<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>1 539 420 829,43</b>	<b>1 053 685 098,92</b>	<b>485 735 730,51</b>	<b>46,10%</b>
Eléments extraordinaires (produits) ( à préciser )					
Eléments extraordinaires (charges) ( à préciser )					
<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>		-	-		
<b>X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>1 539 420 829,43</b>	<b>1 053 685 098,92</b>	<b>485 735 730,51</b>	<b>46,10%</b>

**Direction des Finances et Comptabilité / Groupe SAIDAL**

**TABLEAU DES FLUX DE TRESORERIE (Méthode directe)  
PERIODE DU 01/01/2016 AU 30/06/2016**

	NOTE	N	N-1
<b>Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles</b>			
Encaissement reçu des clients		5 311 568 470,56	5 033 827 521,24
sommes versées aux fournisseurs et aux personnels		-3 327 250 781,80	-3 924 793 702,39
Intérêts et autres frais financiers payés		-1 020 667 816,26	-63 120 126,57
Impôts sur les résultats payés		-247 084 279,00	-184 342 320,00
Transfert de fond inter unités			
<b>Flux de trésorerie avant éléments extraordinaires</b>			
Flux de trésorerie lié à des éléments extraordinaires (à préciser)			
<b>Flux de trésorerie net provenant des activités opérationnelles (A)</b>		<b>716 565 593,50</b>	<b>861 571 372,28</b>
<b>Flux de trésorerie provenant des activités d'investissement</b>		0,00	0,00
Décaissements sur acquisition d'immobilisations corporelles ou incorporelles		-287 163 443,58	-56 368 219,01
Encaissement sur cessions d'immobilisations corporelles ou incorporelles		1 182 324,06	
Décaissements sur acquisition d'immobilisations financières		-136 633 160,00	-28 518 776,00
Encaissements sur cessions d'immobilisations financières			
Intérêt encaissés sur placements financiers			
Dividendes et quote-part de résultats reçus			
<b>Flux de trésorerie net provenant des activités d'investissements (B)</b>		<b>-422 614 279,52</b>	<b>-84 886 995,01</b>
<b>Flux de trésorerie provenant des activités de financement</b>			
Encaissement suite à l'émission d'actions			
Dividendes et autres distributions effectués		-19 696 162,00	-18 105 295,00
Encaissements provenant d'emprunts		61 068 017,49	69 694 000,00
Remboursements d'emprunts ou d'autres dettes et assimilées		-375 621 225,32	-217 393 669,10
<b>Flux de trésorerie net provenant des activités de financements (C)</b>		<b>-334 249 369,83</b>	<b>-165 804 964,10</b>
Incidences des variations des taux de change sur liquidités et quasi-liquidité			46 358,04
<b>Variation de trésorerie de la période (A+B+C)</b>		<b>-40 298 055,85</b>	<b>610 925 771,21</b>
Trésorerie et équivalents de trésorerie à l'ouverture de l'exercice		4 561 812 315,22	4 402 635 248,97
Trésorerie et équivalents de trésorerie à la clôture de l'exercice		4 521 514 259,37	5 013 561 020,18
<b>Variation de trésorerie de la période</b>		<b>-40 298 055,85</b>	<b>610 925 771,21</b>
<b>Rapprochement avec le résultat comptable</b>			



**Groupe Industriel SAIDAL spa**  
**Société par Actions Au capital social de 2 500 000 000.00 DA**  
**Siege social : Route de willaya N° 11 BP 141 Dar EL Beida Alger –Algérie**

**COMMUNIQUE**  
**BILAN DU PREMIER SEMESTRE 2017**

Le Conseil d'Administration du Groupe industriel SAIDAL Spa, réuni le 04 Février 2018, a arrêté les comptes au 30 Juin 2017 et communique aux actionnaires de l'entreprise, le rapport du conseil d'administration et les états financiers du premier semestre 2017, et ce, conformément au règlement COSOB N° 2000-02 du 20 janvier 2000, relatif à l'information à publier par les sociétés dont les valeurs sont cotées en bourse.

**1- Le Chiffre d'affaires :**

Le chiffre d'affaires réalisé par le groupe saidal au premier semestre 2017 s'élève à 5.591.981 KDA soit une réalisation de 110% par rapport à l'objectif, représentant une baisse de 3% par rapport à la même période de l'exercice 2016.

Il est à noter que, le site d'EL Harrach contribuait de 18% dans le chiffre d'affaires de SAIDAL. Ce site a été fermé en raison du projet de réaménagement d'oued El Harrach et des abords de la grande mosquée d'Alger.

**2- La production :**

La production réalisée durant le premier semestre 2017 est de 57 529 Milliers d'unité vente, pour une valeur de 4.304 667 KDA. soit 96% de l'objectif en quantité et 89 % en valeur enregistrant respectivement une baisse de 14% en quantité et 19% en valeur .à noter que la production de Groupe saidal est assurée actuellement par 5 unités au lieu de 6 (fermeture du site de production d'El Harrach qui contribuait à hauteur de 15% de la production globale).

**3- La rentabilité**

Le résultat brut bénéficiaire de la société mère enregistré au titre du premier semestre 2017, s'élève à 1 202 Millions de DA, contre 1 539 Millions de DA à fin Juin 2016. Soit une baisse du résultat de 22%.

Le résultat brut bénéficiaire du Groupe SAIDAL enregistré au titre du premier semestre 2017, s'élève à 1 187 Millions de DA, contre 1 459 Millions de DA à fin Juin 2016. Soit une baisse du résultat de 18.64%.

**4- L'activité boursière**

Elle a été marquée par une amélioration du cours du titre SPA SAIDAL, de 10.43 %. Passant de 600,00 DA au 31/12/2016 à 665.00 DA l'action au 30/06/2017.

Le volume transigé est de 1910 actions sur les 51 séances qui ont été transigées. Dont 19 séances fructueuses.

Sur le plan de la dématérialisation du titre SAIDAL, cette opération a atteint un volume de 778.240 actions correspondant à 38.91 % du volume des actions admises à la cotation.

**Le Président Directeur Général**

**Attestation des Commissaires aux Comptes sur les comptes  
de la SPA Groupe SAIDAL au 30 Juin 2017.**

En application du Règlement de la COSOB N° 2000/02 du 20 janvier 2000 relatif aux informations à publier par les sociétés, dont les actions sont cotées en Bourse, nous avons procédé à un examen limité des comptes de la société mère et ceux consolidés du Groupe industriel SPA SAIDAL tels qu'arrêtés par le conseil d'Administration et sous sa responsabilité en date du 04 février 2018.

Notre responsabilité consiste à exprimer une opinion sur la sincérité, la régularité des comptes et de la situation financière et du patrimoniale de la société sur la base des états financiers et des informations fournies par les dirigeants.

A l'issu de nos travaux de contrôles limités, nous n'avons pas relevé d'anomalies significatives de nature à remettre en cause la régularité et la sincérité des comptes du Groupe ainsi que l'image fidèle de son résultat, son patrimoine et sa situation financière du premier semestre 2017.

Alger, le 05 février 2018.

**LES COMMISSAIRES AUX COMPTES**

**A.BALI**

**BALI AZZOUZ**  
EXPERT COMPTABLE  
Commissaire aux Comptes  
21/22, Coop. ENNADJAH  
BENI BRAHIM-ALGER

**L. BOUKORTT**

**BOUKORTT Larbi**  
Expert Comptable  
Commissaire aux Comptes



صيدال  
SAIDAL

---

**GROUPE SAIDAL**

**BILAN CONSOLIDE AU 30 JUIN 2017**

## Actif du Bilan (Consolidé Groupe)

UM : DA

ACTIF	30/06/2017			30/06/2016
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
<b>ACTIF NON COURANT</b>				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	115 414 200,00	0,00	115 414 200,00	115 414 200,00
<b>Immobilisations incorporelles</b>	211 594 700,73	196 803 346,98	14 791 353,75	19 206 020,07
<b>Immobilisations corporelles</b>	0,00	0,00	0,00	0,00
Terrains	10 383 338 837,77	0,00	10 383 338 837,77	4 514 492 953,87
Bâtiments	7 500 479 841,28	5 686 183 240,39	1 814 296 600,89	1 635 444 764,64
Autres immobilisations corporelles	15 159 780 240,91	13 823 884 566,74	1 335 895 674,17	1 067 697 204,83
Immobilisations en concession	280 023 210,00	2 957 340,78	277 065 869,22	277 937 117,37
<b>Immobilisations en cours</b>	12 118 208 399,64	0,00	12 118 208 399,64	7 355 762 025,73
<b>Immobilisations financières</b>	0,00	0,00	0,00	0,00
Titres mis en équivalences - entreprises associées	613 937 791,04	0,00	613 937 791,04	1 442 046 132,80
Autres participations et créances rattachées	965 118 175,00	58 940 054,97	906 178 120,03	635 006 969,37
Autres titres immobilisés	3 000 000 000,00	0,00	3 000 000 000,00	0,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	175 784 686,63	0,00	175 784 686,63	175 707 398,86
Impôts différés actif	292 668 387,21	0,00	292 668 387,21	505 901 216,21
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>50 816 348 470,21</b>	<b>19 768 768 549,86</b>	<b>31 047 579 920,35</b>	<b>17 744 616 003,75</b>
<b>ACTIF COURANT</b>				
<b>Stocks et encours</b>	5 878 605 206,70	589 368 918,62	5 289 236 288,08	5 620 270 600,55
<b>Créances et emplois assimilés</b>				
Clients	5 338 072 922,55	1 904 523 826,00	3 433 549 096,55	3 854 232 178,76
Autres débiteurs	1 444 071 399,15	377 579,41	1 443 693 819,74	1 191 716 426,17
Impôts	191 046 864,51	11 998 467,60	179 048 396,91	170 285 039,06
Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Disponibilités et assimilés</b>				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19	0,00	18 559 989,19	3 018 559 989,19
Trésorerie	5 630 992 063,97	83 275 568,07	5 547 716 495,90	6 008 273 973,10
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>18 501 348 446,07</b>	<b>2 589 544 359,70</b>	<b>15 911 804 086,37</b>	<b>19 863 338 206,83</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>69 317 696 916,28</b>	<b>22 358 312 909,56</b>	<b>46 959 384 006,72</b>	<b>37 607 954 210,58</b>



## Passif du Bilan (Consolidé Groupe)

UM : DA

PASSIF	30/06/2017	30/06/2016
<b><u>CAPITAUX PROPRES</u></b>		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Dotations de l'Etat		
Autres fonds propres	8 721 856 492,20	2 586 812 201,59
Primes et réserves – (réserves consolidées)	12 861 813 853,88	12 861 813 853,88
Ecart de réévaluation	1 409 985 997,08	76 201 670,88
Écart d'équivalence	623 195 120,21	1 072 343 934,07
Résultat Net	1 187 575 551,73	1 459 446 837,32
Autres capitaux propres –report à nouveau	-195 332 560,02	-380 570 626,65
Liaison inter unités	1 001 188 326,20	1 018 172 671,38
<b>TOTAL I</b>	<b>28 110 282 781,27</b>	<b>21 194 220 542,46</b>
<b><u>PASSIF NON COURANT</u></b>		
Emprunts et dettes financières	10 239 271 354,40	7 079 971 357,67
Impôts (différés et provisionnés)	17 509 995,00	285 333 000,95
Autres dettes non courantes	1 060 697 170,64	1 061 401 552,48
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 281 832 006,96	1 720 368 151,10
<b>TOTAL PASSIF NON COURANT II</b>	<b>12 599 310 527,00</b>	<b>10 147 074 062,20</b>
<b><u>PASSIF COURANT</u></b>		
Fournisseurs et comptes rattachés	1 393 961 106,29	1 266 013 920,23
Impôts	437 120 672,75	139 441 886,41
Autres dettes	3 575 572 707,55	4 008 024 085,52
Trésorerie passif	843 136 211,86	853 179 713,76
<b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>	<b>6 249 790 698,45</b>	<b>6 266 659 605,92</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>	<b>46 959 384 006,72</b>	<b>37 607 954 210,58</b>

## Tableau de Compte de Résultats (Consolidé Groupe)

UM : DA

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	30/06/2017	30/06/2016	Evol. S1 2017/s1 2016
Chiffre d'affaires	5 591 749 511,00	5 791 338 867,81	-3%
Variation stocks produits finis et en cours	-222 018 898,94	542 246 920,69	-141%
Production immobilisée	0,00	0,00	/
Subvention d'exploitation	0,00	0,00	/
<b>I – PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>5 369 730 612,06</b>	<b>6 333 585 788,50</b>	<b>-15%</b>
Achats consommés	-1 954 911 040,22	-2 084 321 598,44	-6%
Services extérieurs et autres consommations	-455 104 255,22	-420 133 867,32	8%
<b>II – CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>	<b>-2 410 015 295,44</b>	<b>-2 504 455 465,76</b>	<b>-4%</b>
<b>III – VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I – II)</b>	<b>2 959 715 316,62</b>	<b>3 829 130 322,74</b>	<b>-23%</b>
Charges de personnel	-1 513 827 803,10	-1 600 846 754,96	-5%
Impôts, taxes et versements assimilés	-89 782 823,28	-92 627 964,67	-3%
<b>IV – EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>1 356 104 690,24</b>	<b>2 135 655 603,11</b>	<b>-37%</b>
Autres produits opérationnels	22 799 830,52	18 329 342,61	24%
Autres charges opérationnelles	-35 796 694,47	-40 256 909,58	-11%
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-390 841 072,19	-780 261 289,35	-50%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	190 554 071,18	185 450 745,77	3%
<b>V – RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>1 142 820 825,28</b>	<b>1 518 917 492,56</b>	<b>-25%</b>
Produits financiers	66 048 051,32	47 927 681,10	38%
Charges financières	-62 861 011,15	-110 308 933,00	-43%
<b>VI – RESULTAT FINANCIER</b>	<b>3 187 040,17</b>	<b>-62 381 251,90</b>	<b>-105%</b>
<b>VII – RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)</b>	<b>1 146 007 865,45</b>	<b>1 456 536 240,66</b>	<b>-21%</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-11 000,00	-1 492 255,00	-99%
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-1 649 549,10	-33 803 660,85	-95%
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	5 649 132 565,08	6 585 293 557,98	-14%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-4 501 486 150,53	-5 096 445 911,47	-12%
<b>VIII – RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>1 147 646 414,55</b>	<b>1 488 847 646,51</b>	<b>-23%</b>
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	0,00	/
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	0,00	0,00	/
<b>IX – RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>X- RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>1 147 646 414,55</b>	<b>1 488 847 646,51</b>	<b>-23%</b>
RESULTAT MINORITAIRES	13 991 603,15	15 028 992,08	-7%
PART DANS LE RESULTAT DANS STES MISES EN EQUIVALENC	25 937 534,03	-44 429 801,27	-158%
<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>1 187 575 551,73</b>	<b>1 459 446 837,32</b>	<b>-19%</b>

## ملخص:

إن عملية البحث المستمرة والسعي وراء الازدهار والرفي مهد لظهور الابتكار المالي الذي أعطى مجالاً لابتكار أدوات ومنتجات مالية جديدة، ظهرت تحت مفهوم الهندسة المالية الفارس الأبيض الذي حظي باهتمام الجميع، نظراً لما حققه من أهداف منشودة للمتعاملين بها وبخاصة التصدي للمخاطر المالية التي تحدث دون توقع وتؤثر على الجميع دون استثناء. وبالتالي يترتب على إدارة المخاطر المالية التخفيض من مستوى المخاطر المالية التي يمتثل وقوعها، وذلك باستخدام منتجات الهندسة المالية و استراتيجياتها في أغراض التحوط والتغطية ضد المخاطر المالية للوصول إلى أعلى درجات الأمان والاستقرار.

**الكلمات المفتاحية:** الابتكار المالي، الهندسة المالية، المخاطر المالية، إدارة المخاطر المالية، استراتيجية

التحوط والتغطية.

## Résumé

Le processus de recherche et de poursuivre la recherche de la prospérité et de progrès ont ouvert la voie à l'émergence de l'innovation financière, qui a donné place à des outils d'innovation et de nouveaux produits financiers, il est apparu sous le concept de chevalier blanc de l'ingénierie financière qui avait une préoccupation pour tous, compte tenu des réalisations des objectifs souhaités des clients qu'il abordant en particulier les risques financiers qui se produisent sans l'impact attendu Pour tout le monde sans exception.

Par conséquent, la gestion des risques financiers réduit le niveau de risque financier potentiel, en utilisant des produits d'ingénierie financière et des stratégies de couverture et de couverture contre les risques financiers pour un maximum de sécurité et de stabilité.

**Mots clés:** innovation financière, ingénierie financière, risque financier, gestion des risques financiers, stratégie de couverture et couverture.

## Abstract

The continuous search and pursuit of prosperity and prosperity paved the way for the emergence of financial innovation that gave room for the creation of new financial instruments and products that emerged under the concept of financial engineering, the white knight, which received the attention of all due to the desired goals of its clients, especially to address the financial risks that occur without expectation and affect To everyone without exception.

Consequently, financial risk management reduces the level of potential financial risk, using financial engineering products and strategies for hedging and hedging against financial risks for maximum safety and stability.

**Keywords:** financial innovation, financial engineering, financial risk, financial risk management, hedging strategy and coverage