

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة 8 ماي 1945 قالمة



قسم:
العلوم

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية
وعلوم التسيير
الاقتصادية

تخصص: تمويل التنمية

عنوان المذكرة

الهندسة المالية

بين الاقتصاد الوضعي والاقتصاد الإسلامي

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية تخصص: تمويل
التنمية

إشراف

إعداد الطالبتين:

الأستاذة:

مریمت عدیلة

أومدور صلیحة

طواهری سلوی

السنة الجامعية: 2012/2011

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

قال تعالى:

«قَالُوا سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا عَلَّمْتَنَا إِنَّكَ أَنْتَ الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ»

الآية 32 من سورة البقرة

قال تعالى:

«ثُمَّ جَعَلْنَاكَ عَلَىٰ شَرِيعَةٍ مِّنَ الْأَمْرِ فَاتَّبِعْهَا وَلَا تَتَّبِعْ أَهْوَاءَ الَّذِينَ لَا يَعْلَمُونَ»

الآية 18 من سورة الجاثية

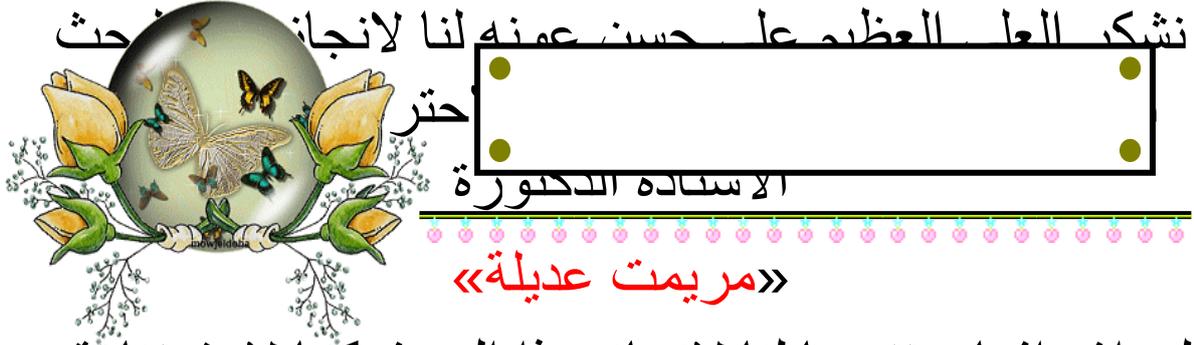
قال تعالى:

«سَنُرِيهِمْ آيَاتِنَا فِي الْأَفَاقِ وَفِي أَنْفُسِهِمْ حَتَّىٰ يَتَبَيَّنَ لَهُمْ أَنَّهُ الْحَقُّ أَوَلَمْ يَكْفِ

بِرَبِّكَ أَنَّهُ عَلَىٰ كُلِّ شَيْءٍ شَهِيدٌ»

الآية 53 من سورة فصلت

كلمة شكر



على اشرافها و تتبعها لنا لانجاز هذا البحث كما لا يفوتنا تقديم
جزيل الشكر إلى من كانوا لنا القدوة الحسنة و لدرابنا النبراس
المضيء «أساتذتنا» في جميع أطوار الدراسة.
إلى كل من قدم لنا يد المساعدة من قريب أو من بعيد.
شكرا



إهداء

بعد الصلاة و السلام على نبينا الحبيب محمد
أهدي هذا العمل المتواضع إلى:
الذي أعتز به و لا عز لي بدونه
- «أبي» -

فضاء المحبة و بحر الحنان

- «أمي» -

رفيق دربي و من يشاركني في السراء و الضراء «زوجي»
من هم بحق أهل الوفاء و منبع الاخاء «إخوتي و أخواتي»

الذين أطونى بلمنهم طئي

من جاز فيهن القول الصديق وقت الضيق «صديقاتي»
كل من لم أذكرهم لكن قلبي يسعهم

صليحة



إهداء

بعد الصلاة و السلام على نبينا الحبيب محمد
أهدي هذا العمل المتواضع إلى:
من قاسمتني السهر و العناية فكانت لأسقامي خير دواء

«أمي»

الذي علمني أن الحياة كفاح و نضال

«أبي»

رفيق دربي الذي سار معي نحو الحلم

«زوجي»

أجمل هدية كافأنتني بها الحياة و أرق ملاك جعلني أدرك معنى
الأمومة و معنى أن أكون مسؤولة عن الحياة ابنتي «لجين»
أختي العزيزة

سلوى

فهرس الجداول

فهرس الأشكال

المقدمة العامة.....أ

— I. الهندسة المالية: تحليل و نقد —

1	تمهيد الفصل الأول.....
2	1.I الإطار المفاهيمي للهندسة المالية.....
2	1-1-I مفهوم الهندسة المالية.....
2	1-1-1-I تعريف الهندسة المالية.....
3	2-1-1-I البيئة العالمية لنشأة الهندسة المالية.....
4	3-1-1-I أسباب ظهور الهندسة المالية.....
5	2-1-I أهمية الهندسة المالية و أهدافها.....
5	1-2-1-I أهمية الهندسة المالية.....
6	2-2-1-I أهداف الهندسة المالية.....
6	3-1-I آليات الهندسة المالية.....
7	1-3-1-I فلسفة الهندسة المالية.....
7	2-3-1-I مبادئ الهندسة المالية.....
7	3-3-1-I استراتيجيات الهندسة المالية.....
9	4-1-I أبعاد الهندسة المالية.....
9	1-4-1-I مجالات الهندسة المالية.....
9	2-4-1-I مسؤوليات الهندسة المالية.....
10	3-4-1-I استخدامات الهندسة المالية.....
11	5-1-I مركز الهندسة المالية.....
11	1-5-1-I علاقة الهندسة المالية بالوظائف المالية الأخرى.....
13	2-5-1-I آثار الهندسة المالية.....
16	2-I مدخل لأدوات الهندسة المالية.....
16	1-2-I تاريخ تطور أدوات الهندسة المالية.....
16	1-1-2-I مبررات تحديث الأوراق المالية.....
17	2-1-2-I نشأة أدوات الهندسة المالية.....
17	2-2-I مفهوم أدوات الهندسة المالية.....
18	3-2-I خصائص أدوات الهندسة المالية.....
19	4-2-I أهمية أدوات الهندسة المالية و استخداماتها.....
21	5-2-I مستخدمو أدوات الهندسة المالية.....
23	3-I تحليل أدوات الهندسة المالية.....
23	1-3-I عقود الخيارات.....
23	1-1-3-I تعريف عقود الخيارات.....

23	.....2-1-3-I أركان عقد الخيار
24	.....3-1-3-I أنواع عقود الخيارات
25	.....4-1-3-I نماذج تسعير الخيارات
26	.....2-3-I العقود الآجلة و المستقبلية
26	.....1-2-3-I العقود الآجلة
27	.....2-2-3-I العقود المستقبلية
30	.....3-3-I عقود المبادلات
30	.....1-3-3-I تعريف عقود المبادلات
30	.....2-3-3-I خصائص عقود المبادلات
30	.....3-3-3-I أنواع عقود المبادلات
32	.....4-3-I مشتقات المشتقات
32	.....1-4-3-I عقود السقف
32	.....2-4-3-I الخيار المستقبلي
33	.....3-4-3-I خيار العقد الآجل
33	.....4-4-3-I عقود القاعدة
33	.....5-4-3-I المبادلة الاختيارية
33	.....6-4-3-I عقود الطوق
33	.....7-4-3-I مشتقات رأس المال المخاطر
34	.....5-3-I التوريق
34	.....1-5-3-I نشأة التوريق
34	.....2-5-3-I تعريف التوريق
35	.....3-5-3-I أهمية التوريق
36	.....4-5-3-I العناصر الأساسية للتوريق
36	.....5-5-3-I أنواع التوريق
37	.....6-5-3-I أساليب التوريق
38	.....7-5-3-I إجراءات التوريق
40	.....4-I تقييم أدوات الهندسة المالية
40	.....1-4-I فوائد أدوات الهندسة المالية
40	.....1-1-4-I فوائد التعامل بالمشتقات المالية
41	.....2-1-4-I فوائد التوريق
41	.....2-4-I دور أدوات الهندسة المالية في إدارة المخاطر
41	.....1-2-4-I دور المشتقات المالية في إدارة المخاطر
44	.....2-2-4-I دور التوريق في إدارة المخاطر
45	.....3-4-I مخاطر أدوات الهندسة المالية
45	.....1-3-4-I مخاطر المشتقات المالية
47	.....2-3-4-I مخاطر التوريق
48	.....4-4-I مساهمة أدوات الهندسة المالية في خلق الأزمات
49	.....1-4-4-I تعريف الأزمة المالية
49	.....2-4-4-I دور المشتقات المالية في الأزمة

50.....	3-4-4-I- التوريق و مساهمته في الأزمة
51.....	5-4-I- كيفية تقليل مخاطر أدوات الهندسة المالية
54.....	خلاصة الفصل الأول
II- صناعة الهندسة المالية الإسلامية	
55.....	تمهيد الفصل الثاني
56.....	1-II- مدخل للهندسة المالية الإسلامية
56.....	1-1-II- مفهوم الهندسة المالية الإسلامية
56.....	1-1-1-II- تعريف الهندسة المالية الإسلامية
57.....	2-1-1-II- تاريخ الهندسة المالية الإسلامية
58.....	3-1-1-II- أسباب الحاجة للهندسة المالية الإسلامية

59	.....	II-1-2-2- خصائص الهندسة المالية الإسلامية و أسسها
59	.....	II-1-2-1- خصائص الهندسة المالية الإسلامية
60	.....	II-2-1-2- أسس الهندسة المالية الإسلامية
62	.....	II-3-1-3- الأهمية العلمية و العملية للهندسة المالية الإسلامية
62	.....	II-1-3-1- الأهمية العلمية للهندسة المالية الإسلامية
62	.....	II-2-3-1- الأهمية العملية للهندسة المالية الإسلامية
63	.....	II-4-1-4- الهندسة المالية الإسلامية: المبادئ و المحددات
63	.....	II-1-4-1- مبادئ الهندسة المالية الإسلامية
64	.....	II-2-4-1- محددات الهندسة المالية الإسلامية
65	.....	II-5-1-5- ضوابط الهندسة المالية الإسلامية و مداخلها
65	.....	II-1-5-1- ضوابط الهندسة المالية الإسلامية
66	.....	II-2-5-1- مداخل الهندسة المالية الإسلامية
68	.....	II-2-2- منتجات الهندسة المالية الإسلامية
68	.....	II-1-2-2- المشتقات المالية الإسلامية
68	.....	II-1-1-2- التكيف الشرعي لعقود الخيارات
70	.....	II-2-1-2- التكيف الشرعي للعقود الآجلة
72	.....	II-3-1-2- التكيف الشرعي للعقود المستقبلية
72	.....	II-4-1-2- التكيف الشرعي لعقود المبادلة
74	.....	II-5-1-2- التكيف الشرعي لعقود تثبيت سعر الفائدة
74	.....	II-6-1-2- ضرورة تطوير مشتقات مالية إسلامية
75	.....	II-2-2-2- الصكوك الإسلامية
75	.....	II-1-2-2- تعريف الصكوك الإسلامية
76	.....	II-2-2-2- خصائص الصكوك الإسلامية
77	.....	II-3-2-2- أهمية الصكوك الإسلامية
78	.....	II-4-2-2- أنواع الصكوك الإسلامية
82	.....	II-3-2-2- التوريق الإسلامي
82	.....	II-1-3-2- تعريف التوريق الإسلامي
82	.....	II-2-3-2- الحكم الشرعي للتوريق التقليدي
83	.....	II-3-3-2- أهمية التوريق الإسلامي
83	.....	II-4-3-2- أساليب التوريق الإسلامي
83	.....	II-4-2-2- المؤشرات المالية الإسلامية
84	.....	II-1-4-2- نشأة المؤشرات المالية الإسلامية
84	.....	II-2-4-2- أهم العوامل التي ساهمت في ظهور وانتشار المؤشرات المالية الإسلامية
85	.....	II-3-4-2- أنواع المؤشرات المالية الإسلامية
86	.....	II-5-2-2- المنتجات المالية المركبة
87	.....	II-1-5-2- تعريف المنتجات المالية المركبة
87	.....	II-2-5-2- أنواع المنتجات المالية المركبة
89	.....	II-3-2- تقييم صناعة الهندسة المالية الإسلامية
89	.....	II-1-3-2- حقيقة الهندسة المالية الإسلامية

89	.....II-3-1-1- مزايا تطبيق الهندسة المالية الإسلامية
90	.....II-3-1-2- تحديات تطوير الصناعة المالية الإسلامية
92	.....II-3-2- الهندسة المالية الإسلامية لإدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية
92	.....II-3-2-1- إدارة المخاطر و التحوط منها باستخدام عقود مسماة في الفقه الإسلامي
94	.....II-3-2-2- استخدام الهندسة المالية الإسلامية في التحوط وإدارة المخاطر
96	.....II-3-3- صناعة الهندسة المالية الإسلامية لتطوير سوق مالية إسلامية
96	.....II-3-3-1- لمحة عن السوق المالية الإسلامية
99	.....II-3-3-2- أثر الهندسة المالية الإسلامية على السوق المالية الإسلامية
103	.....II-3-4- تأثير الهندسة المالية الإسلامية على المصارف الإسلامية
105	.....II-3-5- مساهمة الهندسة المالية الإسلامية في مواجهة الأزمات المالية
108	.....II-4- مقارنة نظرية بين الهندسة المالية التقليدية و الهندسة المالية الإسلامية
108	.....II-4-1- من حيث الماهية
110	.....II-4-2- من حيث الأدوات
112	.....II-4-3- من حيث النجاعة في إدارة المخاطر
114	.....II-4-4- من حيث التأثير على الأزمات المالية
114	.....II-4-5- مميزات الهندسة المالية الإسلامية عن التقليدية
114	.....II-4-5-1- ضرورة الانضباط بالنظم الإسلامية
115	.....II-4-5-2- انضباط الأحكام الشرعية
115	.....II-4-5-3- تحقيق مصلحة جميع المتعاملين
116	..... خلاصة الفصل الثاني

117	تمهيد الفصل الثالث
118	1-III-1- الهندسة المالية التقليدية في بعض الدول الرأسمالية
118	1-1-1-III أسواق المشتقات في فرنسا
118	1-1-1-III سوق المعاملات الآجلة MATIF
118	2-1-1-III سوق الخيارات القابلة للتفاوض بباريس MONEP
119	2-1-1-III المشتقات في هولندا
119	1-2-1-III العقود المستقبلية المالية
119	2-2-1-III المبادلات
119	3-2-1-III الخيارات
120	3-1-1-III أسواق المشتقات في الولايات المتحدة الأمريكية
120	1-3-1-III مجلس شيكاغو للتجارة
120	2-3-1-III بورصة شيكاغو التجارية
121	4-1-III بورصة سيدني للعقود المستقبلية
121	5-1-III أسواق المشتقات في قارة آسيا
122	1-5-1-III بورصة كوريا للمشتقات
122	2-5-1-III بورصة الهند للمشتقات
123	2-III نماذج للصناعة المالية الإسلامية
123	1-2-1-III نماذج عربية
123	1-1-2-III المملكة الأردنية الهاشمية
124	2-1-2-III المملكة العربية السعودية
125	3-1-2-III التجربة البحرينية
126	4-1-2-III التجربة السودانية
127	5-1-2-III الإمارات العربية المتحدة
128	2-2-1-III نماذج إسلامية
128	1-2-2-III النموذج التركي
130	2-2-2-III النموذج الباكستاني
130	3-2-1-III البنك الإسلامي للتنمية
130	1-3-2-III لمحة عن البنك الإسلامي للتنمية
131	2-3-2-III الصكوك الإسلامية في البنك الإسلامي للتنمية
132	4-2-1-III نماذج غربية
132	1-4-2-III الصناعة المالية الإسلامية في فرنسا
135	2-4-2-III الصناعة المالية الإسلامية في بعض الدول الأوروبية
136	3-III التجربة الماليزية في الهندسة المالية الإسلامية
136	1-3-1-III أسلمة النظام المالي الماليزي
137	2-3-1-III سوق رأس المال الماليزي: النشأة و المفهوم
138	1-2-3-III نبذة تاريخية عن نشأة سوق رأس المال الماليزي
139	2-2-3-III مفهوم سوق رأس المال الماليزي
139	3-3-1-III البورصة الماليزية للمشتقات المالية

141	.....	III-3-4-4 منتجات الهندسة المالية الإسلامية في ماليزيا
141	.....	III-3-4-3-1- الصكوك الإسلامية الماليزية
149	.....	III-3-4-3-2- المشتقات المتداولة في بورصة ماليزيا
151	.....	III-3-4-3-3- المؤشرات الإسلامية في ماليزيا
153	.....	III-3-5-5 تقييم التجربة الماليزية في تطبيق الهندسة المالية الإسلامية
153	.....	III-3-5-3-1- مزايا التجربة الماليزية
155	.....	III-3-5-3-2- انتقادات التجربة الماليزية
157	.....	III-4-4-4 الهندسة المالية الإسلامية في الجزائر من خلال بنك البركة
157	.....	III-4-4-3-1- نبذة عن مجموعة البركة الدولية
157	.....	III-4-4-3-2- لمحة عن بنك البركة الجزائري
158	.....	III-4-2-4-1- نشأة البنك
158	.....	III-4-2-4-2- رأس مال البنك
158	.....	III-4-2-4-3- ودائع البنك
158	.....	III-4-2-4-4- إدارة البنك
159	.....	III-4-2-5-5- معلومات عامة عن البنك
159	.....	III-4-3-4-3 منتجات الهندسة المالية الإسلامية من خلال بنك البركة
159	.....	III-4-3-4-1- عقد المرابحة
159	.....	III-4-3-4-2- عقد تأجير عقاري منتهي بالتمليك
160	.....	III-4-3-4-3- عقد استصناع
160	.....	III-4-3-4-4- عقد تمويل بالاعتماد الايجاري
161	.....	III-4-4-4-4 تقييم التجربة الجزائرية في مجال الهندسة المالية الإسلامية
161	.....	III-4-5-5 معوقات قيام هندسة مالية إسلامية في الجزائر
162	.....	III-4-5-3-1- معوقات بورصة الجزائر
163	.....	III-4-5-3-2- معوقات العمل المصرفي الإسلامي في الجزائر
165	.....	..... خلاصة الفصل الثالث
166	.....	..... النتائج والاقتراحات والتوصيات
169	.....	..... الخاتمة العامة
		..... قائمة المراجع

فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
147	الصكوك الإسلامية المرخصة من هيئة الأوراق المالية ووفقاً لمبادئ الشريعة (نسبة الصكوك من 2001-2008)	(01-03)

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
141	البنية الأساسية لإصدار صكوك البيع بالتقسيط/المراوحة في ماليزيا	(01-03)
142	معاملة صكوك الاستصناع في ماليزيا	(02-03)
144	أول الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات المحلية وفقاً لمبدأ الإجارة	(03-03)
145	آلية إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا	(04-03)
146	آلية إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا	(05-03)
148	توزيع الصكوك حسب الصيغ من 2001-2008	(06-03)

تمتاز الأسواق المالية بأهمية كبيرة في الحياة الاقتصادية المعاصرة لكل دولة بتوفير مصادر التمويل الضرورية للمشروعات المختلفة وتنشيط الدورة الاقتصادية من حيث الاستثمار وتوفير السيولة. ونتيجة للتقلبات المستمرة في هذه الأسواق وعدم القدرة على التحكم في متغيراتها وتوجهات المستثمرين بها، زادت المخاطرة فيها الأمر الذي أدى إلى ظهور أدوات جديدة للاستثمار غير الأدوات التقليدية السائدة، وعليه جاءت هذه الأدوات استجابة لحاجة المؤسسات المالية والمصرفية والمستثمرين لحماية أصولهم المالية من خلال أسواق المشتقات.

فلقد شهد العقدين الأخيرين من القرن العشرين ظهور الهندسة المالية كنوع جديد من فروع المعرفة، هذا الوليد الجديد لم يكن نتاج الصدفة، كما لم يكن لمجرد الرغبة في إيقاظ الإدارة المالية من غفوتها، وهي التي لم تقدم فكرا جديدا أو نظريات حديثة يعتقد بها منذ النصف الثاني من ثمانينات القرن الماضي، لم يكن الجفاف هو السبب في مجيء هذا الوليد الجديد، بل كانت الحاجة حاجة ناجمة عن الاقتناع بأن الهندسة المالية يمكنها أن تسهم في تحقيق الإستراتيجية التي يرمي إليها المستثمرون، ليس فقط من خلال مساهمتها في تخفيض التكاليف وتنمية منتجات وخدمات وأسواق جديدة بل يمكنها ذلك من خلال مساهمتها في إدارة المخاطر. هذا عند الحديث عن الهندسة المالية في الاقتصاد التقليدي.

ولما كانت الهندسة المالية بهذه الأهمية فقد كان لزاما على علماء الاقتصاد المسلمين مواكبة هذا التطور ووضع أسس لبناء هندسة مالية اسلامية تخضع لأحكام الشريعة الإسلامية وتكون كل أدواتها خالية من المحظورات الشرعية، وهو ما كان بالفعل حيث عرفت الأسواق المالية الإسلامية تطورا كبيرا وأخذت العديد من الدول العربية والإسلامية في تطبيق هذا النموذج، وعليه فقد شهدت الصناعة المالية الإسلامية تطورا ملحوظا في السنوات الأخيرة أدى إلى تعدد وتنوع الأدوات المتداولة.

أهمية البحث:

تتجلى أهمية الموضوع في كونه من المواضيع المعاصرة، حيث انه وبفعل ما شهده الاقتصاد العالمي من تغيرات وأزمات اتجهت الأنظار نحو الاقتصاد الاسلامي كحل من بين الحلول التي يمكن بواسطتها تخطي نقائص الاقتصاد التقليدي فبعد ثبوت الآثار الخطيرة التي تركتها أدوات الهندسة المالية التقليدية كان لابد من دراسة البديل الممثل في الهندسة المالية الإسلامية.

الإشكالية:

رغم كثرة الآراء حول الأدوات الحديثة التي جاءت بها الهندسة المالية التقليدية إلا أنها مشكلة حقيقية تهدد جميع اقتصاديات العالم، لذا وجب التفكير في إيجاد بدائل إستراتيجية لها. وعليه تم طرح الإشكالية الجوهرية التالية:

فيما تكمن أهم الفروقات بين الهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية الإسلامية؟

و تندرج تحت هذه الإشكالية عدة تساؤلات فرعية وهي:

- ✓ ما المقصود بالهندسة المالية التقليدية؟ وما هي أدواتها؟
- ✓ ما هي الآثار الحقيقية التي تركتها أدوات الهندسة المالية التقليدية على الاقتصاد العالمي؟
- ✓ هل أصبحت الهندسة المالية الإسلامية بديلة لنظيرتها التقليدية؟
- ✓ كيف تم تطبيق كل من الهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية الإسلامية في الاقتصاديات العالمية؟

الفرضيات:

من أجل الاجابة على هذه التساؤلات يمكن وضع عدة فرضيات من خلال المعلومات الأولية المجمعة:

1. على الرغم من ثبوت فوائد منتجات الهندسة المالية التقليدية في ادارة المخاطر إلا أنها اتخذت منحى آخر.
2. توفر منتجات الهندسة المالية الإسلامية للمستثمرين خيارات أوسع نظرا للأسس القائمة عليها.
3. لم يقتصر تطبيق الهندسة المالية الإسلامية في الدول الإسلامية فقط بل تخطت ذلك لتطبق في دول غربية.

أهداف البحث:

تتلخص أهداف دراستنا لهذا الموضوع فيما يلي:

- ✓ التعرف على أحدث ما جاءت به الادارة المالية كأدوات لمواكبة التغيرات العالمية.
- ✓ عرض ماهية الهندسة المالية التقليدية، فوائدها ومخاطرها.
- ✓ بيان مكانة الهندسة المالية الإسلامية في الاقتصاديات المعاصرة.
- ✓ محاولة عرض بعض النماذج لكل من تطبيقات الهندسة المالية التقليدية والإسلامية في بعض دول العالم.

دوافع اختيار الموضوع:

توجد دوافع ذاتية وأخرى موضوعية

الدوافع الذاتية:

- ✓ الرغبة في فهم ولو جزء بسيط من الاقتصاد الإسلامي.

الدوافع الموضوعية:

- ✓ تناول بحث يكون موضوعه ضمن حقل الدراسة ألا وهو تمويل التنمية.
- ✓ لفت الانتباه بأن الحلول الإسلامية متوفرة وبإمكانها تحقيق نهضة اقتصادية حقيقية في الدول العربية والإسلامية والتي تعاني في معظمها من التخلف.

مناهج البحث:

إن البحث العلمي لا يمكن أن يقام إلا من خلال الاعتماد على أسس ومناهج لتحقيق الهدف من الدراسة والإجابة على الإشكالية وبيان صحة الفروض من عدمه لذلك تم الاعتماد على المناهج التالية: المنهج التاريخي: من أجل سرد بعض الجوانب التاريخية مثل تتبع وقائع ظهور الهندسة المالية التقليدية والتطور التاريخي لمنتجاتها وكذلك عند الحديث عن نشأة الهندسة المالية الإسلامية.

المنهج الوصفي التحليلي: وذلك من أجل وصف الهندسة المالية وكل المفاهيم المرتبطة بها وبمنتجاتها، وإظهار آلية التعامل بهذه المنتجات وتحليلها من خلال إظهار تكييفها الشرعي. منهج دراسة حالة: حيث تم أخذ بعض النماذج التطبيقية لكل من الهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية الإسلامية في بعض دول العالم تخلل بعضها تقديم بعض الأرقام والإحصائيات.

الدراسات السابقة:

إن موضوع الهندسة المالية موضوع حديث نسبيا وهذا ما انعكس في قلة البحوث والدراسات في هذا المجال، ونظرا لأن موضوعنا الهندسة المالية بين الاقتصاد الوضعي والاقتصاد الإسلامي فإن الدراسات التي تصب في صلب الموضوع قليلة جدا، ولكن هناك بعض البحوث التي مست جوانب من الموضوع نذكر منها:

✓ دراسة هاشم فوزي دباس العبادي(2007) والمعونة ب " الهندسة المالية" والذي ألم فيه بمعظم جوانب الهندسة المالية وركز على استراتيجيات الخيارات المالية لكنه لم يتطرق الى الجانب الاسلامي من الموضوع.

✓ دراسة محاجبية نصيرة (2006) في رسالتها لنيل شهادة الماجستير بعنوان "وظيفة الهندسة المالية في البنوك" والتي ركزت على ربط الهندسة المالية التقليدية بالبنوك.

✓ دراسة عبد الكريم قندوز (2007) في رسالته لنيل شهادة الماجستير بعنوان " صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية" والتي تكلم فيها عن الهندسة المالية التقليدية ثم تناول المؤسسات المالية الإسلامية باعتبارها مهد صناعة الهندسة المالية الإسلامية التي توسع فيها بشكل جيد حيث أقدم على دراسة عدة نماذج في هذا المجال هي: تجربة السودان، التجربة الماليزية وكذلك التجربة الجزائرية.

✓ دراسة نور ليامت سعيد جعفر (2007) في رسالة لنيل الماجستير بعنوان "سوق المشتقات الماليزية تقدير اقتصادي وشرعي"، وقد تناولت الدراسة شرحا مفصلا عن سوق المشتقات الماليزية دون اعطاء الحجم الكافي للدراسة النظرية.

التوثيق العلمي:

للإمام بالموضوع بمختلف جوانبه تم جمع المعلومات من مختلف المصادر كالكتب والمجلات والمذكرات الجامعية والملتقيات بالإضافة إلى مواقع الانترنت.

هيكل البحث:

لقد قمنا بتفصيل بحثنا إلى ثلاثة فصول:

الفصل الأول:

الذي تناولنا فيه الهندسة المالية التقليدية بالتحليل والنقد ويضم أربعة مباحث تطرقنا فيها للإطار المفاهيمي للهندسة المالية ثم أدواتها من خلال تقديم مدخل في بادئ الامر ليتم تحليلها وأخيرا قمنا بتقييم هذه الأدوات.

الفصل الثاني:

الخاص بالهندسة المالية الإسلامية والذي يضم هو الآخر أربعة مباحث كانت حول مدخل للهندسة المالية الإسلامية، منتجاتها ثم تقييم هذه الصناعة ليضم في الأخير دراسة مقارنة بين الهندسة المالية الإسلامية ونظيرتها التقليدية.

الفصل الثالث:

قمنا فيه بدراسة بعض النماذج الخاصة بتطبيق الهندسة المالية حيث بدأنا بالهندسة المالية التقليدية في بعض الدول الرأسمالية لنمر إلى دراسة نماذج للصناعة المالية الإسلامية شملت نماذج عربية، إسلامية،

وحتى غربية، كما قمنا بدراسة التجربة الماليزية في مجال الهندسة المالية الاسلامية باعتبارها من أنجح التجارب، وأخيرا تطرقنا للتجربة الجزائرية في تطبيق الهندسة المالية الاسلامية من خلال بنك البركة. وفي النهاية نختم دراستنا بنتائج ما توصلنا اليه وبعض الاقتراحات والتوصيات التي رأيناها مفيدة ثم عرض الخاتمة العامة.

صعوبات البحث:

لابد من الإشارة إلى المشاكل والصعوبات التي واجهتنا أثناء فترة انجاز هذا البحث عند محاولة دراسة النماذج التطبيقية بسبب ندرة الدراسات حولها إضافة إلى قلة الاحصاءات التي تخص السنوات الأخيرة.

تمهيد الفصل الأول:

نتيجة التغير المستمر في البيئة المالية والاستثمارية، أصبحت التقلبات في الأسعار بما فيها أسعار السلع، أسعار الفائدة، أسعار العملات وأسعار الأسهم والسندات أحد الظواهر التي تنسم بها الاقتصاديات المعاصرة، ولقد شكلت هذه التقلبات الكبيرة وغير المتوقعة خطرا كبيرا على مؤسسات الأعمال، إذ هددت وجودها وأحدثت حالة من عدم التأكد بشأن المستقبل وعرضتها للإفلاس فأصبح لزاما العمل على ضبطها والتقليل منها.

لذلك نشطت المؤسسات المالية في تطوير صناعتها المالية من خلال استحداث أدوات ومنتجات مالية جديدة تمكنها من إدارة هذه المخاطر والتحوط منها، هذا النشاط أي الابتكار والتطوير للأدوات والمنتجات المالية هو ما يعرف بالهندسة المالية وقد ساهم في ظهور هذا العلم المنافسة الشديدة بين المصارف والمؤسسات المالية في هذه الأسواق من ناحية، تطور وسائل الاتصالات والتكنولوجيا من ناحية ثانية والتطورات المتسارعة الحاصلة في مجال التمويل من ناحية ثالثة وقد ساهمت الهندسة المالية من تلبية حاجات المقرضين والمقترضين من مصادر التمويل المتنوعة، وزيادة السيولة في هذه الأسواق ورفع كفاءة عملها وكذلك تعزيز فرص المصارف والمؤسسات المالية في إدارة المخاطر المالية. ولفهم الهندسة المالية بصورة دقيقة سنحاول التطرق إلى:

- ✍ المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للهندسة المالية؛
- ✍ المبحث الثاني: مدخل لأدوات الهندسة المالية؛
- ✍ المبحث الثالث: تحليل أدوات الهندسة المالية؛
- ✍ المبحث الرابع: تقييم أدوات الهندسة المالية.

1.I الإطار المفاهيمي للهندسة المالية:

لقد أدت التغيرات الاقتصادية التي عرفها عالم المال والأعمال في السنوات الأخيرة، إلى بروز وكثرة المخاطر المالية التي تصاحب أي تعامل أو استثمار مالي، مما استدعى تطوير الأدوات التقليدية سعياً لخلق منتجات جديدة تسمح بمواجهة تلك المخاطر في إطار ما يسمى بالهندسة المالية.

1.1.I مفهوم الهندسة المالية:

سيتم التعرض لمفهوم الهندسة المالية من خلال التعريف، البيئة العالمية لنشأتها ثم اسباب ظهورها.

1.1.1.I تعريف الهندسة المالية:

الهندسة المالية مفهوم قديم قدم التعاملات المالية، لكنه يبدو حديثاً نسبياً من حيث المصطلح والتخصص. إن معظم تعاريف الهندسة المالية مستخلصة من وجهات نظر الباحثين الذين يطورون النماذج والنظريات، أو مصممي المنتجات المالية في المؤسسات المالية. لهذا نجد اختلاف التعريفات لهذا المصطلح بحسب الزاوية التي يمكن النظر منها إليه كالتالي: (1)

فمن وجهة نظر الأسواق المالية فإن مصطلح الهندسة المالية يستعمل لوصف تحليل البيانات المحصلة من السوق المالية بطريقة علمية.

أما من وجهة نظر منشآت الأعمال فهي تعنى بتصميم وتطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة، وتقديم حلول خلاقية ومبدعة للمشاكل المالية.

وعلى العموم فقد تم طرح العديد من التعاريف للهندسة المالية نذكر منها:

"الهندسة المالية هي القدرة على الخلق والابتكار من جانب بنوك الاستثمار في تصميم ورقم مالية".

(2)

ويقصد بالابتكار هنا جلب منتج جديد إلى السوق يكون مميزاً عن غيره وله وزنه في الأهمية كذلك تقديم فن إنتاجي متقدم.

وتعرف الهندسة المالية على أنها: "التحول النهائي للمنتج المالي الموجود لتحسين إرادته أو التقليل من مخاطره مما يجعل له دوراً في تغيير أوضاع السوق المالي": (3)

في حين عرّفها البعض على أنها:

"عملية تطوير وابتكار منتجات مالية جديدة وتقديم خدمات وحلول مبدعة للمشكلات التي تواجه منشآت الأعمال بل وإنها ظهرت لأول مرة لمواجهة المخاطر المالية التي تتعرض لها تلك المنشآت". (4)

من خلال التعاريف السابقة يمكن إعطاء تعريف شامل ومبسط للهندسة المالية على أنها التصميم، والتطوير، والتنفيذ لأدوات واليات مالية مبتكرة والصياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل.

وعليه يمكن استنتاج أن الهندسة المالية تتضمن ثلاثة أنواع من الأنشطة (5):

✓ ابتكار أدوات مالية جديدة؛

✓ ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف الإجرائية؛

(1) عبد الكريم أحمد قندوز، "الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي"، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الرابع حول الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الإدارية والاجتماعية، الكويت، يومي 15 و16 ديسمبر 2010، ص. 03.

(2) سمير عبد الحميد رضوان، "المشتقات المالية"، دار النشر للجامعات، مصر، 2004، ص. 90.

(3) هاشم فوزي دباس العبادي، "الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية"، الوراق، عمان، 2007، ص. 40.

(4) منير إبراهيم هندي، "الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث"، القاهرة، الطبعة الرابعة، 1999، ص. 13.

(5) سامي سويلم، "صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي"، بيت المشورة، الكويت، 2004، ص. 05.

2.1.1.I البيئة العالمية لنشأة الهندسة المالية:

شهدت أسواق المال العالمية منذ بداية الستينات من القرن العشرين ثورة في مجالات الابتكارات المالية يمكن تلخيصها في: (1)

- ✓ اتساع وتعدد أدوات الاستثمار المتاحة في أسواق المال وقد أدى ذلك إلى زيادة سيولة السوق وإتاحة مزيد من التمويل؛
- ✓ إيجاد أدوات إدارة المخاطر.
- ✓ تطوير أدوات المراجعة بين الأسواق مما مكن من تحسين التكاليف وزيادة العائد والانفتاح على الأسواق العالمية.

✓ تعدد وتنوع استراتيجيات الاستثمار نتيجة لتعدد وتنوع وتجدد أدوات الاستثمار.

وعند الحديث عن نشأة الهندسة المالية لابد من الإشارة انه وفي مطلع الثمانينات بدأت بورصة وول ستريت (بورصة نيويورك للأوراق المالية) بالاستعانة ببعض الأكاديميين ذوي الشهرة الواسعة لتطوير منتجات أسواق المال وكلما زادت هذه المنتجات تعقيدا كلما زادت الاستعانة ببعض الأكاديميين وكثيرا من هؤلاء الأكاديميين كانوا حائزين على درجات علمية متقدمة في العلوم. (2)

3.1.1.I أسباب ظهور الهندسة المالية:

يمكن إبراز أهم العوامل التي ساعدت على ظهور مفهوم الهندسة المالية وإنزاله على أرض الواقع فيما يلي: (3)

⊖ الحاجات المختلفة للمستثمرين وطالبي التمويل:

بعد ظهور الاحتياجات الجديدة والمتطورة لوسائل تمويل مختلفة من حيث التصميم وتواريخ الاستحقاق جعل من العسير على الوسائط المالية بصورتها التقليدية إشباع حاجات المستثمرين.

⊖ تقنية المعلومات ومفهوم السوق العريض:

مما لا شك فيه أن تقنية الحاسوب قد أثرت على القطاع المالي بصورة كبيرة، وظهرت شبكات الاتصال بشكل خاص ساعد على تحويل الأسواق العالمية المتعددة والمنفصلة إلى سوق مالي كبير، تنعدم فيه الحواجز الزمنية والمكانية، هذا ما أدى إلى توسيع قاعدة المشاركين في هذه الأسواق، وكلما زاد عدد المشاركين تمكن مبتكرو ومصممو الأدوات المالية من العمل في مساحة أوسع.

⊖ ظهور مفهومي الكفاءة والفعالية:

يعني مفهوم الفعالية في سوق المال مدى مقدرة السوق على مقابلة احتياجات المشاركين فيه، بينما تعني الكفاءة المدى الذي تستطيع فيه هذه الأسواق مقابلة هذه الاحتياجات بتكلفة قليلة أو بوفرات ملحوظة، وبسرعة ودقة عاليتين، ولذلك نجد أن هذين المعيارين يساعدان على تقديم أدوات تحل محل طرق تمويل قديمة نسبيا.

⊖ زيادة عدد الأسواق المنظمة الجديدة:

أدت زيادة عدد الأسواق المنظمة الجديدة للأسهم والمقايضات والابتكارات في الاتصالات وتقنية الحاسبات خلال السنوات الأخيرة إلى تخفيض تكاليف التجارة والأدوات المالية النمطية بشكل كبير جدا، ومن

(1) عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سبق ذكره، ص. ص. 03، 04.

(2) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص. ص. 92، 93.

(3) عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سبق ذكره، ص. ص. 04، 05.

ثم زيادة مجالات استخدام الهندسة المالية بشكل يشمل تشكيلة واسعة من الحاجات الاستثمارية والحاجة إلى إدارة المخاطر التي تواجه منشآت الأعمال، الحكومات وحتى قطاع العائلات.

⦿ زيادة المخاطر والحاجة إلى إدارتها:

إن التقلبات الكبيرة وغير المتوقعة في المحيط الاقتصادي العالمي ككل شكلت خطرا كبيرا على مؤسسات الأعمال، إذ هدد وجودها وترتب على ذلك ضرورة إنتاج منتجات مالية جديدة وتطوير القدرات للسيطرة على المخاطر المالية.

⦿ محاولة الاستفادة من النظام المالي:

إن رغبة الأعوان الاقتصاديين في الاستفادة من النظام المالي بالطريقة التي يرغبون بها وبشكل كفاء، هو ما يدفعهم إلى التفكير في تطوير آليات جديدة للوصول إلى حلول مثلى لمشاكلهم التمويلية أو لاستغلال الفرص الاستثمارية.

2.1.I أهمية الهندسة المالية وأهدافها:

أصبح للهندسة المالية أهمية كبيرة في أسواق المال، كما أن لها أهدافها وجدت لتحقيقها لذلك سيتم التعرض بنوع من التفصيل لكل من أهمية الهندسة المالية وأهدافها.

1.2.1.I أهمية الهندسة المالية:

تسعى الهندسة المالية إلى قيام المؤسسات المالية برسم سياسات مالية قوية وابتكار منتجات وأدوات مالية جديدة واليات واستراتيجيات مالية مرنة تتفاعل وتستفيد من التغيرات المستمرة في أسواق المال العالمية والإقليمية والمحلية ويتطلب ذلك أن تقوم الإدارات المالية والمنشآت المالية الحديثة بإنشاء أقسام للبحوث والتطوير في حقل المنتجات والأدوات المالية. ويساعد على ذلك وجود قاعدة بيانات مالية تسمح بالمحاكاة والتجارب بغرض تحقيق الربحية والنمو والاستقرار المالي.⁽¹⁾

حيث تعتبر الهندسة المالية أداة من أدوات التحوط المالي، ذلك أنّ الحاجة إليها كانت إما استجابة لفرص استثمارية وفقا لتطلعات المستثمرين والمؤسسات معا وإما للتعامل مع قيود المنافسة الدولية وتقليل المخاطر واليقين المحيط بالأنشطة الاستثمارية. وتكمن أهمية الهندسة المالية وخصوصا في عالمنا المعاصر بأنها تقوم بالموازنة بين عدة أهداف ومن تم تصميم أدوات مبتكرة تستوعب كل هذه الأهداف معا. وعليه فالهندسة المالية تعد وسيلة تطويرية لأسواق المال حيث أن منتجاتها تعمل على زيادة جذب أطراف جديدة وبالتالي زيادة نشاط هذه الأسواق وحجم التعاملات حيث أنها تعمل على وسيط أو مفعّل لزيادة المتنافسين وبالتالي فرص أحسن وأكثر للمستثمرين.

2.2.1.I أهداف الهندسة المالية:

إنّ الهدف الأساسي للهندسة المالية هو التّحوط ونقل المخاطرة إلا أن استعمالها توسع بصورة كبيرة خلال السنوات الأخيرة ليشمل أغراض الاستثمار والمضاربة ومازالت عملية تطوير الأدوات الجديدة واستعمالاتها مستمرة وبصورة متزايدة النمو حتى الآن. وعلى الرغم من التعقيد الواسع لأدوات الهندسة المالية إلا أنها لا تقدم حولا قاطعة لتجنب المخاطرة وإنما قد تكون طريقة مفيدة جدا لإدارتها والتي قد تمكن المتعاملين من إلغاء وتجنب اغلب المخاطر.⁽²⁾

وبذلك يمكن القول إن الهندسة المالية تهدف إلى خفض حجم المخاطر المالية وذلك من خلال:⁽³⁾

(1) فريد النجار، "البورصات والهندسة المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999، ص.225.

(2) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص.42.

(3) أحمد العزافي، "الهندسة المالية"، مقالة منشورة على الموقع: <http://www.shathat.net/vb/showthread.php>

//، تاريخ الإطلاع: 2011/12/10.

- ✓ إعادة هيكلة التدفقات النقدية لإدارة مالية أفضل مثل استخدام المبادلة لتغيير معدلات الفائدة المتغيرة إلى معدلات ثابتة.
- ✓ توسيع حجم وعدد أدوات الاستثمار بالأسواق المالية لزيادة سيولة السوق وإتاحة المزيد من التمويل من خلال جذب مستثمرين جدد وتقديم فرص جديدة للباحثين عن التمويل.
- ✓ ابتكار أدوات لإدارة المخاطر من أجل تمكين المستثمرين من إعادة توزيع المخاطر المالية وفق تفضيلاتهم للمخاطر.
- ✓ تطوير أدوات المراجعة بين الأسواق للتمكن من تحسين التكاليف وزيادة العائد والانفتاح على الأسواق العالمية.
- ✓ تنويع استراتيجيات الاستثمار من خلال تنويع وابتكار أدوات استثمار جديدة.

3.1.1 آليات الهندسة المالية:

تتضمن آليات الهندسة المالية الفلسفة التي تقوم عليها، مبادئ عملها ثم الاستراتيجيات المتبعة وسيتم عرضها كالتالي:

1.3.1.1 فلسفة الهندسة المالية:

ترتكز فلسفة الهندسة المالية على التحليل والقرارات الدورية الخاصة بالأدوات المالية والتباديل والتوافيق المختلفة التي تحقق أعلى عائد بأقل مخاطر، ومحاولة تغيير الأدوات المالية وتعديلها لتجنب المخاطر وزيادة العائد ويتم ذلك بغرض تحقيق صافي أعلى قيمة للمشروع في تاريخ محدد. إذن تركز الهندسة المالية على: (1)

- ✓ إدارة بنود المركز المالي أعلى قيمة للمشروع بالتركيز على الاستثمارات المادية
- ✓ إدارة المنتجات المالية الجديدة } أو المالية وقل تكلفة تمويل وأدنى مخاطر محتملة.

2.3.1.1 مبادئ الهندسة المالية:

من الجدير بالذكر أن الهندسة المالية مبادئ أساسية تركز عليها أهمها: (2)

- ✓ إيجاد وتطوير مجموعة متنوعة من الأدوات المالية المستحدثة التي يمكن عن طريق هندستها بتوليفات معينة بناء مراكز التعرض للمخاطرة وإدارة هذه المخاطر بأفضل صورة ممكنة.
- ✓ تقليل تكاليف المعاملات من خلال إمكانية الدخول بتعاملات معينة وخلق مراكز كبيرة الحجم بتكلفة قليلة نسبياً.
- ✓ تعزيز فرص تحقيق الأرباح من خلال إيجاد الأدوات الجديدة التي يمكن استعمالها في عمليات الاستثمار والمضاربة والتحوط وبصيغ مختلفة.
- ✓ تحسين سيولة السوق المالية بصورة عامة والمتعاملين بأدوات الهندسة المالية بصورة خاصة من خلال إفساح المجال للتعامل مع مجموعة واسعة من الأدوات الجديدة.

3.3.1.1 استراتيجيات الهندسة المالية:

يقصد بها التشغيل الفعال لمصادر واستخدامات الأموال بالإضافة إلى التشغيل الديناميكي للمنتجات المالية الجديدة عن طريق الصفقات التي تعقد لأوامر تنفذ في المستقبل. وتركز الإستراتيجية في الهندسة المالية على ما يلي: (3)

- ✓ تحديد عناصر القوة الداخلية للمشروع (الأصول والخصوم).

(1) فريد النجار، مرجع سبق ذكره، ص.233.

(2) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص.33.

(3) فريد النجار، مرجع سبق ذكره، ص.233-235.

- ✓ تحديد فرص الاستثمار والتمويل التي تحقق جذب وربط إمكانيات المشروع بتلك الفرص.
- ✓ تجنب التهديدات والمخاطر المالية في الأدوات المالية مثل تذبذب أسعار الفائدة على السندات والقروض وتغيرات أسعار الصرف والمخاطر الأخرى.
- ✓ الاستفادة من تغيرات الأسعار في أسواق المال في تعديل محفظة الاستثمار لزيادة العائد وخفض المخاطر.
- ✓ بناء وإعادة بناء المنظومات المالية في الأجل القصير والأجل الطويل بصفة دورية في ضوء التغيرات الداخلية والخارجية بسوق المال والبيئة المحيطة وتشمل: (1)

● إدارة المنظومة المالية اليومية:

وتخصّ الأوراق المالية والتّقدية وأوراق القبض وأوراق الدّفع والمقاصة وتبديل السندات والأسهم والفائدة الحالية بأقل منها وفروقات الأسعار للعمليات، وتهدف المنظومة المالية اليومية إلى الاستفادة من القيمة الزمنية للنقود وتذبذبات أسعار الصرف وأسعار الفائدة والتسويات والمقاصات بما يزيد من التدفقات المالية الداخلية عن التدفقات المالية الخارجية.

● إدارة المنظومة المالية قصيرة الأجل:

تهدف إلى ربط تمويل الأصول المتداولة من مصادر تمويل قصيرة الأجل والإدارة المثالية لكل بنوك الأصول المتداولة والخصوم المتداولة كما تهدف تلك المنظومة أيضا إلى الاستفادة من اتجاهات التغيير في أسعار الفائدة وأسعار الصرف ومعدلات التضخم خلال العام الواحد.

● إدارة المنظومة المالية طويلة الأجل:

لضمان تمويل الأصول الثابتة من مصادر التمويل الطويلة الأجل (حقوق ملكية، أسهم عادية وممتازة، خصوم، قروض طويلة ومتوسطة الأجل).
وفقا لذلك يمكن تحديد مفهوم إستراتيجية الهندسة المالية على أنها خطة طويلة الأجل تأخذ بالحسبان كافة المقومات الداخلية من نقاط قوة وضعف في المراكز المالية وكذلك تأخذ البيئة الخارجية بكل تغيراتها وبالتركيز على المؤشرات المالية.

4.1.I أبعاد الهندسة المالية:

سيتم التعرض في هذا العنصر لأبعاد الهندسة المالية من خلال التطرق لمجالات الهندسة المالية، مسؤولياتها ثم استخداماتها.

1.4.1.I مجالات الهندسة المالية:

تغطي الهندسة المالية المجالات التالية: (2)

- ✓ الخدمات المالية بالبنوك ومؤسسات الادخار والإقراض.
- ✓ تخطيط الخدمات المالية للأفراد وإعداد المخطط المالي القانوني.
- ✓ نشاط الاستثمارات، مدير محفظة الأوراق المالية والمحلل المالي القانوني.
- ✓ تقديم الخدمات المالية للمكاتب والشركات العقارية وأمناء الاستثمار والتأمين ومكاتب التثمين.
- ✓ إدارة الأعمال المالية لأي نوع من الأعمال المالية والتجارية لغرض الربح.

(1) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 47، 48.

(2) فريد النجار، مرجع سبق ذكره، ص. 226.

2.4.1.I مسؤوليات الهندسة المالية:

تتجلى أهم مسؤوليات الهندسة المالية فيما يلي: (1)

- ✓ التحليل المالي والتخطيط المالي (تنظيم وإعادة هيكلة المنظومة المالية وفق التغيرات البيئية وتقييم الاحتياجات الرأسمالية والزيادة في رأس المال).
- ✓ إدارة هيكل الأصول (التقديية، محفظة الأوراق المالية سريعة التسويق وأوراق القبض والمخزون والآلات والأصول الثابتة الأخرى).
- ✓ إدارة هيكل التمويل (قرارات تمويل الأصول عن طريق القروض قصيرة الأجل والطويلة الأجل ونسب رأس المال للإقراض).
- ✓ إدارة المنتجات المالية الجديدة ومشتقاتها.

3.4.1.I استخدامات الهندسة المالية:

لقد تعددت استخدامات الهندسة المالية ويمكن حصرها في:⁽¹⁾

● الهندسة المالية وإدارة الأصول والخصوم:

إدارة الأصول والخصوم هي فن وعلم واختيار أفضل مزيج من الأصول لمحفظه أصول المنشأة وأفضل مزيج من الخصوم لمحفظه خصوم المنشأة.

ولقد عرفت الهندسة المالية على أنها بناء هياكل مبتكرة لإدارة الأصول والخصوم فمنذ زمن طويل كان من الأمور المسلم بها أن محفظة خصوم أي منشأة كان يخرج عن نطاق المنشأة، ولهذا ركزت إدارة هذه المنشأة جهودها على اختيار مزيج محفظة الأصول، إلا أن ذلك تغير تماما منذ السبعينات، حيث أعطت الأدوات المالية الجديدة والاستراتيجيات الحديثة يدا طليقة للمنشأة على خصومها.

وهناك خمسة مفاهيم أساسية لفهم أو استيعاب إدارة الأصول والخصوم هي:

السيولة، حساسية أسعار الفائدة، الهيكلية، الاستحقاقات، مخاطر التوقف عن الدفع.

وفي السنوات الأخيرة فإن المهندسين الماليين الذين يعملون لحساب بنوك الاستثمار قاموا بتطوير

استراتيجيات معقدة لإدارة الأصول والخصوم.

● الهندسة المالية واستراتيجيات التحوط وإدارة المخاطر:

التحوط هو فن إدارة مخاطر الأسعار من خلال أخذ مراكز عكسية عند التعامل في أدوات المشتقات والتحوط يمكن استخدامه من خلال العقود المستقبلية والعقود الآجلة والخيارات والمبادلات فإذا ما وقع الاختيار على إحدى هذه الأدوات فإن المتحوط يتعين عليه أن التأكد من انخفاض أو تقليل نسبة التحوط إلى المخاطرة، وهي عدد الوحدات لأداة التحوط اللازمة لتغطية وحدة من الأداة النقدية.

وأن اختيار أداة تعد مناسبة للتحوط ضد مخاطر معينة يعتمد على:

✓ جانب المخاطر اللازمة للمركز النقدي المرغوب في تغطيته؛

✓ نوع المخاطرة التي يرغب المتحوط في تغطيته؛

✓ تكلفة التحوط؛

✓ فعالية أدوات التحوط المختلفة.

● الهندسة المالية وعمليات المراجعة:

عمليات المراجعة هي فرصة الشراء والبيع في نفس الوقت وفي أسواق مختلفة ولنفس الأداة المالية مع تحقيق هامش من الربح. ويذهب البعض إلى إطلاق مصطلح الموازنة على هذه العمليات أخذاً بالنتائج التي تترتب عليها من إعادة التوازن في الأسعار بين مختلف الأسواق. ولكن عمليات المراجعة ذاتها لا تتحقق في وجود أسواق عالية الكفاءة، لأنه لا يفترض في هذه الحالة عدم تباين الأسعار بين سوق وأخرى، فالمهندسون الماليون يركزون اهتمامهم على فرص المراجعة رغم ما يكتنفها من مخاطر كأفضل ثاني هدف. والنظر إلى مخاطر عمليات المراجعة كفرصة لزيادة معدلات العائد المتوقعة أو لتخفيض تكلفة التمويل إلى مستوى معين من المخاطرة.

● الهندسة المالية لتطوير عملية التسوية:

مارست الهندسة المالية مهمتها وذلك باستحداث أسلوب جديد مبتكر لكيفية التسوية. وذلك من خلال إنشاء بيت تسوية مركزي تدبره المؤسسة الوطنية لتسوية الأوراق المالية. هذا وتقدم المؤسسة خدماتها لبيوت السمسرة التي تتعامل مع بورصة نيويورك، والبورصة الأمريكية. وبيوت السمسرة الأعضاء في الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية، وتمسك المؤسسة حسابا لكل بيت سمسرة وذلك لتحديد رصيده الدائن أو

(1) العديد من المراجع:

- سمير عبد الحميد رسوان، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 93-97.

- منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في إدارة المخاطر"، الجزء الأول، مركز الدلتا، مصر، دون سنة نشر، ص. 288.

المدين مع بيوت السمسرة إلى أن يسلم رصيده من النقود أو الأوراق المالية عن كافة الأوامر المتخذة إلى تلك المؤسسة. وهكذا وضعت حدود الانتقال النقدية، وتحققت السرعة في تنفيذ الصفقات، وخاصة أن السماسرة عادة ما يستلمون القيمة المقدرة لتنفيذ أمر الشراء من المستثمر مسبقاً أي قبل تنفيذ العملية.

5.1.I مركز الهندسة المالية:

للهندسة المالية علاقة بالوظائف المالية الأخرى كما لها أثرا على من السياسة النقدية، المؤسسات المالية وكذلك على الاستقرار الاقتصادي.

1.5.1.I علاقة الهندسة المالية بالوظائف المالية الأخرى:

يعتمد علم الهندسة المالية على المعلومات الأساسية في كل من: (1)

- ✓ التخطيط المالي؛
- ✓ آليات بنوك الاستثمار؛
- ✓ تمويل شركات المساهمة؛
- ✓ وظائف البنوك التجارية؛
- ✓ جدولة رأس المال (الميزانية التقديرية)؛
- ✓ الاستثمارات المالية؛
- ✓ إدارة محفظة الأوراق المالية؛
- ✓ الرقابة على المخاطر؛
- ✓ بحوث العمليات المالية؛
- ✓ استخدامات الكمبيوتر والانترنت ونقاط الاتصال بالبورصات العالمية في اتخاذ القرارات المالية؛
- ✓ رسم السلاسل الزمنية للمتغيرات والمنتجات المالية؛
- ✓ التنبؤات المالية؛
- ✓ بناء واستعمال المؤشرات المالية للبورصات والعملات وأسعار الفائدة وأسعار الصرف والأسهم والسندات والمشتقات المالية؛
- ✓ سيناريوهات التنبؤ بالأزمات المالية.

فاستعمال التغطية وتقلبات سوق الأسهم وسوق العملات وقياس المخاطر كل ذلك يتطلب تطبيق أدوات التحليل المالي في المخاطر السابقة الذكر حيث يتم قياس: (2)

- ✓ الاتجاهات والتغيرات والسيولة لكل منتج مالي؛
- ✓ قياس عدم الكفاءة والخطورة في القيم المالية؛
- ✓ حساب قيمة الأوراق المالية والإصدارات الجديدة في دلالة بعض الأوراق المالية الأخرى.

وتستخدم برمجيات الكمبيوتر لمحاكاة المواقف المالية المختلفة وكوسيلة مساندة للهندسة المالية مثلاً: برمجيات نماذج تقييم وتسعير الأوراق المالية وعوائد الأسهم والسندات والعملات والمشتقات المالية وإدارة محفظة الاستثمار في الأوراق المالية وطرق تقدير المخاطر المالية وتساعد البرمجيات في اتخاذ قرارات تتمثل في: (3)

- ✓ مصادر التمويل؛
- ✓ تخطيط الأرباح؛

(1) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص.44.

(2) فريد النجار، مرجع سبق ذكره، ص.246.

(3) المرجع نفسه، ص.247.

2.5.1.I آثار الهندسة المالية:

للهندسة المالية آثار على كل من الاستقرار الاقتصادي، المؤسسات المالية وعلى السياسة النقدية.

● أثر الهندسة المالية على الاستقرار الاقتصادي:

لقد اتضح أن الابتكارات المالية يمكن أن تؤدي إلى ضعف فعالية السياسة النقدية وبالتالي ضعف أثرها الاقتصادي ولعل ذلك من أسباب عدم الاستقرار الاقتصادي وذلك أن الأنظمة والسياسات الاقتصادية تهدف إلى ضبط التعاملات وتحقيق الاستقرار بينما الابتكار بحسب تعريفه هو خروج عن السائد المستقر ومن ثم سبب لحدوث قدر من عدم الاستقرار. لكن هذا يعني بالضرورة أن الابتكار المالي عمل سلبي من الناحية الاقتصادية إنما يعني أنه سلاح ذو حدين، فهو نافع ومفيد حينما يحقق المصالح المشروعة إذ يرفع من الكفاءة الاقتصادية والإنتاجية ومن ثم يزيد من الرفاهية وهذه الزيادة في الرفاهية تعادل ما قد يحدث من عدم استقرار بسبب طبيعة الابتكار لكن إذا خلا الابتكار المالي من هذه الإيجابيات وكان المقصود منه مجرد تجاوز الأنظمة وتخطي السياسات لزيادة الربحية فسوف يؤدي بطبيعة الحال إلى عدم استقرار الأسواق المالية دون مقابل من الرفاه الاقتصادي.⁽¹⁾

ويزداد الأمر سوءاً حينما تتبنى البنوك المركزية موقفاً محابياً لهذا النوع من التعاملات على غرار موقف الاحتياطي الأمريكي من صندوق التحوط الذي تعثر سنة 1998 حيث قرر التدخل لإنقاذه والتضافر مع 14 من المؤسسات المالية لضخ نحو 3,6 مليار دولار لمنعه من السقوط.

● أثر الهندسة المالية على المؤسسات المالية:

أدى الابتكار المالي إلى تلاشي الحدود الفاصلة بين المؤسسات المالية المختلفة والى زوال الحاجة إلى بعضها البعض في مقابل بروز الحاجة إلى أنواع أخرى، حيث ساهم التطور المستمر في الأدوات والآليات التمويلية مع التقدم المذهل في تقنية المعلومات إلى تراجع الفوارق بين المؤسسات المالية المختلفة ويتأكد ذلك من خلال الاتجاه إلى الاندماجات بين أنواع مختلفة من المؤسسات المالية، حيث تصبح محصلة الدمج ذوبان الفوارق بين المؤسسات قبل الاندماج ومن جهة أخرى أدى هذا التقدم والتطور إلى تراجع الدور التقليدي للبنوك وهو قبول الودائع تحت الطلب ثم إقراضها لأجل مختلف أو ما يسمى تحويل الأجل حيث كان هذا التناقض بين أجل الأصول والمطلوبات مصدر خطر وقلق للنظام المصرفي فترتب عليه إنشاء البنوك المركزية لنظام التأمين على الودائع، وبسبب ذلك وأيضاً القيود التنظيمية المتعددة التي فرضت على البنوك نشأت الحاجة والفرصة للابتكار المالي لتجاوز هذه القيود وترتب على ذلك أن تصبح هذه القيود والأنظمة من الناحية العملية عديمة الجدوى، مما يستدعي مراجعة الأنظمة من جديد، وتبعاً لذلك صارت البنوك تعتمد على أنشطة مالية تغير أصل نشاطها المصرفي كالخدمات المالية مقابل رسوم مقطوعة أو بطاقات الائتمان ونحوها من المنتجات.⁽²⁾

ومن خلال التطور التقني والابتكار المالي، تبدو الحاجة لعمل البنوك تناقصت فمن ناحية أصبح بإمكان ذوي الفائض الاتصال مباشرة مع ذوي العجز من خلال سوق الأوراق المالية وآلية التوريق وانحصر دور البنوك في تحقيق الوساطة بين الطرفين وهو ما أدى إلى ما يسمى انكماش الوساطة ومن ناحية أخرى ساهم التطور التقني والمالي في إمكانية الموازنة بين أجل الأصول والمطلوبات المالية للأفراد والمؤسسات بحيث تقلص دور المصارف حتى في هذا الجانب.

● أثر الهندسة المالية على السياسة النقدية:

(1) عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سبق ذكره، ص.14.

(2) سامي السويلم، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 08، 09.

يرى الدارسون لأثار الابتكار المالي على السياسة النقدية أن أدوات هذه الأخيرة مثل نسبة الاحتياطي الإلزامي أو معدل الفائدة سوف لا تجدي كثيرا على المدى المتوسط نظرا لقدرة المؤسسات المالية على ابتكار أدوات مالية تمكنها من تجاوز قيود السياسة النقدية، على سبيل المثال استخدمت المؤسسات المالية عملية إعادة الشراء لحل مشكلة الاحتياطي الإلزامي حيث يبيع البنك سندات حكومية بثمن أعلى، فهاتان البيعتان في الحقيقة قرض بفائدة تساوي الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء مع رهن السندات، لكن البنك هنا لا يحتاج إلى حجز احتياطي نظامي مقابل السيولة التي يحصل عليها.(1)

كما يمكن للبنوك الإقراض من سوق الأورو دولار أو اللجوء إلى غيرها من الأدوات التي تمكنها من الحصول على السيولة دون حجز احتياطي نظامي وبالتالي فالنتيجة هي نقص فعالية السياسة النقدية وضعف أثرها الاقتصادي وعموما يمكن إيجار أهم آثار الهندسة المالية على السياسة النقدية فيما يلي:(2)

✓ صعوبة إدراك كل ما يحيط بالإبداع المالي والأصعب توقع نتائجه من الناحية العملية لأنه عملية مستقرة فهو يضيف عنصر عدم اليقين إلى البيئة الاقتصادية التي تعمل فيها البنوك المركزية.

✓ حتمية تتبع التطورات التي تحدث في الإبداعات المالية حيث أن بعضها يمكن أن تغير من الطريقة التي بها الاقتصاد نتيجة عمل السياسة النقدية كما يمكن أن تؤثر على محتوى ومدلول المؤشرات التي يستخدمها البنك المركزي للرقابة أو لاتخاذ قراراته بخصوص السياسة النقدية.

وكنتيجة فان الهندسة المالية يمكن أن تساعد على زيادة كفاءة النظام المالي الأمر الذي يسهل عمل السياسة النقدية لكنها في نفس الوقت تعقد البيئة التي تعمل فيها السياسة النقدية. وللتعامل مع هذا التعقيد تحتاج البنوك المركزية إلى مراقبة الوضع المالي بمتابعة التطورات مباشرة ومحاولة توقع نتائج الابتكارات وتصميم إستراتيجية للتعامل مع هذه التحديات.

(1) المرجع نفسه، ص. 06.

(2) عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سبق ذكره، ص.10.

2.I مدخل لأدوات الهندسة المالية:

سنخص بالدراسة في هذا المبحث المشتقات المالية باعتبارها أهم أدوات الهندسة المالية أما التوريق سيتم التعرض له لاحقاً.

1.2.I تاريخ تطور أدوات الهندسة المالية:

لقد شهدت المشتقات المالية نمواً متعاضداً في الأعوام الأخيرة انتقل بها من بدايات متواضعة في مجال العقود الآجلة الخاصة بالسلع والعملات الأجنبية إلى صناعة ببلابين الدولارات ويجري ابتكار مشتقات مالية جديدة بمعدلات مذهلة استجابة لحاجات سوقية متعددة.

1.1.2.I مبررات تحديث الأوراق المالية:

أدركت العديد من المؤسسات المالية بان الأساليب القديمة في التعامل المالي لم تعد مربحة، كما أن بعض المنتجات لم تعد تلقى قبولا، فضلا عن تدني كفاءة الوساطة الماليين في تعبئة المدخرات. ومن أهم المبررات الدافعة للتحديث:⁽¹⁾

● تجنب مخاطر تقلب العائد (التكاليف)

تعد مخاطر تقلب أسعار الفائدة من أبرز سمات الأسواق المالية، وتقضي التغيرات المفاجئة والسريعة في أسعار الفائدة إلى حدوث مكاسب أو خسائر رأسمالية ضخمة، وبالتالي ينعكس ذلك على النشاط الاستثماري برمته، لاسيما وان الارتباط ما بين الأوراق المالية المختلفة يعد أساسا لفهم التأثير المتبادل، ومن ثم المخاطر المتمثلة عند تأثر أي ورقة مالية بتغير سعر الفائدة وانتقالها إلى الأصول الأخرى.

● تجنب القواعد التنظيمية:

إن تنظيم التعامل بالأوراق المالية وفق قواعد وإجراءات قانونية يعد أمرا مسلما به في الاقتصاديات المختلفة، ولكن مثل هذه القواعد قد تحد من قدرة المؤسسات المالية المتعاملة بالأوراق المالية وتدفع هذه المؤسسات لإيجاد بيئة تعامل أقل صرامة في قواعدها، ومن أهم هذه القواعد:

✓ الاحتياطي المطلوب على الودائع؛

✓ القيود على سعر الفائدة المدفوع للودائع.

وللتقليل من هذه القيود تم اللجوء إلى استحداث بعض الطرق كالسحب القابل للتداول، وحساب التحويل الآلي الادخار، وحساب التصفية.

● تحفيز التقدم التكنولوجي:

حدث تطور هائل في الأساليب الفنية لتقديم الخدمات المالية، وأدى هذا التقدم إلى تخفيض ملموس في تكلفة الخدمات والقدرة على استحداث أدوات مالية مربحة للمؤسسات المالية والجمهور على حد سواء، ومن أهم التطورات الحادثة في مجال الخدمات المالية، توسع استخدام بطاقات الائتمان، نشاط تخليق الأوراق المالية، كما أن تطور تكنولوجيا الحسابات والاتصالات وثورة المعلومات ألغى الفواصل الزمانية والمكانية في مختلف الأسواق المالية العالمية.

2.1.2.I نشأة أدوات الهندسة المالية:

شهدت صناعة المشتقات المالية خلال السنوات الماضية نمواً كبيراً ومنتسارعا سواء على صعيد حجم تجارة هذه الأدوات الجديدة، أو على صعيد تنوعها، بحيث شملت مجموعة واسعة من العقود المالية لكافة أنواع الأوراق المالية والسلع وغيرها من الموجودات الأخرى، وكذلك على صعيد توسع قاعدة المشاركين في أسواق المشتقات، وتشير الدراسات إلى أن ملاك الأراضي الإقطاعيين من منتجي الأرز في اليابان هم أول من استخدم العقود الآجلة بشكل منظم إذ طوروا أسلوبا يسمح بتداول إيصالات بإنتاجهم من الأرز وفق مواعيد مستقبلية، وكان التعامل يتم في الأسواق غير النظامية لمساعدة السماسرة الذين كانوا يلعبون دور

(1) محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية"، الشروق، عمان، الطبعة الثانية، 2007، ص.ص. 112 - 119.

الوسيط بين المتعاملين، ولكن القرن 19 شهد الولادة الحقيقية لاستخدام العقود الآجلة بشكل منظم وكان ذلك في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1865 إذ تم فيه صياغة القواعد والتشريعات التي تضم التعامل الآجل لمزارعي الحبوب والمضاربيين والمستهلكين وتشير الأدبيات أيضا إلى أن التعامل بأدوات الهندسة المالية بصورة تجارية بدءا في الولايات المتحدة عام 1973⁽¹⁾، عندما افتتح أول سوق للخيارات في شيكاغو وعمل ذلك السوق منذ افتتاحه على إدخال تعديلات جوهرية على الأسس التي يقوم عليها التعامل في السوق، ومن أهم هذه التعديلات شروط التعاقد التي تتضمن تنميط الكميات وتواريخ التنفيذ وقيمة الهوامش المبدئية وكذلك دار المقاصة التي تقوم بتسوية هذا الهامش.

2.2.I مفهوم أدوات الهندسة المالية:

قدمت لهذا المصطلح عدة تعاريف تم وضعها من طرف العديد من المفكرين والاقتصاديين والمؤسسات المالية الدولية.

عرفها صندوق النقد الدولي على أنها: "عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول الثانية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمارا لأصل المال في هذه الأصول وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد فان أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري"⁽²⁾

كما تم تعريفها: "المشتقات هي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول العينية أي الأصول التي تشمل موضوع العقد والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية... وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداة الأصل موضوع العقد"⁽³⁾ وعرفت كذلك بأنها: "عبارة عن عقود مالية تتعلق ببند خارج الميزانية وتتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها"⁽⁴⁾

ويذهب البعض الآخر لتعريف المشتقات المالية ويقول أنها: "عبارة عن أدوات استثمارية جديدة ومتنوعة يطلق عليها هذا الاسم لأنها مشتقة من أدوات استثمارية تقليدية كالأسهم والسندات وتعتمد في قيمتها على أسعار تلك الأدوات"⁽⁵⁾

وعلى الرغم من تعدد التعاريف إلا أنها في حقيقة الأمر ترمي إلى نفس الوعاء إذ أنها تشير كلها أن المشتقات هي تلك العقود التي لا يجري تنفيذ أغلبها وتنتهي إلى حصول احد الطرفين على فروق الأسعار إضافة إلى ذلك سميت بالمشتقات لأنها تشتق قيمتها من الأصول محل التعاقد.

3.2.I خصائص أدوات الهندسة المالية:

تتسم عقود المشتقات المالية بالعديد من الخصائص التي تميزها عما عداها من الأدوات المالية الأخرى وفيما يلي استعراض لأبرز الخصائص:⁽⁶⁾

طبيعة العمليات خارج الميزانية:

جرى التطبيق العملي على إثبات الأدوات المالية التقليدية كالأسهم والسندات داخل الميزانية كأصول أو خصوم، ومن ثم يمكن التعرف على أرصدها المثبتة وتتبع أي تغيرات فيها بعكس الحال بالنسبة للأدوات المالية المشتقة التي تقتضي طبيعة التعامل فيها تداولها بقيم نقدية ضئيلة.

(1) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص. 63.

(2) سيد سالم عرفة، "إدارة المخاطر الاستثمارية"، دار الراية، عمان، 2009، ص. 141.

(3) طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية"، الدر الجامعية، مصر، 2001، ص. 05.

(4) عدنان هندي، "المشتقات المالية"، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 1996، ص. 13.

(5) shelagh, helffnan, modern in theorg and pratice, newyork, 1998, p.172.

(6) أحمد صلاح عطية، "مشاكل المراجعة في أسواق المال"، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص.ص. 215- 218.

⊖ التعقيد:

نظرا لأنه غالبا ما يتم تصميم عقود المشتقات للوفاء بأغراض خاصة لمستخدميها لذا ففي معظم الأحيان يكون هناك غموض حول كيفية استخدام أداة بعينها وكيفية تقييمها، وهل يمكنها تحقيق الأهداف الاقتصادية من جراء حيازتها.

⊖ السيولة:

بعض عقود المشتقات تتسم بدرجة سيولة عالية حيث يسهل تسويتها إما عن طريق البيع أو الشراء في تاريخ الاستحقاق المحدد، أو عن طريق أبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية أو المقايضة، إلا أنه في الوقت نفسه قد يصعب أحيانا تسوية بعض أنواع عقود المشتقات في أسواق المشتقات مما ينتج عنه مشاكل في عمليات تقييمها.

⊖ عدم وضوح القواعد المحاسبية:

حيث لا يزال هناك نوع من الغموض المحيط بالمعالجة المحاسبية للآثار المترتبة على الدخول في عمليات المشتقات، ويرجع ذلك أساسا إلى التقدم السريع والنمو المتلاحق في مجال ابتكار واستخدام الأدوات المالية المشتقة والذي لا يواكبه استجابة محاسبية مماثلة وسريعة من أجل المحاسبة على تأثيرات تلك الأنشطة بحيث يمكن ملاحظة وجود فجوة واسعة بين الواقع الاقتصادي الذي تمارس فيه تلك الأنشطة وبين الاستجابة المحاسبية تجاه التعبير عن الآثار المحاسبية الناتجة عنها.

⊖ المخاطر الناشئة عن التعامل في عقود المشتقات:

يترتب على التعامل في عقود المشتقات ضرورة الأخذ في الحسبان وجود عدة مخاطر يجب العمل على تجنبها أو تقليل آثارها بقدر المستطاع، وهناك مجموعتان من المخاطر المرتبطة بعقود المشتقات حيث تتمثل الأولى في المخاطر التي تتعرض لها الجهات المصدرة أو البائعة لعقود المشتقات أما المجموعة الثانية تتمثل في المخاطر التي يقع فيها مشتري عقود المشتقات.

4.2.I أهمية أدوات الهندسة المالية واستخداماتها:

تكتسب عقود المشتقات أهمية اقتصادية واسعة سنبينها كالتالي:⁽¹⁾

⊖ التغطية ضد المخاطر:

إذ يتم استخدام هذه الأدوات بغرض تقليل مخاطر الاستثمار فجميع المستثمرين يرغبون في الحفاظ على استثماراتهم عند مستوى مقبول من المخاطر وبالتالي يصل المستثمرون إلى تحقيق رغبتهم في أسواق المشتقات والمتمثلة في تحويل المخاطرة.

⊖ أداة لاكتشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر:

إن من أبرز وظائف عقود المشتقات أنها تقوم بتزويد المتعاملين بالمعلومات كما سيكون عليه سعر الأصل الذي أبرم عليه العقد الحاضر في تاريخ التسليم لذلك تعتبر أداة جيدة لاكتشاف السعر بمعنى التطلع على المستوى الذي يمكن أن يكون عليه السعر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم.

⊖ إتاحة فرص استثمارية للمضاربين:

يدخل المضارب طرفا في عقود المشتقات المالية بغرض تحقيق الربح من خلال الاستفادة من ميزة المتاجرة بالهامش أو الرفع المالي إذ يكفي أن يدفع المضارب في عقود المستقبلات المالية سواء كان مشتريا أو بائعا قيمة الهامش المطلوب وفي عقود الخيارات المالية أن يدفع المشتري قيمة علاوة الخيار.

⊖ تسيير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد:

(1) العديد من المراجع:

- سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 68 و69.
- محاببية نصيرة، "وظيفة الهندسة المالية في البنوك"، مذكرة ماجستير، تخصص عقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة 08 ماي 1945 قالمه، 2006، ص.ص. 132، 133.

يتميز التعامل في أسواق المشتقات بانخفاض تكلفة المعاملات على مستوى يستحيل على الأسواق الحاضرة أن تنافسه لاسيما وان هذه الأخيرة تحظى بتأثير كبير على سيولة السوق فتكلفة المعاملات تجعل السوق أكثر كفاءة مما يتيح فرصة أفضل لإبرام الصفقة بسعر قريب من سعر التعادل، كما يساهم التعامل بالمشتقات على تنشيط السوق الأصلي المتعاقد عليه وذلك بزيادة حجم التداول عليه بسبب أن المبلغ الذي يدفعه المستثمر عند التعاقد لا يمثل إلا نسبة ضئيلة من قيمة الصفقة وتقل كثيرا عن الهامش المبدئي الذي يلتزم المشتري بإيداعه لدى السمسار في حالة الشراء الهامشي للأصل في السوق الحاضر.

آلية للتخزين:

نظرا لاعتبار التخزين حلقة اتصال بين الأسواق الحاضرة وأسواق المشتقات وكثير من أنواع الأصول يمكن شراءه وتخزينه أملا في الحصول على سعر أعلى في تاريخ لاحق.

تحقيق سمة كمال السوق:

حتى يتمتع السوق بالكفاءة لابد من أن يوفر للمتعاملين كفاءة الأصل المالي الذي يتناسب مع أهدافهم سواء من حيث العائد أو المخاطر وعلى الرغم من أن الكمال على هذا النحو يعد أمرا مستحيلا فإنه وبفضل عقود المشتقات أصبح من الممكن عمل توليفات من عقود المشتقات وأوراق مالية متداولة في السوق الحاضر في ظلها يتحقق للمستثمر مستويات فريدة من العائد والمخاطر.

5.2.I مستخدمو أدوات الهندسة المالية:

يختلف مستخدمو أدوات الهندسة المالية باختلاف أهدافهم واحتياجاتهم ويمكن إيضاح تلك الفئات كما

يلي: (1)

تجار التجزئة:

ويستخدم هؤلاء المشتقات المالية بقصد حماية أنفسهم من التعرض لمخاطر أسعار الفائدة أو أسعار الصرف في أسواق العملات الأجنبية.

صناديق المعاشات:

وتستخدم هذه الصناديق المشتقات بقصد حماية العائد على الاستثمار في السندات أو بغرض تأمين محفظة الأوراق المالية التي تمتلكها.

بنوك الاستثمار:

تستخدم هذه البنوك المشتقات بغرض المحافظة على سعر البيع لكمية كبيرة من أحد الأصول المالية حيث أن السوق الحاضرة لن تكون قادرة على استيعاب المعروض بأسعار السوق.

الشركات العقارية:

وهي تلك التي تبيع المباني والأراضي تستخدم هذه الشركات المشتقات للحماية من تحركات سعر الفائدة على القروض للسندات التي تمثل دينا في ذمة الشركة.

الشركات:

تلجأ الشركات إلى أدوات المشتقات بغرض الحماية من تأثير أسعار الفائدة المنخفضة على عائد الاستثمار للفائض النقدي.

المصدرون والمستوردون:

ويستخدم هؤلاء المشتقات المالية ضد تقلبات أسعار الصرف على المقبوضات أو المدفوعات وعموما يمكن تقسيم هذه الفئات المستخدمة لأدوات الهندسة المالية إلى الأصناف التالية: (2)

(1) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 74، 75.

(2) طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص. 08.

← المتحفظون:

وهم الذين يهتمون بتخفيض المخاطر التي يتعرضون لها، حيث تسمح لهم أدوات الهندسة المالية بتحسين درجة التأكد ولكنها لا تتضمن تحسين النتائج.

← المضاربون:

وهم الذين يراهنون على تحركات الأسعار المستقبلية لذلك يستخدمون أدوات الهندسة المالية لمحاولة تحقيق الكسب.

← المراجعون:

وهم الذين يدخلون السوق عندما يكون هناك فرص لأصل معين بين سوقين أو أكثر وذلك بالشراء من السوق منخفض السعر والبيع في نفس الوقت في السوق مرتفع السعر وبالتالي يحققون ربحاً.

3.I تحليل أدوات الهندسة المالية:

تضم الهندسة المالية مجموعة واسعة ومتعددة من الأنواع سيتم التعرّض لأهمّها وهي: الخيارات، العقود الآجلة والمستقبلية، عقود المبادلة، مشتقات المشتقات ثم التوريق.

1.3.I عقود الخيارات:

تعتبر عقود الخيارات من العقود المشتقة الأكثر تداولاً من بين العقود المبتكرة الأخرى.

1.1.3.I تعريف عقود الخيارات:

هناك عدة تعاريف لأراء متعددة من أهمها التعريف التالي:

عقود الخيارات هي: "اتفاق يعطي لطرف ما الحق في بيع أو شراء عدد من الأوراق المالية وربما عملات أو مؤشرات، من طرف ثاني بسعر محدد متفق عليه مقدماً على أن يتم التنفيذ في أي وقت خلال المدة التي تنقضي بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ الانتهاء أو التنفيذ في التاريخ المحدد لانتهاء العقد"⁽¹⁾

2.1.3.I أركان عقد الخيار: يتكون عقد الخيار من الأركان الآتية الذكر:⁽²⁾

⊖ سعر التنفيذ:

هو سعر الورقة المالية وقت إبرام العقد وعادة ما يكون هو السعر الجاري للورقة المالية في السوق.

⊖ السعر السوقي:

هو سعر الورقة المالية في تاريخ انتهاء أو ممارسة الاتفاق.

⊖ تاريخ التنفيذ:

هو تاريخ إبرام الاتفاق وهو عادة يوم سريان الاتفاق.

⊖ المكافأة:

هي مبلغ متفق عليه يقوم مشتري حق الاختيار بدفعه إلى محرر العقد نظير أن يكون لمشتري الاختيار الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق.

⊖ مشتري العقد:

هو الشخص الذي يقوم بشراء حق الاختيار مقابل مكافأة يدفعها للطرف الثاني. يكون لمشتري العقد الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق.

⊖ محرر الحق:

هو الشخص الذي يقوم بتحرير الحق نظير مكافأة يحصل عليها من المشتري.

3.1.3.I أنواع عقود الخيارات:

يمكن التمييز بين عدة أنواع لعقود الاختيارات حسب مجموعة من المعايير:

⊖ التصنيف على أساس الصفة:

هناك ثلاثة أنواع:⁽³⁾

← حق اختيار الشراء:

هو اتفاق يعطي الحق للمستثمر في شراء عدد معين من الأصول بسعر محدد مسبقاً وخلال مدة معينة نظير مكافأة يقدمها للمستثمر.

← حق اختيار البيع:

(1) محمد صالح الحناوي، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص.331.

(2) من عدة مراجع:

- محمد مطر وفايز تيم، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار وائل، الأردن، 2005، ص.257.

- حمزة محمود الزبيدي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، الوراق، الأردن، 2004، ص.45.

(3) جبار محفوظ، "الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأوراق المالية"، دار هومة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002،

ص.ص.105-90.

هو اتفاق يعطي الحق للمستثمر في بيع أصل من الأصول بسعر محدد مسبقا لطرف آخر يرغب في الحصول عليه مستقبلا.

← حق الاختيار المزدوج:

هو اتفاق يعطي الحق للمستثمر في بيع أو شراء أصل من الأصول بسعر محدد مسبقا لطرف آخر قد يكون بائعا أو مشتريا.

⊖ حسب تاريخ تنفيذ العقد:

يوجد حسب هذا المعيار: (1)

← حق الاختيار الأوروبي:

هو حق اختيار (شراء أو بيع أو هما معا) غير أن هذا الحق يتم ممارسته أو تنفيذه في الموعد المحدد لانتهاء العقد.

← حق الاختيار الأمريكي:

هو حق اختيار (شراء أو بيع أو هما معا) غير أن هذا الحق يتم تنفيذه في أي وقت خلال الفترة التي تنتقضي بين إبرام العقد وتاريخ الانتهاء.

⊖ حسب ملكية الأوراق المالية:

حسب هذا التصنيف هناك: (2)

← عقود الاختيار المغطاة:

هي عقود يمتلك فيها محرر العقد الأصول موضوع العقد أي انه يستطيع أن يغطي التزاماته إذا اختار مشتري العقد التنفيذ.

← عقود الاختيار غير المغطاة:

هي عقود لا يمتلك فيها محرر العقد الأصول موضوع العقد لذلك إذا اختار مشتري العقد التنفيذ فإن البائع سيضطر إلى شراء الأصل من السوق ثم تسليمه للمشتري وهذا في حالة حق المشتري.

4.1.3.I نماذج تسعير الخيارات:

سيتم التطرق إلى هذه النماذج وفقا للتطور التاريخي: (3)

⊖ نموذج 1961 sprenkle:

يعد هذا النموذج واحدا من أوائل النماذج غير الخطية والذي كان غرضه تحديد قيمة خيار التحويل، حيث اعتمد الباحث على مشاهداته في تاريخ الاستحقاق بان قيمة الخيار تتحدد بالفرق بين سعر السهم وسعر تنفيذ الخيار. ولقد افترض أنه على وفق مدى زمني محدد، فإن المستثمرين يدركون بان سعر السهم من المتوقع أن يزداد بمعدل نمو وفقا للسير العشوائي وهذا يؤدي إلى أن يكون توزيع أسعار الأسهم المستقبلية، وحالما يتم تحديد القيمة المتوقعة لسعر السهم في تاريخ الاستحقاق. فانه يتم تحديد القيمة المتوقعة للخيار وهي الفرق بين القيمة المتوقعة للسهم وسعر تنفيذ الخيار.

⊖ نموذج 1973 black and schles:

يمكن لهذا النموذج تقييم أي خيار وبدون معرفة القيمة السوقية للخيار الآخر، فقيمة خيار الشراء يمكن أن توضح بلغة الأصل الفوري أو الورقة المالية خالية المخاطر حيث لا حاجة لمعرفة قيمة خيار البيع وبصورة مماثلة فان قيمة خيار البيع يمكن تحديدها دون معرفة قيمة خيار الشراء. ويشير إلى أن أسس النموذج كانت معروفة في الستينات كما هو واضح في أعمال Samuel و sprenkle فعند صياغة النموذج

(1) جلال إبراهيم العبد، "تحليل وتقييم الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص.338.

(2) طارق عبد العال حماد، "المحاسبة عن الاستثمارات والمشتقات المالية"، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص.04.

(3) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص.ص.202-215.

تمكن الباحثان من تحديد معدل الخصم الذي لم يتمكن الباحثون الذين سبقوها من ذلك. ولتحديد معدل الخصم بدا الباحثان تحليلهما بطرح ما يطلق عليه المركز المحوط من خلال استخدام نسبة التحوط الملائمة.

© نموذج *black* 1975:

يعتمد نموذج *black* على تعديل سعر السهم الجاري بمقدار توزيعات الأرباح النقدية والتي تقترض أنها تدفع في تواريخ محددة، ففي الوقت الذي يتم فيه تقييم الخيار يتم طرح القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح والمخصومة خصما مستمرا من السعر السوقي الجاري للسهم. ثم استخدام هذا السعر السوقي المعدل بالتوزيعات في تطبيق معادلة نموذج *black and scholes* الأصلية لحساب قيمة الخيارات.

© نموذج تسعير الخيار الثنائي 1978:

عندما نريد الوصول إلى سعر الخيار عن طريق هذا النموذج، فلا بد أن نفترض أن المدة الزمنية المتبقية حتى استحقاق الخيار هي مدة زمنية واحدة. بغض النظر عن طول تلك المدة سواء كانت يوما، أسبوعا أم شهرا وبناء على إمكانية ترك سعر السهم باتجاهين مختلفين بحسب سعر الخيار، وفي هذه الحالة يطلق على النموذج بالنموذج ثنائي الحد لمدة واحدة، ثم يستمر التحليل مفترضا أن عدد المدد المتبقية حتى تاريخ الاستحقاق مدتان، وبناء على إمكانية تحرك سعر السهم بعد كل مدة من هاتين المدتين إلى اتجاهين مختلفين وبناء على القيم المستقاة من المدة الأولى بحسب سعر خيار الشراء ويطلق على النموذج ثنائي الحد بمدتين وهكذا يستمر التحليل للتفرع من المدتين الأولى والثانية عددا من المدد الزمنية الأخرى وصولا إلى عدد المدد الزمنية الحقيقية حتى استحقاق الخيار وحينها يطلق على النموذج بنموذج ثنائي الحد متعدد المدد.

2.3.I العقود الآجلة والمستقبلية:

بالإضافة إلى الخيارات المالية هناك العقود الآجلة والعقود المستقبلية ولكل منها ما يميزها كأداة مالية حديثة لها عدة استخدامات.

1.2.3.I العقود الآجلة:

سيتم التطرق لهذه العقود بصفة مختصرة وذلك من خلال تحديد تعريفها ثم عرض خصائصها.

© تعريف العقود الآجلة:

لقد أعطيت العديد من التعاريف لكن مجملها يصب في معنى واحد حيث العقد الآجل: "هو اتفاق بين طرفين حيث يتخذ احد الطرفين في العقد الأجل مركزا طويلا ويوافق على شراء الأصل محل التعاقد في تاريخ مستقبلي محدد، مقابل سعر يتفق عليه يدعى بسعر التسليم أما الثاني فيتخذ مركزا قصيرا ويوقف عن بيع الأصل في التاريخ نفسه وسعر التسليم نفسه ويتمتع هذا العقد بمرونة أطراف التعاقد حيث يتوقف على القدرة التفاوضية"⁽¹⁾

© خصائص العقود الآجلة:

تتميز العقود الآجلة كغيرها من العقود بعدة خصائص نذكر منها:⁽²⁾

- ✓ عقود ذات طرفين يتحمل حصول أي منهما على مكاسب أو خسائر نتيجة للتغيرات في قيمة المركز المالي المرتبط بتلك العقود.
- ✓ هي عقود شخصية يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتفق وظروف كل منهما ثم يتم تداولها في البورصة.
- ✓ تمتاز بمرونة في التفاوض على أي شروط مرغوبة من طرفي العقد وسهولة الاستخدام.

(1) محمود محمد داغر، مرجع سبق ذكره، ص.153.

(2) عادل محمد رزق، "الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية"، دار طيبة، مصر، دون سنة نشر، ص.113.

✓ يتعرض أطراف العقد الأجل لمخاطر الائتمان والتي تنتج عن عدم قدرة احد طرفي العقد على الوفاء بالتزاماته.

✓ هي عقود خطية بمعنى أن النتائج المترتبة على تنفيذ العقود في ضوء التغيير في قيمة الأصول المتعاقد عليها قد يؤدي إلى تحقيق كسب لطرف يعادل الخسارة التي تتحقق للطرف الآخر تماما.

1.2.3.I العقود المستقبلية:

تعد هذه العقود من العقود المشتقة التي تتم في سوق منظمة وبواسطة غرفة المقاصة بين طرفي العقد.

⊖ تعريف العقود المستقبلية:

يمكن القول أن: "العقود المستقبلية عقود آجلة شروطها نمطية ويتم التعامل عليها من خلال سوق منظمة، وتخضع لإجراء تسوية يومية تخصم من خلالها خسائر احد الأطراف من حساب التأمين المودع لدى غرفة المقاصة لتضاف إلى حساب الطرف الآخر"⁽¹⁾

كما تعرف على أنها: "التزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على احدهما أن يسلم الآخر أو يستسلم منه وبواسطة طرف ثالث كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان محدد وزمان محدد وبموجب سعر محدد"⁽²⁾

وعليه فالعقد المستقبلي يجري الترتيب له من خلال سوق منظمة وهو اتفاقية بين طرفين على تبادل أصل مقابل نقد في تاريخ لاحق على أساس سعر متفق عليه عند التعاقد وتتم فيه تسوية يومية إذا تعرض احد الطرفين لخسائر.

⊖ خصائص العقود المستقبلية:

للعقود المستقبلية عدة خصائص نذكر منها:⁽³⁾

✓ نمطية شروط التعاقد فلا تتباين العقود مع عقد آخر ولا تخضع لرغبة المتعاقدين وهذا يقلل من مخاطر السيولة لأنها تتداول في أسواق منظمة؛

✓ التعامل في هذه العقود يودع تأميناً لا يتجاوز 20% من القيمة الكلية للعقد؛

✓ انخفاض مخاطر الائتمان أو عجز السداد وذلك عن طريق دفع ضمان لدى السماسرة وفي نهاية كل يوم يتحدد سعر الإقفال لكل عقد مستقبلي بموجب ذلك تجري تسوية المركز المالي لأطراف العقد؛

✓ كمية التعامل محددة فلا يمكن تحديد الكمية حسب احتياجات العمل؛

✓ إن التسليم يكون في تواريخ محددة في السوق؛

✓ تثبيت السعر المستقبلي مما يعطي فرصة للتخطيط وإمكانية التسعير؛

✓ العقود المستقبلية تخضع للتسوية اليومية، يتم تعديل ثمن التعاقد يوميا كلما تغير سعر الأصل محل التعاقد؛

✓ بوسع المستثمر في السوق الرسمية أن يتجنب الاستلام الفعلي للسلعة من خلال بيع العقد الآخر.

⊖ الفرق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة:

رغم أن العقد الأجل يتشابه بدرجة كبيرة مع العقد المستقبلي إلا أنه توجد العديد من نقاط الاختلاف والجدول التالي يبين هذه الاختلافات.

الجدول رقم (01-01): الاختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

العقود المستقبلية	العقود الآجلة	وجه المقارنة
-------------------	---------------	--------------

(1) سمير عبد الرحمن رضوان، مرجع سبق ذكره، ص. ص. 211، 212.

(2) فايز تيم ومحمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص. 270.

(3) محاببية نصيرة، مرجع سبق ذكره، ص. 203.

✓ نوع العقود	✓ شخصية ويتم التوصل إليها بالتفاوض بين أطراف العقد	✓ نمطية وتتداول في السوق منظمة وهي السوق الثانوي
✓ ثبات السعر	✓ يظل السعر ثابتا خلال فترة العقد ويتم دفع المبلغ الإجمالي من المشتري إلى البائع في نهاية مدة العقد	✓ يتم مراقبة الأسعار بصفة يومية وهذا يعني أن سعر العقد سوف يعدل كل يوم حسب السعر المستقبلي لتغيرات الشيء محل العقد ولذلك فالتسوية نقدية فعلية سوف تحدث بين البائع والمشتري استجابة لملاحظة التحركات السوقية في أسعار العقد
✓ تسليم الأصل محل التعاقد يتضمن كلا من العقود المستقبلية، شروط ومواصفات التسليم	✓ يتم إنهاء العقد بالتسليم عادة	✓ لا يتم عادة إنهاء العقد بتسليم الأصل وفي حقيقة الأمر فان نسبة لا تتجاوز 2% من العقود المتداولة يتم إنهاؤها بالتسليم
✓ تسوية المكاسب والخسائر لأطراف العقد	✓ لا تتم مراقبة التحركات السوقية بصورة يومية ولذلك لا توجد تدفقات نقدية قصيرة، كما لا توجد متطلبات لهامش مبدئي	✓ يتم مراقبة التحركات السوقية في نهاية كل يوم تعامل ولذلك فان العقود المستقبلية يترتب عنها تدفقات نقدية قصيرة الأجل حيث يتطلب الأمر إيداع هامش.
✓ ضمانات تنفيذ الالتزامات الواردة في العقد	✓ نوايا أطراف العقد والملاءة التي يتمتعون بها. ✓ عادة ما تبرم هذه العقود ما بين مؤسستين ماليتين. ✓ لا يمكن تصفية العقد قبل استحقاقه إلا لدى طرفيه وبموافقتهم.	✓ غرف المقاصة تكون هي الطرف الثالث من أي عقد مستقبلي. فكل مستثمر في أي عقد مستقبلي تكون غرفة المقاصة هي البائع له وأيضا كل بائع تكون هي المشتري منه.

المصدر: طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية"، مرجع سبق ذكره، ص.ص.112-114.

تعتبر عقود المبادلات من أكثر العقود استخداما في تغطية مخاطر تغير سعر الفائدة.

1.3.3.I تعريف عقود المبادلة:

تعرف عقود المبادلة بأنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث: "يتم عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنة...) وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح أو الخسائر) لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية، يضاف إلى ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ ولذلك يعرف عقد المبادلة بأنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ"⁽¹⁾

لعقد المبادلة مدة محددة يتم تحديدها أثناء إبرام العقد ويتم فيه توضيح تواريخ استحقاق الدفعات ويتم حساب الفوائد على أصل العقد والذي يكون ثابتا غير متغير.

2.3.3.I خصائص عقود المبادلة:

تتميز هذه العقود بعدة خصائص نورد بعضها كالتالي:⁽²⁾

- ✓ هي عقود ملزمة للطرفين.
- ✓ أنها عقود غير نمطية وإنما تفصل حسب رغبة الزبون.
- ✓ يتم التعاقد بصورة مباشرة أو غير مباشرة بين طرفي المبادلة.
- ✓ أنها تركز على تبادل التدفقات النقدية في اغلب الأحيان فضلا عن تبادل الموجودات في أحيان أخرى.
- ✓ أنها توفر إمكانية التحوط من مخاطر تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية.
- ✓ يتم التعامل بها في الأسواق الموازية.
- ✓ لا تتضمن دفع الهوامش أو العلاوات لأغلب أنواعها.

3.3.3.I أنواع عقود المبادلات:

لعقود المبادلة أنواع يمكن توضيحها كالتالي:

⊖ عقود المبادلة بأسعار الفائدة:

تهتم إدارة المنشأة والمؤسسات المالية اهتماما متزايدا بمشكلة تغير أسعار الفائدة والمخاطر الناجمة عن ذلك والتي تصيبها بأضرار تصل أحيانا إلى الإفلاس، والعقود مبادلة أسعار الفائدة أربعة أنواع هي:⁽³⁾

← عقود مبادلة بأسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة:

وفيهما أحد الأطراف الداخلة في المبادلة يوافق على أن يدفع سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة وفي نفس الوقت يتسلم من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات فائدة متغيرة، وفي المقابل يوافق الطرف الآخر الداخل في عقد المبادلة استلام سلسلة معدلات الفائدة الثابتة مقابل دفع سلسلة من معدلات الفائدة المتغيرة، وتغطي اتفاقية المبادلة فترة معينة وهي التي تحدد سداد الفوائد، ويتحدد مقدار مدفوعات الفائدة الدورية على

(1) محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص.382.

Frank David, Capital Market : Risky Business But Worth It, The Banker, Vol 138, N° 754,

(2)1988, P16.

(3) من عدة مراجع أهمها:

- طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية"، مرجع سبق ذكره، ص.215، 216.

- محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره ، ص.388، 389.

أساس مبلغ وهمي، الذي يمثل كمية نظرية أو اسمية تستخدم فقط كمقياس لتحديد مقدار التدفقات التي تسدد وفقا لاتفاقية المبادلة.

← عقود مبادلة بأوراق مالية ذات معدل فائدة متغير غير مقيد:

هي عقود مبادلة تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وفي نفس الوقت غير مقيد بحدود دنيا أو عليا، وفيه يحصل المشتري على الفرق بين معدل الفائدة المتغير ومعدل الفائدة على الأوراق ذات معدلات الفائدة المتغيرة غير المقيدة.

← عقود مبادلة أوراق مالية ذات فائدة متغيرة ومقيدة:

الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير والمقيد هي أوراق مالية ليس لها معدل فائدة ثابت وان كان هذا المعدل يمكن أن يتأرجح بين حد أدنى وحد أعلى، ويحصل مشتري عقد المبادلة على هذا النوع من الأوراق المالية على الزيادة في سعر الفائدة على هذه الأوراق عن معدل الفائدة المتغير، فإذا كان معدل الفائدة المتغير أعلى من معدل الفائدة على الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير والمقيد، في هذه الحالة لا يتم تبادل نقدي، أما المحرر لعقد الفائدة على الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير والمقيد ملتزم بدفع الزيادة في معدل الفائدة على الأوراق المالية عن معدل الفائدة المتغير.

← عقود المبادلة المختلطة:

تنطوي على اتخاذ موقف طويل الأجل (أي شراء) عقد مبادلة مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد وفي نفس الوقت اتخاذ موقف قصير (أي بيع) عقد أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد.

⊖ عقود مبادلة العملات:

تهدف عقود مبادلة العملات إلى تغطية مخاطر التقلبات المحتملة مستقبلا في أسعار الصرف للعملات وفي ظل هذه العقود عادة ما يتم شراء أو بيع عملة مقابل عملة أخرى في السوق الحاضر وفي نفس الوقت تجري عملية متزامنة في السوق الأجل وذلك لبيع العملة التي سبق شراؤها أو شراء العملة التي سبق بيعها(1).

4.3.I مشتقات المشتقات:

سميت كذلك لأنها تمثل تركيبا لنوعين أو أكثر من المشتقات الأساسية وجميعها تهدف إلى تلبية الاحتياجات المختلفة للمستثمرين وتوفير قدر أكثر من الحماية من المخاطر ومن هذه الأنواع ما يلي:

1.4.3.I عقود السقف:

يعرف عقد الحد الأقصى لسعر الفائدة (عقد السقف) بأنه اتفاقية مالية تضع الحدود لتعرض المقترض بسعر فائدة معوم لمخاطر حركات الصعود في أسعار الفائدة. وعقد الحد الأقصى لسعر الفائدة هو سلسلة من عقود اختيار أسعار الفائدة والتي يضمن بائعها للمشتري أية زيادة في أسعار الفائدة على قرضه إذا ما ارتفع السعر فوق سعر التعاقد(2).

2.4.3.I الخيار المستقبلي:

هو عقد يتضمن الحق في بيع أو شراء عقد مستقبلي محدد بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد، وعليه سيتضمن هذا العقد توليفات مختلفة مثل شراء خيار عقد مستقبلي أو شراء خيار بيع عقد مستقبلي، أو بيع خيار شراء عقد مستقبلي، بيع خيار بيع عقد مستقبلي. ويتضمن هذا العقد أيضا دفع علاوة معينة لمحرره من مشتري العقد الذي سيكون له الحق في تنفيذه من عدمه على وفق تحرك الأسعار في السوق. وبذلك فهو

(1) محمد صالح الحناوي وآخرون، "الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها"، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص.397.

(2) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص.278.

يتجنب إمكانية تحقيق الخسارة الناتجة عند دخوله في عقد مستقبلي بصورة مباشرة إذا ما تحركت الأسعار في غير صالحه، أي إذا كان سعر السوق أقل من سعر التنفيذ.⁽¹⁾

I.3.4.3 خيار العقد الأجل:

هو خيار أو بيع عقد اجل بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد وهو شبيه تماما بعقد الخيار المستقبلي، إلا من ناحية التتميط التي تتميز بها العقود المستقبلية، ويتم المتاجرة بهذا العقد في الأسواق الموازية⁽²⁾

I.3.4.3 عقود القاعدة:

أو عقود الحد الأدنى لسعر الفائدة، يمكن النظر إليه على انه نقيض عقد السقف وعليه فهو عقد بين طرفين والذي يوافق من خلاله احد الطرفين وهو بائع العقد على أن يدفع إلى الطرف الآخر وهو مشتري العقد الفرق ما بين سعر التعاقد وهو السعر الثابت المحدد مسبقا والسعر المعوم على مقدار ثابت طوال مدة العقد في كل تاريخ تسوية في مقابل قيام الشاري لهذا العقد بدفع تعويض للطرف الآخر مقابل تحمله لمخاطر انخفاض أسعار الفائدة⁽³⁾.

I.3.4.3 المبادلة الاختيارية:

هي عبارة عن خيار للمشتري للدخول في مبادلة معينة بتاريخ محدد في المستقبل فالمبادلة الاختيارية للفائدة البسيطة هي أساسا خيار لمبادلة سند ذي فائدة ثابتة بسند آخر ذي فائدة متغيرة. وهنا يتمكن مشتري هذا العقد من تنفيذه إذا كانت تحركات أسعار الفائدة في السوق تحقق له الأرباح أو تخفض له التكاليف أما إذا كانت هذه التحركات في غير صالحه فانه سيستفيد من مزايا عدم التنفيذ مقابل دفع العلاوة المحددة لهذا العقد، وتكون الحالة معكوسة لبائع العقد⁽⁴⁾

I.3.4.3 عقد الطوق:

هو مزيج من عقد الحد الأقصى لسعر الفائدة وعقد الحد الأدنى لسعر الفائدة ويستخدم عقد الطوق لتحديد الآثار المترتبة على ارتفاع سعر الفائدة والحد منها على حساب التخلي عن الآثار المترتبة على انخفاض أسعار الفائدة.⁽⁵⁾

I.3.4.3 مشتقات رأس المال المخاطر:

ويعد هذا احد الأنواع الجديدة للمشتقات التي يرتبط بشراء المنشآت، حيث يتم من خلاله الدخول في شراء منشآت تعاني من التعثر أو خلل إداري أو عدم القدرة على التوافق مع متغيرات السوق، ووفقا لهذا النوع من المشتقات يستطيع مشتريها أن يدخل في مخاطرة مع الذي يتولى عمليات شراء المنشآت الأصلي الذي يقوم بمعالجتها، حيث يكون الارتباط التعاقدى ما بين مشتري المشتقات ومشتري المنشأة المخاطر يحقق نوعا من الحواجز على تحسين الأداة العملياتي والتسويقي للمنشأة المتعثرة ويحولها لمنشأة ناجحة.⁽⁶⁾

I.3.5 التوريق:

أصبح اللجوء إلى التوريق كأحد الابتكارات المالية التي تعمل على سد فجوة التمويل ضرورة تتطلبها التطورات على الساحة المصرفية المحلية والدولية.

I.3.5.1 نشأة التوريق:

ظهرت فكرة التوريق كإحدى الآليات في الثمانينات من القرن الماضي في أمريكا لتفعيل قانون الرهن العقاري، وذلك لتحويل أصول مالية مرهونة غير سائلة إلى أصول مالية سائلة أو قابلة للتسييل في

(1) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص.100.

(2) المرجع نفسه، ص.101.

(3) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص.284.

(4) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص.101.

(5) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص.287.

(6) هاشم فوزي العبادي، مرجع سبق ذكره، ص.102.

البورصات، وقد تطورت الأسواق المالية وبخاصة أسواق السندات منذ السبعينات من القرن الماضي، ولكن بداية الثمانينات منه شهدت أزمة المديونية الخارجية لمعظم الدول النامية، حيث بدا تعثرها في سداد ديونها في مواعيدها، فظهرت الحاجة إلى جدولة ديونها بطرق مباشرة أو غير مباشرة عن طريق التوريق والتجديد ونحوهما.(1)

غير أن ظهور النظام العالمي الجديد المنفتح نحو العولمة، وزوال الحواجز الجغرافية بين البنوك والأسواق المالية على مستوى العالم وتحرير أسعار الصرف كل ذلك دفع إلى زيادة القروض والديون والاندفاع نحو المشتقات وبالتالي التوجه الملفت لتحويل هذه القروض إلى أوراق مالية تستخدم مرة أخرى كأداة مصرفية تؤمن السيولة من خلال توريق الديون.

2.5.3.I تعريف التوريق:

أعطيت عدة تعاريف لهذا المصطلح نذكر البعض منها:

"التوريق المصرفي عبارة عن تحويل القروض من كونها قروضا مباشرة إلى أوراق مديونية متنوعة ولاسيما السندات"(2).

كما يعرف أنه: "تحويل ديون الشركات أو الهيئات المقترضة من المقرض الأساسي (وهو البنك) إلى مقرضين آخرين (مشترو الأوراق المالية) وهو ما يطلق عليه التمير المالي"(3).
كذلك يمكن تعريف التوريق بأنه: "عملية تحويل الأصول المالية غير السائلة مثل القروض والأصول الأخرى إلى أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال"(4).

من خلال التعاريف السابقة بصورة مختصرة فالتوريق المصرفي هو تلك العملية التي يتم بموجبها تحويل القروض غير السائلة إلى أصول سائلة متمثلة في أوراق مالية قابلة للتداول.

3.5.3.I أهمية التوريق:

يمثل التوريق منتجا من منتجات الهندسة المالية وتكمن أهميته بأنه آلية تسمح بتحويل القروض البنكية الممنوحة للزبائن إلى أوراق مالية قابلة للتداول، تستعمل خاصة من قبل البنوك والمؤسسات المالية بهدف تسهيل جزء من أصولها غير السائلة مثل القروض وأصول أخرى(5).

ويمكن إبراز أهمية التوريق في النقاط التالية(6):

- ✓ رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها، عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرة أخرى.
- ✓ تسهيل تدفق التمويل لعمليات الائتمان بضمان الرهون العقارية وبشروط وأسعار أفضل وفترات سداد أطول.
- ✓ تقليل مخاطر الائتمان للأصول، من خلال توزيع المخاطر المالية على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة.
- ✓ تخفيض وطأة المديونية، مما يساعد في تحقيق معدلات أعلى لكفاية رأس المال.

(1) علي محي الدين القرة داغي، "الصكوك الإسلامية، التوريق، وتطبيقاتها المعاصرة"، مقالة منشورة على الموقع: <http://www.kantakji.com/fiqh/files/markets/m156.doc> ، تاريخ الإطلاع: 2012/01/29

(2) محمد كمال خليل الحمزاوي، "اقتصاديات الائتمان المصرفي"، منشأة المعارف، بيروت، 2002، ص.48.

(3) طارق طه، "إدارة البنوك ونظم المعلومات المصرفية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص.132.

(4) شعابنية رزيقة، "التوريق المصرفي للديون: الإطار النظري والممارسة"، مذكرة ماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945 قالمة، 2006، ص.81.

(5) Jean Claud aougros et michel queruel, *risque de tause, d'intérêt et gestion bancaire*, ed economica, paris, 2000, p.33

(6) عجيل جاسم النمشي، "التوريق والتصيك وتطبيقاتهما"، مقالة منشورة على الموقع: <http://iefpedia.com/arab/?p=3525> ، تاريخ الإطلاع: 2012/01/29.

- ✓ تنشيط سوق المال من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة، وتنويع المعروض فيها من منتجات مالية.
- ✓ التوريق أداة تساعد على الشفافية، وتحسين بنية المعلومات في السوق لأنه يتطلب العديد من الإجراءات، ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض، مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق.

I.4.5.3 العناصر الرئيسية للتوريق:

يقوم التوريق على العناصر الرئيسية التالية: (1)

⊖ المقترض:

هو شخص طبيعي أو اعتباري، وقد يكون الغرض من الاقتراض هو مواجهة التعثر المالي أو إعادة الهيكلة أو الوفاء بدين.

⊖ الأصول موضوع التوريق:

يتجسد الدين في صورة سندات مديونية، والأصول الضامنة للدين محل التوريق دائما ما تكون أصولا ذات قيمة مرتفعة.

⊖ الخطوات السابقة لعملية التوريق:

هي الخطوات التي تنتهي باتفاق البنك الذي يريد الحصول على سيولة نقدية لديونه مقابل نقل ملكية الأصول.

⊖ إدارة الأصول:

على الرغم من انتقال ملكية الأصول الضامنة للوفاء بقيمة الأوراق المالية المصدرة من الذمة المالية للبنك القائم بالتوريق للدائنين الجدد، فإن الممارسة العملية أثبتت انه في معظم الصفقات يباط للبنك مهام إدارة واستثمار محفظة هذه الأصول و ضماناتها أثناء انجاز أو تنفيذ عمليات التوريق.

I.5.5.3 أنواع التوريق:

يمكن تصنيف التوريق في نوعين أساسيين هما: (2)

⊖ وفقا لنوع الضمان:

- ✓ التوريق بضمان أصول ثابتة؛
- ✓ التوريق بضمان متحصلات أجل.

⊖ وفقا لطبيعته:

- ✓ انتقال الأصول من خلال بيع حقيقي مقابل شهادات لنقل الملكية لإعادة بيعها، وتوزيع التدفقات المالية وفقا لحصص محددة وهنا تكون الأوراق المالية معبرا لتحقيق هذا الهدف.
- ✓ انتقال الأصول بكفاءة بصورة إدارة مديونية، وإصدار أوراق مالية (سندات) عديدة تختلف فيما بينها وفقا لدرجة التصنيف وسرعة الدفع وإمكانية فصل مدفوعات الأصل عن الفائدة. ويمكن تمويل صفقة التوريق بأحد البديلين:

← القروض التجارية:

يمكن توفير التمويل اللازم لشراء الأصول (الديون) التي يتم توريقها بالجوء إلى القروض التجارية، مع مراعاة تزامن جدول السداد الخاص بالديون محل التوريق مع التزامات الدفع للمقرضين.

← إصدار سندات دين:

(1) راتول محمد ومداني احمد، " دور التوريق كأداة مالية حديثة في التمويل وتطوير البورصة في الجزائر"، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيصر بسكرة، دون تاريخ، ص.ص. 02، 03.

(2) المرجع نفسه، ص. 03.

تقوم الشركة بإصدار سندات بقيمة تعادل قيمة الديون موضوع التوريق حيث تستخدم حصة الاكتتاب في هذه السندات في شراء تلك الديون ويراعى أن تتوافق تواريخ استحقاق السندات وعوائدها مع تواريخ استحقاق أقساط الديون وفوائدها، وإن تكفي لسدادها عند حلول آجال استحقاقها.

6.5.3.I أساليب التوريق:

يتم التوريق بأحد الأساليب الثلاثة التالية: (1)

● استبدال الدين:

من خلال استبدال الحقوق والالتزامات الأصلية بأخرى جديدة، غير أنه يقتضي الحصول على موافقة جميع الأطراف ذات الصلة بالقرض على إمكانية تحويله كلياً أو جزئياً إلى ورقة مالية.

● التنازل:

أي التنازل عن الأصول لصالح الدائنين أو المقترضين، ويشيع استخدام هذا الأسلوب في توريق الذمم الناشئة عن بيع بعض الأصول أو إيجارها ففي عقدي الإيجار والبيع يتم الاستمرار في دفع الأقساط إلى الممول الأصلي الذي يقوم بدوره إما بتحويلها إلى مشتري الذمم المالية أو تسديدها ضمن سلسلة من الحوالات متفق عليها عند التعاقد على التوريق، وبالمقابل يقوم باسترداد المبلغ من المؤجرين.

● المشاركة الجزئية:

يتضمن هذا الأسلوب بيع الذمم المدنية من قبل الدائن الأصلي إلى مصرف متخصص بشراء الذمم وتمويلها، ولا يتحمل بائع الدين بعدها أي مسؤولية فيما لو عجز المدين عن التسديد، لذلك يجب على مشتري الدين التأكد من أهلية المدين وقدرته الائتمانية، وهناك طرق عديدة لحماية المشتري منها حصوله على ضمانات عقارية أو حق إدارة الدين.

7.5.3.I إجراءات التوريق:

يمكن عرض إجراءات عملية التوريق بشكلها التقليدي المبسط على النحو التالي: (2)

عند رغبة البنك زيادة رأس ماله يقوم ببيع بعض أصوله المضمونة بسعر مخفض لمنشأة متخصصة يطلق عليها المنشأة ذات الغرض الخاص، من المستبعد تعرضها للإفلاس فتدخل بذلك في الذمة المالية لهذه الأخيرة وتبتعد عن مخاطر إفلاس البنك الراغب في التوريق.

تكون هذه الأصول في معظم الأحيان سندات مديونية مضمونة بحقوق رهن أو ملكية لدى البنك الذي يكون دائناً بها لمجموعة من المدينين الذين يكونون غالباً مقترضين، وتجسد هذه السندات مديونياتهم للبنك فتنتقل الأصول (سندات مديونية) بضماناتها للمنشأة المتخصصة.

تصدر المنشأة ذات الغرض الخاص أوراقاً مالية تكون غالباً سندات بعلاوة إصدار وبقيمة تعادل قيمة الديون محل التوريق، وذلك للحصول على سيولة نقدية تمكنها من شراء سندات المديونية ولذلك يطلق على تلك المنشأة أحياناً وصف المصدر، وغالباً ما تلجأ للقروض المصرفية البسيطة لتمويل شراء السندات مع مراعاة أن تكون مواعيد وفاء المدينين بقيمة السندات وفوائدها قبل أو عند حلول آجال الوفاء بقيمة القرض المصرفي.

المستثمر الذي يشتري الأوراق المالية المصدرة من المنشآت ذات الغرض الخاص يكون شاغله الأساسي ما تحققه هذه الأوراق من فوائد.

(1) عجيل جاسم النمشي، مرجع سبق ذكره، من الموقع: <http://iefpedia.com/arab/?=3525>

(2) حسين فتحي عثمان، "التوريق المصرفي للديون الممارسة والإطار القانوني"، مقالة منشورة على الموقع: <http://www.kantakji.com/fiqh/files/finance/3611.doc>، تاريخ الإطلاع: 2012/01/30.

الفصل بين البنك البائع لعملية التوريد من خلال سندات مديونيته وبين هذه السندات ذاتها، يمكنه بسرعة وقبل حلول تاريخ استحقاق مديونيته لدى المدينين الأصليين (المقترضين غالباً) من زيادة قدرته التمويلية بكلفة منخفضة عن طريق ما تصدره منشأة الغرض الخاص من أوراق مالية أكثر مما لو كان البنك هو الذي أصدر هذه الأوراق المالية.

يتعين على البنك البادئ للتوريد والمنشأة ذات الغرض الخاص ضرورة الاتفاق بشكل بالغ الأهمية ومحدد على التوفيق ما بين تواريخ الاستحقاق للمتحصلات النقدية من المدينين وتواريخ استحقاق المستثمرين لفوائد ديونهم.

يجب أن يحرص أطراف صفقة التوريد على التوفيق ما بين سعر الفائدة على الديون الأصلية وسعر الفائدة على الأوراق المالية الموجودة لدى المستثمرين.

4.I تقييم أدوات الهندسة المالية:

بعد التعرض لمختلف أدوات الهندسة المالية كان لابد من توضيح أثرها على الاقتصاد العالمي من حيث المكاسب التي حققتها والمخاطر التي زادت من حدتها وساهمت في حدوثها.

1.4.I فوائد أدوات الهندسة المالية:

سيتم عرض أهم فوائد أدوات الهندسة المالية وذلك بتوضيح فوائد التعامل بالمشتقات المالية والتوريق كل على حدى.

1.1.4.I فوائد التعامل بالمشتقات المالية:

إن تكوين وإدارة محافظ المشتقات، إذا أحسنت إدارة مخاطر هذه الأدوات الجديدة يمكنها أن تحقق المكاسب التالية لكل من المؤسسات المالية والمستثمرين: (1)

ابتداع طرق جديدة لفهم وقياس وإدارة المخاطر المالية، والتي من خلالها يمكن عزل أو فرز المخاطر المعقدة التي تتجمع سوية في الأدوات المالية التقليدية بحيث يمكن إدارة كل مخاطرة فيها بشكل مستقل وبكفاءة عالية.

دعم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية للعملاء، بما يخدم أغراضهم في بناء محافظ أكثر تنوعاً، الأمر الذي من شأنه زيادة قاعدة عملاء هذه المؤسسات.

تعزيز فرص الإيرادات والأرباح الناجمة عن تنوع محافظ المؤسسات المالية من الأدوات المشتقة، من عوائد استثمارية ورسوم وعمولات وغيرها، وذلك من خلال قيام المصارف بعمليات التحوط والمضاربة وصناعة الأسواق وتكوين المراكز المالية.

تعزيز فرص الإيرادات والأرباح الناجمة عن تنوع محافظ المؤسسات المالية من الأدوات المشتقة من عوائد استثمارية ورسوم وعمولات.

قيام مدير المحفظة بشراء خيار في سوق العملات لكي يحميه من تقلبات أسعار العملات.

قيام مدير المالية في الشركة بمبادلة التدفق المتمثل بمدفوعات الفائدة على التزامات ذات أسعار فائدة ثابتة بأداة ذات أسعار فائدة متغيرة، بهدف تقليل نسبة الالتزامات ذات الفائدة الثابتة أو لتقليل عبء مدفوعات الفائدة الثابتة إذا انخفضت أسعارها.

شراء المستثمرات لخيارات شراء السهم لكي تتاح لهم فرصة مستقبلية لشراء الأسهم بسعر أقل بالرغم من أن سعر الأسهم مرتفع.

تقليل الكلفة لكل من المصدرين والمستثمرين في الأدوات المشتقة مع رفع عوائد الاستثمار وتنوعها، إلى جانب توسيع مجموعة بدائل التمويل والاستثمار المتاحة لهم وتقليل مخاطر الخسارة.

2.1.4.I فوائد التوريق:

لعملية التوريق عدة فوائد ومزايا يمكن ذكر البعض منها: (2)

- ✓ تحويل الحقوق المالية غير القابلة للتداول إلى أوراق مالية جديدة قابلة للتداول بما يساهم في زيادة السيولة لدى الشركات أو المؤسسات المتعثرة.
- ✓ مساعدة الشركات ذات العجز المالي في تحسين هيكلها التمويلي عن طريق تحويل الالتزامات قصيرة الأجل إلى التزامات متوسطة وطويلة الأجل.
- ✓ خفض مخاطر أسعار الفائدة التي يتعرض لها الممول.

(1) عدنان هندي، مرجع سبق ذكره، ص. 19، 20.

(2) لاجم الناصر، "التوريق"، مقالة منشورة على الموقع: <http://www.Gulfta.Com/forum/showthread.php>

تاريخ الاطلاع: 2012/02/02

- ✓ زيادة كفاءة التمويل الداخلي عن طريق استخدام حقوق المساهمين في تمويل الأصول الأخرى بعد أن يتم التصرف في الأصول المدينة بتحويلها إلى شركة توريق.
- ✓ زيادة حجم ونوع الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.
- ✓ يعتبر التوريق وسيلة جيدة لخصخصة شركات قطاع الأعمال، حيث تتم إعادة تحسين هيكلها المالية قبل البيع من خلال الطرح العام.

2.4.I دور أدوات الهندسة المالية في إدارة المخاطر:

لأدوات الهندسة المالية دور كبير في إدارة المخاطر المالية سواء تحدثنا عن المشتقات المالية أو عن عملية التوريق لذلك سيتم التعرض لدور المشتقات المالية في إدارة المخاطر من خلال كل نوع من أنواعها ثم دور التوريق المصرفي كالتالي:

1.2.4.I دور المشتقات المالية في إدارة المخاطر:

تختلف طرق التحكم في المخاطر باختلاف نوع العقود المستخدمة في إدارتها.

● إدارة المخاطر باستخدام حقوق الخيار:

يمكن إبراز أهم الاستراتيجيات المستخدمة في حقوق الخيار كما يلي:⁽¹⁾

← إستراتيجية التغطية ضد المخاطر باستخدام حقوق اختيار الشراء:

التغطية باختصار هي إستراتيجية يتبعها المستثمر للحد من خسائره في وضع معين وذلك عن طريق اتخاذ الموقف المضاد، وذلك باستخدام نفس الأوراق المالية أو أوراق مالية مختلفة، وفي غالب الأحوال فإن عمليات التغطية لا تكون كاملة وهو ما يعني أن المستثمرين لا يستطيعون التخلص من كل الخسائر المحتملة في كل الحالات وباختصار شديد فإن إستراتيجية التغطية تهدف للحد من الخسائر المرتفعة دون التقليل بشكر كبير من العوائد المتوقعة.

← إستراتيجية التغطية ضد المخاطر باستخدام حق اختيار البيع:

تقوم هذه الإستراتيجية على أساس قيام المستثمر بشراء الأصول، بمعنى آخر اتخاذ موقف طويل الأجل بالنسبة للأصول، واتخاذ موقف قصير لحق الخيار (بيع حق اختيار البيع) ويلجأ المستثمر إلى هذه الإستراتيجية في حالة اعتقاده بان أسعار الأصول سترتفع في المستقبل ومن ثم يقوم بشرائها الآن، في نفس الوقت يقوم بتحرير حق اختيار بيع لأحد المستثمرين بغرض بيع هذه الأصول إذا ما انخفضت أسعارها وتحقيق عائد من وراء ذلك.

← إستراتيجية تحرير حقوق اختيار شراء وبيع مغطاة:

تستخدم هذه الإستراتيجية بشكل خاص لتلائم الاستثمار في أصل معين لا يتوقع أن تحدث لأسعارها تغيرات في الأجل القصيرة، أو أن تكون هذه التغيرات محدودة، مثال ذلك أن يعتقد احد المستثمرين أن الاستثمار في الأصل يمثل موقفا جيدا لاستثماراته في الأجل الطويل، كذلك يتوقع أن تغيرات أسعار هذا الأصل في الأجل القصير سوف تكون محدودة، وعلى هذا الأساس فإن قيام المستثمر بتحرير حقوق اختيار مغطاة يمكنه من زيادة عائد المحفظة في الأجل القصير، غير أن هذا المستثمر لن يستفيد من هذه الإستراتيجية إذا كانت التغيرات في أسعار الأصل كبيرة، لأنه ببساطة سيقوم بتنفيذ الاختيار.

● إدارة المخاطر باستخدام العقود المستقبلية:

هناك استراتيجيان تستخدمان بصفة رئيسية في سوق العقود المستقبلية هما إستراتيجية التغطية وإستراتيجية المضاربة ويمكن إيضاحهما كالتالي:⁽¹⁾

(1) محمد صالح الحناوي، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات"، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 365-371.

← إستراتيجية التغطية:

يقصد بالتغطية في سوق العقود المستقبلية الصفقات التي يعقدها المستثمر بتاريخ تنفيذ مستقبلية، بهدف تقليل حجم الخسائر التي يمكن أن يتعرض لها بسبب تغيرات معاكسة قد تطرأ على ثمن الأصل محل التعاقد، وتستخدم في هذه السوق عدة طرق للتغطية هي:

- تغطية الشراء:

هي قيام المستثمر بشراء عقد على أصل في سوق العقود المستقبلية بتاريخ تسليم تتفق مع توقيت الحاجة إلى ذلك الأصل بما يمكن من مواجهة مخاطر تغير الأسعار.

- تغطية البيع:

وتعني بيع عقود مستقبلية لتجنب انخفاض أسعار أصل معين إن هذا النوع من التغطية يلجأ إليه أولئك الذين تضطروهم الظروف إلى شراء أصل معين من السوق الحاضر ثم تخزينه لحين الحاجة إليه في الوقت الذي يخشون فيه انخفاض ثمن الأصل.

- التغطية الكاملة:

وهي امتلاك المستثمر لعقد بيع وعقد شراء بنفس السعر والكمية وبنفس تاريخ التسليم في المستقبل، وبالتالي لا يتعرض هذا المستثمر لأيّة خسائر في حالة حدوث تغيرات سعرية مستقبلية.

- التغطية باستخدام أصل مختلف:

وهي عبارة عن عملية شراء أو بيع لأصل مختلف يشابه الأصل الأصلي في عمل التغطية وهو ما يطلق عليه التغطية عبر أصول مختلفة أو التغطية المتقاطعة.

← إستراتيجية المضاربة:

تستخدم في سوق العقود المستقبلية طريقتين للمضاربة:

- ✓ المضاربة على شراء عقد مستقبلي لأصل ما تشير التوقعات إلى تصاعد في أسعار عقودها ثم يقوم المضارب بإصدار أمر إيقاف الخسائر للسماح في حالة انخفاض السعر إلى مستوى معين مما يعني أن السمسار يقلل مركز المضارب ببيع عقد مماثل إذا انخفض الثمن إلى ذلك المستوى.
- ✓ المضاربة على بيع عقد مستقبلي لأصل يتوقع اتجاه تنازلي في أسعاره.

⊕ إدارة المخاطر باستخدام عقود المبادلة:

يمكن إيضاح دور عقود المبادلة في تقليل المخاطر المالية من خلال النقاط التالية: (2)

تمكن عقود المبادلات من تحويل عملة إلى أخرى مؤقتاً دون الاحتفاظ بأي مركز بالعملات الأجنبية المتعامل بها، حيث تقوم البنوك بذلك لتغطية أوضاعها ولمواجهة التزاماتها خاصة المتعلقة بتأمين السيولة اللازمة من هذه العملات.

كما يمكن أن تستعمل عقود المبادلة من طرف السلطات النقدية في ظروف معينة لتغطية الجهاز المصرفي بالسيولة المحلية المؤقتة، حيث تقوم البنوك المركزية بتوفير السيولة هذه عن طريق شراء عملة أجنبية مقابل بيع عملة محلية آتياً، وبيع عملة أجنبية مقابل شراء عملة محلية أجلاً في نفس الوقت، كما يمكن أن تقوم بالمقابل باستعمال عقود المبادلة في سحب الفائض من السيولة في الجهاز المصرفي بشكل مؤقت عن

(1) فرج عبد العزيز عزت، "اقتصاديات البنوك"، لبيان، مصر، 2002، ص.ص. 32، 33.

(2) ماهر كنج شكري ومروان عوض، "المالية الدولية، العملات الأجنبية والمشتقات المالية"، الدراسات المصرفية، عمان،

2004، ص.ص. 357-358.

طريق بيع عملة أجنبية مقابل شراء عملة محلية أنيا وشراء عملة أجنبية مقابل بيع عملة محلية آجلا في نفس الوقت.

كذلك يمكن استعمال عقود المبادلة لخلق وضع آجل مقابل وضع آجل، مثل بيع إسترليني مقابل دولار تسليم آجل لثلاثة أشهر، وشراء إسترليني مقابل دولار تسليم آجل لشهر واحد، وذلك عند توضيح اتجاه فرق الفائدة لصالح المتعامل وبالتالي هنا يكون قد احتاط من التغيير في سعر الفائدة في غير صالحه. إضافة إلى انه يمكن استعمال عمليات المبادلة كجزء من عمليات الاستثمار وإدارة الأموال بقصد الربح وتحقيق إدارة أفضل للموجودات وحمايتها من التقلبات التي قد تؤدي إلى الوقوع في خسائر مالية من خلال مبادلتها بأخرى تجنبها تلك المخاطر ويمكن أن تحقق من جراء استعمالها أرباحا معتبرة.

2.2.4.I دور التوريق في إدارة المخاطر:

يستخدم التوريق كإستراتيجية أساسية في إدارة المخاطر خاصة مخاطر السيولة ومخاطر الإفلاس، ويمكن إبراز ذلك من خلال ما يلي: (1)

✓ رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها، عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرة أخرى، مما يساعد على توسيع حجم الأعمال للمنشآت بدون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية.

✓ تسهيل تدفق التمويل لعمليات الائتمان بضمان الرهون العقارية، وبشروط وأسعار أفضل وفترات سداد أطول.

✓ تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة.

✓ رفع مقدرة البنوك على التمويل عن طريق رفع نسبة رأس المال بها، بدليل أن التوريق يسمح بتحويل الديون إلى سندات بالإضافة إلى توفير المزيد من السيولة المتأتية من عمليات التوريق.

✓ أداة تمويلية جد تنافسية بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة حيث أن تكلفة التوريق بالنسبة لها تتراوح ما بين 3.3 و5% وهي اقل بكثير من تكلفة الاقتراض.

✓ تقليل مخاطر الائتمان للأصول، من خلال توزيع المخاطر المالية على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة.

✓ انحسار احتمالات تعرض المستثمرين للأخطار المالية، وإنعاش سوق الديون الراكدة.

✓ تخفيف وطأة المديونية مما يساعد في تحقيق معدلات أعلى لكفاية رأس المال.

✓ تنشيط السوق الأولية في بعض القطاعات الاقتصادية مثل العقارات والسيارات وبطاقات الائتمان، كما أن انخفاض سعر الفائدة يمكن أن يوفر مناخا مناسباً للقيام بنشاط التوريق.

✓ التوريق أداة تساعد على الشفافية، وتحسين بنية المعلومات في السوق، لأنه يتطلب العديد من الإجراءات، ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق لإنجاح التمويل.

3.4.I مخاطر أدوات الهندسة المالية:

بالرغم من المكاسب التي تحققها هذه الأدوات ودورها في إدارة المخاطر إلا أن التطبيق الخاطئ لها يحمل العديد من المخاطر.

1.3.4.I مخاطر المشتقات المالية:

يمكن تقسيم المخاطر التي يتعرض لها مستخدمو المشتقات المالية بشكل عام إلى: (2)

(1) بلعزوز بن علي، "استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية"، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة الشلف، 2010/2009، ص.ص. 340-341.

(2) العديد من المراجع:

- زياد رمضان، "مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي"، دار وائل، عمان، الطبعة الثانية، 2005، ص. 105.

- هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 121، 122.

⊖ المخاطر السوقية:

ترتبط هذه المخاطر بشكل كبير بالتغيرات غير المواتية في القيمة العادلة للأداة المشتقة التي تنجر عنها خسائر اقتصادية وهذه المخاطر تتمثل في:

← مخاطر السعر:

تتصل مخاطر السعر بالتغيرات التي تحدث على مستوى الأسعار نتيجة لحدوث تغيرات في أسعار الفائدة وأسعار الصرف للعملة الأجنبية.

← مخاطر الأساس:

تتعلق بالتأثير المختلف لقوى السوق على أداة أو قيمة أداتين متميزين أو أكثر مستخدمين في صورة مدمجة.

← مخاطر السيولة:

ترتبط بالتغيرات في القدرة على البيع أو التصرف في الأداة المشتقة في تصفية المركز ومن التأثير على قيمتها كما أن يرجع ذلك إلى عدم وجود عقود كافية أو عدم وجود أطراف كافية ترغب في الدخول في العقد.

← مخاطر التقويم أو النموذج:

ترتبط بعدم اكتمال النماذج والافتراضات التي تكون لها الصلة في تقدير قيمة الأدوات المشتقة.

← المخاطر التشغيلية:

وتتضمن الخسائر الناتجة عن عدم كفاءة النظام أو عدم كفاءة الرقابة أو أخطاء الائتمان أو سوء الإدارة والعلاج هنا هو العمل على زيادة الكفاءة والتشغيل بشكل عام.

← مخاطر التسوية:

وهي مخاطر تنفيذ المعاملات المتفق عليها ويتجلى أحد أشكالها في أن القليل من المعاملات المالية يتم تسويتها أنيا أو في نفس اليوم الخاص بالتنفيذ، قد تمتد مدة التسوية إلى عشرة أيام مما ينجم عن ذلك تعرض احد أطراف العقد للخسارة نظرا لإمكانية تغير الأسعار بسرعة خلال تلك المدة ولاسيما يوم التنفيذ ذاته، ويمكن تقليل مخاطر التسوية باستعمال شروط تصفية التسويات في الاتفاقيات الشاملة.

← المخاطر الائتمانية:

ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الاقتصادية التي سيتعرض لها المستخدم الأخير في حالة عدم قيام الطرق الثاني بالوفاء بالتزاماته المالية المنصوص عليها في العقد، وتقوم المنشآت في الغالب بإجراء حصر لمقدار مخاطر الخسارة التي تعتبر تكلفة استبدال الأداة المشتقة ويخفف الاشتراط الخاص بالقيم الائتمانية المرتبطة ببعض الأدوات المالية المشتقة، كالعقود المستقبلية وتتم هذه التسوية من خلال بورصة منظمة وفقا لقواعد محددة.

← المخاطر القانونية:

هي المخاطر الناشئة عن التغيرات في البيئة القانونية وكذلك غموض بعض الجوانب القانونية للمشتقات مما يؤدي إلى صعوبة تنفيذ العقود فضلا عن عدم التوثيق الدقيق ونقص الصلاحيات وعدم وضوحها وصعوبة التنفيذ القضائي عند حدوث مشاكل.

2.3.4.I مخاطر التوريق:

يقصد بمخاطر التوريق احتمالات فشل عمليات التوريق عن تحقيق الأهداف المرغوبة لجميع الأطراف المشاركة فيه ويمكن تقسيمها إلى: (1)

⊖ مخاطر تسويقية:

يقصد بها احتمالات فشل عمليات التوريد لأسباب تعود إلى حادثة المنتج في الدولة أو المنطقة، وعدم معرفة العملاء بالمزايا والمنافع التي يحققها لهم، أو بسبب عدم وجود إستراتيجية تسويقية محددة لتسويق منتجات وخدمات التوريد، أو عدم وضوح تلك الإستراتيجية، ما قد يؤدي إلى فشل المؤسسة العاملة في نشاط التوريد في تحديد شرائح العملاء الحاليين والمحتملين لهذا المنتج.

⊖ مخاطر إستراتيجية:

تنشأ هذه المخاطر نتيجة عدم وضوح المسار العام للمؤسسة العاملة في نشاط التوريد وأهدافه الرئيسية، على المدى القصير والطويل، وتتأثر هذه المخاطر بعدة عوامل منها:

- ✓ التغييرات التي تطرأ على العملاء ومدى رضاهم عن المنتجات والخدمات المقدمة.
- ✓ التغييرات في حجم الطلب على منتجات وخدمات التوريد في السوق.
- ✓ التوسع الداخلي والخارجي للمؤسسة العاملة في نشاط التوريد.
- ✓ نشاط البحث والتطوير داخل المؤسسة العاملة في نشاط التوريد (مدى كفاءته).
- ✓ مدى شمولية الخطة الإستراتيجية للمؤسسة العاملة في نشاط التوريد.
- ✓ الوضع التنافسي للمؤسسة وقدرتها على المنافسة من خلال تقديم منتجات جديدة.

⊖ مخاطر تشغيلية:

يمكن تعريف مخاطر التشغيل التي تواجهها المؤسسة العاملة في نشاط التوريد بأنها مخاطر الخسارة الناجمة عن عدم كفاية أو فشل الإجراءات الداخلية أو العنصر البشري أو الأنظمة المستخدمة في تنفيذ عمليات التوريد ويتأثر هذا النوع من المخاطر بالعوامل التالية:

- ✓ تشكيلة أعضاء مجلس الإدارة في المؤسسة العاملة في نشاط التوريد.
- ✓ وجود ثغرات في نظام الرقابة الداخلية وإدارة المخاطر في المؤسسة.
- ✓ نظام التعيين داخل المؤسسة.
- ✓ نظام التدريب والتطوير الوظيفي.
- ✓ اللوائح وأنظمة العمل.
- ✓ دليل الإجراءات.
- ✓ أعطال في أنظمة التشغيل الإلكترونية المستخدمة.

⊖ مخاطر قانونية:

تنشأ المخاطر القانونية نتيجة عدم وجود إطار قانوني ينظم عمليات التوريد في المناطق التي تجري فيها العملية، يوضح مهام وواجبات المؤسسة العاملة في التوريد، وعلاقتها مع السلطات الرقابية، وبيان حقوق جميع الأطراف المشاركة في عملية التوريد.

⊖ مخاطر ائتمانية:

تنشأ المخاطر الائتمانية نتيجة عدم قدرة أو رغبة المدين في الوفاء بالتزاماته تجاه المؤسسة المالية البائدة بالتوريد، حيث نجد أن هذه المخاطر تتأثر بعدد من العوامل أهمها: السجل الائتماني للعميل، طبيعة النشاط الممول، الغرض من التمويل، أسلوب التمويل المستخدم، كما يمكن أن تنشأ هذه المخاطر نتيجة عدو وضوح السياسة الائتمانية للمؤسسة المالية.

⊖ مخاطر الضمانات:

هذه المخاطر تأتي نتيجة تراجع قيمة الضمانات التي يتم الاحتفاظ بها مقابل الأصول محل التوريد لعوامل قد تكون اقتصادية، سياسية.

⊖ مخاطر الأصول:

معظم عمليات التوريق تجري مقابل محفظة الذمم المدينة التي في حوزة المؤسسة البادئة للتوريق، وغالبا ما تكون مدعومة بضمانات عينية أو شخصية أو منقولة مقابل تلك الديون، مما يخفض درجة المخاطر الائتمانية التي تواجه المستثمرين في سندات التوريق.

4.4.I مساهمة أدوات الهندسة المالية في خلق الأزمات:

قبل التطرق لمساهمة أدوات الهندسة المالية في خلق الأزمات كان لابد من الإشارة إلى تعريف الأزمة المالية.

1.4.4.I تعريف الأزمة المالية:

أعطيت عدة تعاريف للأزمة المالية نذكر منها:

تعرف الأزمة المالية على أنها: "حدوث انخفاض حاد في أسعار الأصول المالية الناتج عن عدم وجود تفاعل وانسجام بين السياستين المالية والنقدية وسياسة الاستثمار الأمر الذي ينجر عنه حدوث فوضى اقتصادية ويتسبب في إفلاس العديد من البنوك وشركات الوساطة الأخرى، وتنخفض معدلات النمو الاقتصادي".⁽¹⁾

كما تعرف الأزمة المالية على أنها: "الانهيار المترامن لمجموعة من الأسواق المالية المترابطة بسبب تغير توقعات المستثمرين من متفائلة إلى متشائمة كما أن الحوادث الخارجية كالحرب مثلا يمكن أن تهدد استقرار الأسواق، وهذه الأزمة قد تحدث في اقتصاد واحد أو في عدة اقتصاديات"⁽²⁾.
مما سبق يمكن القول أن الأزمة المالية هي انهيار مفاجئ وحاد في أسعار الأوراق المالية (انهيار سوق مالي) أو في عملية الدولة يؤدي إلى إفلاس العديد من المؤسسات المالية ويؤثر سلبا على معدلات النمو الاقتصادي.

2.4.4.I دور المشتقات المالية في الأزمة:

يمكن القول أن الخطر الحقيقي الذي تتسبب فيه المشتقات المالية والذي يؤدي إلى حدوث الأزمات يكمن أساسا في سوق المشتقات المالية، حيث أنها سوق قائمة على المعاملات الافتراضية، وترتبط بمضاربات مستقبلية آجلة لتعاملات شبه وهمية على النفط والمعادن الثمينة والسلع، بالإضافة إلى نوعيات مستخدمة من التعاملات المالية التي تدبرها أصلا مؤسسات كبرى.

وتشير الدراسات إلى أن العديد من الأزمات تسببت فيها هذه الأدوات المالية المستحدثة ومن الممكن هنا أن نعيد إلى الأذهان دروس أزمة يوم الاثنين الأسود حيث وجهت الاتهامات لأسواق المشتقات بأنها السبب الرئيسي للأزمة، إضافة إلى مأساة بنك *bearings* التي أدت به إلى الخسائر جراء تعامله بالمشتقات إلى الانهيار الكامل، هذا فضلا عن تحطم المجموعة الألمانية *mellallgesell schaft* عام 1994 بسبب التداول للمستقبلات.⁽³⁾

كذلك تشير الإحصائيات لبعض الأمثلة عن المؤسسات المتعاملة بالمشتقات عن الخسائر الفادحة كالتالي:⁽⁴⁾

✓ بلغت خسائر شركة *procter and cramble* (إحدى أكبر الشركات الأمريكية العالمية المصنعة للسلع الاستهلاكية) نحو 102 مليون دولار سنة 1994.

✓ منيت شركة أمريكية أخرى هي *air products and chemicals* بخسائر بلغت قيمتها نحو 60 مليون دولار سنة 1994.

(1) شوقي الجباري، "دور الهندسة المالية في تأجيج شرارة الأزمة"، مقالة منشورة على الموقع:

<http://iefpedia.com/arab/?=23753>، تاريخ الإطلاع: 2012/02/02.

(2) أحمد يحي القراع، "الأزمة المالية وأثرها على الاقتصاد العربي"، مقالة منشورة على الموقع:

<http://www.dmhsr.blogstop.com/2011/02/blog-spot-05.html>، تاريخ الإطلاع: 2012/02/02.

(3) سحنون محمود، "مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات"، مقالة منشورة على الموقع:

<http://iefpedia.com/arab/?=10802>، تاريخ الإطلاع: 2012/02/03.

(4) عدنان هندي، مرجع سبق ذكره، ص.20.

✓ ناهزت أرقام الخسائر المالية الكبرى التي لحقت بشركة *kashima oil* اليابانية عتبة 1,5 مليار دولار من جراء الاتجار والتداول بعقود أسعار الصرف.

والتدقيق في عمق الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 يكشف عن ضخامة سوق المشتقات المالية وارتفاع قيمتها إلى 480 ترليون دولار أمريكي، بما يعني أن قيمتها تبلغ 10 أضعاف الناتج المحلي الإجمالي العالمي، وتصل إلى 35 ضعف الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي البالغ 14 ترليون دولار⁽¹⁾ وهي بذلك تساوي ثمانية أضعاف قيمة الأسهم المتداولة لكافة البورصات الدولية، وتكاد السوق المالية الأمريكية والبريطانية أن تحتكرا معاملات السوق المشتقات المالية وتدار من خلال المؤسسات المالية والبنوك العملاقة في البلدين وغيرهما من البلدان عميقة الاندماج في النظام المالي العالمي ولا تعبر هذه السوق عن أموال حقيقة بل تعكس معاملاتها أموالا افتراضية بحكم أن عمليات الشراء للمشتقات المالية يتم سداد جزء قليل منها، مما أسهم في تضخم قيمتها كمشتقات دون علاقة مع الأموال المدفوعة فعلا.

3.4.4.I التوريق ومساهمته في الأزمة:

إن التوريق من احد الأسباب الكبرى التي أدت إلى أزمة الرهن العقاري، حيث قامت البنوك وشركات التمويل بتجميع القروض وبيع دين القروض التي على العملاء الذين قاموا بشراء العقارات إلى شركات التوريق، على أن يكون البيع بمقابل اقل من قيمة الدين ومعتاد وبعد ذلك قامت شركات التوريق بإصدار سندات بقيمة هذه الديون وطرحها للاكتتاب بقيم أكبر من قيمتها الاسمية للأفراد والمؤسسات مقابل حصول حامليها على فوائد القروض التي يتولى تحصيلها مع الأقساط شركة التوريق والتمويل ليحصلان على الفرق بين قيمة القرض وما دفعته لشرائها ويتم تداول هذه السندات بين العديد من المستثمرين داخل وخارج البلاد.⁽²⁾

كما تقوم المؤسسات المالية ببيع القروض التي اقترضها مشترو المؤسسات المالية إلى شركة التوريق التي تقوم بإصدارها على شكل سندات وتطرح في الأسواق المالية وبذلك يصبح العديد من الناس والمؤسسات المالية لها حقوق على العقار الأمر الذي يزيد من قيمة الأوراق المالية المصدرة وتصبح أكبر من قيمة العقارات وعند انخفاض قيمة السندات فإن حملتها يسارعون إلى بيعها فيزيد العرض وينخفض سعرها وتزداد الضغوط على شركات التوريق والمؤسسات المالية وهذا بالضبط ما حدث في أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية حيث أن اعتماد البنوك على التوريق وظهور شركات التوريق وانتشار عمليات بيع الديون وما نتج عنه من تضخم لقيمة الديون، وانتشار حملة السندات وترتيب مديونياتهم على عقار واحد قد ساهم إلى حد كبير في حدوث الأزمة المالية، حيث انه وبعد منح القروض العقارية لجأت البنوك الأمريكية إلى توريق معظم القروض العقارية بهدف التقليل من المخاطر، إعادة التمويل وزيادة العائد وخاصة في ظل انخفاض أسعار الفائدة.

لقد أدت تقنية التوريق إلى تحول سريع للبنوك من النموذج التقليدي لمنح القروض (تقديم القروض والاحتفاظ بها في ميزانيتها إلى تاريخ الاستحقاق) إلى النموذج الجديد (منح القروض ثم التنازل عنها لجهة أخرى وإخراجها من ميزانيتها عن طريق التوريق لتجعلها أوراقا مالية قابلة للتداول على عدد كبير من المستثمرين). وهذا يعني توزيع المخاطر المرتبطة بهذه القروض، فهذا الأمر دفع البنوك الأمريكية إلى المبالغة في عمليات منح القروض العقارية وبدون ضمانات مقبولة لأنها قد قامت بتوريقها والتقليل من مخاطرها فارتفعت أسعار العقارات وعجز المقرضون عن الوفاء بديونهم وتقدم المقرضون بطلبات سحب ودائعهم فأفلست البنوك والمؤسسات المالية وهكذا وقعت الأزمة.

5.4.I كيفية تقليل مخاطر أدوات الهندسة المالية:

(1) شوقي الجباري، مرجع سبق ذكره، من الموقع: <http://iefpedia.com/arab/?=23753>

(2) المرجع نفسه، من الموقع: <http://iefpedia.com/arab/?=23753>

ينبغي الإشارة إلى طرق إدارة المخاطر المرتبطة بأدوات الهندسة المالية التي كان من المفترض أنها هي التي تقوم بإدارة المخاطر المالية المرتبطة بالتعامل بكل من أنواع الأوراق المالية حيث يجب توفر جملة من العناصر الأساسية للإدارة السليمة لمخاطر أدوات الهندسة المالية من بينها: (1)

✓ الإشراف المناسب من قبل الإدارات العليا للمنشآت المالية والمستثمرين.
✓ إدارة كفاءة للمخاطر تجمع بين الحذر من المخاطر، واتخاذ الإجراءات السليمة للقياس والمراقبة المباشرة للمخاطر ونظم المعلومات السليمة وتقارير الإدارة.

كما تم تقديم العديد من الإرشادات والأساليب لتحسين إدارة مخاطر هذه الأدوات مثل تكوين لجنة من مديري الاستثمار لمراجعة مستوى المخاطرة التي تتحملها الشركات أو المستثمر، وكذلك استخدام بعض البرامج الجاهزة التي تقوم بتطويرها شركات متخصصة في إدارة الاستثمارات التي يمكن الحصول عليها عبر الانترنت والتي تعتمد على أساليب إحصائية معقدة لإدارة المخاطر ويمكن كذلك الاعتماد على تحليل طبيعة وخصوصيات كل عقد يتم الدخول فيه وجمع المعلومات الكافية عنه لاسيما بالنسبة للعقود كبيرة الحجم.

كما يرى البعض الآخر من الباحثين انه بالإمكان إتباع مجموعة من الأساليب العملية لتخفيض المخاطر وإمكانية التعرض للخسائر الكبيرة ومن أبرزها: (2)

✓ تحديد السقف العليا المسموح بها في مجال التعرض للمخاطرة بصورة مسبقة.
✓ الحذر من المعاملات والعقود المعقدة وصعبة الفهم.
✓ الاستعانة بأشخاص ذوي خبرة ومهارة لإدارة النشاطات المتعلقة بهذه الأدوات والرقابة عليها.
وفي هذا السياق فقد سعى المهندسون الماليون في السنوات الأخيرة إلى تطوير أساليب متنوعة لإدارة مخاطر الأدوات المستحدثة ومن بين هذه الأساليب: (3)

✓ تشكيل لجنة من مديري الاستثمار لمراجعة درجات المخاطرة التي تتحملها المنشأة حيث يتم مراجعة المخاطرة التي تتحملها كل إدارة من قبل إدارة أخرى غير مرتبطة بها ومن ثم عرض نتائج جميع المخاطر المالية على اللجنة.

✓ تطوير برامج *RISK METRICS* الذي يتضمن تحليلاً إحصائياً معاصراً.
✓ تطوير نظام الإفصاح المالي والشفافية.
✓ ذكر الأهداف المنتظرة من استعمال أدوات الهندسة المالية والاستراتيجيات المستعملة لتحقيق هذه الأهداف.

لكن تبقى هذه الحلول والاقتراحات نسبية وتبقى لأدوات الهندسة المالية مخاطرها على الاقتصاد العالمي ككل ومن الحلول المطروحة الاتجاه نحو الاقتصاد الإسلامي غير الربوي والقائم على التعاملات الحقيقية.

حيث أن موقف الشريعة الإسلامية كان واضحاً منذ البداية فيما يتعلق بالتعامل بأدوات الهندسة المالية التقليدية، حيث أن النظام المصرفي الذي يقوم على نظام الفائدة اخذ وعطاء ويعمل في إطار منظومة تجارة الديون شراء وبيعاً ووساطة هو في حد ذاته سبب في حدوث الأزمات المالية وهذا ما توصل إليه العديد من الاقتصاديين الذين يرون أن التنمية الحقيقية والاستخدام الرشيد لعوامل الإنتاج لا يتحققان إلا إذا كان سعر الفائدة صفرياً، وبالتالي فالبدائل هو نظام المشاركة في الربح والخسارة لأنه يحقق الاستقرار والأمن

(1) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص. 124.

(2) المرجع نفسه، ص. 125.

(3) المرجع نفسه، ص. 126.

حل الأول: الهندسة المالية؛ تحليل

للمستثمرين، على عكس النظام المالي الربوي الذي يقوم على معاملات وهمية ورقية قائمة على الاحتمالات والتوقعات ولا يترتب عليها أي مبادلات فعلية للسلع والخدمات.⁽¹⁾

(1) سحنون محمود، مرجع سبق ذكره، من الموقع: <http://iefpedia.com/arab/?p=10802>

خلاصة الفصل الأول:

تعتبر الهندسة المالية علم ابتكار أدوات وآليات حديثة تلبي احتياجات الأسواق المالية المعاصرة حيث أن أهم سبب وجدت من اجله هذه الهندسة المالية هو التقلبات الكبيرة وغير المتوقعة التي تعرفها الأسواق المالية العالمية وبذلك فهي تعمل على إيجاد الحلول والخروج من مشاكل التمويل وتحقيق مزايا للمستثمرين، تمكنهم من إدارة المخاطر التي يمكن أن تهدد أصولهم وذلك باستخدام عدة أدوات تتمثل أساساً في: الخيارات، العقود المستقبلية والأجلة، عقود المبادلة، مشتقات المشتقات بالإضافة إلى التوريق. ويتم استخدام كل أداة من هذه الأدوات حسب الهدف المراد تحقيقه، لأن الاستخدام الأمثل لمنتجات الهندسة المالية سيوفر مكاسب كبيرة لمستخدميها لكن بالمقابل إذا حقق طرف ربحاً فبالضرورة ستقع الخسارة على الطرف الثاني الذي يكون قد أخطأ في تقديره لظروف السوق، ومن جهة أخرى فإن الاستخدام السيئ وغير المدروس لأي نوع من أدوات الهندسة المالية يؤدي إلى حدوث مخاطر أكبر من المخاطر التي وجدت من أجل إدارتها حيث أن الخسائر التي تنجر عنها هي خسائر مدمرة قد تؤدي إلى الانهيار الكامل والإفلاس الكلي حتى للمؤسسات الكبرى.

وليس هذا فقط بل أن الدراسات أثبتت تورط سوق المشتقات في تأجيج شرارة الأزمة المالية العالمية بسبب الإفراط في استخدام المشتقات والتوريق بصورة تفوق احتياجات الاقتصاد لذلك كان لابد من البحث عن بعض الحلول لتقليل حصول مخاطر هذه الأدوات، ومن بين هذه الحلول الاتجاه لتطبيق قواعد الاقتصاد الإسلامي والمضي نحو مشتقات مالية إسلامية وتطبيق قواعد التصكيك الإسلامي.

تمهيد الفصل الثاني:

تزايد الاهتمام في الوقت الحالي بأساليب التمويل بمختلف أشكالها نظرا لما يشهده العالم من توسع في الاستثمارات بشقيها المباشرة وغير المباشرة وفي نفس الوقت تسارعت وتكررت حلقات دخول الأسواق المالية في أزمات مالية وهذا ما استلزم ضرورة تحسين عمل هذه الأسواق وحشد المدخرات وضخها في الدورات الاقتصادية بشكل كفاء. كما تزايد الاهتمام بالبحث عن الأدوات المالية البديلة لتخطي آثار الأزمة الأمر الذي وجه الأنظار للنظام الإسلامي القائم على المشاركة كبديل أفضل لما يتوفر عليه من آليات من شأنها كبح مخاطر المنتجات المالية الربوية وبالتالي الحاجة الماسة إلى ابتكار وتطوير أدوات مالية تجمع بين المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية في إطار ما يعرف بالهندسة المالية الإسلامية.

ومن أجل الفهم الجيد لموضوع الهندسة المالية الإسلامية جاء فصلنا مقسما للمباحث التالية:

✍ **المبحث الأول:** مدخل للهندسة المالية الإسلامية؛

✍ **المبحث الثاني:** منتجات صناعة الهندسة المالية الإسلامية؛

✍ **المبحث الثالث:** تقييم صناعة الهندسة المالية الإسلامية؛

✍ **المبحث الرابع:** دراسة مقارنة بين الهندسة المالية التقليدية والإسلامية؛

1.II مدخل للهندسة المالية الإسلامية:

نظرا للسلبيات المتعددة للهندسة المالية التقليدية سعت المؤسسات المالية الإسلامية إلى تطوير صناعتها من خلال الاعتماد على الهندسة المالية الإسلامية، التي تعنى بابتكار أدوات مالية جديدة.

1.1.II مفهوم الهندسة المالية الإسلامية:

تعتبر الهندسة المالية الإسلامية حديثة العهد في الصناعة المالية العالمية لذلك سيتم التطرق إلى تعريفها وتاريخها ثم أسباب الحاجة إليها من أجل وضع مفهوم واضح لها.

1.1.1.II تعريف الهندسة المالية الإسلامية:

كل التعاريف المعطاة للهندسة المالية الإسلامية تصب في التعريف التالي:

"هي عبارة عن مجموعة من الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، وما يلزم ذلك من صياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل في إطار محددات وموجهات الشرع الإسلامي الحنيف"⁽¹⁾ ويلاحظ من هذا التعريف انه مطابق لتعريف الهندسة المالية التقليدية والفرق هو أن الهندسة المالية الإسلامية تخضع الأحكام الشرعية.

وهذا التعريف يشير إلى أن الهندسة المالية الإسلامية تتضمن العناصر التالية:⁽²⁾

- ✓ ابتكار أدوات مالية جديدة.
- ✓ ابتكار آليات تمويلية جديدة.
- ✓ ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية مثل إدارة السيولة أو الديون أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع.
- ✓ أن تكون الابتكارات المشار إليها سابقا، سواء في الأدوات أو العمليات موافقة للشرع مع الابتعاد بأكبر قدر ممكن عن الاختلافات الفقهية، أي تتميز بالمصادقية الشرعية.
- و عليه من خلال ما سبق يمكن القول أن الهندسة المالية الإسلامية هي ابتكار لحلول مالية وفق قواعد الشرع الإسلامي وتوجيهاته.

2.1.1.II تاريخ الهندسة المالية الإسلامية:

في الواقع فالصناعة المالية الإسلامية وجدت منذ أن جاءت الشريعة بأحكامها المطهرة. وربما كان توجيه النبي صلى الله عليه وسلم لبلال المازني رضي الله عنه حيث أراد أن يبادل التمر الجيد بالتمر الرديء، فقال صلى الله عليه وسلم: "لا تفعل، بع الجمع بالدرهم واشتر بالدراهم جنيا". إشارة إلى أهمية البحث عن حلول تلبى الحاجات الاقتصادية دون إخلال بالأحكام الشرعية⁽³⁾.

لكن من الملاحظ أن الشريعة الإسلامية لم تأت بتفصيل هذه الحلول، وإنما جاءت بتفصيل ما لا يحل من المعاملات المالية، وهذا يتفق مع القول أن الأصل في المعاملات الحل إلا ما عارض نصا أو حكما شرعيا ثابتا. وعليه فالشريعة الإسلامية لم تحجر دائرة الابتكار، بل على العكس حجرت دائرة الممنوع، وأبقت دائرة المشروع متاحة للجهد البشري في الابتكار والتجديد.⁽⁴⁾

والمنتبع لتاريخ المعاملات الإسلامية يجد أن عقد الستينات وبداية السبعينات شهد دراسات لإنشاء بنوك إسلامية تلبية لرغبة المجتمعات في إيجاد صيغة للتعامل المصرفي بعيدا عن شبهة الربا وبدون استخدام سعر الفائدة، ثم فترة التسعينات التي تميزت بالانتشار الدولي للصناعة المالية الإسلامية والتي أدت إلى إيجاد تشكيلة من المنتجات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما ظهرت مؤسسات إستراتيجية داعمة للصناعة الإسلامية المالية مثل هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات الإسلامية، مجلس الخدمات الإسلامية (ماليزيا)، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية (البحرين)، ومركز السيولة المالية للمصارف الإسلامية (البحرين LMC) ... وهي مؤسسات وهيئات تم إنشاؤها بغرض دعم، وتوثيق سبل التعاون والترابط بين البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية. ويمكنها أن تقود العمل المصرفي الإسلامي من خلال

(1) أحمد طرطار، "دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية"، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية، جامعة تبسة، 20 و 21 أكتوبر 2009، ص.07.

(2) المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية، "دور الهندسة المالية في تطوير الصيرفة الإسلامية"، مقالة منشورة على الموقع: <http://www.cilafi.org> تاريخ الاطلاع: 2012/03/04.

(3) سامي السويلم، مرجع سبق ذكره، ص.09.

(4) أحمد محمد نصار، "استراتيجيات الابتكار المالي في المصارف الإسلامية"، مقالة منشورة على الموقع: <http://www.kanatakji.org/figh/files/finance/txt>، تاريخ الاطلاع: 2012/03/03.

تفعيل أدوارها بهدف تحقيق التكامل المصرفي الإسلامي، ويعتبر إنشاء مجلس الخدمات المالية الإسلامية التابعة لصندوق النقد الدولي تنويجا لانجازات العقد الأخير من القرن العشرين واعترافا من المنظمات الدولية بوجود هذه الصناعة كحقيقة قوية لا يمكن تجاهلها⁽¹⁾.

3.1.1.II أسباب الحاجة للهندسة المالية:

لاستغلال التغيرات السريعة التي تحدث في بيئة الأسواق المالية ولمواجهة المنافسة المتصاعدة برزت الحاجة للبحث عن حلول مالية إسلامية من عدة جوانب نوردها فيما يلي: (2)

● انضباط قواعد الشريعة الإسلامية:

إن قواعد الشريعة الإسلامية الخاصة بالتبادل وإن كانت محدودة لكنها منضبطة ومحددة، وعليه فإن قبول التعاملات التي تلبى احتياجات الناس بصورة كفأة اقتصاديا يظل مرهونا بعدم منافاة هذه القواعد، واستيفاء هذا الشرط قد لا يكون عسيرا، لكنه بحاجة إلى استيعاب للقواعد والمقاصد الشرعية، وفي نفس الوقت إدراك وتقدير لاحتياجات الأفراد الاقتصادية، والجمع بين هذين يتطلب قدرا من البحث والعناية حتى يمكن الوصول إلى الهدف المنشود فالهندسة المالية الإسلامية مطلوبة للبحث عن الحلول التي تلبى الاحتياجات الاقتصادية مع استيفاء متطلبات القواعد الشرعية.

● تطور المعاملات المالية:

من المعلوم أن المعاملات في الإسلام تجمع بين الثبات والتطور أو المرونة، فالربا والغش والاحتكار من الأشياء التي حرمها الإسلام منذ أربعة عشر قرنا، ومهما اختلفت الصور والأشكال فليس لأحد أن يحل صورة مستحدثة أو شكلا جديدا ما دام في جوهره يدخل تحت ما حرّمته الشريعة الإسلامية فالبيع حلال، لكن نقود اليوم ليست كنقود عصر التشريع، ومن سلع اليوم ما لم يعرفه العالم من قبل، واستحدثت أشكالها يتعامل بها الأفراد في بيوتهم، وما دام البيع يخلو من المحذور، فيمكنه أن يأخذ الكثير من الأشكال، لهذا كان لابد لمن يدرس فقه المعاملات المعاصرة أن يميز بين الثابت والمتطور، وإن ينظر إلى التكيف الشرعي للصور المستحدثة حتى يمكن بيان الحكم الشرعي ومن ثم إيجاد البدائل إن أمكن ذلك. إذن فتطور المعاملات المالية في العصر الحاضر وتزايد عوامل المخاطر واللايقين، وتغير الأنظمة الحاكمة للتمويل والتبادل الاقتصادي، جعل الاحتياجات الاقتصادية معقدة ومتشعبة، وزاد من الحاجة إلى البحث عن حلول ملائمة.

● المنافسة مع المؤسسات المالية التقليدية:

يعد وجود المؤسسات المالية الرأسمالية ونموها إلى درجة فرضت قدرا كبيرا من التحدي على الاقتصاد الإسلامي أن تحقق مزايا مكافئة لتلك التي تحقّقها الحلول الرأسمالية.

ويترتب على هذه الجوانب صعوبة إيجاد حلول اقتصادية إسلامية قادرة على منافسة البدائل السائدة في الاقتصاد المعاصر، ومن هنا برزت الحاجة لتطوير الهندسة المالية الإسلامية وتأصيلها.

● مواجهة التحديات التي تواجه المؤسسات المالية الإسلامية:

لاشك أن التحديات التي تواجه المؤسسات الإسلامية كثيرة ومتشعبة، ولعل غياب الهندسة المالية يعتبر من أهم تلك التحديات، وهو ما تشير إليه الدراسات التطبيقية، حيث أثبتت العديد منها إن أهم تحد يواجه المؤسسات المالية الإسلامية هو غياب أو ضعف الابتكار المالي الموافق للشريعة بهذه المؤسسات، ومن هنا تبرز لنا ضرورة وأهمية وجود الهندسة المالية الإسلامية.

2.1.II خصائص الهندسة المالية الإسلامية وأسسها:

(1) زابدي عبد السلام، "مدخل لتطوير الصناعة المالية الإسلامية"، مقالة منشورة على الموقع: <http://www.isegs.com/forum/showthread.php,t=458>، تاريخ الاطلاع: 2012/03/04.

(2) عبد الكريم قندوز، "الهندسة المالية بين النظرية والتطبيق"، مؤسسة الرسالة ناشرون، دمشق، 2008، ص.ص.

تتمتع الهندسة المالية الإسلامية بخصائص تميزها كما أنها تقوم على أسس معينة سيتم توضيحها

كالتالي:

1.2.1.II خصائص الهندسة المالية الإسلامية:

تهدف الصناعة المالية الإسلامية إلى إيجاد منتجات وأدوات مالية تجمع بين المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية. فالمصادقية الشرعية هي الأساس في كونها إسلامية والكفاءة الاقتصادية هي الأساس في قدرتها على تلبية الاحتياجات الاقتصادية ومنافسة الأدوات التقليدية.

وتعني المصادقية الشرعية أن تكون المنتجات الإسلامية موافقة للشرع بأكبر قدر ممكن، وهذا يتضمن الخروج من الخلاف الفقهي قدر المستطاع، إذ ليس الهدف الأساسي من الصناعة المالية الإسلامية ترجيح رأي فقهي، وإنما التوصل إلى حلول مبتكرة تكون محل اتفاق قدر الإمكان. وعليه ينبغي أن نفرق ابتداء بين دائرة ما هو جائز شرعا وبين ما تطمح إليه الصناعة الإسلامية، فالصناعة الإسلامية تطمح لمنتجات واليات نموذجية. بينما دائرة المشروع تشمل ما قد يكون نموذجيا بمقياس العصر الحاضر، وما ليس كذلك لأن الشرع جاء للجميع في كل زمان، وظروف الأفراد والمجتمعات تتفاوت وتتباين. فقد لا تكون الحلول النموذجية الآن ملائمة لعصر آخر. بينما الحلول التي تقدمها الصناعة الإسلامية ينبغي أن تكون نموذجا للاقتصاد الإسلامي. فينبغي اختيار أفضل تلك النماذج وأحسنها تعبيراً عن الإسلام.⁽¹⁾

كما تتميز الهندسة المالية الإسلامية بالإضافة إلى المصادقية الشرعية بخاصية أخرى مناظرة لذلك التي تتميز بها الهندسة المالية التقليدية وهي الكفاءة الاقتصادية. ويمكن لمنتجات الهندسة المالية زيادة الكفاءة الاقتصادية عن طريق توسيع الفرص الاستثمارية في مشاركة المخاطر وتخفيض تكاليف المعاملات وتخفيض تكاليف الحصول على معلومات وعمولات الوساطة والسمسة.

2.2.1.II أسس الهندسة المالية الإسلامية:

يمكن تفصيل الأسس التي تقوم عليها الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي إلى أسس عامة وأسس

خاصة كما يلي:

⊖ الأسس العامة للهندسة المالية: وتتمثل فيما يلي:

← تحريم الربا:

الربا في اللغة الزيادة، والمقصود به هنا هو الزيادة على رأس المال، قلت أو كثرت⁽²⁾ يعتبر بحث الربا مشعباً من النواحي الشرعية ومؤصلاً ومسنداً في كتب الفقه، الغوص فيه ليس سهلاً للكثيرين خاصة غير المختصين بالعلوم الشرعية لهذا نجد من الاقتصاديين من حاول إيجاد نماذج لإعادة تقديم الربا. بأسلوب يتناسب واللغة العلمية المعاصرة.

← حرية التعاقد:

المقصود بها إطلاق الحرية للأعوان الاقتصاديين في أن يعقدوا في العقود ما يرون، وبالشروط التي يشترطونها غير مقيدتين إلا بقيد واحد وهو ألا تشمل عقودهم على أمور قد نهى عنها الشرع الإسلامي.⁽³⁾

← التيسير ورفع الحرج:

يعني من غير عسر أو حرج أي بدون مشقة، والمراد من الحرج الضيق، وتوضح أهمية هذه القاعدة كذلك في أن تقييد الأفراد والمتعاملين بالعقود القديمة فيه حرج وتضييق عليهم، لأنها لا تفي بكل احتياجاتهم

(1) عمر ياسين محمود خضيرات، " دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمة الاقتصادية والمالية المعاصرة "، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع... ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، 23-24 فيفري 2011، ص. 14، 15.

(2) سيد سابق، " فقه السنة "، الجزء الثالث، دار الفكر، بيروت، ط2، 1998، ص. 126.

(3) عمر ياسين محمود خضيرات، مرجع سبق ذكره، ص. 16.

وهي متنوعة ومتزايدة. من هنا برزت ضرورة الهندسة المالية الإسلامية وأهميتها في تطوير تلك العقود في إطار موجهاً للشرع الإسلامي.(1)

← الاستحسان والاستصلاح (المصالح المرسله):

الاستحسان هو باب لحرية التعاقد وهو سريان المصالح التي يقرها الشرع، أما المصالح المرسله أو الاستصلاح فهو الأخذ بكل أمر فيه مصلحة.(2)

← التحذير من بيعتين في بيعة واحدة:

وقد نهى الرسول صلى الله عليه وسلم عن بيعتين بين طرفين تكون محصلتها بيعة من نوع ثالث ينبغي النظر إليها بمقياس البيعة الثالثة. وترجع أهمية هذه القاعدة في كونها تضمن بالإضافة إلى السلامة الشرعية الكفاءة الاقتصادية للمعاملات المالية.(3)

⊖ الأسس الخاصة للهندسة المالية الإسلامية:

توجد أربعة أسس خاصة للهندسة المالية الإسلامية هي:(4)

← الوعي بالسوق:

ويقصد بها أن تكون الحاجات التي يتطلبها السوق معروفة لمن يقوم بالابتكار والتطوير للأدوات والأوراق المالية بالإضافة إلى تحقيق التراضي بين جميع الأطراف، لان الهندسة المالية تهدف إلى تلبية الاحتياجات المختلفة لجميع الأعوان الاقتصاديين مع استفادة جميع هؤلاء الأعوان.

← الإفصاح:

المقصود به بيان المعاملات التي يمكن أن تؤديها تلك الأدوات التي يتم ابتكارها أو تطويرها وذلك لسد الثغرات التي يمكن أن ينفذ منها المتلاعبون أو المضاربون. مع الإشارة إلى أن الالتزام بالشفافية الإسلامية أي ميزة المصادقية الشرعية للهندسة المالية الإسلامية تشكل بهذا الخصوص صمام أمان بسبب انضباط قواعد الشريعة الإسلامية.

← المقدره:

أي وجود قدرة رأسمالية تمكن من الشراء والتعامل.

← الالتزام:

إذا كان من الممكن للهندسة المالية الإسلامية أن تشترك مع الهندسة المالية التقليدية في الوعي والإفصاح والمقدرة، فإن الالتزام بالشفافية الإسلامية يعتبر أساساً خاصاً بالأولى وميزة لها.

3.1.II الأهمية العلمية والعملية للهندسة المالية الإسلامية:

تبرز أهمية الهندسة المالية الإسلامية في جانبين أساسيين هما الأهمية العلمية والأهمية العملية.

1.3.1.II الأهمية العلمية للهندسة المالية الإسلامية:

يمكن إيجاز هذه الأهمية في النقاط التالية: (5)

✓ يؤدي البحث والتطوير اللذان هما موضوع الهندسة المالية إلى استكمال المنظومة المعرفية للاقتصاد الإسلامي ومواكبته للتطورات الحاصلة في العلوم المالية.

(1) محمد البلتاجي، "الضوابط الشرعية للعمل المصرفي الإسلامي"، مقالة منشورة على الموقع:

<http://www.baltaji/dawabet-eltamweel.html>، تاريخ الإطلاع: 2012/03/06.

(2) عمر ياسين محمود خضيرات، مرجع سبق ذكره، ص. 16.

(3) إبراهيم السويلم، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 21-23.

(4) عبد الكريم قندوز، "الهندسة المالية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 174، 175.

(5) عمر ياسين محمود خضيرات، مرجع سبق ذكره، ص. 17.

- ✓ يساعد وجود علم للهندسة المالية الإسلامية في إيجاد الكوادر الإدارية التي يتطلبها العمل المصرفي الإسلامي، والتي تجمع بين المعرفة الشرعية والخبرة المصرفية الإسلامية.
- ✓ إن الأصل في المعاملات الإباحة، فلا يجوز المسارعة إلى تحريم صورة من صور المعاملات المستحدثة حتى يتبين أن الشريعة قد حرمتها.
- ✓ إن العبرة في المعاملات المالية للعلل والمقاصد حيث أن أحكام فقه المعاملات معللة وعللها مرتبطة بالحكم الشرعي وجودا وعلما بعكس فقه العبادات التي يجب التوقف فيها عند حدود النص، لذلك فإن عملية إلحاق العقود المالية المستجدة بأصول لها في الفقه الإسلامي يتم عن طريق استرشاد العلة.
- ✓ إن الإسلام لم ينشئ العقود المالية وإنما وجهها الوجهة الصحيحة عن طريق تنقيتها من المحرمات وتشريع الأحكام العامة وتقرير القواعد الكلية المنظمة لها.

II.3.1.2 أهمية العملية للهندسة المالية الإسلامية:

يمكن إيجاز الأهمية العملية فيما يلي: (1)

- ✓ إن معظم الأدوات التمويلية الموجودة هي التي تم تطويرها منذ قرون مضت، وقد كانت تعني بحاجات المجتمعات آنذاك، لكن الحاجات التمويلية للأفراد والمؤسسات في الوقت الحاضر تزايد بشكل مستمر، وهو ما يتطلب إيجاد ما يلبي تلك الحاجات التمويلية وذلك في إطار الالتزام بالحلال، وهنا تبرز أهمية الهندسة المالية الإسلامية في تحقيق ذلك.
- ✓ الاستفادة من التطورات التي تشهدها الأسواق العالمية ومحاولة الاستفادة منها بدلا من اتخاذ مواقف حيادية تجاهها.
- ✓ ضمان استمرارية النظام المالي الإسلامي ككل مع استفادة كل أجزائه مع الحفاظ في ذات الوقت على أصالته من خلال الالتزام بالضوابط الشرعية التي تقوم مسيرته.
- ✓ رفع الحرج والمشقة عن المتعاملين من المسلمين الذين يتعاملون بالعقود المالية بمستجداتها الحديثة، ولكي يكون للفقه الإسلامي حضور قوي على الساحة الاقتصادية حيث إن المعاملات المالية وإن كانت مقاصد القائمين بها لا تخرج عن معاني الاكتساب وطلب الرزق وتنمية المال وقضاء الحوائج الدنيوية والأخروية إلا أن سمة وسائلها التطور والتغير بحسب المكان والزمان، والأحوال والعادات والأعراف وهذا ما يستدعي عدم غلق باب الاجتهاد في تكييف العقود الموجودة أو تطويرها أو إيجاد أخرى مستحدثة لما في ذلك من رفع المشقة والحرج على الناس.
- ✓ إذا اعتبرنا التكييف الفقهي جزءا من الهندسة المالية، فإنه قد يكون أساسا لتطوير كثير من العقود المالية وذلك للابتعاد عما لا يجوز في الشريعة الإسلامية.
- ✓ طبيعة عمل المؤسسات التي تقوم بإجراء العقود المالية، وخاصة العمل المصرفي الذي يعمل وفق نموذج الوساطة المالية بالياتها المختلفة تستوجب استحداث مستجدات ملحقة لها أو أفكار جديدة تمكنها من أن تكون قابلة للتطبيق على اعتبار أن الكثير من العقود المالية التقليدية لا يمكن للمصارف التعامل معها.

II.4.1.4 الهندسة المالية الإسلامية؛ المبادئ والمحددات

تتمتع الهندسة المالية الإسلامية بعدة أمور تميزها باعتبار أنها خاضعة لأحكام الشريعة الإسلامية لذا وجب التعرف على المبادئ التي تحكمها ثم المحددات التي فقط إذا توفرت يمكن اعتبار هذه الهندسة المالية إسلامية.

II.4.1.1 مبادئ الهندسة المالية الإسلامية:

عند الحديث عن مبادئ الهندسة المالية الإسلامية يتبين لنا: التوازن، التكامل، الحلال والمناسبة وتفصيل كل واحدة على حدى كالتالي: (1)

(1) أحمد عبد الله بن محمد الضويحكي، "ضوابط الاجتهاد في المعاملات المالية"، بحث مقدم إلى المؤتمر الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات، مارس 2005، ص.ص. 33، 34.

⊖ التوازن:

يرجع هذا المبدأ إلى أن الشريعة الإسلامية تمتاز عن غيرها من التشريعات والقوانين بقدرتها وتمكنها من التوفيق بين كافة الثنائيات التي تسود الحياة: ما بين المصالح العامة والمصالح الخاصة، تحقيق الربح والعمل الخيري، المنافسة والتعاون.

⊖ التكامل:

يقصد به عدم الفصل بين التفضيلات الشخصية والاعتبارات الموضوعية، بين تفضيلات الزمن والمخاطرة وبين توليد الثروة الحقيقية، فالربا عزل لتفضيلات الزمن عن توليد الثروة بينما الغرر عزل تلك المتعلقة بالمخاطرة.

⊖ الإباحة أو الحلال:

أما هذا المبدأ فالمقصود به تقرير أو تأكيد ما قرره فقهاء الشريعة من أن الأصل في المعاملات الحلال فلا يمنع أو يحرم منها إلا ما يبين الدليل منعه، فإذا تبين المنع فهي غير مباحة وإذا لم يوجد دليل منع فلا حاجة لدليل إباحة.

⊖ المناسبة:

تعني ملائمة شكل المنتج المالي مع مضمونه وتوافق الوسائل مع المقاصد وتقييم أي منتج مالي يجب أن يمر بمرحلتين:

✓ النظر في الهدف والغاية منه، فإن كانت مقبولة ننظر في الإجراءات فإن لم تكن مقبولة فالمنتج المالي غير مقبول من البداية.

✓ النظر في الإجراءات التعاقدية فإن كانت صحيحة كان المنتج مقبولاً، وإلا لزم مراجعة الإجراءات.

II. 2.4.1. محددات الصناعة المالية الإسلامية:

لا يمكننا اعتبار الأداة التي يتم ابتكارها أو تطويرها من خلال الصناعة المالية وفق المنهج الإسلامي إسلامية إلا في حال توفر ثلاثة شروط هي⁽²⁾:

✓ الالتزام بشرط المشاركة في الربح أو الخسارة في نص واضح كامل لا يقبل التأويل وذلك على أساس القواعد الشرعية المعمول بها في عقود المضاربة والشركات، وهذا الشرط يعتبر ضرورياً لكنه غير كاف، بمعنى أن الالتزام به ضرورة إسلامية لا تقبل الجدل ولكنه لا يكفي في حد ذاته لكي تصبح الورقة أو الأداة المالية المبتكرة فعلاً في مجال التطبيق.

✓ أن لا يعاد دفع الموارد المعبأة عن طريق الأوراق والأدوات المالية التي أصدرت على أساس التخلي عن شرط الفائدة الربوية إلى مؤسسات وشركات تتعامل بنظام الفائدة في كل تعاملاتها، كما لا يجب استثمار الموارد النقدية للأوراق والأدوات المالية الإسلامية في مشروعات تدر عوائد متفق عليها مقدماً على سبيل التأكيد مع عدم المشاركة في مخاطرة النشاط الذي يدر هذه العوائد. فمثل هذه العوائد لا تختلف عن الفوائد وإن سميت أرباحاً.

(1) عدة مراجع:

- علي أحمد السالوس، "الاقتصاد الإسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة"، الريان، الدوحة، 1998، ص.ص. 30-33.
- بوعافية رشيد، "الهندسة المالية كمدخل لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية"، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 05 و06 ماي 2009، ص.ص. 18-19.

(2) عبد الرحمن يسري احمد، "قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص. 426.

✓ ضرورة استثمار الموارد التمويلية للأوراق في مشروعات لها أولويات واضحة في مجال المصلحة العامة للمجتمع الإسلامي.

5.1.II ضوابط الهندسة المالية الإسلامية ومداخلها:

يعتبر الالتزام بالشريعة الإسلامية عند المتخصصين في الصناعة المالية الإسلامية أهم مطلب يجب توافره في عملية الابتكار، ولها مداخل تتعدد تبعا للطرق الممكن استخدامها من طرف المؤسسات المالية الإسلامية.

1.5.1.II ضوابط الهندسة المالية الإسلامية:

للهندسة المالية الإسلامية عدة ضوابط يجب أن تلتزم بها تتمثل في: (1)

- ✓ التزام النصوص الخاصة بالموضوع مهما كانت طريقة دلالتها.
- ✓ التزام النصوص العامة لاسيما في الزمرة التي ينتمي إليها الموضوع.
- ✓ مراعاة القواعد العامة في الشريعة.
- ✓ عدم السعي إلى الموافقة المطلقة ولا إلى المخالفة المقصودة للأوضاع المتعامل بها مهما غلبت وانتشرت وما لم تكن قد بلغت حد الضرورة الشرعية أو الحاجة العامة، فحينئذ لا يتصور أن تظل محل خطر، فإما أن تعالج بالفهم الدقيق المؤدي إلى تخريج شرعي، وأيضا إلى بنائها مباشرة على قاعدة الضرورة والحاجة العامة.
- ✓ عدم التأثير بالمنهج غير الإسلامي سواء في تطبيقاته التفصيلية أو في روحه العامة.
- ✓ عدم الاكتراث بتغيير التسميات الذي لا يصاحبه تغيير في حقائق الأشياء وماهيتها.
- ✓ عدم العبث بالشروط بإلغاء بعضها مهما كثرت لأنها كالشرط الواحد في توقف الشروط على وجودها والحذر من تجزئة الماهيات الواحدة ظنا بأنها ماهيات مختلفة بعضها تتوافر فيه الشروط وبعضها يتخلف فيه شرط أو أكثر، فيستصحب البعض مشروعيتها مع الخروج من الماهية لموضوع ما يدعو انه نوع آخر مستحدث. إذ يؤدي هذا إلى تفريغ الحقائق من مضمونها.

2.5.1.II مداخل الهندسة المالية الإسلامية:

يمكن أن يكون لصناعة الهندسة المالية الإسلامية عدة مداخل لكنها في الغالب الأعم لا تخرج عن إحدى المقاربتين التاليتين: (2)

المحاكاة:

والذي يعني أن يتم سلفا تحديد النتيجة المطلوبة من منتج الهندسة المالية الإسلامية، وهي عادة لا تخرج عن نفس النتيجة التي يحققها منتج الهندسة المالية التقليدية، وبغض النظر عن الحكم الشرعي لهذه المنتجات التي تثير الكثير من الجدل فإن الأسلوب المتبع في توليد أو خلق الأوراق والأدوات المالية قائم على المحاكاة والتقليد للمنتجات المالية التقليدية، وإذا كان من ابرز مزايا السهولة والسرعة في تطوير المنتجات، إذ أنها لا تتطلب الكثير من الجهد والوقت في البحث والتطوير، بل مجرد متابعة المنتجات المتداولة في السوق التقليدية وتقليدها من خلال توسيط السلع، إلا أن سلبيات هذا المنهج كثيرة منها:

- ✓ أن تصبح الضوابط الشرعية مجرد قيود شكلية لا حقيقة تحتها ولا قيمة اقتصادية من ورائها، وهذا ما يضعف قناعة العملاء بجدوى المنتجات الإسلامية ويجعل التمويل الإسلامي محل شك وريبة، بل وتصبح تلك الضوابط عبئا وعائقا أمام المؤسسات المالية، إذ هي لا تحقق أي قيمة مضافة، بل مجرد تكلفة إضافية ومن الطبيعي في هذه الحالة أن تحمل المؤسسات المالية العميل عبء هذه التكلفة لتكون

(1) عبد الستار أبو عدة، "الضوابط الشرعية للتمويل واستثمار الأموال"، المؤتمر العلمي السنوي للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية: الصيرفة الإسلامية... صيرفة استثمارية، سوريا، 12 و13 مارس 2007، ص.ص. 14، 15.

(2) عبد السلام زايد مرجع سبق ذكره، من الموقع: <http://www.isegs.com/forum/showthread.php?t=458>

المؤسسات المالية الإسلامية المقعدة أكثر كلفة من المنتجات التقليدية مع أنها تحقق في النهاية النتيجة نفسها.

- ✓ إن المنتجات المالية الهادفة إلى تحقيق الفائدة الربوية تناسب الصناعة المالية التقليدية وتحاول معالجة مشكلاتها في حين أن محاكاة هذه المنتجات يستلزم التعرض لنفس المشاكل وهذا بدوره يفرض على المؤسسات الإسلامية في النهاية تعاني من المشكلات والأزمات التي ترهق الصناعة المالية التقليدية.
- ✓ إن منتجات الهندسة المالية التقليدية هي جزء من منظومة متكاملة من الأدوات والمنتجات المالية القائمة على فلسفة ورؤية محددة، ومحاولة تقليد جوهر هذه المنظومة وأسسها يدفع الهندسة المالية الإسلامية إلى محاكاة سائر أدوات المنظومة وعناصرها، وهو ما يجعلها مهددة بان تفقد هويتها وتصبح تابعة بالجملة للهندسة المالية التقليدية، وبذلك فإن كل المشاكل والأزمات التي تعاني منها هذه الأخيرة ستنقل بدورها إلى الإسلامية، فبدلاً من أن يكون التمويل الإسلامي هو الحل للمشكلات الاقتصادية التي يعاني منها عالم الأعمال اليوم يصبح مجرد صدى وانعكاس لهذه المشكلات، وهذا التصور لا يعني أن جميع المنتجات التي تقدمها الهندسة المالية التقليدية غير مناسبة للتمويل الإسلامي ولكن الهدف هو تنبيه المؤسسات المالية الإسلامية إلى ضرورة التمييز بين اقتباس ما يتلاءم مع فلسفة التمويل الإسلامي ومبادئه. وبين محاكاة الأساس الذي تقوم عليه المنظومة التقليدية.

● الأصالة والابتكار:

ويعني هذا المدخل بالبحث عن الاحتياجات الفعلية للعملاء والعمل على تصميم المنتجات المالية المناسبة لها، شرط أن تكون متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وهذا المنهج يتطلب دراسة مستمرة لاحتياجات العملاء والعمل على تطوير الأساليب الفنية والتقنية اللازمة وذلك لضمان الكفاءة الاقتصادية للمنتجات المالية، كما يتطلب وضع أسس واضحة لهندسة مالية إسلامية مستقلة عن التقليدية، ولاشك أن هذا المنهج أكثر كلفة من منهج التقليد والمحاكاة لكنه في المقابل أكثر جدوى وأكثر إنتاجية، ومن جهة ثانية فإن هذا المنهج يحافظ على أصالة المؤسسات المالية الإسلامية كما يسمح لها بالاستفادة من منتجات الهندسة المالية التقليدية ما دامت تلبى متطلبات المصادقية الشرعية، كما يساعد ذلك على استكمال المنظومة المعرفية للصناعة المالية الإسلامية.

إضافة إلى أن الابتكار المالي يعد من أهم المجالات التي تهتم بها إدارات البنوك الناجحة لان هذا الابتكار يجعلها متواجدة بشكل فعال في السوق المصرفية لما فيه من تجديد لمنتجاته المالية من أجل تلبية الاحتياجات التمويلية المعاصرة، لكن يجب أن يكون لدى البنوك الإسلامية استراتيجيات واضحة وهادفة بهذا الخصوص لان هذه الاستراتيجيات تضبط عملية الابتكار المالي بعيداً عن التخبط والتناقض بين الأهداف والتطبيق.

2.II منتجات الهندسة المالية الإسلامية:

هي منتجات تختلف من حيث أساس بنائها عن المنتجات التقليدية في نقطة جوهرية تتمثل في اعتمادها على مبادئ الشريعة الإسلامية، ولكنها تحقق فوائد ومزايا لمستخدميها لا تقل أهمية عن تلك التي تحقّقها منتجات الهندسة المالية التقليدية.

1.2.II المشتقات المالية الإسلامية:

عمدت الصناعة المالية الإسلامية إلى الاستفادة من المشتقات المالية مع تجنب المخالفات الشرعية التي تنطوي عليها نظيرتها التقليدية.

1.1.2.II التكيف الشرعي لعقود الخيارات:

عقود الخيار الشرعية لها وجود مستقل دون عقد البيع فهو جزء من عقد البيع وأحكامه الشرعية مرتبطة بعقد البيع.

وللعلماء في عقود الخيارات رأيان، الأول: التحريم والثاني الجواز، فبعض الباحثين في الاقتصاد الإسلامي يرون أن عقد الخيار الذي تتعامل به الأسواق المالية في الوقت الحاضر يمكن أن يندرج بعد إضافة الضوابط الشرعية وتغيير العقود المنظمة لهذه العقود تحت عدد من العقود والتكيفات الفقهية منها: (1)

● عقد خيار الشراء وبيع العربون:

هو أشبه ما يكون ببيع العربون، وبيع العربون جائز عند الحنابلة على خلاف الجمهور، ومثاله أن يشتري الرجل سلعة بألف دينار، فيدفع من ثمنها جزء (عشرة دنانير مثلا) ويقول للبائع إذا لم اشتر منك غدا فالدنانير العشرة لك، ويعد هذا العقد ملزما في حق البائع أي أنه لا يستطيع أن يمتنع عن تنفيذه، أما المشتري فله الخيار خلال المدة المتفق عليها.

● عقد خيار البيع هو التزام أو ضمان كفاءة:

السؤال المطروح هنا هو الالتزام أو الضمان يصلح لأن يكون مادة لعقود المعاوضات؟ الأرجح من أراء الفقهاء جواز اخذ الأجرة على الالتزام أو الضمان أو الكفالة، لقوة الأدلة خاصة مع وجود معاملات مالية تبعد بالكفالة عن عقود التبرعات، ويتحقق من خلالها مصالح ومكاسب لطرفي المعاملة، وبما لا يخالف المقاصد الشرعية، وقياسا على هذا الحكم يمكن القول بجواز خيار العرض أو الدفع إذا خلا من المخالفات الشرعية الأخرى فمالك الأوراق المالية الذي يدفع العمولة مقابل أن يكون له حق البيع في الفترة المتفق عليها يقوم بحماية ممتلكاته بشراء التزام من الطرف الآخر بضمان هذه الأوراق بشرائها إذا رغب الطرف الأول. أما فيما يخص المعارض بجواز التعامل بعقود الخيارات من قبل جمهور العلماء فقد كان مبنيا على الأدلة التالية: (2)

✓ إن التعامل في هذه العقود قائم على الغرر والغرر هو مجهول أو مستور العاقبة وهذا المعنى موجود في عقود الخيار، حيث أن أسعار العقد أثناء التنفيذ مجهولة بالنسبة لبائع الخيار فقد يخسر خسارة كبيرة إذا كانت الأسعار في صالح المشتري وكذلك بالنسبة لمشتري الخيار فإذا كانت الأسعار في صالحه فانه يخسر أموال الخيار لأنه لا يستعمله.

✓ إن التعامل في هذه العقود قائم على القمار، والقمار هو ما يكون فاعله مترددا بين أن يغنم أو أن يغرم وهذا المعنى موجود في عقود الخيار في الحالة التي تنتهي فيها الصفقة بالتسوية النقدية التي يكتفي فيها المتعاقدان بقبض فرق السعرين أو دفعه (الفرق بين سعر التنفيذ وسعر السوق). سواء كان غرض المتعاقدين المضاربة على فروق الأسعار أو الاحتياط ضد تقلبات الأسعار وذلك لتردد

(1) عبد الكريم أحمد قندوز، "الهندسة المالية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 194-195.

(2) بن الضيف محمد عدنان، "الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دراسة المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية"، مذكرة ماجستير، تخصص نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2008، ص.ص. 160-161.

كل واحد منهم بين الغنم والغرم، حيث يرون هذه العقود على أنها توسيع في صور القمار واستنباط طرائق جديدة تمكن من الحصول على الكسب أو تحمل الخسارة تبعاً للحظ وان ربح احدهما يكون على حساب خسارة الآخر وهذا ما يكون في الميسر حرام.

✓ انه من قبيل بيع الإنسان ما لا يملك: إذ أن بائع خيار الشراء قد لا يملك الأسهم المباعة بل انه عندما يتحقق البيع يذهب ويشتره من السوق وربحه أو خسارته من الفارق السعري بين الشراء والبيع.

✓ تعارض عقود الخيار مع قصد الشرع من إباحة خيار الشرط، حيث أن خيار الشرط شرع لحماية المتعاقد من التزامه بعقد تكون الرغبة فيه لم تتأكد بعد، إذن فهو لم يرد به تأكد المستفيد من تطور سعر الورقة المالية، فإذا كانت في صالحه ينفذ وإلا فلا، وان مدة الخيار ثلاثة أيام بلياليها كما ذكر حديث الرسول صلى الله عليه وسلم: "المتبايعان كل واحد منهما بالخيار على صاحبه ما لم يتفرقا إلا بيع الخيار". إما عن المدة فقد أجمعت الأمة على جواز خيار الشرط ثلاثة أيام، وهذه المدة للتأكد من الرغبة في الشراء وحياسة المبيع.

✓ اعتبار شروط المرافقة لعقود الخيار من الشروط الفاسدة، حيث ذهب جمهور الفقهاء إلى أن كل شرط يخالف مقتضى العقد فهو باطل، إذ أن المال المدفوع الذي يحصل عليه احد طرفي العقد مقابل بيعه حق الخيار ودفع الطرف الآخر لهذا المال مقابل تحويله الحق في فسخ العقد خلال الفترة المحددة يبين أن هذا الشرط ينافي مقتضى العقد ومقصوده للأسباب التالية:

- أن هذا الشرط لا يفهم من صيغة العقد إذا لم يرد ذكره بالعقد.
- أن الثمن المدفوع مقابل حق الخيار إنما جرى دفعه من جانب مشتري هذا الحق على محض المراهنة على ارتفاع الأسعار أو انخفاضها في السوق أثناء فترة العقد وهذا ما ينافي مقصود العقد الذي يعتبر بدوره مقصود الشرع.
- تعارض عقود الخيار مع قاعدة العدل المطلوبة في المعاملات، حيث انه يتيح لأحد الطرفين الفرصة الواسعة لان يحقق مكاسب كبيرة على حساب الطرف الثاني وفي هذا ظلم وجور، فتتيح له الفرصة في معرفة الأسعار من خلال مدة الخيار ثم المقارنة إما بالتنفيذ أو عدمه.

II.2.1.2 التكييف الشرعي للعقود الآجلة:

إذا كانت السلع طيبة مباحة، وكانت العقود تمثلها أو الأسهم المتداولة تمثل شركات مشروعة فان العقود الآجلة في هذه الحالة هي أشبه ما تكون بعقود السلم الجائزة شرعاً، حيث انه هناك تشابه كبير بين عقد السلم والعقود الآجلة، فهناك بيع يتفق فيه الطرفان على التعاقد على بيع بثمن معلوم يتأجل في تسليم السلعة الموصوفة في الذمة وصفا مضبوطاً إلى اجل معلوم، ومع ذلك فهي تختلف عن عقد السلم في عدة أمور هي:

- ✓ إن المسلم فيه (السلعة) يباع قبل قبضه.
- ✓ إن رأس المال في العقود الآجلة لا يدفع معجلاً بل يقتصر على دفع نسبة منه، فكأن البديلين فيه مؤجلان.

✓ أنه لا غرض للبائع أو المشتري بالسلعة إنما غرضهما تحقيق الربح.

وقد جاء ضمن توصيات مجمع الفقه الإسلامي في شأن هذه البيوع ما يلي: (2)

- ✓ إن العقود الآجلة بأنواعها التي تجري على المكشوف أي على السلع والأسهم التي ليست في ملك البائع بالكيفية التي تجري في السوق المالية غير جائزة شرعاً تشتمل على بيع الشخص ما لا يملك، اعتماداً على انه سيشتريه فيما بعد ويسلمه في الموعد وهذا منهي عنه شرعاً بما صح عن

(1) عبد الكريم قندوز، "الهندسة المالية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سبق ذكره، ص. 196.

(2) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص. 520.

الرسول صلى الله عليه وسلم: "لا تبع ما ليس عندك" إضافة إلى انه صلى الله عليه وسلم نهى أن تباع السلع حيث تباع حتى يحوزها التجار إلى رحالهم.
✓ ليست العقود الآجلة في السوق المالية من قبيل بيع السلم الجائر في الشريعة الإسلامية وذلك للفرق بينهما من وجهتين:

- في السوق المالية لا يدفع الثمن في العقود الآجلة في مجلس العقد وإنما يؤجل دفع الثمن إلى موعد التصفية بينهما، بينما الثمن في بيع السلم يجب أن يدفع في مجلس العقد.
- في السوق المالية تباع السلعة المتعاقد عليها وهي ذمة البائع الأول وقبل أن يحوزها المشتري الأول عدة بيوعات وليس الغرض من ذلك إلا قبض أو دفع فروق الأسعار، بينما لا يجوز بيع المبيع في عقد السلم قبل قبضه.
- ✓ إن عقود البيع وضعت شرعا لإفادة التمليك والتملك في الحال فهذا أثرها والحكم منها. فإذا كانت الصيغة غير مؤدية لذلك كانت غير محققة لهذا المقتضى، وبالنظر إلى العقود الآجلة التي يتم إنشائها في أسواق البيوع يتبين أن هذه العقود لا تترتب عليها أثارها فور إنشائها رغم أن عقد البيع من العقود التي تفيد التمليك في الحال، حيث لا يتم عند إنشاء هذه العقود تسليم الثمن ولا المثمن وإنما تتأجل أثار العقد وأحكامه إلى يوم التصفية، لذلك كانت صيغة العقد الآجل غير مؤدية لإحداث أثاره وأحكامه التي رتبها الشرع وكانت غير محققة لهذا المقتضى.
- ✓ على اعتبار أن البيوع التي تجري في أسواق العقود الآجلة يتأجل فيها تسليم المبيع كما يتأجل تسليم الثمن فيه من قبيل النسئة بالنسئة وبالتالي تدخل في معنى بيع الكالئ بالكالئ المنهي عنه شرعا بالإجماع.
- ✓ تنتهي غالبا العقود المستقبلية على الأسهم بالتسوية النقدية بين المتعاقدين وهذا قمار ظاهر إذا كان مشروطا في العقد.

أما بالنسبة للهوامش فهي عبارة عن رهن بالدين وهي في أصلها جائزة والتصرف فيها بانفاقها إذا خسر جائر ولكن بالنظر إلى العقد الذي نشأ عند الدين المرهون فإنها غير جائزة لأن أصل الدين باطل.

II.3.1.2 التكييف الشرعي للعقود المستقبلية:

إن العقود المستقبلية تتضمن عددا من المحاذير الشرعية التي تجعلها من العقود المحرمة شرعا فمن تلك المحاذير ما يلي: (1)

- ✓ تأخير تسليم العوضين (الثمن والمثمن) إلى اجل محدد فهو بيع الكالئ بالكالئ المجمع على تحريمه لقول ابن القيم: "ورد النهي عن بيع الكالئ بالكالئ والكالئ هو المؤخر الذي لم يقبض، كما لو أسلم شيئا في الذمة وكلاهما مؤخر فهذا لا يجوز بالاتفاق وهو بيع كالئ بكالئ".
- ✓ السلعة محل العقد تباع قبل قبضها وهذا محرم إذا بيع بأكثر من قيمته لأنه يتضمن ربح ما لم يضمن، وقد نهى النبي (ص) عن ربح ما لم يضمن أي يقبض، ومن المعلوم أن المضارب يبيع الأصل المنمط في العقود المستقبلية إذا ضمن تحقيق ربح له من ذلك البيع.
- ✓ ولأن ما يجري في العقود المستقبلية هو مجرد عقد صفقات وهمية على كميات خالية من السلع المؤجلة بأسعار وأثمان مؤجلة لا يقصد بها إنتاج ولا تسليم، بل مجرد مضاربة بالأسعار ثم المحاسبة في الموعد المحدد على فرق السعر الذي يربحه احد الطرفين في حالة ارتفاع السعر أو هبوطه، وهي عملية أشبه بالمقامرة، والإسلام بهدف تحقيق المصالح الصحيحة فيفتح لها الأبواب التي تنتج نفعاً للمجتمع ويغلق أبواب المضاربة بالحظوظ التي تغري بالكسل وتقع الفرد عن العمل.

(1) كمال توفيق خطاب، " نحو سوق مالية إسلامية"، مقالة منشورة على الموقع: <http://kamalhatab.info/blog/wp-content/.../sook.pdf>، تاريخ الاطلاع: 2012/03/10.

وربما يكون عقد الاستصناع من اقرب العقود الجائزة في الفقه الإسلامي بتأخير تسليم الثمن والمبيع في مجلس العقد، حيث جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي انه يجوز في الاستصناع تأجيل الثمن كله أو تقسيطه إلى أقساط معلومة لأجل محددة (1)

II.4.1.2 التكييف الشرعي لعقود المبادلة:

سيتم توضيح التكييف الشرعي لكل من نوعي عقود المبادلة كالتالي:

● عقود مبادلة العملة:

يطلق على هذه العقود في أسواق العقود الآجلة والمستقبلية عقود مبادلة العملة، إلا أن هذا المسمى لا يصح شرعا، فالعقد على غير نقد هو الذي يطلق عليه شرعا عقد مبادلة أو معاوضة، أو مقايضة أو عقد مناقلة، أما إذا كان العقد نقدا سمي صرفا ومصارفة.

غير أن الذي نحن بصدد هنا ليس هذا ولا ذلك وإن كان ظاهره يشير إلى انه عقد مصارفة لما ينطوي عليه من حصول كل من المتعاقدين على احتياجاته من عملة الطرف الآخر، ولكن بامعان النظر في هذا النوع من العقود، يلفت انتباهنا أن كلا من المتعاقدين ملزم أمام الآخر بان يرد العملة التي حصل عليها من الطرف الآخر وهو ما لا يتحقق في عقد المصارفة والذي ينتهي فيه التزام كل طرف قبل الآخر يتقاضاهما قبل أن يفترقا لما صح عن رسول الله صلى الله عليه وسلم انه قال: "الذهب بالذهب، والفضة بالفضة، والبر بالبر، والشعير بالشعير، والتمر بالتمر والملح بالملح مثلا بمثل، سواء بسواء، يدا بيد، فإذا اختلفت هذه الأصناف فبيعوا كيف شئتم إن كان يدا بيد" (2)

وبالتالي فان بيع عملة بعملة أخرى بيعا حلالا وهذا لا إشكال فيه بحد ذاته إذا حصل التقايض في مجلس العقد لأنه صرف توفرت فيه شروط الحلول والتقايض أما إذا كان غير ذلك فانه يخرج من نطاق الجواز لما فيه من هدم لأحد هذين الشرطين (3)

● عقود مبادلة أسعار الفائدة:

عقد مبادلة أسعار الفائدة كما تقدم هو عقد مبادلة فائدة ثابتة على مبلغ محدد بفائدة متغيرة على ذات المبلغ، والحقيقة أن المبادلة ليست بين فوائد القروض كما يظهر وإنما هي بين مقدار معلوم من النقود يقدر بمعدل الفائدة على مبلغ محدد بمقدار آخر غير معلوم وقت التعاقد وإنما يتم تحديده بالنظر إلى أسعار الفائدة السائدة في السوق المحددة لإجراء المبادلة.

وإذا كان الأمر كذلك اعتبر في حقيقته الشرعية بيع نقود بنقود، مع التفاضل والتأجيل فأحل بذلك عنصر الربا بنوعيه الفضل والنسيئة إذا كانت النقود من جنس واحد (أي من عملة واحدة) ويكون ربا النسيئة فقط إذا كانت النقود من جنسين مختلفين (أي من عملتين مختلفتين) وظاهر في تحريم هذا النوع من عقود المبادلة وان بيع النقود بالنقود أي الصرف والتقايض في المجلس إذا كانت النقود من جنس واحد والحلول والتقايض فقط إذا كانت من جنسين.

وأمر آخر يقتضي تحريم هذا النوع من العقود هو اشتغالها على القمار وذلك لدخول الطرفين في العقد على أن يدفع احدهما للآخر الفرق بين المبلغين في الأجل المحدد بحسب ما تكون عليه أسعار الفائدة في ذلك الأجل على النمو الذي سبق توضيحه فكان كل واحد من المتعاقدين إما غانما أو غارما وهذه حقيقة القمار (4) إضافة إلى أن هذه العقود هي من قبيل عقود الغرر المنهي عنها شرعا وهي عقود آجلة يتأجل فيها

(1) المرجع نفسه، من الموقع: <http://kamalhatab.info/blog/wp-content/.../sook.pdf>.

(2) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص. 552.

(3) مبارك بن سليمان، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، الجزء الثاني، كنوز اشبيليا، الرياض، 2005، ص. 961.

(4) المرجع نفسه، ص.ص. 1104-1105.

تسليم العوضين فكان من بيع الدين بالدين أو الكالئ بالكالئ المجمع على حرمة وكذلك هو من العقود التي لا يترتب عليها شرعا أحكامها وأثارها⁽¹⁾.

II.1.2.5 التكييف الشرعي لعقود تثبيت سعر الفائدة:

بالنسبة لعقود تثبيت سعر الفائدة من الواضح أننا بصدد عقد قرض بزيادة مشروطة محددة سلفا زما ومقدارا فإذا قيل أن سعر الفائدة متغير قلنا أن هذا لا يغير من الأمر شيئا لأننا بصدد زيادة مشروطة على أصل القرض سواء كانت هذه الزيادة ثابتة أو متغيرة. لأنه قرض جر نفعاً، وقد أثبتت أن كل زيادة على أصل القرض من قبيل الربا المحرم شرعا بمقتضى الكتاب والسنة والإجماع.

إن عقود تثبيت سعر الفائدة إنما يتم إنشاؤها من قبل المنشآت والأفراد والهيئات بغرض التحوط ضد تقلب أسعار الفائدة، وأن تعارض مصلحة المقرض والمقترض تدفع كلا منهما إلى محاولة تأمين نفسه ضد مخاطر تقلبات الأسعار فالمقرض يخشى انخفاض أسعار الفائدة لان ذلك يؤثر على نتائج أعماله ويؤدي إلى تراجع أرباحه، بينما المقترض يخشى ارتفاع أسعار الفائدة لان ذلك يؤدي إلى زيادة أعبائه بزيادة ثمن الاقتراض.⁽²⁾

ولما كانت الجهالة الفاحشة تحيط بهذه المعاملة من كل جانب وينطبق عليها كافة التعريفات التي تناولها الفقهاء في تعريف الغرر ومنه تعريف الغرر بأنه: "ما طوى عنك علمه وخفي عنك باطنه وسره" كذلك يتعض القول بان عقد تثبيت أسعار الفائدة من عقود الغرر المنهي عنه شرعا.

II.1.2.6 ضرورة تطوير مشتقات مالية إسلامية:

تبرز ضرورة الاستفادة من المشتقات المالية في النظام المالي الإسلامي في أنها تقدم أدوات فعالة لإدارة المخاطر العامة، كما يمكن الاستفادة من التوفير الكبير في تكاليف المعاملات وفي التكامل مع المنظومة المالية الدولية والاستفادة من فرص استثمار الأموال الإسلامية، ومن فرص التمويل المتاحة في سوق رأس المال العالمي والذي تحتاج إليه الشركات والمؤسسات وكذلك حكومات الدول الإسلامية في تنميتها الاقتصادية.

ولكن تطوير المشتقات المالية الإسلامية من خلال الهندسة المالية الإسلامية يجب أن تتوافر فيه الشروط التالية:⁽³⁾

- ✓ يجب أن تكون المشتقات متوافقة مع الشريعة الإسلامية؛
- ✓ يجب أن تحقق الفوائد والمنافع للمشتقات المالية التقليدية؛
- ✓ يجب أن تكون قابلة للتداول في أسواق المال الدولية.

II.2.2 الصكوك الإسلامية:

تعد الصكوك الإسلامية منتجا من منتجات الهندسة المالية الإسلامية، توفر التمويل اللازم بما يتوافق مع الشرع، أصبحت تحتل مكانة عالية وانتشارا واسعا في الوقت الحالي.

II.2.2.1 تعريف الصكوك الإسلامية:

وردت العديد من التعاريف حول الصكوك الإسلامية من بينها:

"هي أوراق مالية محددة المدة، تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات تحول مالها منافع، وتحمله مسؤوليات بمقدار ملكيته"⁽⁴⁾.

(1) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص. 569.

(2) المرجع نفسه، ص.ص. 285-286.

(3) خنيرة محمد الأمين وحنان على موسى، "منتجات الهندسة المالية الإسلامية: الواقع والتحديات ومناهج التطوير"،

الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع والرهنات المستقبل، جامعة غرداية، 23، 24 فيفري 2011، ص. 14.

(4) حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، "صكوك الحقوق المعنوية"، بحث مقدم في ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24، 25 ماي 2010، ص. 163.

وعرفت بأنها: "عبارة عن وثيقة مالية معينة تصدرها مؤسسة بأسماء من يكتتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها وتستنثر حصيلة البيع سواء بنفسها أو بدفعها إلى الغير للاستثمار فيها نيابة عنها، وتعمل على ضمان تداوله ويشارك المكتتبون في الصكوك في نتائج هذا الاستثمار حسب الشروط الخاصة لكل إصدار".⁽¹⁾

كما عرفت من قبل مجلس الخدمات المالية الإسلامية للصكوك بأنها: "شهادات يمثل كل صك منها حق ملكية لنسبة مئوية شائعة في موجودات عينية، أو مجموعة مختلطة من المجموعات العينية وغيرها، وقد تكون الموجودات في مشروع محدد أو نشاط استثماري معين، ويشترط أن يكون النشاط أو المشروع متفقا مع أحكام الشريعة الإسلامية"⁽²⁾.

وعلى ذلك يمكن القول أن الصكوك الإسلامية هي أدوات مالية متساوية القيمة ومحددة المدة تمثل حقوق ملكية شائعة في أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين، تصدر بموجب عقود وضوابط شرعية يترتب عليها تحقيق ربح أو تحمل خسارة، وهي قابلة للتداول بشروط ما لم تمثل نقدا أو ديناً.

II.2.2.2 خصائص الصكوك الإسلامية:

تتميز الصكوك الإسلامية عن غيرها من الأدوات المالية بما يلي:⁽³⁾

● تمثل ملكية حصص شائعة في الأصول:

فهي تمثل ملكية حاملها أو مالكيها حصصاً شائعة في أصول لها دخل، سواء كانت أعيان أو منافع أو خدمات أو خليط منها أو من الحقوق المعنوية، وهي لا تمثل ديناً في ذمة مصدرها وهذا ما يميزها عن السندات.

● لها قيمة اسمية محددة:

أي تصدر بقيمة اسمية محددة يحددها القانون، وموضحة في نشرة الإصدار.

● تصدر بفئات متساوية:

وذلك بهدف تسهيل شرائها وتداولها بين الجمهور، ومن خلال الأسواق المالية.

● قابلة للتداول من حيث المبدأ:

هناك أنواع من الصكوك قابلة للتداول مثل: صكوك المضاربة المشاركة، الإجازة، وأنواع غير قابلة للتداول مثل: صكوك البيع، علماً أنه يمكن تداولها في لحظة معينة وتحديدًا عندما تمثل الصكوك بضاعة، أما عندما تتحول إلى دين في ذمة الغير فلا يصح تداولها.

● غير قابلة للتجزئة:

بمعنى أن الصك لا يجزأ في مواجهة الشركة: وهي في حالة ما يؤول الصك الواحد لشخصين أو أكثر بسبب الإرث أو نحوه، فإنه لا بد من الاتفاق على أن يمثلهم أمام الشركة شخص واحد.

● استحقاق الربح وتحمل الخسارة:

مالك الصك يشارك في غنمه حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار، ويتحمل غرمه بنسبة ما يملكه من الصكوك.

● تحمل أعباء الملكية:

(1) عبد الملك منصور، "العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعاً جديدة"، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 ماي- 03 جوان 2009، ص.10.

(2) سعيد محمد بوهراوة وأشرف وجدي دسوقي، "تقويم نقدي للقضايا المتعلقة بملكية الصكوك القائمة على أصول"، بحث مقدم في ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24، 25 ماي 2010، ص.108.

(3) زياد الدماغ، "دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة من منظور التمويل الإسلامي"، المؤتمر الدولي للمصارف والمالية الإسلامية: التقاضي عبر الحدود، الجامعة العالمية الإسلامية، ماليزيا، 15-16 جوان 2010، ص. 03.

يتحمل حامل الصك الأعباء والتبعات المترتبة على ملكيته للأصول الممثلة بالصك، سواء كانت مصاريف استثمارية أو هبوطا في القيمة.

⊖ تصدر على أساس عقد شرعي:

تصدر على أساس عقد من العقود المشروعة، وتختلف أحكام كل صك تبعا لاختلاف أحكام العقد الشرعي الذي تستند إليه.

⊖ انتقاء ضمان المدير (المضارب أو الوكيل أو الشريك):

يتنافى الضمان مع كل من المضاربة أو الوكالة أو الشراكة، فهي الصيغ التي تدار بها السندات التقليدية التي يطبق فيها مبدأ الضمان، فلا يتحمل المصدر الخسارة ولا يضمن رأس المال حامل الصك لأنه يحول العملية إلى ربا.

II.3.2.2 أهمية الصكوك الإسلامية:

تتمثل أهمية الصكوك الإسلامية فيما يلي: (1)

- ✓ تساعد على النهوض بالاقتصاد الإسلامي نظريا وعمليا: نظريا تعد استكمالا لحلقات الاقتصاد بجانب البنوك وشركات التأمين الإسلامية، أما عمليا فان وجود هذه الأدوات يساعد على رفع الحرج عن المستثمرين الذين يطلبونها.
- ✓ إثراء الأسواق المالية الإسلامية: لأنها الطرف المكمل للأسهم، والجناح الثاني للبورصة التي من خلالها تتحرك الأموال بحرية وسهولة.
- ✓ تلبي احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية والتنمية بدلا من الاعتماد على سندات الخزينة والدين العام.
- ✓ إن الوصول بفكرة الصكوك الإسلامية إلى مستوى التداول العالمي يوضح مدى سعة وحكمة وتكامل النظام الإسلامي.
- ✓ تعتبر من الأدوات الهامة لتنويع مصادر الموارد الذاتية، وتوفير السيولة اللازمة للأفراد والمؤسسات والحكومات.
- ✓ تغطي عددا كبيرا من الشركات التي تحتاج إلى تمويل طويل الأجل.
- ✓ تمثل أداة استثمارية لمالكها.

II.4.2.2 أنواع الصكوك الإسلامية:

تتعد الصكوك وتتنوع وتختلف أحكامها من صك لآخر

⊖ الصكوك القائمة على عقود المشاركة:

هي صكوك المشاركة، المضاربة، المزارعة والمساقات.

← صكوك المشاركة:

سيتم التطرق لها من خلال التعريف والأنواع.

- تعريف صكوك المشاركة:

هي عبارة عن وثائق متساوية يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب في إنشاء مشروع استثماري معين أو تطويع مشروع قائم، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكا لحملة الصكوك بمقدار حصصهم، وتدار الصكوك على أساس عقد المشاركة، كما أنها تعين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها بصيغة الوكالة بالاستثمار. (2)

← أنواع صكوك المشاركة:

(1) زياد الدماغ، "مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها"، المؤتمر الدولي للمصارف والمالية الإسلامية: التقاضي عبر الحدود، الجامعة العالمية الإسلامية، ماليزيا، 16/15 جوان 2010، ص. 02.

(2) زياد الدماغ، "دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة من منظور التمويل الإسلامي"، مرجع سبق ذكره، ص. 12.

يدخل ضمن صكوك المشاركة صكوك المشاركة المستمرة والمتناقصة: (1)

- صكوك المشاركة المستمرة:

وهي تشمل حالات الصكوك التي تصدر لتمويل شراء عقار تدبره جهة متخصصة مثلا، بهدف تحقيق عائد يتم توزيعه على المالكين بنسبة ما يملك كل منهم في رأسمال الشركة.

- صكوك المشاركة المتناقصة:

تشمل حالات الصكوك التي تصدر لإنشاء مشروع محدد يمكن فرز إيراداته ومصاريفه، مثلا تبدأ المشاركة بنسبة 5 % من جانب المنشأة و95 % من جانب حملة الصكوك، وتكون الأرباح بالحصصة الشائعة لكل طرف، ويمكن للمنشأة المصدرة أن لا تقبض نصيبها من أرباح، وإنما تجمده في حساب مخصص لإطفاء الصكوك الصادرة لذلك المشروع.

⊖ صكوك المضاربة:

سيتم التطرق لهذا النوع من الصكوك من خلال عرض تعريفها ثم أنواعها.

← تعريف صكوك المضاربة:

هي وثائق يصدرها المضارب أو وسيط مالي ينوب عنه، بقصد استقلاله باستثمار حصيلتها في مشروع معين أو نشاط خاص، أو في مجموع الأنشطة التي يختارها المضارب على أساس عقد المضاربة الشرعية، وتحدد نشرة إصدار هذه الصكوك طبيعة المشروع أو نوع النشاط الذي تستثمر فيه حصيلة الصكوك ومدة هذا الاستثمار والأرباح المتوقعة وطريقة توزيعها بين المضارب ومالكي الصكوك. وهي تمثل حصصا شائعة في موجودات المضاربة بعد قفل باب الاكتتاب وبدء عمليات الاستثمار وحتى تاريخ تصفية المضاربة. (2)

← أنواع صكوك المضاربة:

هناك عدة صيغ لصكوك المضاربة: (3)

- صكوك المضاربة طويلة الأجل:

تتراوح مدتها من عشرة إلى عشرين سنة وتكون غير مخصصة لمشروع معين، وإنما تخول المضارب حق الاستثمار المطلق ويبين في كل سنة الأرباح التي تحققت أو الخسائر التي لحقت فينال كل صك حصته من الأرباح أو الخسائر.

- صكوك المضاربة لمشروع معين:

وتكون محددة بمدة حسب عمر المشروع حيث يقسم ما يحتاج إليه المشروع على صكوك متساوية محددة القيمة تقوم بإصدارها جهة معينة كالبنك مثلا، ثم تطرح في الأسواق، ويقوم طرف ثالث بالوعد بالتبرع دون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في حال تعرض المشروع للخسارة، ويتفرع من هذا النوع عدة أنواع مختلفة:

☞ صكوك المضاربة المستردة بالتدرج:

وذلك بان ترد قيمة الصكوك مع أرباحها في مدة زمنية محددة كنسبة من قيمة الصك كل سنة مثلا.

☞ صكوك المضاربة المستردة في آخر المشروع:

وذلك بان ترد قيمة الصكوك بالإضافة إلى الأرباح أو الخسائر إن وجدت في آخر المشروع.

☞ صكوك المضاربة المنتهية بالتمليك:

ويكون ذلك برد قيمة الصكوك من خلال التعويض عنها بجزء من المشروع.

(1) المرجع نفسه، ص. 12.

(2) محي الدين القرة داغي، "الأسواق المالية في ميزان الفقه"، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد السابع، ص. 137.

(3) نبيل خليل طه سمور، "سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق: دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، كلية التجارة، قسم إدارة الأعمال، غزة، 2007، ص. 66.

صكوك المضاربة على شكل فئات متنوعة:

مثل 100 دولار أو أكثر أو أقل لمدة محددة هي ثلاث سنوات قابلة للتجديد.

- صكوك المزارعة:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد⁽¹⁾. المصدر لتلك الصكوك هو صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها)، والمكاتبون فيها هم المزارعون في عقد المزارعة (أصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم)، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة، وقد يكون المصدر هو المزارع والمكاتبون هم أصحاب الأرض، ويملك حملة الصكوك الحصة المنفق عليها مما تنتجه الأرض.

- صكوك المساقات:

تعرف حسب هيئة المحاسبة والمراجعة على أنها: وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمر وفق ما حدده العقد⁽²⁾.

صكوك القائمة على البيوع:

وتتمثل في صكوك المرابحة وصكوك السلم وصكوك الاستصناع.

← صكوك المرابحة:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك. وهي وثائق يصدرها الواعد بشراء بضاعة معينة بهامش ربح محدد، أو الوسيط المالي الذي ينوب عنه بعد تملك البائع وقبضه لها بقصد استخدام حصيلتها في تكلفة شراء هذه البضاعة ونقلها وتخزينها. ويكتتب فيها البائعون لبضاعة المرابحة بعد تملكهم وقبضهم لها عن طريق الوسيط المالي الذي يتولى تنفيذ هذه العقود نيابة عن مالكي صكوك المرابحة⁽³⁾.

← صكوك السلم:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك، والمصدر لتلك الصكوك هو البائع لسلعة السلم، والمكاتبون فيها هم المشترون للسلعة، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن شراء السلعة (رأس مال السلم). ويملك حملة الصكوك سلعة السلم ويستحقون ثمن بيعها أو ثمن بيع سلعة السلم في السلم الموازي إن وجد⁽⁴⁾.

← صكوك الاستصناع:

هي عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة معينة ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك⁽⁵⁾.

صكوك الإجارة:

سيتم التطرق لصكوك الإجارة من حيث التعريف والأنواع:

- تعريف صكوك الإجارة:

(1) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم 17، صكوك الاستثمار، ص. 312-317.

(2) المرجع نفسه، ص. 312.

(3) نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص. 144.

(4) هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص. 314.

(5) زياد الدماغ، "دور الصكوك الإسلامية في دعم قطاع الوقف الإسلامي"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر العالمي عن قوانين الأوقاف وإدارتها، الجامعية الإسلامية، ماليزيا، 20-22 أكتوبر 2009، ص. 07.

هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك، والمصدر لتلك الصكوك بائع عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها والمكتتبون فيها مشتركون لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن الشراء، ويملك حملة الصكوك تلك الموجودات على الشيوخ بغنمها وغرمها وذلك على أساس المشاركة فيما بينهم⁽¹⁾.

← أنواع صكوك الإجارة:

هناك ثلاثة أنواع لصكوك الإجارة هي كالتالي:

- صكوك الأعيان المؤجرة:

وهي صكوك ملكية لعين قد تكون أرضا أو عقارا أو آلة أو غير ذلك، وتكون العين المملوكة مؤجرة فهي تدر عائدا محددًا في عقد الإجارة، إذن هي صكوك متساوية القيمة يمثل مجموعها قيمة الشيء المؤجر.

- صكوك إجازة الخدمات:

وهي صكوك متساوية القيمة، تمثل عدداً متماثلاً من وحدات خدمة موصوفة، تقدم من ملتزماتها لحاصل الصك في وقت مستقبلي محدد.

- صكوك إجازة المنافع:

وهي التي تمثل ملكية منافع أعيان موصوفة بالذمة مستأجرة بموجب عقد إجازة، تسلم لحامل الصك في الميعاد المضروب لاستيفاء منفعه المملوكة له، وهي تشبه السابقة، إلا أن المملوك هنا هو منفعة كمنفعة عقار مستأجر والمملوك في النوع السابق خدمة، وهنا يملك حامل الصك استيفاء هذه المنافع في وقت محدد مستقبلاً، وينتفع بائع الصك بقيمة مقابل تسليم العقار لحامل السند في المستقبل لاستيفاء منفعه، ويستطيع مالك الصك بيعه لطرف آخر فيكون بذلك مؤجراً لما قام باستئجاره.

II.3.2 التوريق الإسلامي:

نظراً لأهمية هذه الآلية كان من الضروري الأخذ بها وعدم إهمالها من طرف الصناعة المالية الإسلامية.

II.3.2.1 تعريف التوريق الإسلامي:

يقصد بالتوريق الإسلامي عملية تحويل جزء أو مجموعة من الأصول غير السائلة والمدرة لدخل يمكن التنبؤ به، التي تمتلكها المؤسسة إلى أوراق مالية قائمة على الشراكة في منافع هذه الأصول خلال فترة زمنية معينة⁽²⁾.

II.3.2.2 الحكم الشرعي للتوريق التقليدي:

التوريق التقليدي يدخل في باب الديون، فإذا بيعت محفظة القروض لمن عليه الدين فيشترط الفقهاء لجواز ذلك أن تدفع قيمة الدين حالاً (نقداً) لا على سبيل الأجل، أما إذا بيعت محفظة القروض لغير من عليه الدين وهو واقع الحال في التوريق فقد اتفق الفقهاء على عدم جواز ذلك على سبيل الأجل، أما إذا تم البيع حالاً فيرى جمهور الفقهاء عدم جواز ذلك أيضاً بينما يرى المالكية جواز ذلك بشروط خاصة⁽³⁾. فالتوريق بصورته الراهنة لا يجوز شرعاً، فهو في حقيقته بيع كالي بكالي كما أن محفظة القروض تباع بأقل من قيمتها وهذا يقع في دائرة الربا المحرم.

II.3.3.2 أهمية التوريق الإسلامي:

(1) بن الضيف محمد عدنان وربيع مسعود، "أدوات الدين وبدائلها الشرعية والأسواق المالية الإسلامية"، مداخل مقدمة في الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع والرهنات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير غرداية، 23-24 فيفري، ص.15-14.

(2) عمر ياسين محمود خضيرات، مرجع سبق ذكره، ص.21.

(3) خنيوة محمد الأمين وحنان على موسى، مرجع سبق ذكره، ص.10.

يعتبر من الحلول العملية لتفعيل سوق رأس المال، ويمكن الاستفادة من هذه الأداة التمويلية المستحدثة في تطوير السوق المالية، وعلى الهيئات الشرعية للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية أن تقوم بدراسة هذه الصيغة وتطويرها.

وتمثل عمليات التوريق للأصول التي تقوم بها المؤسسات المالية الإسلامية إحدى الأدوات المالية قصيرة الأجل الهامة التي يمكن الاستفادة منها في سوق النقد لتوفير متطلبات السيولة إلى جانب إدارة المخاطر بالصورة التي تحقق أهداف هذه المؤسسات.

II.4.3.2 أساليب التوريق الإسلامي:

إذا كان على مؤسسة ديون في ذمتها للغير وترغب في عدم وفائها بالتزامها نقدا لعدم توافر السيولة الكافية أو غير ذلك من الأسباب يمكنها إتباع أحد الطرق التالية:⁽¹⁾

✓ تحويل تلك الديون إلى أسهم، وبخاصة عندما تقوم بإصدار جديد ضمن ما تتيحه لوائحها وأنظمتها. فتصبح تلك الديون عبارة عن أسهم يمتلكها الدائنون وتمثل حصصا من موجودات تلك المؤسسة ويسري عليها ما يسري على بقية أسهم الشركة.

✓ إذا كانت الشركة أو المؤسسة المالية تمتلك سلعا عينية وتريد التخلص منها ومن كلفة تخزينها وصيانتها فيمكن عرضها على الدائنين لمبادلتها بديونهم التي هي على ذمة المؤسسة. ومن ثم ستحقق المؤسسة فائدتين: التخلص من مخزون سلعي يمثل عبئا ماليا وكلفة دائمة على المؤسسة مع الوفاء بالدين وسقوط الالتزام عن ذمتها.

✓ إصدار سندات ملكية لأعيان مؤجرة لتشجيع الدائنين على مبادلة ديونهم مقابل تلك السندات، وهي تختلف عن سندات الملكية العادية، فهي عين مملوكة مؤجرة تدر عائدا محددا ومعروفا.

II.4.2 المؤشرات المالية الإسلامية:

يعطي داو جونز لأسواق المال، مثلا رائعا لصناعة مالية متقدمة لكن التعامل بالمؤشر بشكله الحالي صورة من صور القمار لذا أعطت الصناعة المالية وفق المنهج الإسلامي بديلا مناسباً، حيث أنشئت مؤشرات للسوق الإسلامي للأشخاص الراغبين في الاستثمار وفقا للشريعة الإسلامية.

II.1.4.2 نشأة المؤشرات الإسلامية:

يعود ظهور وانتشار المؤشرات المالية الإسلامية باعتبارها أرقاما إحصائية تصف حركة الأسهم المكونة للسوق أو جزء منه تطبق فيها الشريعة الإسلامية إلى نهاية القرن العشرين بإصدار داو جونز للسوق الإسلامية في تاريخ 09 فيفري 1999 وذلك في المنامة- البحرين- إذ يتكون مؤشر داو جونز من 600 شركة عالمية تستجيب لمعتقدات المسلمين وليست من الدول الإسلامية فقط ولكن من 30 دولة من العالم بما فيها الولايات المتحدة الأمريكية وتم اختيارها من 2700 سهم شركة التي تدخل في مؤشرات داو جونز العالمية، والبلد الإسلامي الوحيد الذي يضمه هذا المؤشر هو اندونيسيا وتشرف عليه لجنة شرعية تسمى بالمجلس الاستشاري الشرعي لداوجونز المكون من 06 علماء شريعة واقتصاد إسلامي من عدة دول هي: سوريا، باكستان، البحرين، المملكة العربية السعودية، ماليزيا والولايات المتحدة الأمريكية.⁽²⁾

II.2.4.2 أهم العوامل التي ساهمت في ظهور وانتشار المؤشرات المالية الإسلامية:

ساهمت عدة عوامل في تشجيع الصناعة المالية الإسلامية على ابتكار مؤشرات إسلامية نذكر منها:

⊙ العامل الأول:

(1) عبد الكريم قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإعدادها بالأدوات المالية الشرعية"، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصة، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، أيام 06-08 مارس 2007، ص.ص. 33-35.

(2) حنان إبراهيم النجار، "آلية بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية ومتطلباته في أسواق المال العالمية"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وأفاق المستقبل، جامعة الإمارات، أيام 15-17 ماي 2005، ص. 1374.

يدخل ضمن ظاهرة ما يسمى بالمسؤولية الاجتماعية للاستثمار، حيث ظهر كثير من صناديق الاستثمار التي تتجنب بعض الفئات من الأسهم، إلا أنه حالياً لم تعد هذه الظاهرة تكفي لتلبية احتياجات أصحاب العقائد، حيث يواجه المسلمون مثلاً قواعد صارمة بشأن الديون التي هي ليست من متطلبات المسؤولية الاجتماعية كما أن كثيراً من المسيحيين المحافظين يرفضون وضع أموالهم في صناديق لا تستثمر وفقاً للمسؤولية الاجتماعية ويرغم أن مجالات الاستثمار تبعا للتوجهات العقائدية ظاهرة عامة في كل الديانات إلا أن الاستثمار الإسلامي كان أسرع تلك المحاولات في تلبية احتياجات، وكثير من الصناديق والمؤشرات الإسلامية تناسب رغبة المسيحيين وأصحاب العقائد الأخرى، وبخاصة المحافظين منهم الذين يرفضون الاستثمار فيما يسمى بأسهم الخطيئة.⁽¹⁾

العامل الثاني:

تزايد اهتمام المستثمرين بربط أصولهم بالمؤشرات بدلا من الاعتماد كلياً على استراتيجيات الإدارة النشطة لأموالهم فمثلاً تزايدت أصول صناديق المعاشات التي ترتبط بمؤشرات الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية من 682 بليون دولار إلى 810 بليون دولار بنسبة 30% فيما بين عامي 1998-1999، ومع وجود أكثر من 102 بليون مسلم في العالم، وتزايد الطلب على الخدمات المالية الإسلامية ساهمت مواقع الانترنت الإسلامية في إظهار حجم الطلب مما أدى إلى انتشار موجة التمويل الإسلامية لتحقيق الأرباح المحتملة من تلبية هذا الطلب، وقد بلغ تقدير خبراء الخدمات المالية للسوق الإسلامي في عام 2000 حوالي 100 بليون دولار تنمو بمعدل 15% سنوياً.⁽²⁾

كذلك من أهم العوامل التي ساهمت في ظهور المؤشرات الإسلامية الانتشار الجغرافي للمستثمرين المسلمين من ذوي الدخل المتوسط الذين يعيشون في الغرب، كذلك انتشار البنوك الإسلامية وكذلك المؤسسات التي تقدم خدمات التمويل والاستثمار الإسلامي وانتشار صناديق الاستثمار الإسلامية لتلبية حاجات الطلب المتزايد على التمويل والاستثمار الإسلامي ليس في البلاد الإسلامية وحدها بل وغير الإسلامية لأن هذه المؤشرات بمثابة مرجعية لتقييم أداء هذه الصناديق.

وهناك سبب آخر هو تنامي ثروة النفط وتزايد الطلب على الاستثمارات الملائمة في منطقة الخليج إضافة إلى قدرة عدد كبير من المنتجات التي تجتذب مستثمرين مسلمين وغير مسلمين.⁽³⁾

II.3.4.2 أنواع المؤشرات المالية الإسلامية:

تتمثل في مؤشر داو جونز للسوق الإسلامي ومؤشرات بورصة فاينانشيال تايمز الإسلامية.

مؤشرات داو جونز للسوق الإسلامي:

تم إطلاقه في 09 فيفري 1999 كأول مؤشر مالي إسلامي في المنامة- البحرين، يتكون من 600 شركة، وتعمل هذه الشركات التي يقيس أداؤها مؤشر داو جونز الإسلامي في الأنشطة الحلال ولا تستثمر أموالها في الصناعات المحرمة كالخمور والتبغ والصناعات التي تدخل في منتجاتها لحوم الخنزير ولا تلك التي تقوم بصناعة السلاح، ويساند المؤشر هيئة شرعية من علماء مسلمين من سوريا، باكستان والسعودية، البحرين والولايات المتحدة الأمريكية.⁽⁴⁾

(1) المرجع نفسه، ص. 1376.

(2) المرجع نفسه، ص. 1377.

(3) محمد القرشي، "تزايد التمويل الإسلامي بسرعة في الوقت الذي ترسخ فيه الصناعة أقدامها"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 42، صندوق النقد الدولي، واشنطن، ديسمبر 2005، ص. 46.

(4) هشام جبر، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول للاستثمار والتمويل في فلسطين: بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، فلسطين، ماي 2005، ص. 13.

وحاليا تضم مؤشرات عائلة داو جونز لسوق الأسهم الإسلامي ما يقرب من 50 مؤشرا من بينها مؤشر داو جونز للسوق الإسلامي الموسع الذي يغطي كل المناطق الرئيسية في العالم وقطاعات الشركات الرائدة، ومجموعة المؤشرات العالمية ومجموعة الشركات العملاقة، والمجموعة الصناعية ومجموعة الولايات المتحدة الأمريكية، الاتحاد الأوربي ومجموعة آسيا والباسيفيك، إضافة إلى مجموعة خاصة بدول أخرى تشمل كندا والمملكة المتحدة واليابان.

ومن أهم مؤشرات داو جونز لسوق الأسهم الإسلامي في الدول الإسلامية، مؤشر داو جونز لسوق الأسهم التركي الإسلامي الذي تم إعلانه في 28 سبتمبر 2004 في الملتقى الدولي باسطنبول وتمثل تركيا أرضية شراكة جيدة متطورة ضمن الدول الناشئة حيث يدخل في المؤشر أكثر من 60 مؤشرا إسلاميا في الدول العربية والإسلامية ويتبع مؤشر داو جونز لدول أوربا الناشئة التي يتم تداولها في سوق اسطنبول⁽¹⁾.

● مؤشرات بورصة فاينانشيال تايمز الإسلامية العالمية:

صممت بورصة فاينانشيال تايمز البريطانية في 13 جويلية 2000 مؤشرها الإسلامي العالمي لتتبع أداء شركتها القائدة التي تتوافق أنشطتها مع مبادئ الشريعة الإسلامية في التداول في الأسواق المالية العالمية، ويتم حساب هذه المؤشرات على الأساس الإقليمي، وهي إضافة لمؤشرات فاينانشيال تايمز العالمية لكل الشركات الكبرى حيث توجد خمسة مؤشرات وهي: المؤشر الإسلامي لكل العالم والمؤشر الإسلامي لأمريكا، والمؤشر الإسلامي لأوربا، المؤشر الإسلامي لآسيا والباسيفيك والمؤشر الإسلامي لجنوب إفريقيا. وتغطي هذه المؤشرات الخمسة 29 دولة من أسواق المال العالمية، وتستعين بمجلس للإشراف التشريعي يضم أربعة من العلماء في الشريعة الإسلامية⁽²⁾.

II.5.2 المنتجات المالية المركبة:

هي من الأنواع المستحدثة لمنتجات الهندسة المالية الإسلامية وسيتم تناول هذه المنتجات من خلال التعريف ثم الأنواع.

II.5.2.1 تعريف العقود المالية المركبة:

العقد المالي المركب هو: "عقد يشتمل على عقدين أو أكثر على سبيل الجمع أو التقابل وتعامل جميع الحقوق والآثار المترتبة على تلك العقود كأنها عقد واحد"⁽³⁾ وعليه يتبين لنا أن المنتجات المركبة سميت مركبة لأنها تتكون من أكثر من عقد من العقود الإسلامية المعروفة مثل: المرابحة، المشاركة، المضاربة والسلم... الخ وعلى الرغم من أن هذه المنتجات هي عبارة عن جمع بين عقدين إسلاميين إلا انه يمكن أن نشير إلى الضوابط الشرعية التي توصل إنشاءها:

- ✓ أن لا يكون حيلة ربوية.
- ✓ أن لا يكون ذريعة إلى الربا.
- ✓ أن لا يكون بين عقود متناقضة أو متضادة أو متنافرة في الأحكام والموجبات.
- ✓ أن تحتفظ تلك العقود باستقلاليتها وان اجتمعت في اتفاقية واحدة، ولا بد أن تحتفظ باستقلالها العقدي ولا تمتزج بعضها البعض مزجا نهائيا، أي أن استخدام عقد معين مع عقد آخر يجب أن لا يؤثر على طبيعة أي منهما.

II.5.2.2 أنواع المنتجات المركبة:

(1) حنان إبراهيم النجار، مرجع سبق ذكره، ص.1383.

(2) المرجع نفسه، ص.1383.

(3) على الرواحنة وجومانة الشديقات، "أثر العقود المركبة- المضاربة والمرابحة- في التمويل المصرفي الإسلامي والمحافظة على رأس المال من التآكل"، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الأول صيغ مبتكرة للتمويل المصرفي الإسلامي، كلية الشريعة، جامعه آل البيت، يومي 05 و06 أبريل 2001، ص. 02.

تعتبر المنتجات المركبة مجالات رحيبة من فنون الهندسة المالية الإسلامية، تلائم المخاطر المرتبطة بالبيئة الاستثمارية المتغيرة باستمرار، ونذكر منها على سبيل المثال: (1)

⊖ **المرابحة من خلال المشاركة:**

بالرغم من أن المرابحة صورة من صور الدين الذي جاءت به الشريعة الإسلامية بالترغيب عنه إلا أن شيوعها اليوم، وإقبال المصارف الإسلامية عليها يستوجب محاولة إعادة صياغتها بصورة اقرب إلى نموذج الوساطة المالية المبنية على النيابة أو المشاركة وذلك كما يلي:

لنفترض أن هناك وكيلًا للسيارات يرغب في زيادة مبيعاته، ويعتقد أنه إذا مكن زبائنه من الشراء بالتقسيط فسوف يحقق هدفه ومن ثم يتحسن دخله، لكن هذا الوكيل لا يملك السيولة الكافية، كما أنه لا يملك الآلية الضرورية لمتابعة المدينين وتحصيل الأقساط، لكنه يملك الخبرة الكافية بالسوق والأسعار والبضائع، وهناك بنك يرغب في استثمار فائض السيولة لديه في مشروع منخفض المخاطرة ولا يستلزم خبرة متخصصة، ويرى أن البيع الأجل فرصة جيدة لهذا الغرض، يدخل البنك شريكا مع وكيل السيارات على النحو التالي:

- ✓ يخصص الوكيل مبلغا من المال، مثلا مليون دينار، للبيع بالتقسيط، ويخصص لمصرف مليونين لنفس الغرض، ويفتح بهما حساب مشترك لدى البنك، ويستخدم هذا الحساب لتمويل السيارات المباعة بالتقسيط.
- ✓ يتولى الوكيل إجراءات البيع ونقل الملكية وما يتعلق بها، والتأكد من جودة السيارة المباعة وخلوها من العيوب، بينما يتولى البنك متابعة الأقساط ومراقبة نشاط المدين لدى المصرف.
- ✓ الأرباح التي يجنيها هذا الحساب المشترك توزع بين الوكيل والبنك بالاتفاق.

⊖ نموذج الوكالة باجر:

يقوم هذا النموذج على إعادة هندسة علاقة المودعين مع البنك الإسلامي من علاقة المضاربة المشتركة التي تثير مشكلة تطبيقية وهي مسألة التداخل الزمني، وهي اختلاف مواعيد السحب والإيداع بين المودعين ومواعيد بدء وتصفية الاستثمارات التي استخدمت فيها أموال المودعين، وهو يحول دون تحديد الربح أو الخسارة الفعلية العائدة لأي وديعة بعينها، وهنا يكون البنك وكيلا عن المودعين في استثمار أموالهم لقاء أجر ثابت.

⊖ نموذج سندات الإجارة الموصوفة في الذمة:

سندات الإجارة هي نوع مبتكر من السندات الإسلامية وهي جمع بين السند كأداة مالية وعقد الإجارة وعقد السلم وآليتها أن تكون هناك خدمة موضوعة في الذمة مثل التعليم الجامعي مثلا، بحيث يكون الوصف تفضيلا ولا يدع مجالاً للخلاف كأن يكون تعليم طالب جامعي تتوفر فيه شروط معينة، ويحدد له مساق دراسي معلوم بزمته ومدته ووصفه بعد ذلك تقوم الجامعة وهي مقدمة خدمة التعليم الجامعي لإصدار سندات الخدمة موصوفة في الذمة تمثل تعليم طالب في الجامعة على أن تقدم هذه الخدمة الموصوفة في الذمة بعد عشر سنوات مثلا، ويمثل السند حصة ساعية واحدة، ولحامل هذا السند الحق في الحصول على الخدمة الموصوفة في الذمة مقابل ما يدفعه الآن من ثمن السند الذي يمثل ملكيته للمنفعة وهذا ما يحقق ميزة الكفاءة في تعبئة المدخرات وميزة التخصيص الكفاء للموارد، وتحقيق السيولة والربحية والضمان لكافة أطراف العلاقة بشكل كفؤ، وهو ما تهدف إليه الهندسة المالية الإسلامية.

(1) المرجع نفسه، ص.ص. 03-05.

3.II تقييم صناعة الهندسة المالية الإسلامية:

تعددت استخدامات الهندسة المالية الإسلامية وحقت مزايا مهمة لكل المتعاملين بمنتجاتها فقد كان لها الدور في العمل على تقليل المخاطر المتوقعة من الاستثمار، كما أن لها أثرها سواء على السوق المالي أو المصارف الإسلامية وكان العمل بها هو الحل الأمثل لتخطي اثر الأزمات المالية الراهنة وتفادي الأزمات في المستقبل.

1.3.II حقيقة الهندسة المالية الإسلامية:

نقصد من خلال حقيقة الهندسة المالية الإسلامية مزايا تطبيقها وكذلك التحديات التي تواجه تطوير هذه الصناعة.

1.1.3.II مزايا تطبيق الهندسة المالية الإسلامية:

إن تطبيق الهندسة المالية الإسلامية سيوفر للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية عدة مزايا أهمها: (1)

● توفير البدائل للمنتجات المالية التقليدية:

فالهندسة المالية الإسلامية هي وسيلة للإبداع والتطوير وإيجاد المنتجات الإسلامية البديلة للمنتجات التقليدية، وهذا يتطلب توافر القدرة على إيجاد المنتجات المالية البديلة لتلك التقليدية في بيئة تفتقر إلى محفزات الإبداع، بالإضافة إلى ندرة المبدعين والحاجة إلى ثقافة المؤسسات المالية الإسلامية وتفهمها للإبداع ومدى اهتمامها بعمليات البحوث والتطوير ومدى إلمام المبدعين المختصين بالمفاهيم الشرعية التي من شأنها تعزيز الإبداع الأصيل وغيرها، فهي إذن بيئة متكاملة يجب النظر إليها من خلال كل مكوناتها دون إغفال أهمية كل منها، ويكفي أن نشير أن التقارير السنوية لأكثر 12 مؤسسة مالية إسلامية في منطقة الخليج العربي لم تحمل أي إشارة تقييد انه هناك مخصصات تنفقها تلك المؤسسات على البحوث والتطوير في الوقت الذي أنفقت فيه 09 بنوك أوروبية ما يزيد عن مليار دولار على عمليات البحث والتطوير وبالتالي فإن الهندسة المالية الإسلامية يمكن أن توفر عدة مزايا وفوائد للمؤسسات المالية الإسلامية التي تقوم بالإبداع والتطوير لتوفير بدائل للمنتجات المالية التقليدية.

● تجنب التقليد لمنتجات البنوك التقليدية:

فالتقليد هو البديل الوحيد للإبداع في غياب الهندسة المالية الإسلامية وعجز المؤسسات المالية عن ابتكار وتطوير منتجات مالية إسلامية تنافس نظيرتها التقليدية، ولكن في المقابل يجب عدم تحميل المؤسسات المالية الإسلامية ما لا تتحمل، فهي تعمل وفق الشريعة ولكن ضمن نظام اقتصادي تقليدي وهو أمر يفرض عددا من التحديات أمام استخدام بعض المنتجات المالية الإسلامية الأصلية، ويجبر تلك المؤسسات على استخدام بعض المنتجات التقليدية بعد تأطيرها بإطار شرعي، كما أن مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية التي من المفترض أن تتحمل جزءا من أعباء البحوث والتطوير لم تقم بواجبها حتى الآن على أتم وجه.

2.1.3.II تحديات تطوير الصناعة المالية الإسلامية:

رغم تطور التمويل الإسلامي في كثير من النواحي، إلا أن هناك مناطق عدة تفرض تحديات لتطوير الصناعة المالية الإسلامية سواء في البلدان المسلمة أو على النطاق العالمي ومن بين هذه التحديات ما يلي: (2)

(1) عثمان ظهير، "نتائج الهندسة المالية ترتبط بتفهم المصارف الإسلامية للإبداع والبحث والتطوير"، مقالة منشورة على الموقع: <http://www.isegs.com/forum/showthread.php> تاريخ الاطلاع: 2012/03/07.

(2) عدة مراجع أهمها:

- قندوز عبد الكريم ومداني أحمد، "الأزمة المالية واستراتيجيات تطوير المنتجات المالية الإسلامية"، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية: النموذج المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي خميس مليانة عين الدفلة، يومي 05 و06 ماي 2009، ص. 17-18.
- رزان عدنان، "سعة تحديات التمويل الإسلامي"، مجلة القيس الاقتصادي، العدد 12664، 30 أوت 2008، ص. 28.

⊖ التوافق الشرعي:

لا يتوافر بعد مناخ تشريعي ينظم عمل هذه الإصدارات وتوحيدها وخاصة الاختلافات الشرعية التي تظهر بين وقت وآخر حول شرعية بعض الصكوك، والتوافق الشرعي هو الذي يقترح خلاله الكثيرون إيجاد معيار موحد للقرارات الشرعية عبر تأسيس مجلس استشاري شرعي مركزي للصناعة، لكن علماء الشريعة يقولون أن المعيار الموحد قد يخلق الكثير من الصلابة ويكتم مبادرات نمو وتطوير المنتجات.

⊖ تطوير المنتج والابتكار:

وفي هذا النطاق، توفر الأسواق المالية الناجحة للاعبين في السوق ضمن عوامل أخرى سلسلة واسعة من المنتجات للاستثمار فيها الأمر الذي يوفر مرونة ملائمة للمستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية، والأمر ذاته ينطبق على الأسواق المالية الإسلامية لتصبح ناجحة، إذ يجب أن توفر هي الأخرى لاعبي سوق مع سلسلة من المنتجات التي قد تلبي احتياجات المستثمرين وهذا تحد آخر يواجه الصناعة، لأن عملية تطوير المنتج في التمويل الإسلامي يجب أن تمر خلال عملية مشددة جدا من المراجعة الشرعية وتأييد علماء الشريعة.

⊖ نظام سوق فعال:

إذ أن البنوك الإسلامية تعمل بالطريقة ذاتها التي تعمل بها البنوك التقليدية وبالتالي تعتمد هي الأخرى على السيولة، والتزامات الاستحقاق ذات الأجل القصير لتمويل نمو الأصول وهذا ما يجبر البنوك الإسلامية على أن يكون لديها أصول سائلة كبيرة واحتياطات متزايدة وهذا بدوره يعيق الوساطة المالية وتعميق السوق.

⊖ المصداقية والثقة:

وهذان التحديان في التمويل الإسلامي يبرزان ضمن جملة من القضايا الواقعية المندمجة بمجموعة معتقدات مسيئة لفهم الإسلام، فهناك من يرون في صناعة التمويل الإسلامي قناة لتمويل الإرهاب وموطنا لغسل الأموال وهو أمر عار عن الصحة. إضافة إلى المشاكل المحيطة بعدم وجود شفافية، والصعود في قياس القضايا، ومهارات الإدارة الضعيفة التي تعتبر من ضمن القضايا التي سيسعى التمويل الإسلامي لمعالجتها وذلك لتعزيز مصداقيته، فنقص الشفافية في بعض الإصدارات هو ما دعا العديد من مؤسسات الإصدار إلى الحصول على تقييم ائتماني من مؤسسات التقييم العالمية وذلك لتقليل المخاطر والمخاوف للاكتتاب في بعض الإصدارات.

ولعل تأسيس مؤسسات بنية تحتية في التمويل الإسلامي مثل مجلس الخدمات المالية الإسلامية هو خطوة في الاتجاه الصحيح للإشارة إلى أن صناعة الصيرفة الإسلامية لا تخلو من معايير حوكمة الشركات ذات المصداقية.

⊖ المنافسة وكفاءة التكلفة:

يمثل هذان العاملان تحديا مهما للمؤسسات المالية الإسلامية من حيث الخبرة الكبيرة والشبكات الأوسع والحجم الاقتصادي في السوق العالمي للمؤسسات المالية التقليدية، وهي مميزات تنافسية مهمة تتفوق بها التقليدية على الإسلامية، إضافة إلى هذا لا تعاني المؤسسات التقليدية التي لديها نوافذ إسلامية والمؤسسات المالية على حد سواء من مشكلة أخرى، هي تكلفة عمليات التشغيل العالية للمعاملات المالية الإسلامية.

⊖ الموارد البشرية:

هي واحدة من أكثر المشاكل الإدارية لمنتجات التمويل الإسلامي بسبب فقدان الخبرات المدربة والمؤهلة من حيث المعرفة بالصيرفة، والصيرفة الإسلامية والتوافق مع الشريعة. حيث أعاقت هذه المسألة الجهود الحثيثة الرامية لتطوير هذه المنتجات، ونتج عنها في مرات عدة خسائر تشغيلية.

⊖ التسويق:

يعتبر تسويق المنتجات المصرفية الإسلامية تحدياً آخر، خاصة بالنسبة لنمو قاعدة عملاء المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية ومن غير المستغرب إيجاد إقبال المسلمين على المنتجات المالية الإسلامية في البلدان ذات الأغلبية المسلمة ضئيلاً، سبب عدم فهم الصناعة والافتقار لمعرفة المنتجات ومن دون تثقيف وتعليم العملاء بمبادئ وآليات عمل التمويل الإسلامي، سيبقى العملاء بعيدون عن تناول منتجات الصناعة.

⊖ عدم وجود سوق ثانوية:

يجعل تداول الصكوك بين مجموعة محدودة من المؤسسات المالية وبعض الشركات والأفراد، وهناك مجموعة من الأسباب أدت إلى عدم وجود سوق ثانوية لهذه الصكوك منها: قلة عدد الصكوك المطروحة، وكذلك رغبة حائزي الصكوك في الاحتفاظ بها باعتبارها تدر عائداً مضموناً وعدم وجود بديل لها في السوق.

⊖ افتقار الصكوك الإسلامية لمؤسسات البنية التحتية المساندة:

مثل أنظمة التداول والتسوية ومؤسسات تقييم الإصدارات ومراقبة أدائها.

II.3.2 الهندسة المالية الإسلامية لإدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية:

إن استخدامات الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر والتحوط منها لا يمكن حصرها بسبب تشعبها ثم لأنها لا تتقيد بقيود إلا تلك التي تمت الإشارة إليها عند التطرق لأسس الهندسة المالية الإسلامية. ولكن عموماً يمكن تقسيم استخدامات الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر إلى قسمين: الأول منها يستخدم عقوداً تقليدية إسلامية، أي عقود مسماة في الفقه الإسلامي والثاني يستخدم العقود المستحدثة مثل المشتقات والتوريق.

II.3.2.1 إدارة المخاطر والتحوط منها باستخدام عقود مسماة في الفقه الإسلامي:

نذكر منها على سبيل المثال البيع الحال، بيع السلم والبيع مع استثناء المنفعة:

⊖ البيع الحال:

وذلك بشراء جميع الاحتياطات المستقبلية حالاً ودفع قيمتها نقداً واستلامها وتخزينها، إذ أن هذه الطريقة لا تكون ممكنة أو تكون ممكنة بتكلفة مرتفعة وذلك لأنه: (1)

✓ قد لا تتوفر جميع الاحتياطات حالاً وخاصة المنتجات الموسمية.

✓ قد لا تتوفر السيولة لشراء الاحتياطات حالاً.

✓ هناك تكاليف إضافية يتحملها المشتري مثل تكلفة التخزين للسلع وتكلفة الفرصة البديلة لثمن السلعة المخزنة التي سوف لن يحتاجها في المستقبل.

⊖ بيع السلم:

وهنا يتم شراء الاحتياطات المستقبلية ولكن بثمن الحال، وبالتالي يحقق بيع السلم التحوط المطلوب بتثبيت ثمن الشراء المستقبلي، ولكن فقط لمن يستطيع أن يقوم بسد حاجة البائع للتمويل. (2)

وللمزيد من الإيضاح يمكن إبراز الخطوات العملية لبيع السلم كما يلي (3)

(1) عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، "نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية"، مجلة الاقتصاد الإسلامي، المجلد 11، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 1999، ص. 67.

(2) المرجع نفسه، ص. 68.

(3) رحيم حسين وسلطاني محمد رشدي، "نماذج من التمويل الإسلامي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: المضاربة، السلم والاستصناع"، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة

← عقد بيع السلم:

بدفع الثمن في مجلس العقد ليستفيد به المسلم إليه ويغطي به حاجاته المالية المختلفة، بشرط أن يلتزم بالوفاء بالمبيع في الأجل المحدد.

← تسليم سلعة في الأجل المحدد:

يتسلم المسلم لسلعة في الأجل المحدد، ويتولى تصريفها بمعرفته ببيعه حال أو مؤجل، ويوكل المسلم البائع ببيع السلعة نيابة عنه نظير أجر متفق عليه (أو بدون أجر) ويقوم البائع بتسليم السلعة إلى طرف ثالث (المشتري) بمقتضى وعد مسبق منه بشرائها عند وجود طلب مؤكد بالشراء.

← عقد البيع:

يقوم فيها المسلم بالموافقة على بيع السلعة حالة وبالأجل، وبثمن أعلى من ثمن شرائها سلماً، ثم يوافق المشتري (الطرف الثالث) على الشراء ويدفع الثمن حسب الاتفاق.

⊖ البيع مع استثناء المنفعة:

وهي من أبسط أدوات الحماية من المخاطر فإذا أراد المستثمر الحصول على عائد من عقار مثلاً وأراد تحييد المخاطر السوقية أو الطبيعية فيمكنه بيع عقار بثمن مؤجل مع استثناء منافع العقار مدة العقد سواء كانت المنافع تتعلق بوحدات سكنية أو تجارية، واستثناء هذه المنافع يعني أن المستثمر لا يزال له إمكانية تأجير هذه الوحدات والحصول على الأجرة دون التعرض لمخاطر أصل العقار.⁽¹⁾

II.2.3.2 استخدام الهندسة المالية الإسلامية في التحوط وإدارة المخاطر:

على سبيل المثال لا الحصر سيتم التطرق لبيع دين السلم، التورق، إدارة مخاطر عدم السداد أو المماثلة في الدفع في عقود المرابحة للأمر بالشراء وعقود خيار الشراء.

⊖ بيع دين السلم (أو التوريق الإسلامي):

يعتبر بيع دين السلم قبل قبضه من القضايا التي تثير خلافات فقهية، فقد أجازها الإمام مالك رحمه الله إذا كان من غير الطعام، ومنعه سائر الأئمة، قد يتبنى البعض رأي الإمام مالك وي طرح فكرة تسهيل (توريق) الديون السلعية على هذا الأساس. بل ومن الممكن تسهيل الديون السلعية بصورة يوافق عليها جميع الأئمة (فالهندسة المالية الإسلامية تهدف إلى الابتعاد عن الاختلاف الفقهي) دون فارق كبير بالنسبة للمنتج. فيمكن للدائن (حامل سند الدين) أن يبيع سلماً مواز للأول، بنفس المواصفات والشروط ويمكن أن يضاف إلى ذلك اعتبار الدين رهناً للسلم الموازي فإذا صح اعتبار السلم الأول رهناً للسلم الثاني صار الدينان متقاربين في درجة المخاطرة ومتماثلين في الخصائص الأخرى.⁽²⁾

⊖ التوريق وإدارة المخاطر:

التورق هو صيغة للحصول على السيولة، وهو أن يشتري شخص السلعة إلى أجل ليبيعهها ويأخذ ثمنها لينتفع به، ويتوسع فيه، كأن يحتاج إلى نقود، فيذهب إلى التاجر ويشتري منه ما يساوي مئة بمائة وخمسين على أجل، ليسد به حاجته، وهو يبيع جائز لا مانع منه لأن البائع الذي كان مشترياً باع السلعة إلى شخص آخر غير البائع الأول، وهو مثال غير كفؤ للهندسة المالية، إذ يتحمل المشتري تكاليف القبض والحياسة ثم خسارة البيع الفوري، وهي جميعاً تكاليف إضافية لا تفيد المتورق بشيء. لكن يوجد في الفقه الإسلامي ما يغني عن هذه الصيغة، بصورة أكثر كفاءة وأكثر مشروعية، وذلك من خلال عقد السلم، حيث يقبض المحتاج للسيولة النقد مقدماً مقابل سلعة في الذمة مؤجلة وإذا كان الدائن تاجراً كان السلم محققاً لمصلحة الطرفين: البائع (الراغب في السيولة) ينتفع من خلال الحصول على النقد دون إجراءات إضافية،

الجزائر والدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، يومي 21 و22 نوفمبر 2006، ص.ص. 13، 14.

(1) عبد الكريم أحمد قندوز، "الهندسة المالية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سبق ذكره، ص. 207.

(2) سامي السويلم، مرجع سبق ذكره، ص. 22.

والمشتري (التاجر) ينتفع من خلال ضمان حصوله على سلعة تدخل في نطاق تجارته، بذلك يمكن للتاجر توظيف فائض السيولة لديه في مجال الائتمان، وإذا كان المشتري ممولا فيمكنه استخدام السلعة في البيع الآجل، وبذلك تكتمل الدورة التجارية الممول، فيشتري السلعة سلما، ثم بعد قبضها يبيعها بالآجل، وهذا سيعطي الممول فرصة أفضل لتنويع محفظته الاستثمارية، فبدلا من أن تكون جميعها ديونا نقدية، يكون بعضها نقديا وبعضها سلعيًا، والتنويع كما هو معلوم من أفضل الطرق لتحييد المخاطرة، فإذا ارتفعت أسعار السلعة محل المتاجرة كان ذلك خسارة في ديون النقد، ولكنه يمثل ربحا في ديون السلم، والعكس بالعكس، فالمحصلة هي تخفيض المخاطرة بدرجة عالية، وبناء على توقعات السوق يمكن للممول أن يوزع محفظته بين السلم والبيع الآجل بما يحقق أفضل عائد بأقل مخاطرة (1).

◉ إدارة مخاطر عدم السداد أو المماثلة في الدفع في عقود المرابحة للأمر بالشراء:

هناك عدة حلول: (2)

✓ عند عجز المدين (المشتري) عن الدفع، وعلم المصرف بهذا يمكنه أن يدخل مع هذا المدين في شركة بقيمة الدين.

✓ اللجوء إلى إعادة الاتفاق على نسبة الربح بحيث تزيد هذه النسبة لصالح المصرف تبعا للزمن الذي يتأجل إليه الدفع.

◉ عقود خيار الشراء:

تتلقى طلبات شراء عقود آجلة ومستقبلية وعقود خيار شراء أسهم بتواريخ معينة وأسعار محددة، فتحصل على عمولات من طالبي الشراء أو الراغبين في شراء عقود خيار شراء الأسهم ويكون الأمر كالتالي: (3)

← بالنسبة لطالب الشراء:

فانه يحجز عددا من الأسهم لدى المؤسسة خلال فترة معينة بحيث يتمكن من شراء هذه الأسهم في الوقت الذي يختاره من هذه الفترة بالسعر المتفق عليه مهما بلغ السعر وقت التنفيذ، ويكون طالب الشراء أمام خيار، فإذا ارتفع سعر الأسهم فمن مصلحته أن يقوم بالشراء، لأنه سيدفع السعر المتفق عليه منذ البداية والذي هو أقل من السعر الحالي، أما إذا انخفض سعر الأسهم فليس من مصلحة طالب الشراء تنفيذ طلبه، وفي هذه الحالة تنحصر خسارته في العمولة فقط، أما بالنسبة للمؤسسة فإنها سوف تلتزم بالبيع في حالة ارتفاع سعر الأسهم مهما بلغ الارتفاع، أو أنها ستلتزم العميل الذي كان قد التزم بنفسه بالشراء، وفي هذه الحالة فان هذا العميل ستلحق به الخسارة لأنه سوف يبيع بأقل من السعر الحقيقي ولكنه لا ينبغي أن ننسى أن هذا العميل كان قد اشترى هذه الأسهم بسعر أقل من السعر الحالي غالبا، وبالتالي ليس هناك خسارة، أما إذا كانت المؤسسة هي التي التزمت بالبيع فإنها ستقوم بتعويض الخسارة من العمولات التي تتقاضاها عن خيارات الشراء والدفع وغيرها.

ويمكن أن يأخذ هذا البيع صفة بيع العربون على النحو الذي تناولناه عند تطرقنا للمشتقات المالية الإسلامية، فإذا رأى المستثمر أن من مصلحته أن يشتري الأسهم في وقت محدد أمضى العقد بالشراء وإذا رأى العكس تنازل عما دفعه ثمنا لعقد الخيار.

← أما في حالة خيار البيع (الدفع):

(1) بن علي بلعوز وعبد الكريم قندوز، " استخدام الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر بالمصارف الإسلامية"، مداخلة مقدمة في المؤتمر العلمي الدولي السنوي السابع حول إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزيتونة، الأردن، 16-18 أبريل 2007، ص.ص. 15، 16.

(2) المرجع نفسه، ص.ص. 16، 17.

(3) كمال توفيق حطاب، مرجع سبق ذكره، من الموقع: <http://kamalhatab.info/bgog/wp-content/.../sook.pdf>

فيكون لمالك الأسهم الحق بالبيع إن شاء مقابل عمولة يدفعها للمؤسسة الملزمة بالشراء إذا رغب البائع خلال الفترة المتفق عليها مهما بلغ سعر الأسهم، وتكون المؤسسة ملتزمة بالشراء بنفسها بإيجاد مشتريين مقابل أجر أو عمولة فهي تتلقى طلبات الشراء وتقوم بمقابلتها بطلبات البيع، فإذا تقابلت في الأنواع والأسعار فلا مشكلة وإذا لم تتقابل فلا بد أن تقوم المؤسسة بنفسها بالشراء أو البيع وهي إما أن تكسب أو تخسر.

II.3.3 صناعة الهندسة المالية الإسلامية لتطوير سوق مالية إسلامية:

قبل التطرق لدور صناعة الهندسة المالية الإسلامية في تطوير السوق المالية الإسلامية وجب إلقاء الضوء حول بعض المفاهيم المتعلقة بالسوق المالية الإسلامية.

II.3.3.1 لمحة عن السوق المالية الإسلامية:

سيتم تناول السوق المالية الإسلامية بصورة مختصرة من خلال التعريف، الخصائص، المبادئ، الأهمية والوظائف.

⊖ تعريف السوق المالية الإسلامية:

يأتي تعريف السوق المالية الإسلامية من تعريفه الاصطلاحي الوضعي ولكن في إطار شرعي إسلامي: "ذلك الإطار أو المجال الشرعي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية المتوافقة والشريعة الإسلامية من طرف أصحاب العجز ثم اقتنائها وتداولها عبر قنوات إيصال فعالة بين أصحاب الفائض بصورة منظمة ومراقبة من طرف الهيئة الشرعية للسوق وذلك من أجل تثمير الأموال في إطار شرعي".⁽¹⁾ وهناك من عرف السوق المالية الإسلامية بأنها: "سوق منظمة، تتعقد في أوقات دورية للتعامل الشرعي بيعة وشراء بمختلف الأوراق المالية".⁽²⁾

وعليه فإن السوق المالية الإسلامية تقوم على الالتزام الشرعي في كل عناصر السوق من بضاعة وحقوق للمتعاملين وأساليب إجراء الصفقات والمعاملات دون التقيد بوجود مكان معين.

⊖ خصائص السوق المالية الإسلامية:

يمكن تحديد الخصائص المميزة للسوق الإسلامية في النقاط التالية:⁽³⁾

- ✓ هي سوق تفل فيها المضاربة على أسعار الأوراق المالية بدرجة كبيرة جراء حضر الشريعة لكثير من المعاملات التي تعتبر محلا لعملية المضاربة.
- ✓ إنها سوق تعني بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ لما في الأول من متابعة لضوابط الإصدار ولما في الثاني من ضوابط التداول.
- ✓ إنها سوق تشكل أدوات الملكية السمة البارزة له.
- ✓ إنها سوق لا تتحكم بها الاحتكارات والرشاوي ولا المعلومات المضللة والهامشية في تحديد أسعار الأوراق فيها.
- ✓ تعتبر متنفس إسلامي لأصحاب الفائض من الأموال من أفراد ومؤسسات لما تحقق لهم من معنى لتثمير أموالهم بطريقة شرعية.

⊖ مبادئ السوق المالية الإسلامية:

تقوم السوق المالية الإسلامية على مجموعة من المبادئ يمكن إجمالها فيما يلي:⁽¹⁾

(1) بن الضيف محمد عدنان، مرجع سبق ذكره، ص. 76.

(2) شوكمال عبد الكريم وبراهيمي سمير، "انهيارات الأسواق المالية وحلول اقتصاد المشاركة"، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع ... ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، يومي 23، 24 فيفري 2011، ص. 13.

(3) بن الضيف محمد عدنان، مرجع سبق ذكره، ص. 77.

← الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية:

بشكل عام تدخل الإسلام بهيكل السوق حيث حرم كل عقد يؤدي إلى الربا والظلم والغرر والغبن والتدليس، وفلسفة الإسلام في ذلك أنها شروط أساسية للمنافسة الكفوءة الشريفة، وبطبيعة الحال ينطبق هذا المبدأ على السوق المالية الإسلامية، أي السوق المنضبطة بالضوابط الشرعية ولم يتدخل الإسلام بألية السوق (العرض والطلب) لأنها من الحريات الطبيعية التي أقرتها الشريعة الإسلامية كشرط مكمل وكافي لأداء السوق بكفاءة.

← الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي:

في الأسواق المعاصرة تكثر المضاربات غير الأخلاقية من بعض المتعاملين بالسوق المالي، فيقومون بشراء الأوراق المالية وبيعها، ليس بغرض الاستثمار أو تحقيق الربح، ولكن بغرض التأثير على الأسعار لصالحهم، وهذا ما يؤدي إلى ظهور ميول احتكارية في هذه الأسواق، ولكن في السوق الإسلامية لا توجد مثل هذه المضاربات، لان الناظر في العقود الإسلامية يرى أنها عقود تهدف إلى الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي، مثل المشاركات والبيوع والإيجارات وغيرها من العقود بالإضافة إلى ذلك فان الإسلام يحرم الاحتكار.

← المساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية:

من شروط تحقيق قيمة مضافة في الاقتصاد، أن تكون الاستثمارات فيه حقيقية، وهذا ما تتميز به الأسواق المالية الإسلامية، وهذا مبدأ مهم من مبادئ الاقتصاد الإسلامي، حيث انه لا يوجد تناقض بين الأهداف الكلية للمجتمع في التنمية الاقتصادية وآلية تعامل الأفراد في السوق الإسلامية.

⊙ أهمية السوق المالية الإسلامية:

ترجع أهمية السوق المالية الإسلامية إلى أنها تمثل فرصة هامة جدا لكل مستثمر مسلم، حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته، وذلك من خلال تنويع محفظته المالية واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحا ومشروعية، كما تمثل السوق المالية الإسلامية محطة هامة لإعادة تنقية وضع الأموال الحلال وتمويل المشروعات والبناء والناجحة مما يؤدي إلى أن السوق المالي الإسلامي بما يمكن أن يتضمنه من أدوات إسلامية متقدمة مثل عقود الخيارات والمستقبليات والعقود الأجلة بعد تطويرها بما يتفق والشريعة الإسلامية سوف يسهم في تطوير نوعية العمل المصرفي الإسلامي مما يؤدي إلى زيادة الكفاءة والعدالة وبالتالي زيادة معدلات النمو والرفاهية، إذ على المؤسسات المالية الإسلامية أن تضع في اعتبارها التطورات التي حدثت في الأسواق المالية الإسلامية الدولية، ففي جميع أنحاء العالم يهجر آلاف المدخرين حسابات المصارف التقليدية والسندات الحكومية ذات العائد المنخفض متجهين إلى أسواق الأسهم التي تشهد معدلات مرتفعة من النمو وبالتالي فهذا التحدي الذي تمثله تلك التطورات للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية يقتضي منها إيجاد سوق مالية إسلامية توفر لها كل متطلبات الاستثمار الشرعي.(2)

⊙ وظائف السوق المالية الإسلامية:

تقوم السوق المالية الإسلامية بعدة وظائف نذكر منها: (3)

- ✓ تقوم هذه السوق بإصدار عقود الخيارات وتنظيمها على شكل عقود نمطية كأن يمثل كل عقد مائة سهم مثلا بسعر محدد يسلم خلال فترة محددة (90 يوم مثلا).
- ✓ تقوم بدور بيوت التسوية أو المقاصة في بورصات العقود المعاصرة.
- ✓ تقوم بإصدار عقود أجلة نمطية تمثل عددا من السلع الهامة والأساسية.

(1) أحمد محمود النصار، "الأسواق المالية الإسلامية: مبادئها وأدواتها"، مقالة منشورة على الموقع: <http://www.kanatakji.com/figh/files/markets/135.doc>

(2) عبد الكريم أحمد قندوز، "الهندسة المالية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سبق ذكره، ص. 224.

(3) كمال توفيق حطاب، مرجع سبق ذكره، من الموقع: <http://kamalhatab.info/bgog/wp-content/.../sook.pdf>

- ✓ تقوم بإصدار عقود مستقبلية صناعية تمثل أغلب السلع التي يتم الاتفاق عليها في الاقتصاديات المعاصرة.
- ✓ تقوم بتلقي طلبات الشراء وبيع عقود الخيارات والعقود الآجلة بأنواعها المختلفة، كما تقوم بمقابلة هذه الطلبات مع بعضها، أو تقوم بنفسها بتنفيذ الشراء أو البيع.
- ✓ تقوم بتقديم استشارات فنية للمستثمرين.
- ✓ تمثل ملتقى للبائعين والمشتريين للعقود المؤجلة والمستقبلات والخيارات بحيث يسهل الاتصال والتفاوض بما يؤدي إلى تحديد أسعار أكثر عدالة.

II.3.2.3 أثر الهندسة المالية الإسلامية على السوق المالية الإسلامية:

للهندسة المالية الإسلامية دور في إقامة سوق مالية إسلامية هذا من جهة، ومن جهة أخرى تعمل على تنشيطها من خلال التأثير على جانب المستثمرين والمصدرين وتؤثر على كفاءة هذه السوق، كذلك للهندسة المالية الإسلامية محددات في تطوير أدوات السوق المالية الإسلامية.

• دور الهندسة المالية الإسلامية في إقامة سوق مالية إسلامية:

- لقد تبين انه لن توجد أسواق مالية إسلامية ما لم توجد أوراق مالية إسلامية ولن توجد هذه الأوراق ما لم توجد مؤسسات مالية إسلامية تصدرها، وبنك مركزي إسلامي يمنح ترخيصا بإصدارها ومن هنا يمكننا تبيان مكانة الهندسة المالية الإسلامية في إقامة سوق مالية إسلامية وذلك من خلال الجوانب التالية: (1)
- ✓ تحتاج السوق المالية الإسلامية إلى تنوع الأوراق المالية المتداولة بها وتعددها ودور الهندسة المالية الإسلامية هنا هو ابتكار الأدوات التي تسهل التعاملات من جهة كما تطور وتبتكر أوراقا مالية تتوافق مع الشريعة وتحقق الكفاءة الاقتصادية من جهة أخرى.
- ✓ يتطلب السوق المالي الإسلامي وجود مؤسسات مالية متطورة، ودور الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي سيكون إبداع وابتكار الطرق والعملات التمويلية التي تضمن لهذه المؤسسات المالية القدرة التنافسية من جهة، ومن جهة أخرى ضمان تدخل فعال لهذه المؤسسات سواء من خلال التحوط أو إدارة المخاطر.
- ✓ تطوير مؤشر إسلامي.

• دور الهندسة المالية الإسلامية في تنشيط السوق المالية الإسلامية:

لتنشيط سوق الأوراق المالية أهمية بالغة نظرا لانعكاسه على الاقتصاد الحقيقي ولذلك فان الصناعة المالية الإسلامية لم تعمل هذا الدور وحاولت من خلال أدواتها الإسلامية إعطاء دفع آخر لوتيرة هذه السوق.

1. التأثير على جانب المستثمرين:

يحث النظام الاقتصادي في الإسلام على تعبئة المدخرات ويعتبره من الأهداف الأساسية له ذلك أن الإسلام يدين الاكتمال، لكن الاستثمار قد لا يكون متاحا للأفراد إما لضالة حجم الأموال أو رغبتهم في الحصول على عائد جيد وتقليل هامش المخاطرة عن طريق التنوع. (2)

فعند الحديث عن الدخل في النظام الإسلامي فان مالك الورقة المالية يتأثر بنتيجة أعمال الشركة ويشارك في تحمل المخاطر فله الغنم الذي يحققه المشروع وعليه الغرم الذي يتعرض له فيشارك في أرباح المحققة ويتحمل الخسارة التي يتعرض لها وهذا ما يلبي رغبة المستثمر الذي يفضل الدخل المتغير، أما الأفراد الذين يميلون إلى كسب دخل منتظم وأكثر ضمان فالصناعة المالية الإسلامية تلبى تفضيلاتهم بصكوك إجارة الأعيان ذات الإيراد الثابت المحدد مسبقا، فهي تعتبر من نوع الاستثمارات الأيرادية التي لا تتعرض لكثير من التغيرات في قيمتها السوقية، كما لا تتعرض للمخاطر الرأسمالية التي تتعرض لها الأسهم. (3)

(1) عبد الكريم قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإعدادها بالأدوات المالية الشرعية"، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 18، 19.

(2) زاهرة على محمد بن عامر، "التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"، رسالة ماجستير، تخصص اقتصاد ومصارف إسلامية، كلية الشريعة الإسلامية، جامعة البرموك، 2008، ص. 126.

(3) منذر قحف، "سندات الاستثمار المتوسطة والطويلة الأجل"، الندوة الفقهية الخامسة لبيت التمويل الكويتي، الكويت، 02-04 نوفمبر 1998، ص. 13.

أما من حيث التنوع من أجل تقليل المخاطر فالصناعة المالية الإسلامية تتميز بتنوعها كما تتميز الصكوك بكونها قابلة للتداول دولياً أي تعطي لحاملها ميزة التنوع الدولي حيث يتم إصدار هذه الصكوك دولياً بالاستناد إلى أصول ذات استحقاق متوسط الأجل على الصعيد الدولي بواسطة كيانات ذات سيادة ويتميز الصك بالتسيير التنافسي باعتبار ذلك هيكلاً لتحقيق إدارة المخاطر.⁽¹⁾

2. التأثير على جانب المصدرين:

تتوفر منتجات الصناعة المالية الإسلامية على العديد من الخصائص والمميزات التي تجعلها الأدوات الأكثر ملائمة لتعبئة المدخرات ومطابقة لمتطلبات مصدريها سواء كان المصدر جهة خاصة كالشركات أو جهة رسمية كالحكومات.

الشركات:

تتميز الصكوك الإسلامية بتنوعها الأمر الذي يجعلها تلائم قطاعات اقتصادية واسعة، فصكوك المرابحة هي الأكثر ملائمة للأعمال التجارية.⁽²⁾

الحكومة:

يمكن أن يصبح قطاع المؤسسات المالية الإسلامية رافداً من الروافد المهمة التي يمكن أن تساهم في توفير السيولة التي تحتاجها الدولة لمواجهة الأعباء المالية المختلفة وهنا يأتي دور الصكوك الإسلامية بإحدى أكثر الأدوات المالية فاعلية وكفاءة وتمثل اتجاهاً حديثاً في هذا الصدد نظراً لما تتميز به عن الأوراق المالية التقليدية (السندات) ذات الفائدة الثابتة، والتي تبرز أثارها في تزايد العبء على الموازنة العامة نظراً لارتفاع تكلفة الفوائد الثابتة، وبخاصة على تلك الأنشطة الحكومية التي لا يكون لها عائد أو يقل عن الفائدة المقررة، فجاءت صكوك المشاركة الحكومة كصورة بديلة للسندات طويلة الأجل.⁽³⁾

تأثير الهندسة المالية الإسلامية على كفاءة سوق الأوراق المالية:

حل كفاءة السوق المالية تقدمه الصناعة المالية الإسلامية عن طريق أدواتها التي تستبعد الاتجاهات الاحتكارية والمضاربات والممارسات غير المشروعة، وبعض المسلمين المعاصرين يفرقون بين الأرباح الناتجة عن التوقعات الرشيدة في السوق المالية والأرباح الناتجة عن المضاربات، ويرون أن الأولى لا غبار عليها، بل هي مطلوبة لتنشيط الطلب في السوق أما الثانية فهي ضارة. وبالتالي لا نبالغ لو قلنا أن ما تقدمه الصناعة المالية الإسلامية لكفاءة السوق المالية لم تقدمه أي من اللوائح والنظم والأولويات واضحة جداً وكفاءة السوق مضافة، ليس هذا فحسب بل إن الشريعة الإسلامية تحسم موضوع الكفاءة بطريقة لم يتوصل لها منظرو الأسواق المالية الرأسمالية فعلى سبيل المثال فإن موضوع الانجاز الداخلي دائماً يشمل على الموازنة بين كفاءة التسعير والمعلومات من جهة وبين الحصول على المعلومات من جهة أخرى، حيث أن الانجاز الداخلي يعزز الكفاءة لكن في نفس الوقت لا يتفق وأخلاقيات العمل في الأسواق الأمر الذي ينتج عنه هذا الانجاز ممنوع في بعض الأسواق ومسموح في أخرى أما في سوق الأسهم الإسلامية فإن الاختيار بين حق الحصول على المعلومات والذي هو مبدأ من مبادئ الشريعة وبين الكفاءة خاضع للمصالح المرسله وبالتالي فإن الانجاز الداخلي ليس له مكان في السوق الإسلامي.

كما يقف الإسلام مع المضاربة إيماناً منه بما تقدمه من كفاءة لعمل السوق ولكن مع المضاربة القائمة على الاجتهاد والتحليل من خلال المستثمرين الذي يعملون بجد ويعالجون ويحللون كل المعلومات المتعلقة بالورقة المالية وعلى كل المستويات الأمر الذي يجعل من رؤوس الأموال تتدفق إلى الاستثمارات المنتجة.⁽⁴⁾

(1) محمد القرشي، مرجع سبق ذكره، ص. 47.

(2) زاهرة على محمد بن عامر، مرجع سبق ذكره، ص. 133-134.

(3) عبد المالك منصور، "العمل بالصكوك الإسلامية"، مقالة منشورة على الموقع:

http://www.kanatakji.com/figh/sukuk.html ، تاريخ الإطلاع: 2012/03/15.

(4) خالد محمود الزهار ورامي صالح عبدة، "نحو الأسواق المالية الإسلامية"، المؤتمر العلمي الأول حول الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، فلسطين، 09/08/2005، ص. 10.

كما ترتفع كفاءة السوق المالية بازدياد كمية ونوعية الصكوك الإسلامية لما يترتب عليه تعميق للسوق واتساعه.(1) كما أن هذه الصكوك تخضع لضوابط هيئات شرعية تضمن أن لا تمر بعمليات توريق للدين تحمل مخاطر كتلك التي نتجت عنها أزمة القروض العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية(2).

● محددات الهندسة المالية الإسلامية في تطوير أدوات السوق المالية الإسلامية:

لابد من الإشارة إلى انه لا يمكننا اعتبار الأداة التي يتم ابتكارها أو تطويرها من خلال الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي إلا في حال توفر ثلاثة شروط هي:(3)

✓ الالتزام بشرط المشاركة في الربح والخسارة في نص واضح كامل لا يقبل التأويل وذلك على أساس القواعد الشرعية المعمول بها في عقود المضاربة والشركات. وهذا الشرط يعتبر ضروريا لكنه غير كاف، بمعنى أن الالتزام به ضرورة إسلامية لا تقبل الجدل، ولكنه لا يكفي في حد ذاته لكي تصبح الورقة أو الأداة المالية المبتكرة إسلامية فعلا في مجال التطبيق.

✓ أن لا يعاد دفع الموارد المعبأة عن طريق الأوراق والأدوات المالية التي أصدرت على أساس التخلي عن شرط الفائدة الربوية إلى مؤسسات وشركات تتعامل بنظام الفائدة في كل تعاملاتها. كما لا يجب استثمار الموارد النقدية للأوراق والأدوات المالية الإسلامية في مشروعات تدر عوائد عليها مقدما على سبيل التأكيد مع عدم المشاركة في مخاطرة النشاط الذي يدر هذه العوائد، فمثل هذه العوائد لا تختلف عن الفوائد وان سميت أرباحا.

✓ ضرورة استثمار الموارد التمويلية للأوراق في مشروعات لها أولويات واضحة في مجال المصلحة العامة للمجتمع الإسلامي.

مع الإشارة أخيرا إلى أن السوق المالية الإسلامية بما يمكن أن تشتمل عليه من أدوات مالية إسلامية ستبقى دوما بحاجة إلى الابتكار والإبداع من اجل أن تقوم بالدور الاقتصادي المؤمل منها الإسلامي والذي يمكن أن يسهم في ضمان فعالية الأسواق المالية الإسلامية ومناقستها لنظيرتها التقليدية.

4.3.II تأثير الهندسة المالية الإسلامية على المصارف الإسلامية:

من أبرز التحديات التي تواجهها المصارف الإسلامية مشكلة السيولة حيث تنشأ أصلا من حقيقة أن هناك مفاضلة بين السيولة والربحية، وان هناك تباينا بين عرض الأصول السائلة والطلب عليها، وبينما لا يستطيع المصرف السيطرة على مصادر أمواله من الودائع، يمكنه السيطرة على استخدامه لهذه الأموال وعلى ذلك فان هناك أولوية تعطى لموقف السيولة عند توظيف الموارد.

فالمصارف التقليدية تستطيع أن توظف فائض السيولة لديها وذلك من خلال تقديم القروض أو من خلال الأسواق النقدية التي تتوفر فيها أدوات نقدية تلائم طبيعة عمل تلك المصارف.

أما في حالة المصارف الإسلامية فان الأمر يختلف تماما فكما هو معلوم، فان القروض بفوائد لا تجوز لا أخذا ولا عطاء لذلك لا تستطيع هذه المصارف توظيف الفوائض لديها بهذه الطريقة، كما أنها لا تستطيع توظيفها في الأسواق النقدية وذلك لان أدوات هذه السوق تعتمد على الفائدة المحرمة شرعا.

كما تتعرض المصارف الإسلامية لأزمة السيولة لانتشار صيغ التمويل القائمة على أساس الدين (صيغ المرابحة بشكل رئيسي) وهذه الأصول لا يمكن تداولها لأنها ستكون بيع الدين المنهي عنه شرعا.(4)

(1) عبد المالك منصور، مرجع سبق ذكره، من الموقع <http://www.kanatakj.com/figh/sukuk.htm> :

(2) صفية أحمد بوبكر، "الصكوك الإسلامية"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، 31 ماي-03 جوان 2009، ص. 14.

(3) عبد الكريم أحمد قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإعدادها بالأدوات المالية الشرعية"، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 19، 20.

(4) زاهرة على محمد بن عامر، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 154، 155.

وبالتالي فإن الصكوك أداة محورية في نشاط المصارف الإسلامية يمكن من خلالها تطوير هيكل الموارد والاستخدامات وتفعيل دورها الاستثماري والتمويلي وتخفيض المخاطر فيها والحد من مشكلة السيولة. فالميزة الفريدة للصكوك مصرفياً أنها تربط الموارد باستخداماتها فتتخفف المخاطر الناتجة عن اختلاف آجال الموارد عن الاستخدامات وبالغرض من النشاط الممول فترتفع الكفاءة لسهولة المراقبة ومتابعة الأداء مع مصداقية في توزيع العائد الناتج عن نشاط محدد بالإضافة إلى تأثير ذلك على رفع الكفاءة، حيث أن المشروعات ذات العائد المتدني لن تتوفر لها فرصة أخرى للتمويل من موارد الصكوك، التي ستوجه إلى مشروعات أخرى أكفأ.

ويمكن للمصارف الإسلامية وفقاً للصكوك توفير فرصة الاختيار الواعي للأغراض والمجالات والمشروعات التي تخصص لها حصيلة موارد الصكوك، وما في ذلك من تنمية إيجابية لدى المدخرين والتعرف على تفصيلاتهم، ويمكن اعتبارهم عند إقبالهم على الاكتتاب على هذا الصك دون غيره بمثابة قناة معلومات عن الأسواق المالية.

ويرى البعض أن الموازنة بين الأصول والخصوم مطلوبة في المصارف الإسلامية بدرجة أعلى من المصارف التقليدية وهو ما توفره آلية الصكوك، لأن جزءاً كبيراً من استثماراته في أصول غير قابلة للتسييل في الأجل القصير أي قبل انتهاء أجله وتنضيه مثل مديونيات المراجحات والمساهمات المباشرة والمضاربات والمشاركات (1).

ويعطي تعامل المصارف الإسلامية في الصكوك إصداراً وتداولاً لها مرونة في تعديل هيكل الموارد وتركيبية المحفظة الاستثمارية، حيث أن استخدام آلية الصكوك في تحقيق عائد بتمويل فرص سائحة، باستدعاء الأموال بالتصكيك أو توظيف فوائد السيولة، أو الحصول على السيولة المطلوبة في بعض الفترات أو تخفيض المخاطر عبر إعادة ترتيب هيكل الموارد والاستخدامات... الخ.

والصكوك تستخدمها المصارف الإسلامية في تقليل المخاطرة وتدنيها والتعامل معها بكفاءة من خلال التنويع في الصكوك (أصلاً واستخداماً) وبالترابط بين هيكل الأصول والخصوم، فتتخفف مخاطرة اختلاف الأجال، وتكون الاستخدامات ممولة بمصادر منسجمة في خصائصها وطبيعتها مع خصائص وطبيعة الاستخدامات وبمعدلات الربحية الناتجة عن التوظيف في الاقتصاد الحقيقي واختلاف القيم الحقيقية للأصول الاستثمارية والنمو في الناتج.

وبالاعتماد على دور الصكوك في المصارف الإسلامية يصبح في جانب الموارد هيكل متنوع يشتمل على تكوين الودائع والحسابات، الصكوك بأنواعها ووثائق صناديق الاستثمار.

وهكذا فإن استخدام آلية الصكوك الإسلامية باعتبارها منتجا من منتجات الهندسة المالية الإسلامية في المصارف الإسلامية وعملها على جذب المدخرات سيبتج عنه التفاعل بين العمل المصرفي والاستثمار في دفع عملية التنمية، وإقامة هيكل مالي وتوظيف أكفأ وأكثر فاعلية مع تخفيض المخاطر التي تتعرض لها هذه المصارف في تعاملها مع آلية الودائع القابلة للسحب، وسوق توفر موارد طويلة الأجل لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل دون إلقاء أعباء هيكل الموارد في المصارف الإسلامية (2).

5.3.II مساهمة الهندسة المالية الإسلامية في مواجهة الأزمات المالية:

يؤكد الكثير من الخبراء والمحللين الاقتصاديين أن منتجات النظام المالي الإسلامي تطرح نفسها بقوة كحل لمواجهة برائن النظام الرأسمالي الذي يقف وراء الكارثة الاقتصادية التي هزت الأسواق المالية العالمية ويطلب الاقتصاديون بضرورة الإسراع نحو توسيع قاعدة استخدام منتجات الهندسة المالية الإسلامية من

(1) خالد محمد بودي، " إدارة الأصول والخصوم في المصارف الإسلامية"، المؤتمر المصرفي الإسلامي الأول، الكويت، 2003، ص. 15.

(2) عبد المالك منصور، مرجع سبق ذكره، من الموقع: <http://www.kanatakj.com/figh/sukuk.htm>

اجل مواجهة الأزمة والاستفادة من الجهود الدولية بهذا الصدد لمواجهة أثارها السلبية عن طريق تعاون إسلامي وخطة جماعية واعية تعود على الدول الإسلامية بالنفع⁽¹⁾.

فالتمول الإسلامي قائم على الاستثمار بالتجارة والإنتاج وليس على الأدوات الربوية وبالتالي فهو الأقدر على امتصاص واستيعاب الصدمات فنظام اقتسام الأرباح والخسائر سيساعد على إدخال انضباط سوقي أكبر في النظام المالي والسعي قدما لتخفيض الإقراض الجامح غير الحذر وغير المراقب، وجعل النظام المالي أكثر صحة وقدرة على تقسيم أوسع وأشمل للمخاطر ومن ثمة استيعاب الصدمات بطريقة هندسة التمويل الإسلامية تجعل النظام المالي في مجمله أكثر استيعابا للصدمات⁽²⁾. كما أن حالات اندفاع المعلومات ضئيلة الحدوث في منتجات الصناعة المالية الإسلامية وقد تبين للباحثين أن الهندسة المالية الإسلامية لديها من المميزات والايجابيات لتجنب ومعالجة الأزمات المالية متمثلة بأسواقها وأدواتها المالية.

ففي مرحلة الرواج فإن إلغاء الفائدة الربوية يعمل على ضبط التوسع في الائتمان فلا تتحول السوق إلى فقاعة تهدد الاقتصاد، وفي مرحلة الرواج فإن إنظار المعسر سوف يقلل من معدل تراجع أسعار الأصول وبالتالي تجنّب السوق من الانزلاق في حالة الانهيار، والجمع بين هذين المبدئين الإسلاميين سوف يعمل على احتواء التقلبات الاقتصادية دون منع السوق من تأدية وظائفها الأساسية⁽³⁾.

لذلك يجب التركيز على الضوابط الخاصة بالهندسة المالية الإسلامية والمتمثلة بالالتزام بالضوابط الشرعية الإسلامية وإبراز دور الهندسة المالية الإسلامية بتوفير تدابير واقعية لتجنب الوقوع في الأزمات المالية حيث يكون التعامل بالمنتجات المالية الإسلامية صمام أمان لأزمات المستقبل⁽⁴⁾.

وعليه فإن الشريعة الإسلامية كفيلة بتحسين القطاع المالي والمصرفي بشكل خاص والاقتصاد بشكل عام من التعرض للأزمات إذا ما تم الالتزام بالشريعة بما تمثله من أسس ومفاهيم أخلاقية والتي تمثل القاعدة الفعالة لمنع الأزمات حيث كانت ابرز صور الانحرافات التي انتابت التعامل في الأوراق المالية هي: البيع الصوري والشراء لغرض الاحتكار، واستغلال السماسرة لثقة العملاء، واتفاقيات التلاعب. لذلك يمكن للهندسة المالية الإسلامية أن تكون صمام أمان للأزمات المالية المستقبلية وذلك من خلال ما يلي⁽⁵⁾:

- ✓ وجود جهات متخصصة تعمل على دراسة احتياجات السوق بشكل مستمر، وإعداد الكوادر البشرية التي تجمع بين المعرفة الشرعية والمعرفة بالمؤسسات المالية الإسلامية، وتهيئة البيئة المناسبة التي تحفز الإبداع والتطوير، ويمكن أن تكون هذه الجهة هي السوق المالية الإسلامية.
- ✓ تشجيع قيام مؤسسات مالية ومصارف متخصصة بالتمويل المتوسط وطويل الأجل ملتزمة بتطبيق تعاليم الشريعة الإسلامية.
- ✓ العمل على ابتكار وتطوير منتجات مالية إسلامية بديلة للتقليدية.
- ✓ إمكانية رد الأوراق المالية المعيبة أو غير الصالحة عندما تقتزن أساليب الاستثمار بشروط مخالفة للشريعة ومن أهمها اشتراط خيار الشرط، وخيار الرؤية وخيار المجلس.

(1) قندوز عبد الكريم ومداني أحمد، مرجع سبق ذكره، ص.07.

(2) هناء محمد هلال الحنيطي، "دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية"، المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، 01، 02 ديسمبر 2010، ص. 20.

(3) شوقي جباري وفريد خميلي، "دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية"، المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، 01، 02 ديسمبر 2010، ص.18.

(4) ياسين محمود خضيرات، مرجع سبق ذكره، ص.25.

(5) هناء محمد هلال الحنيطي، مرجع سبق ذكره، ص.ص.22-24.

- ✓ العمل على تسويق الأدوات المالية الإسلامية وذلك من خلال دراسة احتياجات السوق وتوجيه موارد المدخرين إلى الاستثمارات السليمة وهذا قد يؤدي إلى تداول الأدوات المالية الإسلامية في الأسواق المالية العالمية مما يساعد على انتشارها.
 - ✓ تنويع الاستثمار في الأدوات المالية الإسلامية وعدم التركيز على أداة معينة وإصدار التشريعات والقوانين من قبل الدول الإسلامية والعربية للتعامل مع الأدوات المالية الإسلامية المستخدمة.
 - ✓ العمل على وضع حد أعلى للعقود التي يمكن أن يشتريها المتعامل من سلعة معينة، أي عدم السماح لأي متعامل بمفرده أن يستحوذ على أكثر من عدد معين من العقود في هذه السلعة، لأن هذا يحد من تأثير المتعامل الواحد على السوق، ويمنع التعامل من التحكم بسعر المستقبلات الإسلامية والاحتكار.
 - ✓ التأكد من أن صناع السوق يقومون بدورهم في تحقيق استقرار السوق ولا يستغلون مراكزهم وإمكاناتهم في خلق عدم الاستقرار وزيادة تقلبات السوق واستغلال صغار المتعاملين.
 - ✓ تحريم التداول المرتب مسبقاً، حيث ينتشور مشتركان مسبقاً ويتفقان على تداول معين بسعر محدد، ذلك لأن التداول المرتب مسبقاً غير تنافسي ويمكن أن يكون خياراً مخالفاً لقاعدة المزاد العلني في المبادلة.
 - ✓ إنشاء وكالات التصنيف الائتماني الإسلامية مثل المؤسسة الموجودة في البحرين وماليزيا، وتطوير وبناء مؤشرات مالية إسلامية، وضرورة الاستفادة من أخطاء مؤسسات التصنيف الائتماني التقليدي.
- تشير حقائق التطور الاقتصادي الإسلامي المعاصر في ظل العولمة المالية إلى توفر بذور ثبتت صلاحيتها لحوار حضاري عالمي يعيد القطاع المالي والمصرفي لجذوره الأخلاقية التي نادى بها الإسلام ضمن إطار اقتصادي مؤسسي وتشريعي متكامل. إن أحكام الشريعة الإسلامية هي الحل، حيث أنها تشكل إطاراً يحول دون وقوع الأزمات المالية إذا ما تم الالتزام الكامل بأوامر الله وسنة نبيه.

II.4 مقارنة نظرية بين الهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية الإسلامية:

توجد العديد من أوجه التشابه والاختلاف بين الهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية الإسلامية ستتم دراسة بعض منها من حيث الماهية، الأدوات، النجاعة في إدارة المخاطر، الآثار على الأزمات ثم ما يميز الهندسة المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية.

II.4.1 من حيث الماهية:

أي من حيث التعريف، النشأة، أسباب الظهور، المبادئ والأهمية لكل منهما.

من حيث التعريف وكما سبق التطرق له سواء بالنسبة لتعريف الهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية الإسلامية ومقارنة بين التعريفين، نجد أن الارتباط قائم أساسا في مبدأ الكفاءة الاقتصادية من خلال إيجاد وتطوير منتجات وأدوات مالية تحقق مقاصد المتعاملين، بأقل قدر ممكن من مستوى الأخطار وحجم التكاليف التي يمكن أن تنتج من سياسة معينة.(1)

في حين يكمن الاختلاف الجوهرى في أولوية المصادقية الشرعية عن الكفاءة الاقتصادية في الهندسة المالية الإسلامية، بمعنى أن يتمشى التطوير والابتكار مع توجهات الشرع الإسلامى، فالمكلف بالتطوير والابتكار في الهندسة المالية التقليدية يكفي أن يكون من ذوي الخبرة في المعاملات والعمليات المالية في حين يشترط على القائم بالهندسة المالية الإسلامية، أن يكون ملما بمقاصد الشريعة وفقه التعاملات الإسلامية إضافة إلى خبرته وفهمه للعمليات المالية.(2)

من حيث النشأة وبعد التعرض لنشأة الهندسة المالية التقليدية التي تزامنت مع الثورة في مجال الابتكارات المالية نتيجة التطور التكنولوجي وظهورها كعلم جديد في مطلع الثمانينات والتي تعتبر النشأة الحقيقية لها وذلك في بورصة نيويورك للأوراق المالية.(3)

كما تثبت الحقائق أن واقع الصناعة المالية الإسلامية وجدت منذ أن جاءت الشريعة الإسلامية بأحكامها(4). لكن البحث في تاريخ المعاملات المالية الإسلامية يوصلنا إلى أن عقد الستينات شهد الانطلاقة الحقيقية والتي تجسدت في أول الأمر بإنشاء بنوك إسلامية، ثم جاءت فترة التسعينات التي وضعت المعالم الحقيقية والمكانة الدولية للصناعة المالية الإسلامية وذلك نتيجة إيجاد تشكيلة من المنتجات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

وعليه في الهندسة المالية الإسلامية كانت السباق في الظهور وهذا نظريا لكن عمليا وتطبيقيا على أرض الواقع تزامن تطور الهندسة المالية الإسلامية التقليدية والإسلامية خلال فترة الستينات، لكن من الجدير بالذكر أن وتيرة انتشار وتوسع تطبيق الهندسة المالية التقليدية كان الأهم في مختلف أنحاء العالم.

أما من حيث أسباب الظهور فتوجد العديد من الأسباب التي ساعدت كلا من الهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية الإسلامية على الظهور، ومن بين هذه الأسباب ما هو مشترك، ومنها ما هو خاص بكل واحدة دون نظيرتها. أما عن الأسباب المشتركة لظهور كل من الهندسة المالية التقليدية والإسلامية فيمكن إجمالها باختصار في تطور المعاملات وتزايد الحاجات المختلفة للمستثمرين بالإضافة إلى زيادة المخاطر ضرورة إيجاد الحلول لمواجهتها.

أما عن الاختلاف في أسباب الظهور نجد أن الهندسة المالية التقليدية تخطت الاستثمار لتشمل المضاربة وبالتالي إرضاء عدد أكبر من المستثمرين.(5)

(1) خنيرة محمد الأمين وحنان علي موسى، مرجع سبق ذكره، ص. 04.

(2) المرجع نفسه، ص. 04.

(3) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص. 92.

(4) سامي سويلم، مرجع سبق ذكره، ص. 09.

(5) عبد الكريم قندوز، "الهندسة المالية واضطراب النظام المالي"، مرجع سبق ذكره، ص. 05.

في حين أن الهندسة المالية الإسلامية جاءت من أجل رفع كفاءة المؤسسات المالية الإسلامية نتيجة اشتداد المنافسة بينها وبين المؤسسات المالية التقليدية من أجل مواجهة التحديات التي تواجهها، وكان أهم سبب هو إيجاد أدوات مالية توافق الشريعة الإسلامية جذب أكبر عدد ممكن من المستثمرين الراغبين في الاستثمار الشرعي لأموالهم.⁽¹⁾

ومن حيث المبادئ فهناك اختلاف كبير بين المبادئ التي تقوم عليها الهندسة المالية التقليدية وبين المبادئ التي تقوم عليها الهندسة المالية الإسلامية، ففي حين نجد أن مبادئ الهندسة المالية التقليدية قائمة على إيجاد وتطوير الأدوات المالية المستحدثة وتعزيز فرص الربح بأي طريقة كانت وكذلك تقليل تكاليف المعاملات من خلال مراكز كبيرة الحجم بتكلفة قليلة نسبياً.⁽²⁾ نجد أن نظيرتها الإسلامية قائمة على مبدأ الحلال في المعاملات أولاً وأخيراً ومبدأ التكامل حيث أن الربا عزل تفضيلات الزمن عن توليد الثروة وكذلك مبدأ التوازن بين المصالح العامة والخاصة، بين تحقيق الربح والعمل الخيري وبين المنافسة والتعاون.⁽³⁾ وعليه فكل منهما مبادئ خاصة لا تشترك بها مع الأخرى في شيء لأن مبادئ الهندسة المالية الإسلامية مستمدة من مبادئ الاقتصاد الإسلامي بينما الأخرى وضعية تختلف حسب الحاجة والغاية.

ومن حيث الأهمية فإن الهندسة المالية التقليدية والإسلامية لهما نفس الأهمية تقريباً حيث تساهمان في مواكبة التطورات والاستفادة من التغيرات التي تشهدها الأسواق العالمية بالإضافة لدورهما المهم في إيجاد وابتكار أدوات مالية جديدة وتطوير الأدوات القائمة من أجل تعزيز فرص الاستثمار والربح، كذلك كون الهندسة المالية وجدت من أجل مواجهة المخاطر فكل من الهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية الإسلامية توفر أدوات للتحوط، وعليه فإن أهميتها تظهر من خلال أنهما وسيلة تطويرية لأسواق المال حيث أن هذه المنتجات تعمل على زيادة جذب أطراف جديدة وبالتالي زيادة نشاط الأسواق.

إلا أن للهندسة المالية الإسلامية أهمية تنفرد بها في كونها وجدت من أجل الإباحة حيث لا يجوز المسارعة إلى تحريم المعاملات بل بعد الدراسة لمختلف جوانبها يتم التوصل إلى جوازها أو عدمه وهي وظيفة الهندسة المالية الإسلامية التي تلعب دوراً هاماً في مراقبة تطابق الأدوات المالية مع قواعد الشريعة وبالتالي تضمن الحلال في المعاملات والاستثمارات وترفع الحرج عن المستثمرين المسلمين.⁽⁴⁾

II.4.2 من حيث الأدوات:

عند إجراء مقارنة بين الهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية الإسلامية لا بد من التطرق إلى النقاط التالية:

● بالنسبة للخيارات:

توجد هناك فروق جوهرية بين الخيار الشرعي المعروف في الفقه الإسلامي، وعقود الخيارات المتداولة في الأسواق المالية، ومن أبرز هذه الفروق أن الخيار الشرعي ليس له وجود مستقل دون عقد البيع فهو جزء من عقد البيع، وأحكامه الشرعية مرتبطة بعقد البيع، أما الخيار المالي فهو عقد مستقل يشتمل على عاقدان، وصيغة ومحل العقد، وهو حق معنوي والتزام وليس محله أسهم أو سندات أو أعيان.⁽⁵⁾

● أوجه التشابه بين عقود السلم والعقود الآجلة:

هناك تشابه كبير بين عقد السلم الآجلة، حيث يوجد عقد بيع يتفق فيه الطرفان على التعاقد على بيع بثمن معلوم يتأجل فيه تسليم السلعة الموصوفة بالذمة وصفا مضبوطاً إلى أجل معلوم، ومع ذلك فإنها تختلف عن عقد السلم في عدة أمور:⁽⁶⁾

الأول: إن المسلم في (السلعة) يباع قبل قبضه.

(1) عبد الكريم قندوز، " الهندسة المالية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سبق ذكره، ص. 168.

(2) بوعافية رشيد، مرجع سبق ذكره، ص. 19.

(3) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص. 33.

(4) أحمد عبد الله بن محمد الضويحي، مرجع سبق ذكره، ص. 34.

(5) كمال توفيق حطاب، "نحو سوق مالية إسلامية"، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الثالث حول الاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 28 ماي 2005، ص. 14.

(6) قندوز عبد الكريم ومداني أحمد، مرجع سبق ذكره، ص. 11.

الثاني: إن رأس المال في العقود الآجلة والمستقبليات، لا يدفع معجلاً بل يقتصر على دفع نسبة منه فكان البدلين فيه مؤجلان.

الثالث: أنه لا غرض للبائع والمشتري بالسلعة وإنما غرضهما تحقيق الربح.

عقود المستقبليات في إطار عقد الاستصناع:

يعرف عقد الاستصناع بأنه: "عقد مع صانع على عمل شيء معين في الذمة مع نجار على صناعة مكتب مثلاً، أو مع صانع أحذية على صناعة حذاء، أو خياط على خياطة ثوب معين، وتكون العين المصنوعة ومادتها الأولية من الصانع، ويكون هذا المعقود عليه هو العمل فقط، لأن الاستصناع: طلب الصنع، وهو العمل. فإذا كانت العين أو المادة الأولية كالأخشاب والجلود من المستصنع لا من الصانع فإن العقد يكون إجارة لا استصناعاً.

وهذا العقد يسد حاجة من حاجات المجتمع لم يكن مسموحاً بها من خلال عقد السلم وهي السماح بتأخير تسلم الثمن نقداً، خاصة عندما تكون العين المطلوب صنعها باهضة القيمة، يقول الشيخ مصطفى الزرقا: "ستبقى دوماً في كل عصر بعض السلع لا يتيسر أبداً أن تصنع أو تنتج قبل وجود مشتر معين ملتزم بشرائها ففي مثل هذه السلع يمكن للمشتري شرعاً أن يتولى هو تمويل البائع" وقد قرر مجمع الفقه في دورته السابعة عام 1412 عدم اشتراط تعجيل الثمن في الاستصناع.⁽¹⁾

أما عند الحديث عن التوريق بمعناه التقليدي في الهندسة المالية التقليدية والتوريق الإسلامي كأحد أدوات الهندسة المالية الإسلامية فإن كلاهما يعني تحويل أصول غير سائلة إلى أصول سائلة، إلا أن التوريق التقليدي يدخل في باب الديون وهو ما يرى الشرع جوازه حيث يشترط الفقهاء أن تدفع قيمة الدين نقداً لا على سبيل الأجل حتى يكون التوريق موافقاً لشروط الشريعة الإسلامية وهو الاختلاف الجوهرى بين هذين النوعين من المعاملات المالية.

وإذا تمت المقارنة بين مشتقات المشتقات كأحدى أدوات الهندسة التقليدية والمنتجات المالية المركبة في الهندسة المالية الإسلامية فإن كليهما تجتمعان في كونهما ليستا أداة واحدة بل تركيب لنوعين أو أكثر من الأدوات المالية لتصبح أداة واحدة. لكن الاختلاف بينهما يبقى في كون الأولى تقليدية هدفها تلبية احتياجات المستثمرين من تحقيق أقصى ربح وتوفير أكبر قدر ممكن من الحماية من المخاطر في حين تبقى الثانية خاضعة لقواعد الشريعة الإسلامية، كما أن أنواع كل منهما تختلف اختلافاً جذرياً.

3.4.II من حيث النجاعة في إدارة المخاطر:

قبل التطرق لمدى نجاعة كل من أدوات الهندسة المالية التقليدية وأدوات الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر كان لزاماً القول أن المخاطر في المعاملات الاقتصادية الجارية في الاقتصاد التقليدي الربوي أخطر بكثير سواء من حيث الأنواع أو شدتها وأثرها عند وقوعها على خلاف المعاملات الاقتصادية في الاقتصاد الإسلامي، صحيح أن أي تعامل اقتصادي لا يخلو من عنصر المخاطرة إلا أن هذا الاقتصاد باعتباره اقتصاداً حقيقياً فإن مخاطره تعتبر أخف نسبياً من الاقتصاد الربوي الذي يطلق عليه كذلك الاقتصاد الافتراضي أو الوهمي لأن الأصول محل التعاقد غالباً ما تكون غير موجودة فعلاً.

تتم إدارة المخاطر باستخدام أدوات الهندسة المالية التقليدية سواء من خلال المشتقات أو عن طريق عملية التوريق حيث تختلف طرق التحكم في المخاطر باختلاف نوع العقود المستخدمة في إدارتها، والمبدأ القائم في إدارة المخاطر باستخدام هذه الأدوات وعلى اعتبار وجود طرفين في العملية فإن أحدهما سوف يحقق أرباحاً قصوى جراء استخدامه لهذه الأدوات بطريقة صحيحة في حين يتعرض الطرف الآخر لخسارة محطمة. وعليه فإن تعامل بأدوات الهندسة المالية التقليدية قائم على التنبؤ الجيد لحالة السوق والمعرفة الشاملة لكل ارتفاع وانخفاض في أسعار الأصول على مستواه. لأن أبسط خطأ سيؤدي إلى التعرض لمخاطر

(1) المرجع نفسه، ص. 12.

أكبر من المخاطر التي كان من المفترض إدارتها في بادئ الأمر وهي ما يطلق عليها مخاطر أدوات الهندسة المالية التقليدية والتي تنقسم إلى مخاطر خاصة بالتعامل بالمشتقات وأخرى بالتوريق وكلاهما مدمر ويؤدي في معظم الأحوال إلى الإفلاس والانهيار.

أما إدارة المخاطر باستخدام أدوات الهندسة المالية الإسلامية فهو كما تمت الإشارة له سابقا يتم عن عقود مسماة في الفقه الإسلامي وعن طريق التوريق الإسلامي، التورق واستخدام أسلوب في إدارة مخاطر عدم السداد أو المماثلة في الدفع في عقود المرابحة للأمر بالشراء القائم على رفع الحرج عن المدين وذلك من خلال عقد شراكة وهو ما يعرف بإنظار المعسر. (1)

وتجدر الإشارة أن الاستثمار في الإسلام يقوم على المخاطرة من خلال المشاركة في الغنم والغرم، بخلاف المقامرة التي حرمها الإسلام، والتي تقوم على تحقيق مغنم لطرف على حساب تحقيق مغرم للطرف الأخر. (2)

والإسلام يحث على الأخذ بالأسباب في التعامل مع المخاطر، ومن ثم تعيين على المنشآت المالية وضع آليات للتعامل مع ما يواجهها من مخاطر بعد تحديدها، سواء بتجنبها إذا كان ذلك ممكنا، أو توزيعها، أما المخاطر التي لا يمكن التخلص منها فينبغي قبولها وتحملها والتعايش معها من خلال حسن إدارتها.

لكن بالرغم من كل ذلك لا يمكن إهمال مخاطر الصكوك الإسلامية، فباعتبار هذه الأخيرة تمثل موجودات تحتوي على خليط من النقود والديون والأعيان والمنافع أو بعض هذه المكونات منفردة، ونظرا لآليات إصدارها القائمة على صيغ التمويل الإسلامية فإنها تتعرض للمخاطر التي تتعرض لها المشروعات الاستثمارية الإسلامية، حيث تتعرض لمخاطر كلية يتمثل مصدرها الأساسي في: مخاطر الائتمان، مخاطر التشغيل ومخاطر المخالفات الشرعية ومخاطر السوق بما تتضمنه من مخاطر سوق الأصول، ومخاطر سوق المال التي تشمل مخاطر سعر الصرف، ومخاطر سعر الفائدة ومخاطر أسعار الأوراق المالية ومخاطر التضخم وحيث أن الإسلام ينظر للمخاطر باعتبارها من مقومات المنهج الاستثماري الإسلامي حيث من مسلماته المشاركة في الغنم والغرم، ونظرة الإسلام لا تحول دون وضع منهج علمي للتعامل مع المخاطر من خلال عدد من الخطوات بمقتضاها يتم تحديد مخاطر الصكوك الإسلامية، ثم تقييمها، ثم دراسة واختيار البدائل المناسبة للتعامل مع المخاطر ثم تنفيذ القرار اعتمادا على العديد من آليات الهندسة المالية الإسلامية التي تهدف إلى تجنب المخاطر، توزيعها أو قبولها، ومن بين هذه الآليات دراسة الجدوى، وكفاءة الإدارة والرقابة عليها والضمانات بما تتضمنه من الكفالة والرهن وضمان الطرف الثالث، كما أن من هذه الآليات أيضا التأمين التعاوني والاحتياطات، والتحوط وفي مقدمة ذلك استخدام عقد السلم بشروطه الشرعية والخيار الشرعي، وكذلك من هذه الآليات التنويع سواء أكان متعلقا بتنويع جهة الإصدار أو تنويع تواريخ الاستحقاق أو التنويع القطاعي أو التنويع الدولي. (3)

وعليه فإن الإسلام يملك من وسائل التعامل مع المخاطر ما يحقق العدل لأطراف التعامل وليس تحقيق مغنم لطرف على حساب مغرم لطرف آخر كما هو الحال في أدوات التحوط الغربية المعاصرة من بدع المشتقات المالية التي تقوم على بيع الدين بالدين المنهي عنه شرعا، ففيها لا يتم تسليم ولا تسلّم ولا قبض للسلع أو الثمن ويؤخر فيها كلا العوضين (الثلثن والمثلثن).

(1) بن علي بلعوز وعبد الكريم قندوز، مرجع سبق ذكره، ص. 17.

(2) أشرف محمد دوابة، "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية"، مقالة منشورة على الموقع:

<http://www.kanatakji.com/figh/files/mange/f266.doc> تاريخ الإطلاع: 2012/04/01، ص. 16.

(3) المرجع نفسه، ص. 28.

II.4.4 من حيث التأثير على الأزمات المالية:

اجمع كثير من الخبراء والمحللين الماليين أن الهندسة المالية التقليدية كان لها دور في تأجيج شرارة الأزمة فكل من التعامل بالمشتقات وتزايد الاتجاه لتوريق الديون كما تمت الإشارة له سابقا من أهم عوامل انفجار الأزمة⁽¹⁾ في هذا الوقت كان للهندسة المالية الإسلامية دور في توفير الإجراءات الاحترازية لمنع وتجنب وقوع الأزمات المالية والاقتصادية حيث أبرزت قدرة منتجاتها على علاج الأزمة المالية العالمية وذلك بحكم متانة هذه المنتجات وقوة السياسات الاقتصادية الإسلامية المستنبطة من وهج الشريعة الإسلامية السمحاء على التصدي للازمات⁽²⁾، والدليل على ذلك التأثير الحيادي جدا للدول التي تتميز بأسلمة نظامها المالي والمصرفي من خلال الانتشار الكبير للبنوك الإسلامية ولأدوات الهندسة الإسلامية فيها⁽³⁾. وقد كانت لهذه المرحلة من الاقتصاد العالمي الدور الكبير في اتجاه الأنظار في مختلف أنحاء العالم نحو الاقتصاد الإسلامي القائم على عدة أسس والتي من أهمها سعر الفائدة المساوي للصفر، حيث عمدت معظم دول العالم إلى تطبيق التجربة الإسلامية وإقامة بحوث ودراسات أكثر للاستفادة من هذا النظام.

II.4.5 مميزات الهندسة المالية الإسلامية عن التقليدية:

بالرغم من اشتراك المدرستين الإسلامية والتقليدية في الحاجة للابتكار في ظل وجود قيود تنظيمية، لكن الابتكار في الصناعة الإسلامية لا يؤدي إلى تجاوز الأحكام الشرعية على النحو الذي يجري في الصناعة المالية التقليدية، ويمكن التماس السبب في ذلك في الجوانب التالية⁽⁴⁾:

II.1.5.4 ضرورة الانضباط بالنظم الإسلامية:

إن حوافز الانضباط بالنظم الإسلامية أكبر من تلك المتعلقة بالنظم غير الإسلامية، فحافز التدين حافز عميق لدى المسلمين، فمن شأنه أن يحد من محاولات الالتفاف على الأحكام الشرعية الصريحة، بينما نجد الهندسة المالية التقليدية لا تملك حوافز ذاتية للالتزام بروح الأحكام واللوائح القانونية، وعليه فمجرد بروز الفرصة للربح يتم الالتفاف عليها.

II.2.5.4 انضباط الأحكام الشرعية:

إن الأحكام الشرعية نفسها أكثر انضباطا وأحكاما وتناسقا من الأنظمة الوضعية، ويترتب على ذلك أن المحافظة على الأحكام الشرعية أيسر من المحافظة على الأنظمة الوضعية، نظرا لتطرق هذه الأخيرة للخلل والتناقض بما لا يسمح للمتعاملين بالمحافظة عليها خلافا للأحكام والقواعد الشرعية.

II.3.5.4 تحقيق مصلحة جميع المتعاملين:

إن الأحكام الشرعية تهدف إلى تحقيق مصلحة المتعاملين بها. فالالتزام يحقق هذه المصالح بما يجعل المتعاملين أكثر رضا وقناعة بها، بينما الأنظمة الوضعية لا تفرق بين المصالح الجزئية والمصالح الكلية، وتبعاً لذلك ينشأ التناقض بين المتعاملين وبين هذه الأنظمة.

(1) شوقي جباري وفريد خميلي، مرجع سبق ذكره، ص. 01.

(2) ياسين محمود خضيرات، مرجع سبق ذكره، ص. 24.

(3) قندوز عبد الكريم ومداني احمد، مرجع سبق ذكره، ص. 07.

(4) عبد الكرم قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية"، مجلة الاقتصاد الإسلامي، المجلد 20، العدد 02، جامعة الملك عبد العزيز، 2007، ص.ص. 37، 38.

خلاصة الفصل الثاني:

إنّ الصناعة المالية الإسلامية ما هي إلا صورة للهندسة المالية التقليدية في لباس شرعي من خلال أسسها والمعايير الشرعية الإسلامية التي تتبناها في عملية الابتكار والتجديد، وان هذه الصناعة استطاعت أن تجاري نظيرتها التقليدية حيث تقدم البديل التمويلي المتميز والفعال في تشكيلة متنوعة مع تقيد هذه الأدوات بالقواعد الشرعية سواء من حيث أدائها أو من حيث تداولها وبالتالي فان صناعة الهندسة المالية الإسلامية حاولت إعطاء البديل عن تمويل الديون وما ينطوي عليه من ربا وغرر والذي لا يعد بناء حقيقيا للمال إضافة إلى ما يترتب عليه من مخاطر وأزمات لذلك فان الهندسة المالية الإسلامية تعمل على إيجاد الحلول المالية لمشاكل التمويل واستقرار الأسواق بحيث لا تخرج عن الإطار الإسلامي القويم مع مراعاة مدى ملائمة وجدوى الأداة المالية، وعلى الرغم من التحديات التي تواجه هذه الصناعة إلا أن الظروف العالمية دعت إلى ضرورة الاتجاه نحوها سواء من طرف دول مسلمة أو غير مسلمة لما حققت من نتائج ايجابية في تخطي أثار الأزمات المالية.

تمهيد الفصل الثالث:

لم تبق الهندسة المالية بشقيها التقليدية والإسلامية حبيسة الدراسات النظرية وأبحاث واستنتاجات الاقتصاديين والمفكرين بل تم تجسيدها على أرض الواقع من خلال إصدار أدواتها ثم عرضها على الجمهور من أجل تداولها واستخدامها كل منها حسب ما ابتكرت من أجله.

وللفهم الجيد لموضوع الهندسة المالية لا يجدر بنا الاكتفاء بالسرد النظري بل وجب التطرق لبعض النماذج العملية للهندسة المالية التقليدية والإسلامية.

فنجد أن الهندسة المالية التقليدية سارعت في تطبيقها الدول الرأسمالية بحكم التطور الكبير لأسواقها منذ نشأتها، كما نجد من جهة أخرى الهندسة المالية الإسلامية التي عمدت إلى تطبيقها الدول العربية والإسلامية في بادئ الأمر للتخطي ذلك وتنتشر حتى الدول الغربية موازاة مع الهندسة المالية التقليدية.

لذلك قمنا في هذا الفصل بإلقاء نظرة حول العديد من النماذج في مجال الهندسة المالية التقليدية الإسلامية في العديد من دول العالم لذلك كان فصلنا مقمدا إلى:

✍ **المبحث الأول:** الهندسة المالية التقليدية في بعض الدول الرأسمالية.

✍ **المبحث الثاني:** نماذج للصناعة المالية الإسلامية.

✍ **المبحث الثالث:** التجربة الماليزية في الهندسة المالية الإسلامية.

✍ **المبحث الرابع:** الهندسة المالية الإسلامية في الجزائر من خلال بنك البركة.

1.III الهندسة المالية التقليدية في بعض الدول الراسمالية:

سنقوم بدراسة أسواق المشتقات المالية في بعض الدول الراسمالية التي قامت بإنشاء هذا الجزء من الاسواق داخل بورصاتها من أجل العمل على تغطية المخاطر المصاحبة لأسعار الفائدة وتقلبات السوق.

1.1.III أسواق المشتقات في فرنسا:

هناك نوعان من أسواق المشتقات المالية في فرنسا:

⊖ الأسواق الرسمية:

هي الأسواق المنظمة حيث المنتجات كلها نمطية أو موحدة بمعنى انه لا يجري تفصيلها وفقا لرغبة احد الأطراف.

⊕ الأسواق غير الرسمية:

وهي السوق التي تغطي المنتجات التي لا يمكن تنظيمها بسهولة وهي غير قابلة للتفاوض أيضا. والسوق الرسمية في فرنسا تنقسم إلى قسمين:

✓ السوق الأجلة للأدوات المالية *matif*.

✓ سوق الخيارات القابلة للتفاوض بباريس *monep*.

1.1.1.III سوق المعاملات الأجلة *MATIF*:

أنشئت هذه السوق عام 1985 بعد وقت قصير من تبني الإصلاحات التي تم إدخالها على قانون 28 مارس 1985 فيما يتعلق بأسواق العقود المستقبلية.

وقد بلغ حجم التعامل على هذه السوق نحو 01 % من حجم التعامل الكلي الدولي في العقود المستقبلية الموحدة والخيارات، ونحو 35 % من أعضاء هذه السوق أما أجانب أو كيانات خاضعة لمراقبة أجنبية، وأكثر من 25% من الأوامر صادرة من غير المقيمين⁽¹⁾. ويعد المنبع الرئيسي لهذه السوق هو العقود المستقبلية على أسعار الفائدة طويلة الأجل بسعر فائدة اسمي 10%.

2.1.1.III سوق الخيارات القابلة للتفاوض بباريس *MONEP*:

هي سوق للخيارات على الأوراق المالية ومؤشرات الأسعار، أسستها بورصة الأوراق المالية بباريس، كل شيء في هذا السوق محدد أو ثابت باستثناء مقدار العلاوة التي يدفعها مشتري الخيار، ووسطاء البورصة وحدهم دون غيرهم الذين يقومون بإصدار طلبات الشراء في سوق الخيارات ويشتركون بصورة آلية في عملية التسوية كما أن هؤلاء بوسعهم الحصول على طلب الموافقة القانونية للقيام بدور صناع السوق، ويتلقى هؤلاء الوسطاء من المؤسسات الوسيطة كمؤسسات الائتمان والوكلاء بالعمولة من بورصة التجارة ومديري محافظ الأوراق المالية الأوامر التي يقومون بتحويلها إما لحسابهم أو لحساب عملائهم باعتبارهم أيضا وكلاء بالعمولة عن عملائهم، وان كان لا يتم الإفصاح عن هؤلاء العملاء وفي هذه الحالة الأخيرة فليست هناك رابطة تعاقدية بين العملاء المصدرين أصلا لهذه الأوامر وبين الوسطاء بالبوصة⁽²⁾.

2.1.III المشتقات في هولندا:

يجري التعامل بالمشتقات المالية في هولندا كالتالي:⁽³⁾

1.2.1.III العقود المستقبلية المالية:

أهم أدوات المشتقات التي يجري التعامل عليها في البورصة الهولندية هي العقود المستقبلية والتي تنقسم إلى:

⁽¹⁾ wikipedia, « matif », form the site : <http://en.wikipedia.org/matif-17k> - date of visite: 12/04/2012

⁽²⁾ Marché à terme de France , « monep », from the site : <http://www.monep.org/-7k>, date de visite : 13/04/2012

⁽³⁾ سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 113 - 116.

عقود المستقبلية للأسعار الفائدة والأخرى للعملة وأهم الخصائص التي تتميز بها العقود المستقبلية أنها نمطية.

والسوق الرسمية في هولندا التي يجري التعامل من خلالها على العقود المستقبلية هي بورصة أمستردام للعقود المستقبلية أما عن أسلوب التعامل بها فيتم من خلالها وساطة عضو من هذه البورصة وكذا شركة التسوية لبورصة العقود المستقبلية الأوروبية.

وليست هناك علاقة مباشرة بين أطراف التعاقد بمعنى أن المتعاقدين لا يعرف بعضهم بعضا وإنما يتم التعاقد من خلال وسطاء.

III.2.1.2 المبادلات:

نظرا لعدم الإفصاح القانوني الكافي عن المشتقات على وجه العموم والمبادلات على وجه الخصوص في هولندا، فقد تم تناول المبادلات على أنها اتفاقيات تبادل سواء كانت مبادلات لأسعار فائدة أو لأسعار صرف، وقد انتشر استخدام صيغة موحدة وفقا لاتفاقية الاتحاد الدولي للمبادلات والمشتقات انتشارا واسعا هولندا وكثير ومن المبادلات تم تنفيذها وفقا لصيغ ISDA الموحدة.

III.2.1.3 الخيارات:

يجري التعامل على عقود الخيار في هولندا في البورصة الأوروبية للخيارات، وهي سوق رسمية، كما يجري التعامل عليها أيضا في السوق غير الرسمية.

والخيارات التي يجري تنفيذها في البورصة الأوروبية للخيارات وهي سوق رسمية كلها نمطية، وليست هناك علاقة مباشرة بين مختلف الأطراف، فالعقود التي يجري تنفيذها من خلال وساطة عضو من البورصة الأوروبية للخيارات وشركة مقاصة البورصة الأوروبية للخيارات، وكافة العقود يحكمها القانون الهولندي.

أما المنتجات الأخرى مثل السقوف العلوية للفائدة، الحواجز العلوية للفائدة وما يطوقهما معا وكذا الخيارات على مبادلات أسعار الفائدة فكلها في معنى الخيار.

III.1.3 أسواق المشتقات في الولايات المتحدة الأمريكية:

تتمثل بورصتا المشتقات الرئيسيتان بالولايات المتحدة في مجلس شيكاغو للتجارة وبورصة شيكاغو التجارية: (1)

III.1.3.1 مجلس شيكاغو للتجارة:

يعد مجلس شيكاغو للتجارة أقدم بورصات العقود المستقبلية وعقود الخيارات في العالم، فقد تأسس عام 1948 من أجل توفير سوق للعقود المستقبلية للسلع.

ولا تزال عمليات التداول تتم من خلال النداء العلني في احد أركان البورصة، بما يسمح لمئات التجار بالتعامل مع بعضهم البعض خلال يوم التداول عن طريق مجموعة من الإشارات بالأيدي والتهافتات.

III.2.3.1 بورصة شيكاغو التجارية:

تتولى هذه البورصة تداول العقود المرتبطة بأسعار الفائدة والأسهم والعملات بالإضافة إلى السلع وتحظى بأكبر عدد من العقود السارية المفتوحة في أي بورصة على مستوى العالم، ويتم التداول من خلال كل من النداءات العلنية والتداول الإلكتروني ويعتبر نظام جلوبكس للتداول الإلكتروني والمستخدم بالبورصة بمثابة أول برنامج تداول الكتروني عالمي، وقد قام بتداول أكثر من 1 بليون معاملة مالية.

وفي أواخر عام 2006، قامت بورصة شيكاغو بشراء مجلس شيكاغو للبورصة التجارية.

III.4.1 بورصة سيدني للعقود المستقبلية:

(1) الهيئة العامة للرقابة المالية، "أنواع الأسواق المالية"، مقالة منشورة على الموقع:

<http://www.iinvest.org.eg/elearning/abcinvestment.07.html> ، تاريخ الإطلاع: 2012/04/10.

الفصل الثالث: نماذج تطبيقية في مجال الهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية 'مالية'

تعد بورصة سيدني في استراليا السوق الرسمية للتعامل في العقود المستقبلية والخيارات، وقد فتحت هذه السوق أبوابها عام 1960، إلا أنها لم تبدأ التعامل في العقود المستقبلية على مؤشرات أسعار الأسهم العادية سوق عام 1983، والخيارات في 1985، كما تم التعامل في هذه السوق في العقود المستقبلية للصوف، والعقود المستقبلية على أسعار الفائدة لمدة تبدأ من ثلاثة اشهر إلى عشر سنوات.

وقد تم تصنيف بورصة سيدني عام 1993 العاشرة للعقود المستقبلية على مستوى العالم على أساس حجم التعامل، وتعمل بنظام الشاشات الالكترونية بعد انتهاء مواعيد العمل الرسمية فيما يعرف بنظام Sycom.

وقد بلغ حجم التعامل في بورصة سيدني سنة 1993 نحو 175 مليون عقد بنسبة زيادة 40%، وبلغ عدد العقود المسجلة في اليوم الواحد 210280 عقدا.(1)

كما دلت الإحصائيات في هذه البورصة انه ليس كل العقود يجري تنفيذها بمعنى أنها ليست عقودا ملزمة، وأن نسبة قليلة منها هي التي يتم تنفيذها.

أما المقصود بعمليات أو أوامر التفويض هنا، أن المستثمر إذا استبان له أن الثمن الذي دفعه لشراء عقد خيار شراء كان مرتفعا وانه كان بوسعه أن يدفع ثمنا اقل وان الأسهم محل التعاقد يرتفع سعرها من يوم لأخر، فيوسع المستثمر أن يصدر أمرا إلى الوسيط من يفضل شراء عقد الخيار بمبلغ معين، يقوم المشتري بدفع ثمن الخيار إلى وسيطه ويقوم هذا الوسيط بتحويل قيمة العقد إلى شركة المقاصة التابع لها والتي تقوم بدورها بتحويلها إلى الشركة المكلفة بتسوية الخيارات بالبورصة.

كذلك فقد دلت الإحصائيات حول هذه البورصة أن عدد العقود المستقبلية وعقود الخيارات ازداد خلال 1993 إلى 16290129 عقدا مقابل 13791223 عقدا عن نفس الفترة من العام السابق بزيادة قدرها 2498906 عقدا وبنسبة زيادة 18.1%.(2)

III.1.5 أسواق المشتقات في قارة آسيا:

ممثلة في سوق كوريا وسوق الهند كالتالي:(3)

III.1.5.1 بورصة كوريا للمشتقات:

يتم التداول في المشتقات في كوريا الجنوبية من خلال بورصة كوريا (*krx*) التي تأسست من خلال دمج ثلاثة بورصات كورية قائمة للعقود الحاضرة والمستقبلية وهي بورصة كوريا وبورصة كوريا للعقود المستقبلية وبورصة كوسداك (*kosdaq*).

وتعد بورصة كوريا اكبر بورصات المشتقات المالية في العالم من حيث حجم المعاملات المالية، وقد احتلت الصدارة على المستوى العالمي في مجال تداول عقود الخيارات المرتبطة بمؤشرات الاسهم وذلك في عام 2005.

III.1.5.2 بورصة الهند للمشتقات:

تعد البورصة الوطنية المحدودة للسلع والمشتقات في الهند بورصة محلية للسلع بدأت عملياتها في أواخر عام 2003. وتوفر البورصة الوطنية المحدودة للسلع والمشتقات تسهيلات التداول من خلال اعضاء التداول والمقاصة التابعين لها في اكثر من 250 مركز على مستوى الدولة، وفي الوقت الحاضر تقدم البورصة عقودا مرتبطة بـ: 23 سلعة مختلفة، وتتمثل العقود التي يتم تداولها في الذهب والفضة ومجموعة من المنتجات الزراعية، ويجري حاليا بذل الجهود من أجل إضافة 20 إلى 25 سلعة أخرى، بما في ذلك

(1) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص.110.

(2) المرجع نفسه، ص. 112.

(3) المرجع نفسه، ص. 112.

الفصل الثالث: نماذج تطبيقية في مجال الهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية  مالية
المعادن الأساسية مثل الحديد والألمنيوم والنحاس والزنك والنيكل ومنتجات الطاقة مثل الغاز الطبيعي والفحم والكهرباء.

III.2 نماذج للصناعة المالية الإسلامية:

مع تزايد قوة ونفوذ الأدوات الاستثمارية الإسلامية في العمليات المصرفية والاقتصادية المختلفة برزت الصكوك كواحدة من أهم الأدوات التي استطاعت أن تجد لها موطئ قدم في أسواق المال العالمية.

III.2.1 النماذج العربية:

سعت العديد من الدول العربية إلى إصدار أدوات مالية إسلامية وقد أثبتت التجربة العملية نجاحها هائلا في كثير من هذه الدول، حيث سنعرض بشكل مختصر تجارب بعض الدول في هذا المجال.

III.1.2.1 المملكة الأردنية الهاشمية:

تعد المملكة الأردنية الهاشمية الأولى تأصيلا لسندات المقارضة وتطبيقا لها فقد كانت البداية عند بدء العمل لوضع مشروع قانون البنك الإسلامي الأردني، بناء على تقديم فكرة سندات المقارضة أسلوبا تمويليا بديلا شرعيا لسندات القروض الربوية، والجهة المصدرة لهذه السندات هي وزارة الأوقاف والشؤون والمقدسات الإسلامية في الأردن⁽¹⁾.

وعن مشروع القانون الأردني لإصدار صكوك إسلامية أعلن وزير المال الأردني محمد أبو حمور أن الحكومة الأردنية وضعت مشروع قانون معجل لإصدار صكوك إسلامية، وأرسلته إلى ديوان التشريع والرأي في مارس 2011⁽²⁾.

وأضاف أن الهدف من إصدار هذه الصكوك هو تعزيز إدارة الدين العام للبلاد عبر تنويع الأدوات المستخدمة، إضافة إلى العمل على توفير التمويل اللازم للمشاريع الحيوية ذات الأولوية التي لا يتوافر لها تمويل في موازنة الدولة.

وأوضح أن التمويل الإسلامي شهد توسعا كبيرا في مختلف أنحاء العالم خلال السنوات الأخيرة، كما أن المصارف الإسلامية كانت من أقل الجهات تأثرا بتداعيات الأزمة المالية العالمية، وكانت الحكومة الأردنية قد شكلت عام 2010 لجنة دراسة آلية إصدار الصكوك الإسلامية لاستخدام أدوات التمويل الإسلامية في إطار جهود تحديث الإدارة المالية وتابع أن مشروع القانون حدد آلية إصدار الصكوك الإسلامية.

وسينضم الأردن عند إصدار الصكوك الإسلامية إلى دول عدة أصدرت هذا النوع من الصكوك وتختلف الصكوك من حيث أجالها ومن حيث صيغتها.

ومن الخطوات المطلوب الاعتناء بها:⁽³⁾

✓ خطة إستراتيجية لأولويات التمويل بالصكوك والمشاريع التي يمكن تصكيكها تبعا لمعطيات اقتصادية واضحة.

✓ تعميق الوعي بالصكوك الإسلامية.

✓ الاستفادة من التجارب العالمية.

✓ اعتماد مكاتب استشارية متخصصة في دراسات الجدوى والاستشارات ذات العلاقة وتقييم الأصول.

ويعتزم الأردن بيع صكوك إسلامية بقيمة إجمالية تتراوح ما بين 500 إلى 700 مليون دولار بإصداره

أول صكوك إسلامية وفقا لتقرير اقتصادي إسلامي دولي متخصص خلال 2010.⁽⁴⁾

(1) عبد السلام العبادي، "سندات المقارضة"، مجلة مجمع الفقه الإسلام الدولي، العدد الرابع، الجزء الرابع، 1987، ص. 19.

(2) دار الحياة، "مشروع قانون أردني لإصدار صكوك إسلامية"، مقالة منشورة على الموقع:

<http://international.daralhayat.com/internationalarticle/247684> ، تاريخ الإطلاع: 2012/04/10.

(3) خولة فريز النوباني، "ماذا بعد قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني؟"، مقالة منشورة على الموقع:

<http://alghad.com/index.php/article/472288.html> ، تاريخ الإطلاع: 2012/04/10.

كما أعلنت شركة كابيتال للاستثمارات في الأردن عن إدارة وترتيب أول إصدار صكوك إسلامية في الأردن بقيمة 85 مليون دينار أردني ما يعادل 120 مليون دولار ولمدة 7 سنوات لصالح شركة "اسمنت الراجحي" وجاء الإعلان عن إصدار هذه الصكوك في حفل توقيع عقود اكتتاب في تلك الصكوك الذي أقامته كابيتال للاستثمارات يوم 19 افريل 2011 في العاصمة عمان.(2)

III.2.1.2 المملكة العربية السعودية:

لقد بادرت شركة "سابك" بالمملكة العربية السعودية عام 2005 إلى إصدار أول صكوك إسلامية في السوق السعودية بقيمة 3 مليار ريال والذي شكل أكبر إصدار للصكوك على مستوى المنطقة، وتعتبر تجربة إصدار سابك للصكوك خطوة بالغة الأهمية في مسيرتها، حيث لقيت هذه الصكوك إقبالا واسعا من المستثمرين السعوديين عند طرحها للاكتتاب، كما مهدت بهذه الخطوة الطريق لفتح قناة استثمارية رأسمالية في السعودية غير الأسهم للمساهمة في تطوير السوق المالية السعودية وتزويد المستثمرين بخيارات أوسع للاستثمار.(3)

كما حصل في سوق المملكة العربية السعودية أخيرا إطلاق التداول الإلكتروني المباشر للسندات والصكوك الإسلامية التي يأمل أن تكون سوقا واعدة و متميزة للصكوك الإسلامية بعيدا عن الأعمال الربوية المحرمة.(4)

وطبقا لدراسات حديثة بلغ إجمالي قيمة الصكوك والسندات التي تم تداولها منذ مطلع العام الحالي 2012 وحتى يوم 17 مارس في السوق المالية السعودية قرابة 62 مليون ريال، تم تنفيذ صفقاتها في شهري يناير وفبراير الماضيين فيما لم يشهد مارس حتى السابع عشر منه أية صفقة تذكر، وبلغ مؤشر الصكوك والسندات بالسوق المالية السعودية 996.71 نقطة بينما كان في مطلع العام 1003.93 نقاط(5).

وكانت السوق المالية قد قامت بتطوير سوق آلي لتداول الصكوك والسندات في المملكة انطلاقا من رغبتها في تيسير تقديم منتجات وخدمات مالية جديدة ليكون السوق مركزا يقوم المشاركون فيه من مستثمرين ومصدرين بتداول أوراق مالية استثمارية ذات عوائد دورية ومخاطر أقل من الموجودة عند تداول الأسهم وبلغت حصيلة تداولات الصكوك والسندات في عام 2011 حسب إحصائية أعدها القسم الاقتصادي في وكالة الأنباء السعودية "واس" قرابة 1.9 مليار، فيما نفذ حتى السابع عشر من شهر مارس 2012 نحو 62 مليون ريال فقط.

III.2.1.2 التجربة البحرينية:

تعتبر البحرين مركزا ماليا متطورا فقد توسع حجم ونشاط البنوك الإسلامية في البحرين والمؤسسات المالية وشركات التأمين الإسلامية بالإضافة إلى عدة صناديق استثمارية حيث بلغت 27 مؤسسة إسلامية من بينها 4 مصارف تجارية كبيرة بينما نجد منها 7 مصارف إسلامية وبنوك أخرى خلال الفترة 1990-2001.(6)

(1) فيصل التميمي، "الأردن يعتزم بيع صكوك إسلامية بقيمة 700 مليون دولار"، مقالة منشورة على الموقع:

http://alarabalyawm.net/pages.php?news-id=310949 ، تاريخ الإطلاع: 2012/04/10 .

(2) الشرق الأوسط، "الراجحي للاسمنت تصدر أول صكوك إسلامية في الأردن"، مقالة منشورة على الموقع:

http://www.argaam.com/article/articledetail/207850 ، تاريخ الإطلاع: 2012/04/10.

(3) مهدي هند وآخرون، "واقع وأفاق السوق المالية الإسلامية: دراسة تجارب لبعض البلدان الإسلامية والغربية"، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع... ورهانات المستقبل، كلية العلوم الاقتصادية والتجارة وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، يومي 23، 24 فيفري 2011، ص.05.

(4) عماد عناد النواسية، "الصكوك الإسلامية والاستثمار الحقيقي"، مقالة منشورة على الموقع:

http://www.menafn.com/menafan/arabic/qn-new-story-saspx?storyid=10934 ، تاريخ الإطلاع:

2012/04/11.

(5) الوطن، "حصيلة التداول في سوق الصكوك السعودية 62 مليون ريال"، مقالة منشورة على الموقع:

http://www.diconline.org/newsdetails.aspx?id=29057 ، تاريخ الإطلاع: 2012/04/11.

(6) مهدي هند وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص.06.

ولقد تم إصدار صكوك بقيمة 152 مليون دولار لمصلحة مشروع درة البحرين العقارية، كما أصدرت مؤسسة نقد البحرين في نهاية عام 2005 صكوكا قيمتها 1.3 مليار دولار في تسعة إصدارات منذ 2001، إذ تم إدراج جزء منها بلغت قيمتها 780 مليون دولار في سوق البحرين للأوراق المالية، كما أصدرت المؤسسة أيضا صكوك السلم وهي صكوك شهرية بقيمة 25 مليون دولار من أجل امتصاص السيولة الزائدة في السوق ولكنها لا تدرجها في البورصة⁽¹⁾.

وكان السوق المالي الإسلامي فقد شهد موجة من عمليات إصدار وإدراج لصكوك إسلامية بدأتها مملكة البحرين مع إدراج صكوك التأجير الإسلامية الحكومية بقيمة 40 مليون دينار بحريني والتي أصدرتها مؤسسة نقد البحرين بالنيابة عن حكومة البحرين وتبلغ مدة الإصدار 10 سنوات بدأت اعتبارا من 20 يوليو 2004 إلى 20 يوليو 2014 يتم خلالها دفع عائد تأجير الأصول الممثلة لهذه الصكوك كل ستة أشهر في 20 يناير و20 يوليو من كل عام خلال مدة الإصدار حيث يبلغ العائد السنوي للتأجير 125.5%.

كما أعلنت مؤسسة نقد البحرين (البنك المركزي) عن إصدار صكوك إجارة إسلامية بقيمة 30 مليون دينار بحريني (8.79 مليون دولار أمريكي) بفترة استحقاق خمس سنوات تنتهي في 28 فيفري 2010 وأصدرت هذه الصكوك بمعدل عائد ثابت بنسبة 5.4% في السنة سددت على قسطين كل عام بتاريخ 28 أغسطس و28 فبراير من كل عام، فيما تم تحديد الحد الأدنى للاكتتاب في هذه الصكوك بمبلغ 10 آلاف دينار بحريني (6.26 ألف دولار).

وقد شجع الإقبال الواسع الذي لقيته الإصدارات السابقة مؤسسة النقد على الاستمرار في طرح هذا الإصدار الأخير الذي يعتبر الحادي عشر في سلسلة إصدارات صكوك الإجارة في البحرين من خلال المؤسسة، والذي يبلغ إجمالي قيمتها 21.1 مليار دولار أمريكي.

III.4.1.2 التجربة السودانية:

بعد أسلمة النظام المصرفي بالكامل قامت السودان بتكوين هيئة عليا للرقابة الشرعية بالبنك المركزي السوداني وصدرت العديد من التشريعات والقوانين التي تنظم أعمال المصارف في ضوء تطبيق أحكام الشريعة الإسلامية، ولا بد من ذكر أن السودان لديه سوق أوراق مالية تعمل فقط وفق الشريعة الإسلامية⁽²⁾.

حيث قام البنك المركزي السوداني عام 1999 بإصدار شهادات مشاركة المصرف المركزي (شمم)، وهي وثيقة إسلامية قابلة للتداول، والهدف من إصدار هذه الشهادة هو تنظيم السيولة النقدية في الاقتصاد السوداني مع بداية كل ميزانية عامة للدولة، وشهادات المشاركة الحكومية (شهامة) وتعد هذه الشهادة أداة مالية إسلامية شرعية تقوم على أساس المشاركة بين الحكومة والمستثمرين ويتحمل المشارك فيها الربح والخسارة⁽³⁾.

وتبعا لدراسات تمت خلال 2010: (4)

- ✓ بلغ حجم إصدارات الصكوك حوالي 2 مليار جنيه سوداني.
- ✓ خفضت الصكوك عجز الموازنة السودانية من 60% إلى فائض بما نسبته 6% نتيجة إصدارات الصكوك وساهمت في امتصاص السيولة الزائدة.
- ✓ أدت الصكوك إلى استقرار سعر صرف الجنيه السوداني على مدار 10 سنوات بعد أن كان يمر بتقلبات شديدة قبل إصدار الصكوك.

(1) بشير محمد موفق، "الصكوك... قاطرة نمو جديدة للعمل المالي الإسلامي"، مقالة منشورة على الموقع:

<http://iefpedia.com/arab/?p=6017> ، تاريخ الإطلاع: 2012/04/11 .

(2) مهداوي هند وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص. 10.

(3) هناء محمد هلال الحنيطي، مرجع سبق ذكره، ص. 18.

(4) نافذ الهرش، "الصكوك الإسلامية: حقائق وأرقام"، مقالة منشورة على الموقع،

<http://www.cibafi.org/newsontter/details.aspx?id=13269&cat=0> ، تاريخ الإطلاع: 2012/04/12.

✓ استخدمت الصكوك في السودان كأداة تمويلية واستثمارية في أن واحد حيث امتصت السيولة الزائدة عن الأسواق.

✓ وقال مسؤول سوداني أن السودان يأمل في بيع سندات إسلامية بقيمة 765 مليون جنيه (286 مليون دولار) ويتطلع إلى صكوك بقيمة 3.6 مليار جنيه سوداني عام 2011.

III.1.2.5 الإمارات العربية المتحدة:

قامت حكومة دبي ممثلة بدائرة الطيران المدني بتوقيع اتفاقية مع ستة بنوك إسلامية بإدارة بنك دبي الإسلامي تم بموجبها إصدار صكوك اجارة بقيمة بليون دولار أمريكي⁽¹⁾. كما أعلنت حكومة دبي يوم 26 افريل 2012، ممثلة في دائرة المالية نجاحها في تسعير وإصدار صكوك بقيمة 1.25 مليار دولار (4.6 مليار درهم)، مقسمة لشريحتين بقيمة 650 مليون دولار (نحو 2.4 مليار درهم) لـ: 10 سنوات و600 مليون دولار (2.2 مليار درهم) لخمس سنوات، إذ فاقت قيمة الاكتتاب المستهدفة أكثر من 3.5 أضعاف قيمة الإصدار، الأمر الذي يعكس الجاذبية العالية لهذه الصكوك والقبول الذي حظيت به بين المستثمرين⁽²⁾. ونقلا عن دائرة المالية، أن طرح الصكوك تم بمقدار ربح 6.45% للإصدار المستحق خلال 10 سنوات، وبمقدار ربح 4.9% للإصدار المستحق خلال خمس سنوات بقيمة 600 مليون دولار، وهذا الإصدار جاء ضمن برنامج الحكومة للصكوك، الذي أطلق في أكتوبر من عام 2009 مشيرا إلى أن الحكومة تعتزم توظيف عوائد الإصدار لأغراض تمويلية عامة.

III.2.2 النماذج الإسلامية:

تطبق العديد من الدول الإسلامية غير العربية قواعد الشريعة الإسلامية في المعاملات المالية وسيتم التطرق إلى النموذج التركي والباكستاني كل على حدة.

III.1.2.2 النموذج التركي:

صدرت أول صكوك في تركيا عام 1984 وهي صكوك مشاركة بمبلغ 200 مليون دولار ومخصصة لتمويل بناء جسر معلق على مضيق البوسفور (جسر محمد الفاتح) ولاقى هذا الإصدار قبولا واسعا من المواطنين، ودر دخلا جيدا لأصحاب الصكوك، وتعد هذه الصكوك من الأدوات المالية المتداولة في بورصة اسطنبول⁽³⁾.

كما أطلقت بورصة اسطنبول خلال 2009 مؤشرا يتفق ومعايير الشريعة الإسلامية يضم 30 شركة مدرجة، وذلك في وقت تسعى فيه تركيا إلى جذب التمويل الإسلامي للاستثمار في عديد من القطاعات في البلاد، خاصة بعدما شرع عدد من البنوك الإسلامية في تأسيس فروع لها هناك، إضافة إلى استضافة اسطنبول أخيرا القمة الحادية عشر للتعاون الاقتصادي الذي اعتبر نواة لتكتل اقتصادي إسلامي عالمي.

هذه الخطوة تأتي في الوقت الذي تتوقع فيه التقارير الاقتصادية أن يضاعف القطاع المصرفي الإسلامي التركي حجمه خلال السنوات العشر المقبلة، من خلال طرق متعددة منها الاكتتابات العامة وعمليات الاندماج والاستحواذ، حيث تعتبر قيمة أسهم بنوك المشاركة التركية جذابة، ومن المتوقع أن يضم المؤشر سلسلة من متاجر التجزئة، وشركة الاتصالات التركية التي تسيطر على سوق الهاتف الثابت وشركة انكا انسات للمقاولات وعددا من البنوك والشركات المالية الإسلامية.

(1) هناء محمد هلال الحنيطي، مرجع سبق ذكره، ص.18.

(2) الإمارات اليوم، "الاكتتاب على صكوك دبي يتجاوز قيمة الإصدار بـ: 3.5 أضعاف"، مقالة منشورة على الموقع: <http://www.emaratalyout.com/business/local/2012-04-27-1.47> ، تاريخ الاطلاع: 2012/04/27.

(3) هناء محمد هلال الحنيطي، مرجع سبق ذكره، ص. 17.

الفصل الثالث: نماذج تطبيقية في مجال الهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية الإسلامية

يذكر أن المصارف الإسلامية في تركيا تفوقت في الآونة الأخيرة على مثيلاتها من البنوك التقليدية، ففي أحدث تطور في صناعة الصيرفة الإسلامية في تركيا كان إصدار بنك كورفيت قد ترك العام الماضي أول صكوك إسلامية لأجل ثلاث سنوات بقيمة 100 مليون دولار، وفي هذا الإطار يعد المصرف الكويتي التركي من أنشط البنوك الإسلامية في تركيا، حيث يوفر لعملائه منتجات مصرفية عصرية متوافقة مع الشريعة الإسلامية عبر 130 فرعاً في تركيا، وتجدر الإشارة إلى أنه تنشط في تركيا حالياً أربعة بنوك إسلامية ضمن قطاع صغير، ولكنه أخذ في النمو حيث يشهد إقبالا محلياً، وتعمل هذه البنوك على تعزيز الاستثمارات التي تراعي التشريع الإسلامي والقادمة من دول عربية وأخرى إسلامية، وتلقى هذه المصارف إقبالا شعبياً كبيراً، حيث يتوقع أن يزيد عدد فروعها في السنوات المقبلة، ووفقاً لتقارير متصلة صادرة في نهاية 2009 فإن أصول هذه المصارف بلغت 22 مليار دولار أي بنسبة 3.4% من إجمالي أصول البنوك التركية، كما بلغت تمويلاتها 15 مليار أي بنسبة 5.2% من إجمالي القروض البنكية، فيما بلغت ودائعها 16 مليار دولار أي بنسبة 4.2% من إجمالي الودائع البنكية⁽¹⁾.

وهذا الأمر يعزز قيام هذه البنوك بإصدار أكبر، من حيث الكم والنوع للصكوك الإسلامية مطوراً بذلك الصناعة المالية الإسلامية فيها.

وعن الجديد في السوق المالية التركية قال على بابا جان نائب رئيس الوزراء التركي يوم الثلاثاء 17 أبريل 2012 على بلاده أن تدخل سوق السندات الإسلامية مضيماً أن إصدارات صكوك الخزانة ستمهد السبيل لإصدارات من القطاع الخاص.

وتقول الحكومة التركية أنها تعتزم إصدار أول صكوك لها على الإطلاق هذا العام متغلبة على الحساسيات التي تخص التمويل الإسلامي في الجمهورية العلمانية مع سعيها لتنويع مصادر التمويل ويقدر حجم سوق الصكوك العالمية بأكثر من 100 مليار دولار⁽²⁾.

III.2.2.2 النموذج الباكستاني:

كانت باكستان من الدول التي خاضت التجربة في مجال الصناعة المالية الإسلامية حيث أصدرت المؤسسات التمويلية والمصارف فيها شهادات تسمى المشاركة لأجل محدد وهي قابلة للتحويل وتعتمد على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، ووظيفتها تعبئة موارد تمويلية متوسطة وطويلة الأجل بالعملة المحلية للصناعة وغيرها⁽³⁾.

وقد شهد أول إصدار للصكوك الإسلامية الحكومية في باكستان في فيفري 2005 وبلغت قيمته 600 مليون دولار والذي شارك في إدارته بنك دبي الإسلامي وشهد إقبالا كبيراً من المستثمرين فاق التوقعات حيث أغلق الاكتتاب عند 2.1 مليار دولار.

ويأتي هذا الإصدار للصكوك الإسلامية في باكستان بعد نجاحه سنة 2004 في الدخول لسوق السندات التقليدية مع إصدار سندات يورو بقيمة 500 مليون دولار بعد انقطاع دام 6 سنوات⁽⁴⁾.

ونقل البيان عن المستشار الاقتصادي في وزارة المالية الباكستانية آنذاك أشفاق خان قوله أن الإقبال الكبير على الإصدار يعكس الانطباع الإيجابي للمستثمرين الذين تابعوا مسيرة الإصلاح والتقدم الاقتصادي في باكستان في الفترة الممتدة 1999-2004 وأكد أهمية دور بنك دبي الإسلامي في النجاح الكبير الذي حققه

(1) الاقتصادية، "بورصة اسطنبول تطلق مؤشراً يتفق ومعايير الشريعة الإسلامية"، مقالة منشورة على الموقع:

http://www.alert.com/2011/01/15/article-491543.html ، تاريخ الاطلاع: 2012/04/17.

(2) الحياة ايكونوميست، "تركيا تعتزم إصدار سندات إسلامية"، مقالة منشورة على الموقع:

http://allagaheco.com/main/art.php?id=11&art=17962 ، تاريخ الاطلاع: 2012/04/18.

(3) هناء محمد هلال الحنيطي، مرجع سبق ذكره، ص.17.

(4) بشير محمد موفق، مرجع سبق ذكره، مقالة منشورة على الموقع: http://iefpedia.com/arab/?p=6017.

الإصدار في باكستان مشيراً أن مساهمته الكبيرة في هذا الشأن تجسد متانة العلاقات الأخوية التي تربط الدولتين.

III.2.3 البنك الإسلامي للتنمية:

قبل التطرق لدور البنك الإسلامي للتنمية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية سيتم إلقاء الضوء على المعلومات الخاصة به.

III.2.3.1 لمحة عن البنك الإسلامي للتنمية:

يمكن إعطاء نظرة عامة عن البنك الإسلامي للتنمية من خلال نشأته، الدول المؤسسة، أهداف البنك ووظائفه، العضوية في البنك، الدول الأعضاء، رأس مال البنك، السنة المالية واللغة المستعملة كالتالي: (1)

✓ البنك الإسلامي للتنمية مؤسسة مالية دولية، أنشئت تطبيقاً لبيان العزم الصادر عن مؤتمر وزراء مالية الدول الإسلامية، الذي عقد في مدينة جدة في ديسمبر 1973 وانعقد الاجتماع الافتتاحي لمجلس المحافظين في مدينة الرياض في جوان 1975 وافتتح البنك رسمياً في 20 أكتوبر 1975.

✓ والدول المؤسسة هي: مصر، السعودية، تركيا، الكويت، الإمارات، ليبيا وقطر.

✓ يهدف البنك إلى دعم التنمية الاقتصادية والتقدم الاجتماعي لشعوب الدول الأعضاء والمجتمعات الإسلامية وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية.

✓ تشمل وظائف البنك على تقديم أشكال مختلفة من المساعدة الإنمائية لتمويل التجارة ومكافحة الفقر من خلال التنمية البشرية، والتعاون الاقتصادي وتعزيز دور التمويل الإسلامي في التنمية الاقتصادية والاجتماعية، كما أنيطت بالبنك مهمة إنشاء وإدارة صناديق خاصة لأغراض معينة.

✓ أما عن الشرط الأساسي للعضوية في البنك هو أن تكون الدولة عضواً في منظمة المؤتمر الإسلامي وأن تكتتب في رأسمال البنك وفقاً لما يقرره مجلس المحافظين، وقد بلغ عدد الدول العضوة فيه 56 دولة.

✓ أما رأسمال البنك حتى نهاية 1992 كان ألفي مليون دينار إسلامي (الدينار الإسلامي وحدة حسابية للبنك تعادل وحدة من وحدات حقوق السحب الخاصة لصندوق النقد الدولي) ليصل سنة 2006 إلى 15 مليار دينار إسلامي.

✓ مقر البنك الرئيسي في مدينة جدة، والسنة المالية فيه هي السنة الهجرية أما اللغة الرسمية هي اللغة العربية كما تستعمل الإنجليزية والفرنسية كلغتي عمل.

III.2.3.2 الصكوك الإسلامية في البنك الإسلامي للتنمية:

أطلقت مجموعة البنك الإسلامي للتنمية نهاية ماي 2003 أول استثمار مصرفي إسلامي في محفظة الصكوك الإسلامية للاكتتاب فيها داخل أسواق المال الدولية بقيمة 300 مليون دولار، وهي الخطوة الأولى في خطة البنك الإسلامي للتنمية لإطلاق صكوك مماثلة بقيمة 5 مليارات دولار خلال العشر سنوات المقبلة (2).

كما قام البنك بإصدار صكوك خلال أكتوبر 2010 بقيمة 500 مليون دولار، بفترة استحقاق 5 أعوام، وذلك ضمن برنامج البنك الخاص بإصدار صكوك تبلغ قيمتها 3.5 مليار دولار، وفور فتح الاكتتاب تم إطلاق موجات الأسعار الرسمية ما بين 40 و50 نقطة أساس، وتواصل ذلك ليصل إلى مستوى مرتفع، ما أتاح للبنك تسعير الصكوك المطروحة عند المستوى الأعلى النهائي لموجه السعر.

وكان توزيع المستثمرين متنوعاً، حيث تم تخصيص 54% من الصكوك لمستثمري الشرق الأوسط و34% لمستثمري آسيا، و12% للمستثمرين من أوروبا. (1)

(1) الموسوعة الحرة، "البنك الإسلامي للتنمية"، مقالة منشورة على الموقع: البنك الإسلامي - للتنمية <http://ar.wikipedia.org/wiki/>، تاريخ الاطلاع: 2012/04/18.

(2) الشرق الأوسط، "مجموعة البنك الإسلامي للتنمية تطلق محفظة صكوك استثمار"، مقالة منشورة على الموقع:

<http://www.aawsat.com/details.asp?article=168527&issueno=8921>، تاريخ الاطلاع: 2012/04/19.

الفصل الثالث: نماذج تطبيقية في مجال الهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية الإسلامية

كما أعلن البنك عن نجاحه بتسعير صكوك قيمتها 750 مليون دولار، وبأجل استحقاق مدته 5 سنوات وعائد سنوي قدره 2.35% في إطار برنامج إصدارات الصكوك متوسطة الأجل الخاصة بالبنك حيث يبلغ حجم البرنامج 3.5 مليارات دولار وهذا خلال سنة 2011. وقد بدأت الحملة الترويجية في الإمارات وانتهت في المملكة المتحدة وكانت نتائج هذا الإصدار تعد تكملة لإصدارات البنك السابقة وستعزز جهود البنك الإسلامي للتنمية من أجل الاقتراب أكثر من تسعيرات البنوك الإنمائية متعددة الأطراف.

III.2.3 نماذج غربية:

سارعت الكثير من الدول الغربية خاصة بعد الأزمة المالية العالمية إلى اعتماد التمويل الإسلامي والتحول نحو منتجات مالية إسلامية وسنركز دراستنا على فرنسا وبعض الدول الأوروبية الأخرى.

III.4.2.1 الصناعة المالية الإسلامية في فرنسا:

في بادئ الأمر طرحت إشكالية إدراج المالية الإسلامية في القانون الفرنسي حيث كان هناك رأيان:

⊖ الرأي الأول:

إن نظام العقود القائمة على الثقة هو السبيل الأمثل لإدراج التمويل الإسلامي بفرنسا.

⊖ الرأي الثاني:

إن نظام العقود القائمة على الثقة يكيف أدوات التمويل الإسلامي على أنها عقود نقل ملكية مؤقتة، وهذا أمر فيه نظر.

لكن لقد جرى العمل في فرنسا على تبني المالية الإسلامية وذلك بانتهاج عدة مسارات للتطبيق: المسار العملي التطبيقي، المسار التشريعي، المسار الإعلامي، المسار العملي والمسار السياسي.

أما عن المسار العملي التطبيقي فقد شرعت البنوك الفرنسية في التعامل مع منتجات المالية الإسلامية في نطاق بنوك الاستثمار حيث كانت حصيلة صافي عمليات المرابحة في القطاع العقاري عام 2009 كانت 3 مليار يورو، وخارج فرنسا جل البنوك الفرنسية تتعامل مع المالية الإسلامية، وقد مر هذا المسار بعدة محطات يمكن عرضها كالتالي: (2)

← المحطة الأولى: جويلية 2007:

أصدرت هيئة الأسواق المالية جملة إجراءات تشجع على التعاطي مع المنتجات المالية الإسلامية متمثلة في إمكانية تعاطي صناديق الاستثمار الفرنسية مع مؤشرات مالية إسلامية كما يمكنها أن تراقب من قبل هيئة شرعية وتطهير بعض موجوداتها بنسبة 10% لصالح جهات خيرية ويمكن أيضا التعامل بالصكوك الإسلامية.

← المحطة الثانية: فيفري 2008:

تم إدراج نظام العقود القائمة على الثقة في القانون الفرنسي رقم 2007-211 وبالخصوص عبر المواد 2031-2011 (الجريدة الرسمية الفرنسية 21/02/2007) اثر المشروع الذي قدمه فليب ماريني عضو مجلس الشيوخ " يمكن لنظام العقود القائمة على الثقة أن يساند أي عملية تمويل إسلامية".

← المحطة الثالثة: ديسمبر 2008:

إعلان وزيرة الاقتصاد كريستين لاغارد بداية المشاورة بخصوص التعديلات التشريعية الخاصة بنظام العقود القائمة على الثقة ليتسنى استخدامه من قبل التمويل الإسلامي.

← المحطة الرابعة: جويلية 2009:

(1) العربية، "البنك الإسلامي للتنمية يصدر صكوكا بقيمة 500 مليون دولار"، مقالة منشورة على الموقع:

http://www.alarabiya.net/article/2010/10/25/123555.html، تاريخ الاطلاع: 2012/04/19.

(2) محمد النوري، "الصناعة المالية الإسلامية في فرنسا"، مقالة منشورة على الموقع:

http://iefpedia.com/arab/?p=26269، تاريخ الاطلاع: 2012/04/21

الفصل الثالث: نماذج تطبيقية في مجال الهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية 'مبية

تقرير منظمة باريس اوروبلاس المكلفة بتعزيز تنافسية النظام المالي الفرنسي أن التفكير الذي اجري في فرنسا حول إدراج التمويل الإسلامي أدى إلى نتيجة مؤداها أن نظام العقود القائمة على الثقة هو السبيل الأمثل لذلك سواء في مجال التمويل المهيكل (لاسيما المرابحة) أو في إصدار الصكوك.

← المحطة الخامسة:

تصويت البرلمان الفرنسي على إدراج التمويل الإسلامي عبر نظام العقود القائمة على الثقة حيث:

- 17 سبتمبر 2009:

صوت البرلمان الفرنسي على إدراج مبادئ التمويل الإسلامي في نظام العقود القائمة على الثقة لإصدار الصكوك الإسلامية.

- 19 سبتمبر 2009:

الحزب الاشتراكي قدم للمجلس الدستوري الأعلى طعنا بخصوص ذلك التصويت.

← المحطة السادسة:

إلغاء المجلس الدستوري الأعلى للتصويت في 14 أكتوبر 2009 بحجة عدم علاقة التمويل الإسلامي بقانون تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المطروح.

← المحطة السابعة: 03 نوفمبر 2009:

فرنسا لازالت عازمة على استقبال التمويل الإسلامي على أراضيها عقب إعلان وزيرة الاقتصاد كريستين لاغارد.

← المحطة الثامنة:

تشكيل لجنة المالية الإسلامية بوزارة الاقتصاد والمالية تعمل على إيجاد الإطار الضريبي الملائم لتطبيق المنتجات المالية الإسلامية.

← المحطة التاسعة:

إصدار لوائح ضريبية خاصة بالمالية الإسلامية.

← المحطة العاشرة:

تذليل الصعوبات أمام إصدار الصكوك وذلك بعد تداول مشروع لصك إسلامي بالسوق الفرنسية والتباحث مع هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية بالبحرين للمصادقة عليه.

← المحطة الحادية عشر:

ترجمة المعايير الشرعية حيث تم الانتهاء من ترجمة 41 معيار شرعي بالتعاون بين منظمة باريس أورو بلاس والكوفيس (المجلس الفرنسي للمالية الإسلامية).

وبعد اعتماد التمويل الإسلامي من طرف الدولة الفرنسية بادرت إلى العديد من الإجراءات كان أحدثها:

تدرس فرنسا تمويل مشاريع عقارية كبرى في منطقة باريس وضواحيها وبعض المشاريع الصناعية من خلال إصدار صكوك إسلامية سيتم طرحها نهاية هذا العام 2012 مشيرا إلى أن باريس تحاول اجتذاب الرساميل السعودية للمشاركة في احد اكبر المشاريع على المستوى العالم مشروع منطقة الديفانس الذي أطلقه الرئيس الفرنسي في 2011 وينتهي في 2025 بتكلفة تصل إلى 93 مليار يورو (123.25 مليار دولار)، كما سيتم إنشاء محفظة استثمارية مطابقة للشريعة الإسلامية لتمويل مجموعة مشاريع في مجال التكنولوجيا الحديثة.(1).

III.2.4.2. الصناعة المالية الإسلامية في بعض الدول الأوروبية:

كأغلب الدول الغربية فان السباق على أشده من قبل الدول الأوروبية للتعرف على أساس عمل المالية الإسلامية والعمل على تبنيها وتطبيقها وذلك بهدف رفع مستوى الإبداعات الإسلامية على المدى البعيد وفي هذا الإطار:(2)

(1) الاقتصادية، "فرنسا تصدر صكوكا إسلامية وتبحث عن مستثمرين سعوديين"، مقالة منشورة على الموقع: <http://www.cibafi.org/newsontter/details.aspx?id=17700&cat=0>، تاريخ الإطلاع: 26/03/2012.

(2) مهداوي هند وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 11، 12.

الفصل الثالث: نماذج تطبيقية في مجال الهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية الإسلامية

- ✓ تم إنشاء أول بنك إسلامي في بريطانيا *Islamic Bank Of Britain* الذي يقدم خدماته لأكثر من مليوني ونصف مسلم مقيمون في إنجلترا، إضافة لغير المسلمين الذين يفضلون التعامل مع البنوك الإسلامية.
- ✓ وفيما يخص الأدوات المالية الإسلامية فقد أطلق بنك الاستثمار السويسري UBS أدوات استثمارية متوافقة مع الشريعة الإسلامية ورغبات المستثمرين وذلك بهدف الاستفادة من أموال العرب والمسلمين المودعة لديه والتي تحاط بسرية تامة.
- ✓ ولقد أصبحت ولاية "ساكسوني انهالت" الألمانية أول مصدر غير إسلامي يستغل سوق الديون الإسلامية من خلال إصداره لصكوك إسلامية سنة 2004 بقيمة تقدر بـ: 100 مليون أورو في جهد مبتكر لجذب مجموعة كبيرة من المستثمرين وكذلك فعل البنك الدولي وشركة النفط في "تكساس"، حيث يؤكد بنك الاستثمار الإسلامي الأوربي أن حجم حيازة المستثمرين الأجانب من الصكوك الإسلامية نحو 80% من إجمالي الصادرات.
- ✓ كما قام البنك المركزي "الكسمبورغ" بعقد مؤتمر عالمي حول الصرافة الإسلامية في نوفمبر 2005 مما يدل على الاهتمام المتزايد والانتشار الواسع للتمويل الإسلامي حيث تعتبر هذه الدولة من المناطق غير الإسلامية التي تفتح مجالات واسعة للمنتجات المالية الإسلامية، كما قررت بريطانيا إصدار ما قيمته 134 مليار دولار من السندات 2007-2008 من بينها السندات الإسلامية والتي لم تقصح عن قيمتها بعد.

III.3 التجربة الماليزية في الهندسة المالية الإسلامية:

يعتبر سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا من الأسواق التي تتوفر فيها فرص استثمار وتمويل متوسطة وطويلة الأجل، حيث الأدوات المالية والخدمات المتوافرة فيه تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية وتقوم على أساس اجتناب التعامل بالربا والميسر والغرر في معاملاته.

III.3.1 أسلمة النظام المالي الماليزي:

قبل الدخول في الموضوع كان لابد من الإشارة لبعض المعلومات الخاصة بالدولة الماليزية كالتالي:⁽¹⁾

✓ فمن المعلومات العامة: الاسم الرسمي للدولة ماليزيا، العاصمة كوالالامبور، نظام الحكم: ملكية دستورية، المساحة 329.758 كلم، دين الدولة الإسلام حيث تقدر نسبة المسلمين بـ: 55% من السكان، وينص الدستور على أن ملك الدولة يجب أن يكون مسلما.

✓ أما من المعلومات الاقتصادية التالي: عملتها الرنجيت ورمزها RM، الصناعات الرئيسية فيها تتركز في ثلاث مناطق أساسية:

- في شبه جزيرة ماليزيا: المطاط، زيت النخيل، تصنيع وتجهيز الصناعات التحويلية، صناعات الالكترونيات، التعدين، قطع الأشجار، تجهيز الأخشاب.
- في صباح: الزراعة، زيت النخيل، السياحة، إنتاج النفط، قطع الأشجار.
- في سراواك: تكرير النفط، قطع الأشجار.

والشركاء الرئيسيون المتعامل معهم هم: الولايات المتحدة الأمريكية، سنغافورة، اليابان، هونغ كونغ بالإضافة إلى ألمانيا وكوريا الجنوبية.

وأهم المعادن الموجودة في الدولة القصدير بنسبة 35 من الإنتاج العالمي.

(1) بن الضيف محمد عدنان، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 171، 172.

وعند الحديث عن أسلمة النظام المالي الماليزي فإنه وفي إطار الإيمان بأهمية الثنائية عند تشجيع القوانين وسن الأنظمة، وجدت فكرة أسلمة النظام الاقتصادي وأسلمة المصارف والمؤسسات المالية التقليدية طريقها في ماليزيا، وبالرجوع إلى الدراسات الموثقة لتاريخ بروز الاهتمام بهذه الفكرة نجد أن جذورها في الساحة الاقتصادية الماليزية تعود إلى ستينات القرن العشرين، حيث بدأ الحديث عن البنوك الإسلامية في ماليزيا سنة 1963 عندما بدأ المسلمون الماليزيون يهتمون بعمل آلية تقوم بإدخال المال لتمكينهم من الحج حيث قاموا بتأسيس منظمة اسمها "تابون حجي" تهتم بإدخال المال والاستثمار في طريق تتوافق مع الشريعة الإسلامية لا تدخل فيها الفوائد التي يتم الحصول عليها من البنوك التقليدية، واعتبارا لما شهده صندوق الحج هذا من النمو وإقبال منقطع النظير فقد نجم عن ذلك ارتفاع سريع في عدد المودعين وفي حجم الودائع فبعد أن كان حجم الودائع في الصندوق عند تأسيسه يقدر بحوالي 12 مليون رينجيت، فإنه أصبح نهاية السبعينات يقدر بحوالي 338 مليون رينجيت أما عدد المودعين فقد كان يقدر بحوالي 536 ألف مودع.⁽¹⁾

وبعد نجاح هذا النموذج للإدخال الإسلامي رأى بعض المفكرين الاقتصاديين الإسلاميين في ماليزيا أهمية حث الدولة على التفكير الجاد في تأسيس بنوك ومؤسسات مالية إسلامية، وبعدها بدأ الاهتمام الحكومي بعمل بنوك إسلامية مستقلة، ترجم ذلك في عام 1981 بتأسيس هيئة عامة تتكون من عشرين خبيراً مصرفياً لدراسة إمكانية عمل بنوك إسلامية في ماليزيا، وكانت النتائج ايجابية أي أنه يجب عمل قانون مستقل لعمل البنوك الإسلامية، وبناء على ذلك تم إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي وبدأ سريانه في 07/03/1983، وتأسس بموجبه أول بنك إسلامي في ماليزيا هو بنك إسلام ماليزيا والذي استمر فيما بعد طيلة السنوات العشر الموالية يمثل محور العمل المصرفي الإسلامي بماليزيا، وبعد الأداء المشجع لبنك إسلام رسمت الحكومة الماليزية هدفها في أن تكون ماليزيا من أهم المراكز العالمية للصيرفة الإسلامية فقامت الحكومة سنة 1993 بالسماح للبنوك التقليدية بفتح نوافذ إسلامية وفق شروط معينة وفي 1999 تم تأسيس ثاني بنك إسلامي تحت اسم "بنك المعاملات"، وبعد هذه الفترة تم السماح بإعطاء رخص للبنوك الإسلامية الأجنبية بالعمل في ماليزيا فبدأ بنك الراجحي السعودي، بنك التمويل الكويتي وغيرها من البنوك في فتح فروع في ماليزيا.⁽²⁾

III.2.3. سوق رأس المال الماليزي: النشأة والمفهوم

أصبح هذا السوق موازيا لسوق رأس المال التقليدي ومكملا للنظام المصرفي الإسلامي في توسيع وتعميق التعامل بالمعاملات المالية الإسلامية.

III.2.3. نبذة تاريخية عن نشأة سوق رأس المال الماليزي:

بدأت صناعة التعامل بالأوراق المالية في ماليزيا في أواخر القرن التاسع عشر بظهور الشركات البريطانية العاملة في مجال الصناعات المطاطية والتعدينية، وفي عام 1930 أسست جمعية سماسة بورصة سنغافورة كأول جمعية منظمة رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية، وقد ظهر سوق الأوراق المالية في ماليزيا في أوائل الستينات، إذ أنه قبل منتصف الخمسينات كانت ديون الحكومة الماليزية قليلة، وفي سنوات محدودة لم تهتم بالاقتراض من أية جهة أخرى بسبب ميزانية الحكومة المتوازنة بصورة عامة.

أما عملية تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية قد تمت من خلال عملية تدريجية ويعتبر هذا السوق قطاعا جديدا مقابل قطاع العمل المصرفي في تمويل الأنشطة الاقتصادية والذي بدأ نشاطه في أوائل الستينات

(1) عبد الكريم احمد قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سبق ذكره، ص. 269.

(2) سليمان عبد الله ناصر، "المصارف الإسلامية في اليمن: تجربة ماليزيا ومقارنتها بالتجربة اليمنية"، مقالة منشورة على الموقع: <http://www.newsyeemen.net/printn.asp?sub> ، تاريخ الإطلاع: 2012/04/02.

الفصل الثالث: نماذج تطبيقية في مجال الهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية 'مالية'

والسبعينات، إلا أن نمو سوق رأس المال كانت في أوائل التسعينات لسد احتياجات القطاع العام من خلال إصدار الأوراق المالية الخاصة بالحكومة الماليزية ومنذ ذلك الحين أصبح القطاع العام قطاعا أساسيا لتطوير الاقتصاد القومي.

وبعد ظهور مبدأ الخصخصة فإنه قد غير تركيز الحكومة الماليزية على القطاع العام فحسب، وإنما يعد القطاع الخاص داعما لسوق الأوراق المالية في ماليزيا في نمو الاقتصاد القومي. ولكن التعاون بين القطاعين العام والخاص مهم للتأكد من أن سوق للأوراق المالية الماليزي يستطيع إيجاد منافسة مع سوق الأوراق المالية الغربي بكفاءة وفعالية⁽¹⁾.

وتعتبر شركة *Arab malaysian financ Bank (AMF)* أولى شركات القطاع الخاص التي أصدرت أول سندات الشركات الخاصة في ماليزيا عام 1980، وتزايد إصدار السندات من قبل الشركات الخاصة أكثر بكثير مقارنة بإصداراتها من القطاع العام.

وتطور سوق رأس المال في ماليزيا تطورا ملحوظا بعد عام 1993 بتأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية، وبورصة كوالالمبور للأسهم التي أسست عام 1994، وسوق المشتقات وسوق السندات بجانب تقديم بعض المعاملات المالية الجديدة مثل شهادات الشراء من الأسهم الموجودة وشهادات الشراء من الأسهم الجديدة ليصبح هذا السوق مصدرا رئيسيا لتمويل المشروعات ذات رؤوس الأموال الكبيرة التكوين الرأسمالي الذي كان يحصل عليه القطاع العام والخاص⁽²⁾. ولتدعيم هذا السوق التزمت الحكومة الماليزية باعتماد الخطة الرئيسية لسوق رأس المال الماليزي تحت رعاية وزير الماليزي بتاريخ 22 فيفري 2001.

III.2.3.2. مفهوم سوق رأس المال الماليزي:

عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي على أنه:

" السوق الذي تتوافر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسطة وطويلة الأجل، المتوافقة تماما مع أحكام الشريعة الإسلامية، وخالية من الأنشطة المحرمة شرعا كالتعامل بالربا والمقامرة، وبيع الغرر وغيرها"⁽³⁾.

وبعبارة أخرى هي: " السوق التي تتم النشاطات فيها بطريقة لا تتعارض مع مبادئ الإسلام، وهذا ما يمثل تأكيد الغرم والنية على استسقاء صفاتها من الشريعة الإسلامية، أين تكون السوق حرة أو خالية من جميع النشاطات والعناصر المحرمة"⁽⁴⁾.

من خلال هذين التعريفين نستنتج أن سوق رأس المال هو سوق تتوفر فيه فرص لتمويل الأنشطة المختلفة، ويعمل على تجميع الموارد المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية حيث يقوم بتوفير فرص استثمارية متوافقة مع الشريعة الإسلامية، أيضا توفير الأدوات المالية المتوافقة مع البعد الشرعي والقانوني بالإضافة إلى تنمية وتعزيز قدرات الاقتصاد الماليزي وتقديم الخدمات الخالية من أي محذور شرعي.

III.3.3. البورصة الماليزية للمشتقات المالية:

يمكن إبراز أهم المراحل التي مرت بها البورصة الماليزية للمشتقات كما يلي:⁽⁵⁾

(1) سحا سورياتي صقر الدين جعفر، " سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته"، رسالة ماجستير، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة الأردن، 2006/2007، ص.13.

(2) نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص.85.

(3) المرجع نفسه، ص.99.

(4) بن الضيف محمد عدنان، مرجع سبق ذكره، ص.178.

(5) نور ليامت سعيد جعفر، " سوق المشتقات الماليزية-تقدير اقتصادي وشرعي"، مذكرة ماجستير في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، أربد، 2007، ص.ص. 34-36.

إن البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة هي البورصة التي يتم فيها تداول أدوات المشتقات، وتشتق هذه الأدوات من قيم الأصول الاستثمارية كالأسهم أو السلع في البورصة الماليزية المحدودة، وقد بدأت سوق المشتقات في ماليزيا بتأسيس بورصة كوالالمبور للسلع سنة 1980، وأول عقود المستقبلية المتداولة في هذه البورصة في ذلك الوقت هي عقود المستقبلية لزيت النخيل الخام وبعد ذلك تم تداول عقود المستقبلية للمطاط سنة 1983، وعقود المستقبلية الثانية للمطاط في 1986، وعقود المستقبلية للتصدير عام 1987، وعقود المستقبلية للكاكاو في 1988، وعقود المستقبلية لزيت نواة النخيل الخام في عام 1992، ولكن عقود المستقبلية لزيت النخيل الخام هي عقود المستقبلية الناشطة في البورصة ويستمر التداول بها في بورصة المشتقات حتى الآن.

إن بورصة كوالالمبور للسلع لها القدرة على الأداء في التداول بعقود المستقبلية المالية ولكن هناك الحاجة إلى تأسيس شركة تابعة لهذه البورصة لان التداول في المستقبلية المالية يخضع لسلطة مختلفة، ولذلك أسست في 19 أوت 1992 الشركة التابعة لبورصة كوالالمبور للسلع والمملوكة لها بالكامل مع دعم من الحكومة وصارت تسمى بورصة كوالالمبور للمستقبلية المحدودة، وسميت بعد ذلك بالبورصة النقدية الماليزية في منتصف عام 1995، وفي 7 ماي 1996 وافق وزير المالية على إقامة البورصة النقدية الماليزية وعملها كبورصة للمستقبلية والخيارات وبعد ذلك في 9 نوفمبر 1998 تمت إعادة تسمية بورصة كوالالمبور للسلع لتصبح البورصة الماليزية للسلع والنقد في استعداد للاندماج مع البورصة النقدية الماليزية وتم الاندماج في 7 ديسمبر 1998.

ومن ثم تمت الدراسة من قبل صندوق النقد الدولي للبنك المركزي الماليزي في عام 1990 وتدل هذه الدراسة على ضرورة وجود بعض الصيغ لإدارة المخاطر المالية في مواجهة التقلبات الحالية في الأسواق المالية، وهذه الدراسة تؤدي إلى إصلاح النظام في تقديم المشتقات المالية في ماليزيا لأول مرة وهي التي تسمى ببورصة كوالالمبور للخيارات والمستقبلية المالية، واعتبرت هذه البورصة كبورصة للخيارات والمستقبلية في 11 ديسمبر 1995 وبمعقود الخيارات لمؤشر الأسهم في 01 ديسمبر 2000. وبعد تقييم الخطة الرئيسية لسوق رأس المال من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزي اندمجت بورصة كوالالمبور للخيارات والمستقبلية المالية مع البورصة الماليزية للسلع والنقد سنة 2001، لكي تصبح بورصة المشتقات الجديدة وصارت تسمى البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة.

وفي 5 جانفي 2004 أصبحت بورصة كوالالمبور للأسهم الشركة المسيطرة على البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة، وفي 20 افريل 2004 تمت إعادة تسمية البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة لكي تصبح بورصة المشتقات الماليزية المحدودة، وتم إعادة تسمية بورصة كوالالمبور للأسهم وتصبح البورصة الماليزية المحدودة.

III.4.3 منتجات الهندسة المالية الإسلامية في ماليزيا:

تعتبر الصكوك الإسلامية كأحد أهم منتجات الهندسة المالية الإسلامية في ماليزيا لذلك سيتم التطرق لها بالتفصيل وكذلك المشتقات والمؤشرات الإسلامية.

III.4.3.1 الصكوك الإسلامية الماليزية:

تصنف الصكوك من حيث نوع العقد إلى: (1)

• الصكوك الإسلامية "عقود المدائبات":

وتنقسم إلى ثلاثة أنواع كما يلي:

← صكوك البيع بالثمن الأجل/المرابحة:

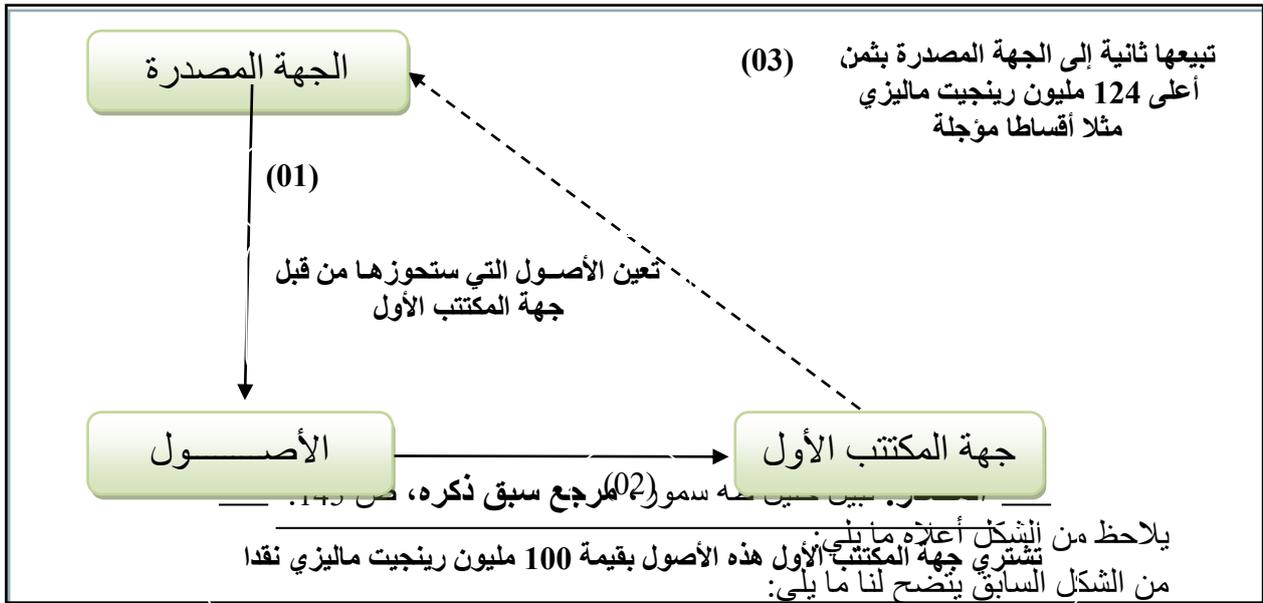
(1) نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 144-162.

الفصل الثالث: نماذج تطبيقية في مجال الهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية المالية

معظم الصكوك الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا قائمة على عقود المدائيات: شراء صكوك البيع بالثمن الأجل وصكوك المرابحة، ومن الناحية التطبيقية تعرف صكوك البيع بالثمن الأجل والمرابحة بأنها: " الوثائق أو الشهادات الممثلة لقيمة الأصول الصادرة عن جهة معينة لإثبات المديونية لجهة أخرى وإصدارهما قائم على أساس البيع بالثمن الأجل " .

ويمكن توضيح الخطوات اللازمة لإصدار صكوك البيع بالثمن الأجل والمرابحة في ماليزيا من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (03-01): البنية الأساسية لإصدار صكوك البيع بالثمن الأجل/ المرابحة في ماليزيا.



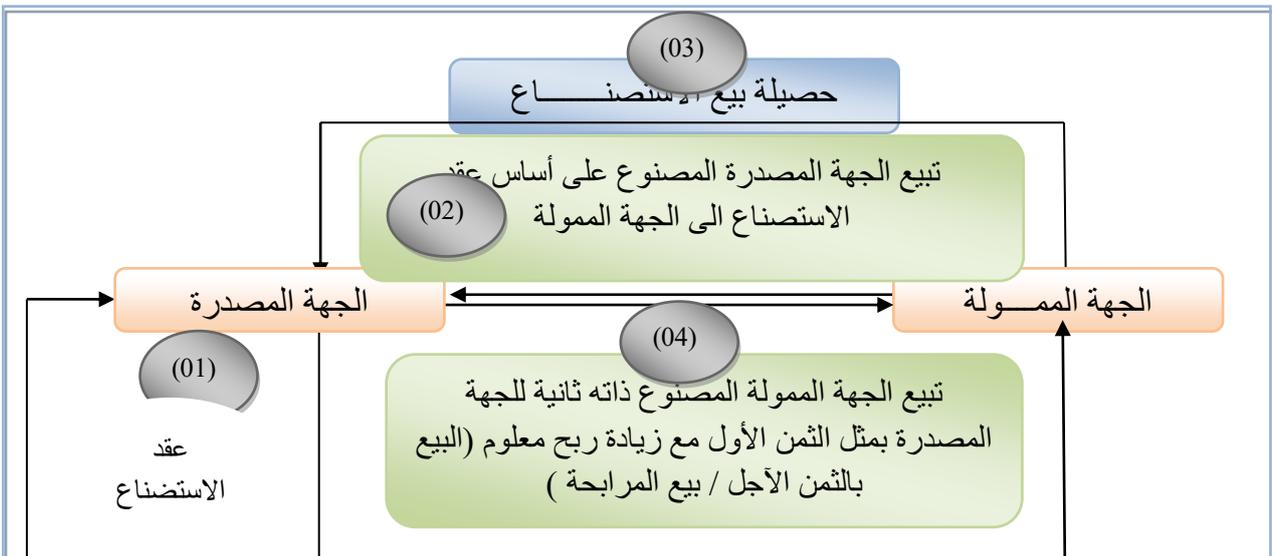
- ✓ تقوم الجهة المصدرة بمعاينة الأصول التي ستحوزها من قبل جهة المكتب الأول.
- ✓ تشتري في جهة المكتب الأول تلك الأصول بقيمة 100 مليون رينجيت ماليزي نقدا.
- ✓ تقوم ببيعها مرة ثانية إلى الجهة المصدرة " الصاحب الأول للأصول " بثمن أعلى من الثمن الأول أقساطا مؤجلة بقيمة 124 مليون رينجيت ماليزي مثلا على أساس البيع بالثمن الأجل أو المرابحة.

← صكوك الاستصناع:

تعرف صكوك الاستصناع حسب التجربة الماليزية بأنها: " الوثائق أو الشهادات التي تمثل قيمة الأصول ويتم إصدارها على أساس بيع الاستصناع لإثبات المديونية من قبل الجهة المصدرة (للمستصنع) للجهة الممولة".

والشكل الموالي يمثل معاملة صكوك الاستصناع في ماليزيا:

الشكل رقم (03-02): معاملة صكوك الاستصناع في ماليزيا



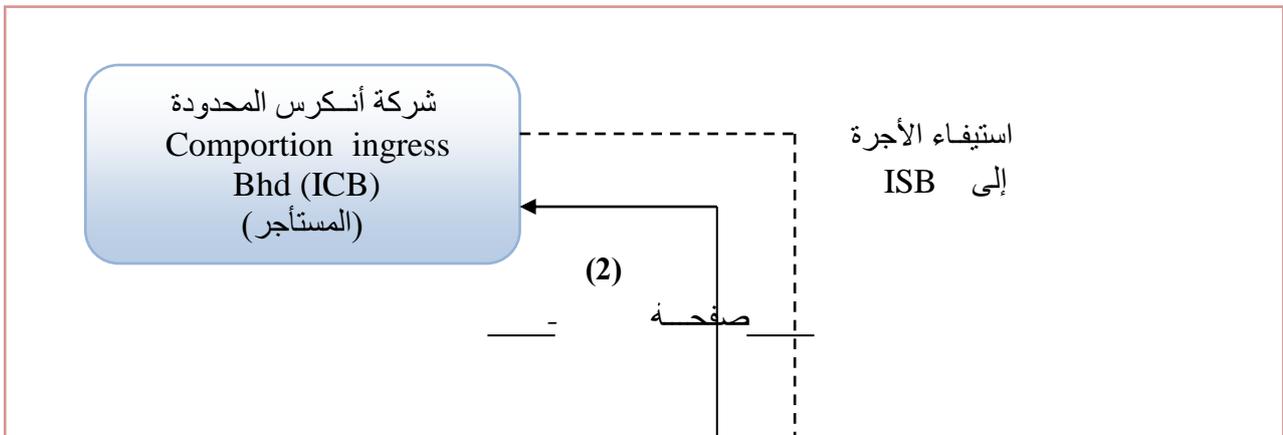
المصدر: نبيل خليل طه سمور: مرجع سبق ذكره، ص. 158. —
يلاحظ من الشكل أعلاه ما يلي:

- ✓ يتم إبرام عقد الاستصناع بين الجهة المصدرة (المستصنع) والمقاول (الصانع) على شيء موصوف.
- ✓ تتبع الجهة المصدرة المصنوع إلى الجهة الممولة نقدا بئمن تكلفة المصنوع للحصول على تمويل لهذا المشروع.
- ✓ تقوم الجهة الممولة بدفع ثمن تكلفة المصنوع إلى الجهة المصدرة عاجلا، وفي هذه الحالة تدفع الجهة الممولة إلى المقاول نقدا ليصنع المصنوع نيابة عن الجهة المصدرة، وفي الغالب يكون المقاول شركة تابعة للجهة المصدرة.
- ✓ تقوم الجهة الممولة بإعادة بيع المصنوع للجهة المصدرة فورا بمثل الثمن الأول مع زيادة ربح معلوم على دفعة واحدة أو أقساط بحسب مراحل تصنيع المشروع ووفقا لبيانات يوفرها خبير بالصنعة، فهذه المعاملة على أساس البيع بالئمن الأجل أو بيع المرابحة.
- ✓ ولإثبات أن الجهة المصدرة سوف تلتزم بسداد ثمن شراء المصنوع فإنها تصدر صكوك الاستصناع باعتبار المصنوع موجودات أصيلة لها وتسلمها إلى الجهة الممولة كإثبات مديونية لها على الجهة الممولة.
- ✓ وبناء على الخطوات السابقة يمكن ملاحظة أن إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا لا يجري عن طريق تصكيك الدين السلعي (مبيع موصوف في الذمة في شكل المصنوع) ولكن إصداراتها المستندة إلى الدين، أي من خلال البيع بالئمن الأجل أو بيع المرابحة، فهذه العملية تجري من خلال تصكيك الدين النقدي المحرم شرعا.

← صكوك الإجارة:

تشير صكوك الإجارة في التجربة الماليزية إلى صكوك ملكية الموجودات المؤجرة وهي: "وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة، أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، وتتيح لحاملها فرصة للحصول على دخل الإيجار وعائد راس المال من العين المؤجرة، بالإضافة إلى تحمل مخاطر الخسارة والضرر على العين المؤجرة وإصدار هذه الصكوك بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصيح العين مملوكا لحملة الصكوك".
والشكل التالي يمثل الصكوك الإسلامية الصادرة وفقا لمبدأ الإجارة:

الشكل (03-03): أول الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات المحلية وفقا لمبدأ الإجارة.



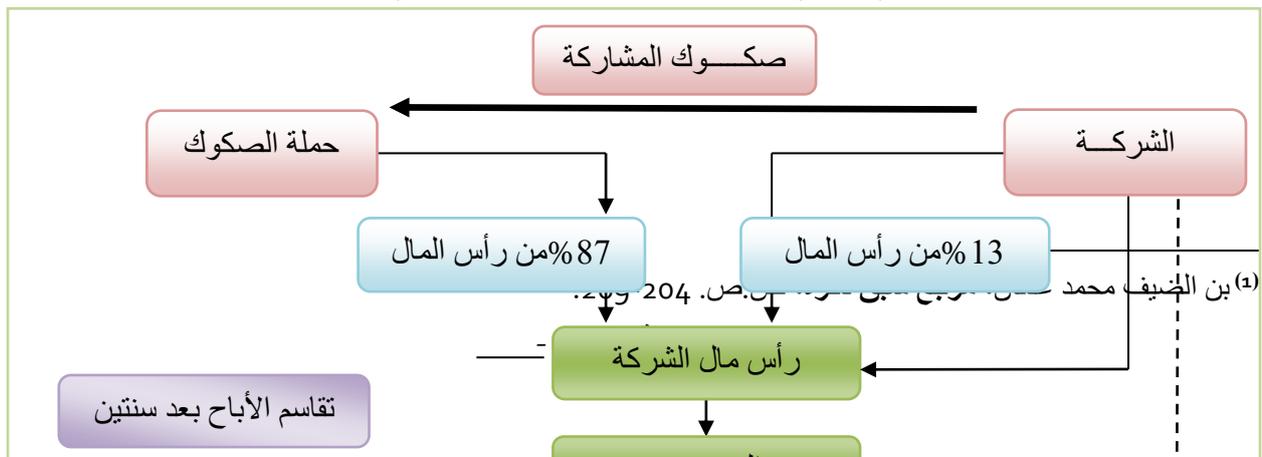
المصدر: نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص. 162.

- ✓ من الشكل الموضح أعلاه يمكن ملاحظة التالي:
- ✓ تبيع الشركة التابعة لشركة انكريس المحدودة (البائع) أصولها إلى شركة صكوك انكريس المحدودة (ISB) (الجهة المصدرة) بقيمة معينة.
- ✓ تقوم الجهة المصدرة بإعادة تأجير أصولها إلى شركة انكريس المحدودة (ICB) لمدة معينة بدفع الأجرة بصورة نصف سنوية من خلال إبرام عقد الإجارة بقصد حصول الجهة المصدرة فيها على أجره.
- ✓ لتمويل شراء الأصول من الشركة التابعة لشركة انكريس المحدودة، فتصدر الجهة المصدرة صكوك الإجارة لاستيفاء ثمن الشراء لتلك الأصول وتمثل هذه الصكوك حصة شائعة في ملكية الأصول المؤجرة.
- ✓ يدفع المستثمرين (حملة الصكوك) دفعة لشراء الصكوك إلى الجهة المصدرة بثمان الحال للحصول على الصكوك، وفي تاريخ الاستحقاق، ستقوم شركة صكوك انكريس المحدودة (الجهة المصدرة) بإعادة بيع تلك الأصول إلى شركة انكريس المحدودة (ICB) حسب القيمة الأصلية (قيمة اسمية في إصدار الصكوك مثلا) ومن حصيلة بيع الأصول، حيث يتم استخدام الحصيلة لاستيفاء القيمة الاسمية للصكوك التي بحوزة المستثمرين.
- وعلية ومما سبق فان عملية إصدار صكوك الإجارة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي تتم وفقا للمعايير اللازمة لصكوك الاستثمار الشرعية المعتمدة من هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية وتم اعتمادها أيضا من اللجنة الاستشارية الشرعية، ويسمح بالتعامل في إصدار وتداول صكوك الإجارة في ماليزيا.

⊖ الصكوك الإسلامية " عقود المشاركة "

- ← صكوك المشاركة:
- إن العمل بعقود المشاركة في ماليزيا يعتبر حديثا نسبيا، حيث كانت بداية التعامل بهذا النوع من العقود سنة 2005، ولكن رغم حداتها فقد لاقت إقبالا كبيرا من طرف المتعاملين، وهي نوعان:⁽¹⁾
- لم نجد تعريفا صريحا لهذا النوع من الصكوك لدى هيئة الأوراق المالية الماليزية حيث تم الاكتفاء على مستواها بوضع تعريف للمشاركة كعقد استثمار. والشكل التالي يبين آلية إصدار هذه الصكوك في ماليزيا.

الشكل (03-04): آلية إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا.



المصدر: بن الضيف محمد عدنان، مرجع سبق ذكره، ص. 204. —

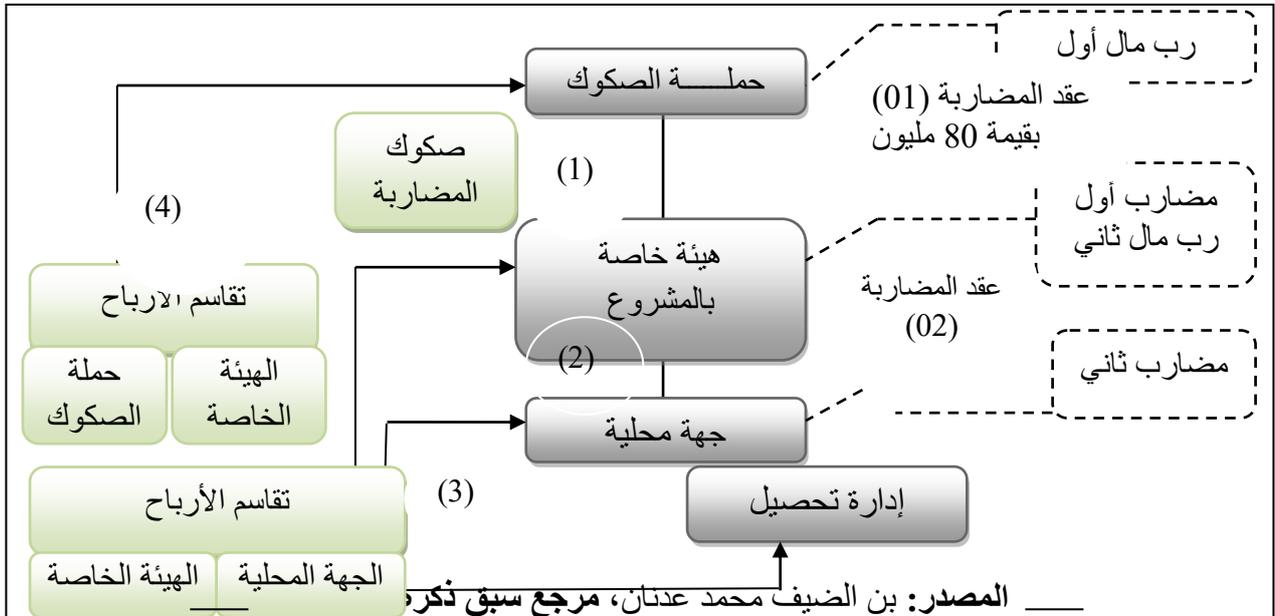
يتضح لنا من خلال الشكل السابق أن إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا، يتم وفقا لمجموعة من المراحل:

- ✓ تقوم الشركة بإصدار الصكوك ويقوم حملة الصكوك بتسديد القيمة المكتتب بها المقدرة بـ: 87% من قيمة المشروع، وتقوم الشركة المصدرة بدفع 13% من قيمة المشروع، وبذلك يتشكل رأس مال المشاركة.
- ✓ دفع رأس مال المشاركة إلى الوصي.
- ✓ مساعدة الشركة للوصي في إدارة المشروع.
- ✓ إنهاء المشروع، ويقوم الوصي بتقسيم الأرباح بين الشركة والمستثمرين (حملة الصكوك) كل حسب نسبة مساهمته، ويكون هذا بعد سنتين من بدء المشروع.
- ✓ دفع أجرة الوصي من طرف الشركة.

← صكوك المضاربة:

لم يعط لها تعريف صريح ما عدا التعريف الموجود لعقد المضاربة الشرعية في تعليمات عرض الأوراق المالية الإسلامية الصادر من هيئة الأوراق المالية الماليزية، ويمكن إيضاح آلية إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا في الشكل التالي:

الشكل (03-05): آلية إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا.



يتضح لنا من الشكل أعلاه أن إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا يتم وفقا لمجموعة من الخطوات نوضحها كما يلي:

- ✓ تقوم البلدية (مثلا) بإنشاء هيئة خاصة بالمشروع، وتقوم هذه الأخيرة بإصدار صكوك مضاربة بقيمة 80 مليون RM ويقوم حملة الصكوك (جهة المكتتب الأول) بالتسديد نقدا حيث يعتبر هنا حملة الصكوك (رب العمل الأول) وتكون الهيئة الخاصة (مضارب أول) والعقد بينهما مضاربة أولى.

الفصل الثالث: نماذج تطبيقية في مجال الهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية المالية

- ✓ تقوم هذه الهيئة للمضاربة بهذا المال فتصبح (رب مال ثاني) مع جهة محلية وتكون هذه الجهة المحلية في مقام (مضارب ثاني) والعقد هنا مضاربة ثانية.
- ✓ بعد الانتهاء تقسم الهيئة المحلية (مضارب ثاني) بينها وبين الهيئة الخاصة بالمشروع (رب مال ثاني) وذلك بعد اقتطاع الضرائب من مصلحة الضرائب.
- ✓ تقوم الهيئة الخاصة للمشروع باعتبارها (مضارب أول) بتقسيم الأرباح بينها وبين حملة الصكوك.

⊖ صيغ الصكوك المتاحة في السوق المالية الماليزية:

بعد التطرق لأنواع الصكوك المتداولة في السوق المالية الماليزية سيتم دراسة تطور إصدار الصكوك وفق لنوع العقد والجدول المالي يمثل الصكوك الإسلامية المرخصة من هيئة الأوراق المالية الماليزية وفقا لمبادئ الشريعة.

الجدول (03-01): الصكوك المالية الإسلامية المرخصة من هيئة الأوراق المالية الماليزية وفقا لمبادئ الشريعة (نسبة الصكوك من 2001-2008).

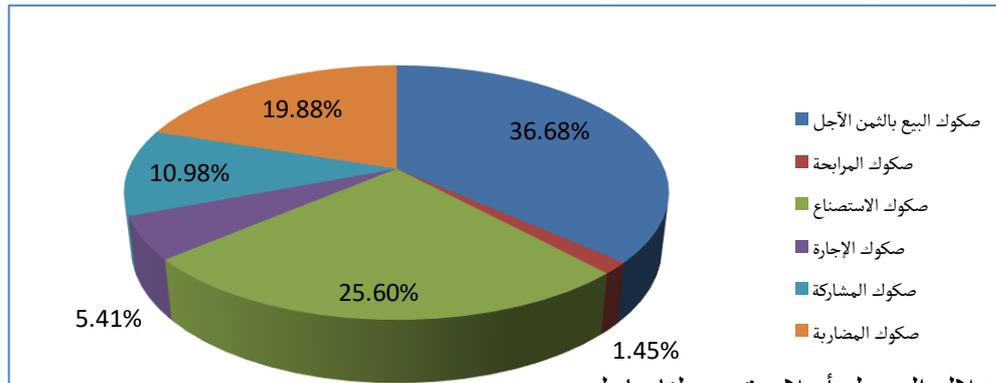
أنواع الصكوك الإسلامية	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	نسبة الصكوك من: 2008-2001
صكوك البيع بالثمن الأجل	77%	67%	40.8%	56.88%	36.3%	6.2%	2%	7.3%	36.68%
صكوك المرابحة	10%	33%	12.7%	32.27%	33.5%	9.4%	19%	3.2%	19.88%
صكوك الاستئصال	13%	-	46.5%	2.8%	14.5%	2.1%	9%	-	10.98%
صكوك الإجارة	-	-	-	2.05%	2.9%	4.9%	11%	22.5%	5.41%
صكوك المشاركة	-	-	-	-	12.6%	70%	58%	64.2%	25.6%
صكوك المضاربة	-	-	-	-	0.2%	7.5%	1%	2.9%	1.45%

المصدر: التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية للفترة (2008-2011)

ومن خلال معطيات هذا الجدول يمكن تمثيل نسبة توزيع الصكوك حسب الصيغ في الدائرة النسبية

التالية:

الشكل (03-06): توزيع الصكوك حسب الصيغ من 2001-2008



من خلال الجدول أعلاه يتضح لنا ما يلي:

- ✓ من سنة 2001 إلى غاية 2003 كان السوق يقتصر على ثلاثة أنواع من الصكوك وهي صكوك البيع بالثمن الأجل وصكوك المرابحة وصكوك الاستئصال حيث انه في السنة الأولى حازت صكوك البيع الأجل على حصة الأسد بنسبة 77% فيما تقاسمت الحصة المتبقية كلا من صكوك المرابحة والاستئصال أما في سنة 2003 فقد شهدت صكوك الاستئصال زيادة وصلت لحد 46.5% وهذا التطور جيد لكون هذا النوع يقدم قيمة مضافة للسوق أما في عام 2004 شهد أول إصدار لصكوك الإجارة بنسبة متواضعة بلغت 2% من إجمالي الصكوك لتتطور هذه النسبة لتصل إلى 22.5% سنة 2008 وهذا ما يعكس الإقبال المتزايد على هذا النوع من الصكوك.

✓ كما يلاحظ أن كلا من صكوك المضاربة وصكوك المشاركة تم التعامل بها لأول مرة في السوق سنة 2005 والتي كانت نسبتها على التوالي 0.2% و 12.6% لتتزايد هاتين النسبتين في السنوات الثلاثة التي تلت، حيث وصلت نسبة صكوك المشاركة 70% سنة 2006 مما يجعل السوق المالي الماليزي يقوم بدوره في تخصيص الموارد بشكل أكثر كفاءة.

✓ أما عن الحصة الإجمالية لمختلف أنواع الصكوك في الفترة (2001-2008) فتظهر الدائرة النسبية أن نسبة صكوك البيع بالثمن الأجل هي 36.68% من إجمالي الصكوك كأعلى نسبة.

✓ وهذا ما يعكس الإقبال على هذا النوع من الصكوك، تليها كل من صكوك المشاركة، المرابحة والاستئصال، وكانت حصة صكوك المضاربة أقل نسبة بـ: 1.45% رغم أنها تعد ابرز أداة من أدوات الأسواق المالية الإسلامية التي يجب الأخذ بها ووضعها بعين الاعتبار بغية تفعيل أكبر دورها في السوق المالية الماليزية.

III.2.4.3 المشتقات المتداولة في بورصة ماليزيا:

تنقسم العقود المتداولة في بورصة المشتقات المالية الماليزية إلى قسمين هما: عقود المستقبلات وعقود الخيارات، ويمكن إيضاحها كما يلي: (1)

⊖ العقود المستقبلية:

تنقسم عقود المستقبلات المتداولة في بورصة المشتقات الماليزية إلى ثلاثة أقسام هي:

← عقود مستقبلات السلع: وهي على نوعين:

أ. عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام:

حيث تعتبر ماليزيا من أكبر الدول المنتجة لزيت النخيل الخام والمصدرة له أيضا حيث تساهم بـ: 49% من الإنتاج العالمي أما عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام المتداولة في البورصة الماليزية للمشتقات هي العقود الوحيدة في العالم، وتعرف على أنها عقود المشتقات بين المشتري والبائع في ترتيب تسليم زيت النخيل الخام في وقت مستقبلي يحدد مسبقا وبسعر يحدد مسبقا أيضا، وأسعار هذه العقود محددة بالعرض والطلب في السوق، وتعتبر عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام هي أول العقود المستقبلية المتداولة في ماليزيا حيث بدأ التعامل بها في أكتوبر 1980.

ب. عقود المستقبلات لزيت نواة النخيل:

لقد طرحت هذه العقود للتداول لأول مرة في فيفري 2004، وهي تلك العقود التي تسمح للبائع بتسليم زيت نواة النخيل في المستقبل وتسمح للمشتري باستلامه أيضا في المستقبل، وتتماثل هذه العقود بعقود المستقبلات لزيت النخيل الخام من حيث أنها قابلة للتسليم.

← عقود مستقبلات الملكية:

إن عقود مستقبلات الملكية المتداولة في بورصة المشتقات الماليزية هي عقود المستقبلات لمؤشر كوالالمبور المركب وقد طرحت في ديسمبر 1995، وتتداول هذه العقود في البورصة الماليزية للمشتقات مستندة إلى كوالالمبور المركب الذي يمثل سوق الأسهم الماليزية ككل، وعقود المستقبلات لمؤشر كوالالمبور المركب هي عقود المشتقات التي تسمح للبائع بالتسليم والمشتري باستلام مجموعة الأسهم في المستقبل، ولكن لا يوجد تسليم حقيقي في هذه العقود في تاريخ الانتهاء لان تسوية هذه العقود تتم بواسطة التسوية النقدية.

(1) نور ليامت سعيد جعفر، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 46، 47.

← عقود المستقبلية المالية:

تنقسم عقود المستقبلية المالية المتداولة في بورصة المشتقات الماليزية إلى:

أ. عقود المستقبلية للأوراق المالية الحكومية:

إن الأوراق المالية الحكومية الماليزية هي الأوراق المالية ذات دخل ثابت متداولة في سوق السندات وقد أصدرت لتمويل المشاريع الحكومية التموينية طويلة الأجل ولها مدة استحقاق متوسطة وطويلة الأجل، أما عقود المستقبلية للأوراق المالية الحكومية الماليزية هي العقود التي يتم إبرامها لتسليم واستلام الأوراق المالية الحكومية الماليزية في المستقبل وفي تاريخ الاستحقاق تسدد هذه العقود على أساس التسوية النقدية وهناك ثلاثة أنواع من العقود المستقبلية للأوراق المالية الحكومية حسب مدتها وهي:

✓ عقود المستقبلية للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة ثلاثة سنوات طرحت لأول مرة في سبتمبر 2003.

✓ عقود المستقبلية للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة خمس سنوات طرحت في مارس 2002.

✓ عقود المستقبلية للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة عشر سنوات طرحت في سبتمبر 2003.

ب. عقود المستقبلية لمعدل الاقتراض بين بنوك كوالالمبور:

تتمثل الأداة الأصلية لعقود المستقبلية لمعدل الاقتراض بين بنوك كوالالمبور في الوديعة بين البنوك وهي النقود المملوكة لمؤسسة بين البنوك المصدقة التي تودع في المؤسسة المصدقة الأخرى، ومعدل الاقتراض بين بنوك كوالالمبور هو سعر الفائدة على الأموال قصيرة الأجل التي توضع في سوق المال بين البنوك.

أما عقود المستقبلية لمعدل الاقتراض بين بنوك كوالالمبور وتكون القيمة الرئيسية له هي مليون رينجيت ماليزي، والمستخدمون الأساسيون لهذه العقود هم: البنوك التجارية وبيوت الخصم وشركة الرهن الوطنية والشركات المالية وشركات التأمين.

⊖ الخيارات:

يوجد هناك نوع واحد لعقود الخيارات المتداولة في البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة وهي عقود الخيارات لمؤشر كوالالمبور المركب، والتي طرحت لأول مرة في ديسمبر 2000، وتعرف على أنها العقود التي تعطي لصاحبها الحق في شراء أو بيع الأصل- في هذه الحالة الأسهم- ومن أمثلة هذه العقود نجد عقد الخيار لشراء مؤشر كوالالمبور المركب الذي يعطي للمشتري الحق في شراء المؤشر عند سعر تنفيذ معين، إذ ينفذ عقده في شراء مؤشر كوالالمبور المركب عندما يكون سعر التنفيذ مثلا في مستوى 1120 وحدة نقدية ويستلم الفرق بين النقد بين سعر التنفيذ ومستوى المؤشر عند تاريخ التنفيذ، ومن هنا يكون قد حاول تقليل مخاطر تغير مستوى المؤشر من خلال التحوط بشراء خيار الشراء لهذا المؤشر.

III.3.4.3 المؤشرات الإسلامية في ماليزيا: تضم السوق المالية الماليزية عدة مؤشرات من أهمها:

⊖ مؤشر فوتسي:

تعتبر مجموعة فوتسي الرائدة عالميا في مجال إنشاء وإدارة أكثر من 120000 سهم، ويعتمد هذا المؤشر في بناءه على القيمة السوقية، حيث صممت هذه السلسلة لتوفر للمستثمرين مجموعة متكاملة وشاملة من المؤشرات التي تقيس أداء رأس المال والصناعة وقطاعات السوق المالية الماليزية وتتمثل هذه السلسلة في مجموعة من المؤشرات، ومن بين مؤشرات فوتسي نجد مؤشرين إسلاميين هما: (1)

← مؤشر فوتسي شريعة:

يتضمن هذا المؤشر الشركات التي تطبق المعايير العامة التي تنص عليها الشريعة، التي تم وضعها من طرف هيئة الأوراق المالية حيث تتمثل الأنشطة التي يجب تجنبها فيما يلي:

- ✓ الخدمات المالية التي تتضمن عنصر الربا.
- ✓ لعبة القمار.
- ✓ التأمين التقليدي.
- ✓ أنشطة الترفيه غير الجائزة وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية.
- ✓ تصنيع أو بيع منتجات غير حلال والمنتجات المتعلقة بها.
- ✓ تجارة الأوراق المالية غير المتوافقة مع أحكام الشريعة.

← مؤشر فوتسي هجرة شرعية:

وصمم هذا المؤشر ليتم استخدامه كأساس للحكم على مشروعية الأسهم، وهذا وفقا لمبادئ وأحكام المجلس الاستشاري الشرعي التابع لهيئة الأوراق المالية الماليزية والشركة المحدودة Yasaar ولكي تندرج الشركات ضمن إطار هذا المؤشر يجب عليها تجنب النشاطات التالية:

- ✓ النشاطات المصرفية وشركات السمسرة (ما عدا المؤسسات المالية الإسلامية).
- ✓ الكحول، التبغ، الألعاب، تصنيع الأسلحة، التأمين على الحياة والإنتاج الغذائي غير الحلال.
- ✓ تغليق وتجهيز أو أي نشاط يتعلق بلحم الخنزير والأغذية غير الحلال. كما أن الشركات التي لديها المعايير التالية هي أيضا غير مدرجة في المؤشر:
- ✓ الشركات التي تكون نسبة خدمة ديونها لا تتجاوز النسبة المنصوصة لدى المجلس.
- ✓ نسبة الدخل النقدي من القبض على الأصول لا تتجاوز النسبة المنصوص عليها.

● مؤشر الشريعة:

يعتمد مؤشر الشريعة في البورصة الماليزية لقياس حركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة وأدائها الاستثماري، ويحسب باستخدام المتوسط المتحرك لأسعار الأسهم لهذه الشركات، فعلى سبيل المثال عندما يصعد مثلا مؤشر الشريعة من مستوى 115 نقطة إلى 120 نقطة فهذا يعني أن متوسط أسعار أسهم الشركات الموضوعه عليه قد ارتفعت بـ 5 نقاط والنقطة هنا تعني مقدار التغير بوحدة واحدة في سعر السهم صعودا أو هبوطا، ويوجد نوعان من مؤشر الشريعة في البورصة الماليزية هما: (1)

← المؤشر الشرعي كوالالامبور:

تم تصميمه سنة 1999 لتلبية الطلب من قبل المستثمرين المحليين والأجانب الراغبين بالاستثمار في الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية، وهذا المؤشر يعتبر دليلا على الوضع العام للبورصة الماليزية في إطار الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة ويمكن أن يكون مفيدا للمستثمرين عند استخدامه كمقياس أداء الأسهم من أجل التخطيط الأمثل لمستقبل استثماراتهم، فالشركات التي يقاس أداؤها حسب المؤشر الشرعي كوالالامبور تكون أنشطتها في دائرة الحلال، ولا تستثمر أموالها في منتجات يدخل فيها الحرام، كما لا تتعامل مع البنوك الربوية.

← المؤشر الإسلامي الماليزي رشيد حسين المحدود-داو جونز-:

وقد بدأ العمل به عام 1992 من شركة رشيد حسين المحدودة وطرح في 10 ماي 1996 رسميا، وهو يسمى بالمؤشر الشرعي رشيد حسين المحدودة، ومنذ 1998 أصبح المؤشر يخضع لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية ولجنة الشريعة لرشيد حسين المحدودة بذاتها، وهذا المؤشر يعبر عن

(1) نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 109، 110.

الفصل الثالث: نماذج تطبيقية في مجال الهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية الإسلامية

بيئة إسلامية في أنشطة الشركات المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية، ويعرف في الوقت الحالي بالمؤشر الإسلامي الماليزي رشيد حسين المحدودة-داو جونز- لأنه يخضع لمعايير داو جونز لتقييم أداء الشركات المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة والمرخصة بها اللجنة الاستشارية الشرعية.

III.5.3 تقييم التجربة الماليزية في تطبيق الهندسة المالية الإسلامية:

بعد التطرق لمختلف جوانب التجربة الماليزية في مجال تطبيق الهندسة المالية الإسلامية يمكن عرض بعض النقاط التي تمثل مزايا حققتها هذه التجربة ونقاط أخرى بمثابة انتقادات وجهت لها.

III.5.3.1 مزايا التجربة الماليزية:

تميزت التجربة الماليزية بالعديد من المزايا نذكر منها:

- ✓ قام سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا على أساس تقديم البديل الشرعي لسوق رأس المال التقليدي فيها، وذلك بتوفير الخدمات المالية الإسلامية إلى متعاملي السوق من المؤسسات المالية، الشركات الخاصة، وجمهور المستثمرين المسلمين الراغبين في الحصول على التمويل والاستثمار المتوافق مع مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية.
- ✓ إن سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا سوق يعمل وفق التشريعات والتعليمات الخاصة به والتي تختلف عن تلك الخاصة بالسوق التقليدي حيث تحاول الحكومة الماليزية لاسيما وزارة المالية الماليزية تطوير سوق رأس المال الإسلامي ليصبح مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي العالمي. ويصبح هذا السوق بديلا عن السوق التقليدي الحالي ونموذجا للمستثمرين المسلمين، والوسطاء الماليين، والشركات التي تحتاج إلى مصادر تمويل متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ويعتبر دور هيئة الأوراق المالية في تطوير هذا السوق دورا مهما وحيويا⁽¹⁾.
- ✓ الدور الرئيسي للدولة في دعم العمل المصرفي الإسلامي، حيث توضح تجربة العمل المصرفي في ماليزيا الدور المتميز الذي قامت به الدولة حيث أنها لم تتردد في تعديل العديد من النصوص الواردة في القوانين القائمة والتي تتعارض مع قانون العمل المصرفي الإسلامي، فقد أخذت على عاتقها بداية قيام العمل المصرفي الإسلامي وقامت بتطويره بعد أن رأت الحاجة لوجوده استجابة لحاجيات شريحة من مواطنيها، وهو الدور المفقود في غالبية الدول الأخرى حيث تعاني المؤسسات الإسلامية بها من الإهمال والمعاداة أيضا.
- ✓ الريادة: ويتضح ذلك من خلال إقامة أول سوق نقدي إسلامي ووضع نظام للمعاملات الإسلامية كما فتحت الطريق أمام الكثير من الدول لكي تقدم وتحذو حذوها خاصة تلك التي توجد بها مؤسسات مالية إسلامية تمارس عملها بصورة محدودة بجوار القطاع المصرفي التقليدي المهيمن.
- ✓ إن الرقابة الشرعية التي تمارس من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية، وهي أهم الأجهزة التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية لمعاونتها في تحقيق أهدافها في بناء مكونات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا. وتمثل المرجعية لمعرفة مدى التزام سوق رأس المال الإسلامي بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية كما أنها تعد إحدى السمات الأساسية المميزة لسوق رأس المال الإسلامية عن السوق التقليدي في ماليزيا.
- ✓ المساهمة الفعالة للمؤسسات المالية التقليدية في تطوير الهندسة المالية الإسلامية بالسماح لها في دخول عالم المالية والصيرفة، وكذلك مساهمة المجتمع الماليزية بجميع طوائفه من خلال الإقبال على المنتجات المالية الإسلامية، إضافة إلى إقبال الغير ماليزيين على المنتجات المالية الإسلامية حيث أن تداولها خارج ماليزيا يفوق تداولها في الداخل.

(1) المرجع نفسه، ص. 170.

- ✓ الاعتراف الدولي ببعض الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا من خلال بورصة لابوان المالية العالمية مثل الصكوك الدولية الماليزية والتي أصدرتها وفق مبدأ الإجارة والتي لاقت إقبالا كبيرا⁽¹⁾. حيث تعتبر التجربة الماليزية في الأدوات المالية الإسلامية هي الوحيدة التي عبرت العالم إلى أسواق خارجية بنسبة تراوحت بين 12 إلى 15 % وان حجم الصكوك الإسلامية الماليزية موزعة في 6 أقطار وان حجم الصناديق الاستثمارية الإسلامية المشتركة أكثر من 110 صندوق.
- ✓ من حيث الهياكل التنظيمية نجد ماليزيا مكتملة الهياكل مقارنة بالدول الإسلامية الأخرى وذلك بتوفر الخبرات والمهارات التي اكتسبها الماليزيون في مجال الصناعة المالية الإسلامية وأسواق المال.
- ✓ إن نجاح سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، لا يرتبط بجودة وكفاءة الإدارة فحسب، بل يرتبط أيضا بالرقابة الشرعية، فاللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية تلعب دورا عظيما في تطوير هذا السوق.
- ✓ تمثل الصكوك الإسلامية أهم منتجات الهندسة المالية الإسلامية في ماليزيا حيث تصدر جميع أنواع الصكوك.
- ✓ إن عملية إصدار صكوك الإجارة في السوق المالي الماليزي تتم وفقا للمعايير الشرعية المعتمدة من هيئة المراجعة المحاسبية للمؤسسات المالية الإسلامية. وتم اعتمادها أيضا من اللجنة الاستشارية الشرعية.
- ✓ احتلت ماليزيا الصدارة في السنوات الأخيرة من حيث حجم إصدار الصكوك وذلك باستحواذها على حصة الأسد من حجم الإصدار العالمي.

III.2.5.3 انتقادات التجربة الماليزية:

- على الرغم من الخصائص والايجابيات التي تميزت بها التجربة الماليزية، أنها لا تخلو من بعض نقاط الضعف أو المشاكل، حيث وجهت لها مجموعة من الانتقادات:
- ✓ على الرغم من قيام سوق رأس مال إسلامي في ماليزيا على أساس تقديم بديل شرعي لسوق رأس المال التقليدي إلا أن هذا البديل ظل محصورا في نافذة ضيقة للمعاملات الإسلامية في البورصة الماليزية للأوراق المالية الإسلامية عن البورصة التقليدية.
 - ✓ بعض الانتقادات التشغيلية التي تتعلق بالسماح للبنوك الأجنبية بهذه السرعة في ماليزيا حيث لم تكن البنوك الإسلامية المحلية مستعدة بما فيه الكفاية للمنافسة.
 - ✓ إن إصدار وتداول صكوك البيع بالثمن الأجل وصكوك المرابحة في التجربة الماليزية لا يتم وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، لأنه يقوم على أساس تطبيق بيع العينة والذي اجمع الفقهاء على تحريمه، على الرغم من الحجج التي ساقته اللجنة الشرعية الاستشارية بتبني وجهة نظر بعض الفقهاء في جواز بيع العينة تحقيقا للمصلحة العامة، وللتغلب على نقص السيولة دون اللجوء إلى القروض الربوية من البنوك التقليدية وفقا للقاعدة الفقهية: "إذا تعارضت مفسدتان روعي أعظمهما ضررا بارتكاب أخفهما"، ويعزى ذلك إلى أن سوق الأوراق المالية الإسلامية في الأساس قائم على فروض وتصورات خاطئة لا تتوافق ولا تتسجم مع ارض الواقع⁽²⁾.
 - ✓ إن عملية إصدار صكوك الاستصناع وتداولها في التجربة الماليزية لا يتم وفقا لأحكام الشريعة ولا يقوم على أساس شرعي، لأنه يشتمل على بيع الدين والذي حرمه كثير من العلماء، كما يقوم مبدأ صكوك الدين النقدي المحرم شرعا.

(1) المرجع نفسه، ص. 172.

(2) المرجع نفسه، ص.ص. 169، 170.

- ✓ بالرغم من أن السوق المالي الماليزي سوق يعمل وفق التشريعات والتعليمات الخاصة به والتي تختلف عن تلك الخاصة بالسوق التقليدي إلا أن هذا السوق غير مستقل تماما عن السوق التقليدية، فهو يعتمد على سوق رأس المال التقليدي في كثير من الأمور التي تتعارض مع الشريعة الإسلامية وذلك بحكم خضوع كل من السوقيين لرقابة وإشراف هيئة الأوراق المالية الماليزية ووزارة المالية الماليزية وهذا يعزى إلى التزام السوق المالي الإسلامي بالسياسات المالية والنقدية المتبعة في ماليزيا والتي تصدر عن وزارة المالية الماليزية.
- ✓ تعتبر المتاجرة بالصكوك وخلق مشتقات مالية مسائل مختلف فيها حيث أصدر فيها الكثير من العلماء تصاريح قوية بالتحفظ آخرها اعتبار 85 % من الصكوك الماليزية والمشتقات المالية بها لا تتوافق مع الشريعة.
- ✓ وفي الأخير يمكن القول أن التجربة الماليزية تعد تجربة هامة على طريق بناء وتطوير التعامل في الأسواق المالية الإسلامية وصناعة الهندسة المالية الإسلامية إلا أنها بحاجة لمزيد من التطوير لتصبح موافقة للشريعة، مع التأكد على دور الرقابة الشرعي لضمان سلامتها من المخالفات الشرعية

4.III الهندسة المالية الإسلامية في الجزائر من خلال بنك البركة:

يمثل بنك البركة أول تجربة جزائري للصيرفة الإسلامية، حيث عمدت الجزائر الخوض في هذه التجربة رغبة منها في إقامة تحولات وإصلاحات تتماشى وظروف العصر، وباعتبار هذا البنك إسلاميا فهو يعمل على تقديم خدمات مالية إسلامية.

1.4.III نبذة عن مجموعة البركة الدولية:

تم إنشاء مجموعة دلة البركة سنة 1980 بجدة في المملكة العربية السعودية برأس مال يقدر 200 مليون ريال سعودي، يملكها رجل الأعمال السعودي الشيخ صالح عبد الله كامل، وقد توحدت البنوك التابعة للمجموعة بتاريخ 22 جوان 2002 في مملكة البحرين، وأصبحت مملوكة من قبل كل من الشيخ صالح كمال (55%) وشركة دلة البركة القابضة البحرين (45%) وتعمل المجموعة بموجب ترخيص بنك أوفشور.⁽¹⁾

وتعتبر مجموعة البركة الدولية من أهم الشركات الناشطة في الوطن العربي وتهدف إلى:

✓ تشجيع الاستثمار في رؤوس الأموال من أجل الحصول على الربح وذلك بطرق حلال.

✓ المساهمة في تنمية وتطوير الدول الإسلامية.

✓ نسج علاقات تجارية وطيدة بين الدول الإسلامية.

وهذه المجموعة توسعت في ظرف 6 سنوات لتصبح 14 بنك ومؤسسة مالية موزعة على عدة دول إسلامية في آسيا وإفريقيا بالإضافة إلى تركيا وجنوب إفريقيا... الخ، والبنك الخامس عشر كان في الجزائر، وقد بلغت ميزانية المجموعة سنة 1990 حدود خمسة ملايين دولار.

إن تأسيس مجموعة البركة نابع عن الحاجة لتقديم خدمات مصرفية إسلامية عالمية للمسلمين في كافة

أرجاء العالم.

2.4.III لمحة عن بنك البركة الجزائري:

سيتم إلقاء الضوء على عدة جوانب تخص بنك البركة الجزائري كالتالي:⁽²⁾

(1) جلال حمري، "بنك البركة الجزائري"، مقالة منشورة على الموقع: <http://etudiantdz.net/vb/t12708.html> ، تاريخ الاطلاع: 2012/04/15.

(2) سليمان ناصر، "تجربة البنوك الإسلامية في الجزائر: الواقع والآفاق"، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 04، 2006، ص.ص. 02-03.

III.2.4.1 نشأة البنك:

بنك البركة الجزائري هو أول بنك إسلامي مشترك (بين القطاع العام والخاص) افتتح أبوابه في الجزائر، أنشئ بتاريخ 20 مايو 1991 كشركة مساهمة في إطار قانون النقد والقرض (القانون رقم 10/1990) الذي صدر مع الدخول في مرحلة الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر، ومقره الرئيس هو مدينة الجزائر العاصمة.

III.2.4.2 رأس مال البنك:

بلغ رأس مال البنك سنة 2003 نحو 500000000 دينار جزائري مقسمة إلى 500000 سهم، قيمة كل سهم 1000 دينار جزائري ويشترك فيه مناصفة كل من:

- ✓ بنك الفلاحة والتنمية الريفية B.A.D.R وهو بنك حكومي جزائري بنسبة 50%.
- ✓ شركة دلة البركة القابضة الدولية ومقرها بين جدة (السعودية) والبحرين بنسبة 50%.

III.2.4.3 ودائع البنك:

يتلقى البنك الودائع من الأفراد والمؤسسات ويفتح ثلاثة أنواع من الحسابات بالدينار الجزائري أو بالعملة الصعبة وهي:

⊖ حساب الشيكات:

لتسهيل معاملات الأفراد والمؤسسات.

⊖ حساب التوفير:

لتشجيع صغار المدخرين حيث الحد الأدنى للرصيد هو 2000 دج.

⊖ حساب الاستثمار غير المخصص:

لاستثمار الأموال الكبيرة حيث الحد الأدنى للرصيد هو 10000 دج يدخل الحسابين الأخيرين في الاستثمار بنسب معينة تتناسب طرديا مع طول الفترة الزمنية، ويتحصلان على معدلات للربح تتناسب مع الزمن بنفس الطريقة.

وتفكر إدارة البنك في فتح نوع جديد من الحسابات هو: حساب الاستثمار المخصص الذي توجه فيه الوديعة الى الاستثمار في مشروع معين.

III.2.4.4 إدارة البنك:

يدير البنك مجلس إدارة يتكون من 7 أعضاء تحت رئاسة رئيس ونائب له، كما أن البنك مديرا عاما وأربعة مدراء مساعدين وللبنك لجنة تنفيذية تتشكل من أربعة أعضاء بما فيهم المدير العام ويوجد أيضا للبنك مراقبين للحسابات، وثلاثة مراقبين شرعيين، وجمعية عامة للمساهمين.

III.2.4.5 معلومات عامة عن البنك:

يقع المقر الرئيسي للبنك بالجزائر العاصمة، وله فروع في كل من: الجزائر العاصمة (وكالتين)، البلدية، وهران، تلمسان، غرداية، قسنطينة، سطيف، باتنة، عنابة، روية، وهناك فروع أخرى كمشروع للإنشاء مستقبلا. السنة المالية للبنك هي السنة الميلادية.

III.3.4.1 منتجات الهندسة المالية الإسلامية من خلال بنك البركة:

ممثلة في التمويلات الإسلامية التي يقدمها البنك ويمكن إيجازها في(1):

III.3.4.2 عقد المرابحة:

يمنح البنك للعملاء تمويلا بالمرابحة في حدود المبلغ المرخص به من قبل البنك مضافا إليه هامش الربح المتفق عليه، ويجب على العميل أن يقدم للبنك لكل عملية مرابحة منجزة في إطار التمويل موضوع هذا العقد أمرا بالشراء يبين فيه خاصة مبلغ العملية ونسبة الربح المتفق عليه ومواعيد التسديد، وتنفيذا لهذا العقد

(1) زاهرة بني عامر، "نماذج عقود تمويل يقدمها بنك البركة الجزائري"، مقالة منشورة على الموقع:

http://iefpedia.com/arab/?p=30585 ، تاريخ الاطلاع: 2012/04/15

الفصل الثالث: نماذج تطبيقية في مجال الهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية

يبيع البنك للعميل الذي يوافق السلع أو البضاعة محل الفاتورة أو الفواتير أو الأوامر بالشراء المرفقة بهذا العقد والتي تشكل جزء لا يتجزأ منه.

يتم التمويل بتسديد البنك ثمن السلع وكذا كافة المصاريف التي يوافق على تحملها، وهذا بعد تسلم الوثائق الخاصة بها مع التزام العميل بشراء السلع محل أمر الشراء، كما يلتزم بعدم رجوع الى البنك بخصوص أي عيب أو خلل في هذه السلع ويعتبر العميل المسؤول الوحيد فيما يخص نوعية ومواصفات السلع.

أما عن ثمن البيع وكيفية تسديده فيلتزم العميل بدفع ثمن المرابحة طبقاً للأقساط المذكورة في الأمر بالشراء، وفي حالة تسديد مبلغ الدين قبل الاستحقاق يمكن أن يمنح البنك للعميل تخفيضاً من أصل ثمن المرابحة المسدد قبل الاستحقاق.

III.4.3.2 عقد تأجير عقاري منتهي بالتمليك:

يؤجر بموجب هذا العقد بنك البركة للعميل بناء على طلب التمويل بموجب عقد بينهما، وتحدد مدة الإيجار حسب ما هو منصوص عليه في جدول التسديد المرفق بالعقد وكذلك الأمر بالنسبة للمبلغ الإجمالي، كما يلتزم المستأجر بدفع الإيجارات المستحقة وفقاً لجدول التسديد في نهاية كل فترة تأجيرية وفي موطن المؤجر الموضح في العقد.

هذا وفي حالة تأخر المستأجر عن سداد أي قسط من الأقساط في موعد تحل باقي الأقساط وتصبح جميعاً واجبة الأداء، كما أنه في حالة الدفع المسبق لأقساط الإيجار غير المستحقة بعد، وفي حالة موافقة المؤجر على ذلك يتم مراجعة المبلغ الإجمالي للإيجار تبعاً لذلك أما عن ملكية العين المؤجرة فهي ملك للمؤجر ولا يمكن تحويل ملكيتها إلى المستأجر إلا بعد سداد القسط الأخير مضافاً إليه كاف المصاريف والملحقات ولاسيما تلك المتعلقة بنقل ملكية العين المؤجرة حيث يحق للمستأجر حينئذ امتلاك العين المؤجرة.

III.4.3.3 عقد استئجار:

يقوم الصانع (البنك) بصنع المصنوعات المبنية في القائمة المرفقة بالعقد ومن ثم بيعها للطرف الثاني وهذا بناء على طلب التمويل المقدر من طرف المستصنع (العميل)، حيث يلتزم المستصنع بأن يشتري من الصانع المصنوعات المبنية في القائمة المرفقة بالعقد، فأنجاز المصنوعات يكون مقابل تسديد المستصنع للثمن المبين في ملحق الشروط و جدول التسديد كما يلتزم الصانع بتنفيذ جميع الأعمال اللازمة لصنع المصنوعات في الأجل المحددة، ثم يقوم بتسليمها، وفي حالة تأخر الصانع عن إتمام صنع المصنوعات في الموعد المحدد فإن المكلف بالأشغال يتحمل الأضرار، وفي حالة وجود أية تعديلات يقترح المستصنع إدخالها مما قد يؤثر على شروط وقيمة ومدة هذا العقد، فإن على المستصنع الاتفاق كتابياً مع الصانع على تعديل العقد أو للحصول على موافقته دون أن يكون الصانع ملزماً بالاستجابة وضماناً لتسديد مبلغ التمويل محل هذا العقد بما في ذلك المبلغ الأصلي، نسبة الربح، النفقات والمصاريف، يلتزم العميل بتخصيص كل الضمانات العينية أو الشخصية التي يطلبها الصانع ضماناً لتنفيذ التزامات المستصنع اتجاهه.

III.4.3.4 عقد تمويل بالاعتماد الإيجاري:

بدأ هذا النوع من التمويل يطبق من طرف بنك البركة في 2008 ويخص الأصول المنقولة وغير المنقولة.

وبموجب هذا العقد وبطلب من العميل يلتزم البنك بتأجير الأصول المتفق عليها للعميل على سبيل الاعتماد الإيجاري، ويحدد في هذا العقد مدة الإيجار والغير قابلة للإلغاء، يقوم البنك بتسليم الأصول على أن يلتزم العميل بإرسال نسخة من محضر تسلم الأصول المنقولة الممضي مع البائع الأول إلى البنك، وفي حالة عدم مطابقة الأصول يقدم العميل شكوى للبنك الذي يقوم هو الآخر برفعها للبائع الأول، أما عن التهيئة فإن العميل يتحمل كل مصاريف تهيئة الأصول التي أعدت له وعن ملكيتها تبقى للبنك خلال مدة هذا العقد إلى غاية تسديد العميل لكل أقساط الإيجار المنصوص عليها في جدول التسديد وحصول العميل من البنك

الفصل الثالث: نماذج تطبيقية في مجال الهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية الإسلامية

على إبراء بذلك، وذلك خلال هذا الفترة يلتزم العميل بالمحافظة وصيانة الأصول. ولحماية أصول البنك وضمانا لتسديد أقساط الإيجار، النفقات والمصاريف الأخرى يلتزم العميل بتخصيص كل الضمانات العينية والشخصية التي يطلبها البنك.

III.4.4 تقييم التجربة الجزائرية في مجال الهندسة المالية الإسلامية:

من خلال عرض منتجات الهندسة المالية الإسلامية في الجزائر تبين أن بنك البركة تقتصر منتجاته على تمويلات إسلامية فقط هي: صيغ المرابحة، التأجير العقاري المنتهي بالتمليك، الاستصناع والاعتماد الإيجاري، حيث يوجد انعدام تام للمشتقات المالية الإسلامية والصكوك الإسلامية، كما لا يوجد أي من أنواع المؤشرات الإسلامية المعمول بها.

واعتبر المدير العام لمكتب الاستشارة في الهندسة المالية في الجزائر أن دخول الجزائر تجربة الهندسة المالية مازال محدودا بسبب ضعف أداء البورصة الجزائرية الذي يرجع إلى محدودية دخول المؤسسات الخاصة للسوق السندية بسبب شروط الدخول.⁽¹⁾

كما أوضح أن الخوض في منتجات الهندسة المالية يتطلب شروط تأطير تخص أساسا شفافية الوضعية المالية للمؤسسة وتوقعاتها المالية التي يجب أن تكون قادرة على رصد سيولة كبيرة لمواجهة هذا النوع من الأدوات.

كما أثار مسألة التكاليف المرتفعة للحملات الإعلامية الضرورية لتسويق هذه المنتجات التي لا يمكن للشركات الجزائرية تحملها ومن جهة أخرى أوصى المتدخل بتطوير السوق الإسلامية لدفع السوق الجزائرية من خلال إثرائها بأدوات جديدة من حيث النوع والكم.

III.4.5 معوقات قيام هندسة مالية إسلامية في الجزائر:

يمكن إرجاع معوقات قيام هندسة مالية إسلامية في الجزائر إلى مجموعتين رئيسيتين من العوامل تكمن في وجود معوقات لسير بوصة الجزائر من جهة ومن جهة أخرى معوقات العمل المصرفي الإسلامية فيها، فباجتماع هذين المعوقين معا يكون من المستحيل ظهور منتجات الهندسة المالية الإسلامية في السوق المالية الجزائرية.

(1) الهاشمي صياغ، "الهندسة المالية في الجزائر"، مقالة منشورة على الموقع: <http://www.djazair.com/elmowatan/1345> تاريخ الإطلاع: 2012/04/15.

III.4.5.1 معوقات بورصة الجزائر:

لقد أصبحت بورصة الجزائر واقعا ملموسا من الناحية المؤسساتية إلا أنه توجد معوقات حالت دون تحقق الفعالية المرجوة منها يمكن تصنيفها كالتالي⁽¹⁾:

⊖ المعوقات الاقتصادية: يمكن إجمالها في النقاط التالية:

- ✓ التضخم: وذلك من خلال تأثيره السلبي على الادخار.
- ✓ السوق الموازية: حيث تؤدي إلى عدم مرور المدخرات على شكل نقود سائلة بالدوائر الرسمية.
- ✓ ضعف الجهاز الإنتاجي: حيث يمثل القطاع العام قرابة 80% من مجموع الاستثمارات الجزائرية واهم ما يميز هذا القطاع ضعف المردودية فيه.
- ✓ غياب الشفافية: حول مصداقية المعلومات التي يجب أن تقدمها المؤسسات المقيدة في البورصة للجمهور.

⊖ المعوقات السياسية والتشريعية:

- ✓ فمن ناحية المعوقات السياسية فمن المعروف أن بورصة الجزائر افتتحت في ظروف سياسية غير مستقرة، وبحكم أن المستثمر دائما يبحث على عامل الأمان والمردودية بالدرجة الأولى، وهذان العاملان لا يتحققان إلا في محيط يتميز بالاستقرار السياسي، فقد ساهم ذلك في عرقلة النشاط الفعلي لهذه البورصة.
- ✓ أما عن المعوقات التشريعية فتعود إلى أن الجزائر تتميز بإطار تشريعي بطيء فمثلا نجد أن صدور نظام COSOB رقم 03-96 المؤرخ في 03 جوان 1996 إلا أن تأسيس معظم شركات الوساطة كان في 1999.

⊖ المعوقات الاجتماعية والثقافية والدينية:

بالنسبة للعائق الاجتماعي والثقافي فإن العامل الديمغرافي في الجزائر جعل العائلات منشغلة بحاجياتها من غذاء ولباس إضافة إلى هذا فإن العائلات تميل إلى توجيه ادخارها أساسا نحو البنوك العمومية باعتبارها تمثل أكبر قدر ممكن من الثقة والأمان وهذا يؤدي إلى إعاقة عمل البورصة في الجزائر، كما نجد غياب الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع وذلك لجهل الفئات العريضة من المجتمع بماهية البورصة وأهميتها، التي تمثل عائقا حقيقيا بالنسبة لمعظم الناس غير الواعين من أجل الاستثمار لأموالهم في القيم المنقولة.

وبالنسبة للعامل الديني: لا يخفى على احد أن اللجوء إلى عملية التمويل عن طريق البورصة من خلال إصدار أسهم وسندات هي من إحدى طرق التمويل العصرية غير أن التعامل بها من طرف المجتمعات العربية والإسلامية يعترئها بعض الحرج من الناحية الدينية خاصة السندات باعتبارها قرضا ربويا، وإذا ما نظرنا إلى قرار مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره السابع بجدة من 09-04 ماي 1992 الذي اقر بان الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحيانا بالمرحبات كالربا ونحوه بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعة. كل هذا من شأنه أن يؤثر على القرارات الاستثمارية للمدخرين التي لا بد أن تصب في خانة الكسب الحلال.

المعوقات التنظيمية:

يمكن إجمالها عموما في قلة المؤسسات المدرجة في البورصة وضعف حجم المبادلات إضافة إلى عدم التنوع في إصدار الأوراق المالية ووجود عدة نقائص في الهيكل التنظيمي.

III.4.5.2 معوقات العمل المصرفي الإسلامي في الجزائر:

(1) زيدان محمد ونورين بومدين، " دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية في الجزائر: المعوقات والآفاق"، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، يومي 21، 22 نوفمبر، ص.ص. 13-17.

تعتبر تجربة الجزائر في الصيرفة الإسلامية حديثة النشأة لذلك تعترضها جملة من المعوقات أهمها: (1)

⊖ غياب الإطار القانوني:

حيث يشترط توفر الإطار القانوني للعمل المصرفي الإسلامي وصياغة نصوص قانونية تراعي هذا العمل من حيث تميزه ومن ثم تعمل على أن تحفظ لمؤسساته قدرتها التنافسية لاسيما في محيط مصرفي تجتمع فيه بنوك كلاسيكية، وهو ما لا يوجد في الجزائر.

⊖ افتقاد الإرادة الحقيقية في العمل المصرفي الإسلامي:

إن البنوك الإسلامية بالرغم من أنها انطلقت من فكرة مغايرة للتي اعتمدها البنوك الكلاسيكية، إلا أن الكثير منها وللأسف، نهجت منهاجا مشابها لها من حيث ضمان أموال المودعين، وبالرغم من انه كثيرا من المصارف الإسلامية تعلن أنها تضارب بأموال المودعين لكن العقلية البنكية السائدة ظلت مهيمنة على إدارات هذه البنوك، كما يجب على البنوك الإسلامية التوجه في تمويلاتها إلى اعتماد أساليب المشاركة وعدم إهمالها، إننا بقولنا هذا لا نعني أن ما تقوم به المصارف الإسلامية من استخدام لأساليب التمويل الأخرى الأقل مخاطرة والأكثر تحكما في الوسائل والنتائج هو انحراف مطلق عن رسالتها، غير أن الوضع الذي نقصده هو ضرورة المزاجية بين هذا كله وعدم الانحصار في مجال محدد دون غيرها حيث أن المصرف الإسلامي بهذه الصورة، لا يمكنه أن يكون بديلا عن البنوك الكلاسيكية.

⊖ افتقار موظفي المصارف الإسلامية للتأهيل والتكوين:

إن من العوائق التي تحول دون تطور العمل المصرفي الإسلامي في الجزائر هو افتقار مؤسساته للإطارات المؤهلة والمتخصصة، فجل الموارد البشرية العاملة فيه استقدمت من البنوك الكلاسيكية فقد نشأت وتكونت بها مما يصعب عليها التأقلم مع فلسفة العمل المصرفي الإسلامي.

⊖ سوء تنظيم وهيكلية الإدارة التمويلية للمصرف الإسلامي:

إن المصرف الإسلامي باعتبار تميزه في وساطته المالية يجعله مختلفا عن البنوك الكلاسيكية في نظامه التمويلي، مما يفرض عليه اختلافا في تنظيمه الداخلي وهيكلية إدارته التمويلية، حيث لا بد أن يعمد إلى نظام التخصص في الإدارات، وحتى في الإدارة ذاتها لا بد من توزيع الأعمال والصلاحيات حفاظا على التنفيذ الحسن لمعاملاته وفقا لما تقتضيه الأحكام الشرعية.

وعليه ومما سبق من عرض لمعوقات السير الجيد لبورصة الجزائر من جهة ومعوقات العمل المصرفي الجزائري فإنه من الصعب إصدار وتداول أدوات الهندسة المالية الإسلامية إلا بعد إيجاد حلول للمعوقات السابقة الذكر.

(1) محمد القاسمي، "تجربة مصرف السلام الجزائري في التمويل الإسلامي"، مقالة منشورة على الموقع: <http://iefpedia.com/arab/?p=24660> ، تاريخ الاطلاع: 2012/04/16.

خلاصة الفصل الثالث:

حظيت الهندسة المالية منذ ظهورها بانتشار واسع في مختلف الدول خاصة منها الدول الغربية، فمثلا فرنسا اشتهرت بكل من سوقي *Monep* و *Matif*، كما شهدت هولندا تعاملات بمختلف أنواع عقود المشتقات وكذلك الأمر بالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية واشتهرت بورصة سيدني بالعقود المستقبلية لكثير التعامل بها، ولم تكن قارة آسيا بمنى على هذا كله بل عرفت كل من كوريا والهند قيام بورصة للمشتقات في كل منها.

والمتتبع لصناعة الهندسة المالية الإسلامية يتضح له أن انتشارها في الدول العربية خاصة من خلال الصكوك الإسلامية التي عرفت تطورا ملحوظا في الأسواق العربية والإسلامية، كما سارعت الكثير من الدول الغربية خاصة بعد الأزمة العالمية إلى اعتمادها والعمل على إصدار وتداول منتجاتها. وتبقى تجربة الماليزية في مجال الهندسة المالية الإسلامية الأكثر نجاحا من خلال النتائج التي حققتها باحتوائها على مختلف أدوات الهندسة المالية الإسلامية وعلى الرغم من عدم مطابقة بعض الأدوات كلية مع الشريعة الإسلامية إلا أنها تبقى السوق التي تتوفر فرص الاستثمار المتوافقة مع الشرع. وعند الحديث عن الجزائر يمكن القول أن العجز المزمع الذي تعانيه البورصة فيها وحداثة العمل المصرفي الإسلامي حال دون محاولات قيام هندسة مالية إسلامية واضحة المعالم فيها.

النتائج والاقترحات والتوصيات:

انطلاقاً من دراستنا يمكن تقديم النتائج والاقترحات التالية:

النتائج:

أهم ما توصلنا إليه النتائج التالية:

1. الهندسة المالية هي علم تطوير أدوات مالية مبتكرة و صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل.
2. من أهم أسباب ظهور الهندسة المالية تزايد احتياجات المستثمرين في الأسواق المالية بالإضافة إلى التطور التكنولوجي.
3. تكمن أهمية الهندسة المالية في كونها وسيلة تطويرية لأسواق المال.
4. يعتبر فن التحوط وإدارة المخاطر من بين أهم استخدامات الهندسة المالية.
5. نظراً للأهمية المكتسبة من طرف الهندسة المالية فإن لها أثراً على العديد من الجوانب الاقتصادية منها: الاستقرار الاقتصادي، المؤسسات المالية و السياسة النقدية.
6. تعتبر المشتقات المالية بأنواعها من أهم أدوات الهندسة المالية هذا إضافة إلى التوريق المصرفي.
7. للمشتقات المالية والتوريق المصرفي أكثر من فائدة تعود على مستخدميها تصب مجملها في تلبية حاجات المستثمرين و تنشيط السوق المالي.
8. يتم اختيار العقود المستخدمة في تغطية المخاطر وفقاً لنوع المخاطر المراد ادارتها والتحوط منها.
9. التطبيق الخاطئ عند التعامل بأدوات الهندسة المالية التقليدية يجر معه مخاطر أكبر.
10. باعتبار سوق المشتقات المالية سوق قائمة على معاملات افتراضية و ترتبط بمضاربات مستقبلية فقد ساهمت كثيراً في التسبب بالعديد من الأزمات المالية و الاقتصادية.
11. إن مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم و التطوير و التنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل و ذلك في إطار موجبات الشرع الحنيف يقصد بها الهندسة المالية الإسلامية.
12. تنفرد الهندسة المالية الإسلامية بمجموعة من الخصائص تميزها عن مثيلتها التقليدية من حيث أنها تجمع بين الكفاءة الاقتصادية و المصادقية الشرعية معا.
13. من أهم مبادئ الهندسة المالية الإسلامية مبدأ التوازن من خلال التوفيق بين كافة الثنائيات التي تسود الحياة كالربح و العمل الخيري معا مثلاً.
14. تتمثل الأهمية الكبرى للهندسة المالية الإسلامية في رفع الحرج و المشقة عن المتعاملين من المسلمين الذين يتعاملون بالعقود المالية بمستجداتها الحديثة.
15. تشمل الهندسة المالية الإسلامية على مجموعة من المنتجات هي: المشتقات المالية الإسلامية، الصكوك الإسلامية، المؤشرات الإسلامية، التوريق الإسلامي و العقود المركبة.
16. تكمن أهم مزايا تطبيق الهندسة المالية الإسلامية في توفير البدائل للمنتجات المالية التقليدية مع تجنب تقليد هذه المنتجات.
17. من أهم الأدوار الفعالة التي وصلت إليها الهندسة المالية الإسلامية إقامة و تنشيط الأسواق المالية الإسلامية و كذلك المصارف الإسلامية.
18. تتم إدارة المخاطر باستخدام منتجات الهندسة المالية الإسلامية باستخدام عقود مسماة في الفقه الإسلامي إضافة إلى استخدام المشتقات المالية الإسلامية حيث المبدأ في ذلك اقتسام الربح والخسارة.
19. أثبتت التجارب العملية مكانة الاقتصاد الإسلامي و أدواته في مواجهة الاختلالات والأزمات الحاصلة في الاقتصاد.
20. قامت الدول الرأسمالية بتطبيق الهندسة المالية التقليدية في أسواقها منذ وقت بعيد نظراً للتطور الكبير لهذه الأسواق.

21. أكثر أدوات الهندسة المالية الإسلامية اصدارا و تداولا في الدول العربية و الإسلامية هي الصكوك بمختلف أنواعها.
22. سارعت العديد من الدول الغربية إلى انتهاج الهندسة المالية الإسلامية من أجل سلامة وضعها المالي و ضمان استقرار أسواقها.
23. تعتبر التجربة الماليزية في مجال الابتكارات المالية الموافقة للشريعة الإسلامية من أنجح التجارب، فقد عرفت انتشارا كبيرا على المستوى العالمي و أصبحت موضوع الكثير من الدراسات و البحوث حيث تتوفر على جميع منتجات الهندسة المالية الإسلامية و أغلبها متوافق مع الشريعة الإسلامية.
24. لم تحقق الجزائر نجاحا على مستوى البورصة و لا على مستوى العمل المصرفي الإسلامي من خلال بنك البركة الأمر الذي حال دون قيام هندسة مالية إسلامية فيها.

❶ الاقتراحات و التوصيات:

من خلال ما اكتسبناه من خلال هذه الدراسة وضعنا الاقتراحات و التوصيات التالية:

1. تجنب الأدوات المالية التقليدية القائمة على سعر الفائدة، بيع الدين بالدين، المضاربة و غير ذلك من الأمور المحرمة شرعا.
2. التمسك بإتباع قواعد الشرع الحنيف في استثمار الأموال.
3. ضرورة إتباع منهج إسلامي واضح و بين في تطوير و ابتكار المنتجات المالية الإسلامية.
4. محاولة الاستفادة من تطور المنتجات المالية الإسلامية في الصناعة المالية الإسلامية المعاصرة.
5. إنشاء مؤسسة أو هيئة خاصة بالهندسة المالية الإسلامية وظيفتها الأساسية العمل على ابتكار منتجات مالية تتميز بالمصداقية الشرعية و الكفاءة الاقتصادية.
6. على الفقهاء الماليين و علماء الهندسة المالية الإسلامية مواكبة المستجدات المختلفة و المتغيرة من أجل التطوير و الابتكار لمنتجات مالية إسلامية.
7. العمل على تسويق و نشر الوعي في استخدام الأدوات المالية الإسلامية.
8. تجنب المحاكاة بمعناها السلبي، و التي تفقد الأدوات المبتكرة صيغتها الشرعية ليقصر الأمر إلى مجرد تغيير في المسميات فقط.
9. محاولة جذب أكبر شريحة ممكنة من المستثمرين عبر مختلف دول العالم نحو الصناعة المالية الإسلامية.
10. توسيع الأسواق المالية الإسلامية حتى تعود قادرة على استيعاب الأدوات المبتكرة.
11. عقد المزيد من الندوات و الملتقيات في مختلف جوانب تطوير الهندسة المالية الإسلامية كون الموضوع مازال خصبا للدراسة و ذلك للاستفادة قدر المستطاع من أي إضافة جديدة.

الخاتمة العامة

ظهر مصطلح الهندسة المالية التقليدية نتيجة التغير المستمر في البيئة المالية و الاستثمارية، فهي تقوم أساسا على البحث عن أدوات و منتجات مالية جديدة تتمتع بأقل تكلفة و أدنى مخاطر و أكبر عائد، حيث أن الهندسة المالية هي عملية تركز على عنصري الابتكار و التطوير و تعمل على إيجاد الحلول و الخروج عن كل ما هو تقليدي فهي بذلك تحقق مزايا للمستثمرين و أيضا تمكنهم من التحوط و تقليل المخاطر ذلك فقط اذا تم استخدامها بطريقة صحيحة قائمة على تصور صحيح لما سيحدث من متغيرات في السوق مستقبلا، و تتمثل منتجات الهندسة المالية التقليدية في الخيارات المالية، العقود الآجلة و المستقبلية، عقود المبادلات، مشتقات المشتقات إضافة إلى عملية التوريق.

و تستخدم هذه الأدوات في إدارة المخاطر و لقد ثبتت فعلا فوائد التعامل بها و نجاحها في العملية التحوطية لكن المبدأ في عملها هو تحقيق أعظم ربح لطرف و الخسارة الفادحة للطرف الثاني. و لقد ثبت عمليا مساهمة المشتقات المالية و كذا التوريق المصرفي في خلق الأزمات المالية و تأجيج شرارتها.

ومع زيادة المشاكل التي تواجه النظام المالي التقليدي و فقدان الثقة به ظهرت الحاجة إلى إيجاد سبل لتقليل تلك المشاكل، كان من أهم هذه السبل الاتجاه نحو العمل المالي الإسلامي و ذلك من خلال تطوير و ابتكار منتجات مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية. حيث لا يختلف مفهوم الهندسة المالية الإسلامية كثيرا عن مفهوم الهندسة المالية التقليدية خاصة من حيث الابتكار و التطوير و إيجاد الحلول المناسبة، يكمن الاختلاف فقط في كون الأولى متوافقة في أسسها و مبادئها مع الشريعة الإسلامية من خلال تجنب كل ما هو محرم مثل الربا و الغرر و غيرهما.

و تتمتع الهندسة المالية الإسلامية هي الأخرى بالعديد من الأدوات في مقدمتها الصكوك الإسلامية التي توفر للمستثمرين خيارات أوسع نظرا لتعدد أنواعها و صيغها، كذلك المشتقات المالية الإسلامية على الرغم من وجود كثير من اللبس حول التعامل بها، ابتكرت كذلك الهندسة المالية الإسلامية مؤشرات إسلامية بدل التقليدية كمرجعية لتقييم أداء الاستثمارات الإسلامية، بالإضافة إلى إيجاد بديل شرعي للتوريق ألا وهو التوريق الإسلامي الذي يحرم بيع الدين بالدين و يعتبر هذا الأساس من بين الأسس التي تحمي الاقتصاد من الانهيار و الوقوع في الأزمات.

فقد أثبتت أدوات الهندسة المالية الإسلامية نجاحها و قوتها في التصدي للأزمات المالية و الاقتصادية.

و ثبت ذلك عمليا من خلال واقع الأسواق المالية الإسلامية التي لم تتأثر بالأزمة المالية العالمية كتأثر الأسواق الأخرى.

ويمكن القول بصورة مختصرة أن هذه الأدوات التي تطبق قواعد الشريعة الإسلامية تقوم على اقتسام الربح و الخسارة كقاعدة أساسية و عليه لن يكون هناك طرف محقق لأرباح خيالية و آخر لخسائر مدمرة بل تعمل على إحداث التوازن الدائم في الاقتصاد، كذلك تحرم بيع الدين بالدين كما هو الحال في التوريق و هو ما تمت الإشارة إليه سابقا فالإقتصاد الإسلامي قائم على الاستثمار الحقيقي لا الاستثمار الوهمي.

من خلال كل هذا طالب الخبراء و المحللون الاقتصاديون بضرورة الإسراع نحو توسيع قاعدة استخدام منتجات الهندسة المالية الإسلامية باعتبارها صمام الأمان للاقتصاد. و هو ما تم فعلا و الذي يعكسه الانتشار الواسع لهذه الأدوات في مختلف دول العالم العربية، الإسلامية و حتى الغربية.

فبالرغم من نشاط الهندسة المالية التقليدية في الدول الرأسمالية منذ زمن بعيد و كبير حجم المعاملات بها إلا أن معظمها اتجهت لنظيرتها الإسلامية من خلال إقامة بنوك و أسواق إسلامية و إصدار و تداول الصكوك كما تم التطرق له من خلال النماذج المدروسة.

كذلك الأمر عند الحديث عن الدول العربية و الإسلامية فإن تطبيق قواعد الشريعة الإسلامية في هذا النوع من الاستثمارات هو ما يضمن الاستثمار الحلال و ملجأ كل المستثمرين بتحقيق أرباح وفق الشرع

الحنيف، والإشارة فإن أغلب هذه الدول المنتج الأكثر إصدارا وتداولاً فيها هو الصكوك الإسلامية بمختلف أنواعها.

ويمكن الحديث عن التجربة الماليزية في مجال الهندسة المالية الإسلامية باعتبارها أنجح تجربة إلى حد الآن فالواقع العلمي يجزم أن ماليزيا قامت بأسلمة نظامها المال كلياً و سوقها لرأس المال يزخر بكافة منتجات الهندسة المالية الإسلامية من مشتقات مالية إسلامية، صكوك و مؤشرات و لكن في هذا السياق تجدر بنا الإشارة إلى أنه رغم زيادة هذه التجربة إلا أنها لا زالت تعاني من وجود بعض الأدوات التي تتعارض من الشريعة الإسلامية، و من الضروري هنا تدخل الهيئات الرقابية لمحاولة إصلاحها من أجل إلغاء التعارض الفقهي الذي تعاني منه تلك المنتجات.

وعند الحديث عن الجزائر فمع كل أسف تبقى الدولة الجزائرية متأخرة جدا في هذا المجال بالرغم من محاولتنا لدراستها و التطرق لبعض الجوانب الايجابية من خلال إظهار دور بنك البركة الإسلامي الذي يعتبر حديث النشأة إلا أنه يوجد فشل تام من خلال أدواته و السبب الرئيسي الذي حال دون قيام هندسة مالية إسلامية في الجزائر هو ركود البورصة فيها من جهة و ضعف العمل المصرفي من جهة أخرى، و يبقى الأمل مفتوحاً لتدارك كل ذلك و تحقيق ما هو أفضل مستقبلاً.

النتائج و التوصيات:

انطلاقاً من دراستنا يمكن تقديم النتائج و الاقتراحات التالية:

• النتائج:

أهم ما توصلنا إليه النتائج التالية:

1. الهندسة المالية هي علم تطوير أدوات مالية مبتكرة و صياغة حلول ابداعية لمشاكل التمويل.
2. من أهم أسباب ظهور الهندسة المالية تزايد احتياجات المستثمرين في الأسواق المالية بالاضافة إلى التطور التكنولوجي.
3. تكمن أهمية الهندسة المالية في كونها وسيلة تطويرية لأسواق المال.
4. يعتبر فن التحوط و ادارة المخاطر من بين أهم استخدامات الهندسة المالية.
5. نظراً للأهمية المكتسبة من طرف الهندسة المالية فان لها آثاراً على العديد من الجوانب الاقتصادية منها: الاستقرار الاقتصادي، المؤسسات المالية و السياسة النقدية.
6. تعتبر المشتقات المالية بأنواعها من أهم أدوات الهندسة المالية هذا إضافة إلى التوريق المصرفي.
7. للمشتقات المالية و التوريق المصرفي أكثر من فائدة تعود على مستخدميها تصب مجملها في تلبية حاجات المستثمرين و تنشيط السوق المالي.
8. يتم اختيار العقود المستخدمة في تغطية المخاطر وفقاً لنوع المخاطر المراد ادارتها و التحوط منها.
9. التطبيق الخاطئ عند التعامل بأدوات الهندسة المالية التقليدية يجر معه مخاطر أكبر.
10. باعتبار سوق المشتقات المالية سوق قائمة على معاملات افتراضية و ترتبط بمضاربات مستقبلية فقد ساهمت كثيراً في التسبب بالعديد من الأزمات المالية و الاقتصادية.
11. ان مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم و التطوير و التنفيذ لكل من الأدوات و العمليات المالية المبتكرة بالاضافة إلى صياغة حلول ابداعية لمشاكل التمويل و ذلك في اطار موجهاً للشرع الحنيف يقصد بها الهندسة المالية الإسلامية.
12. تنفرد الهندسة المالية الإسلامية بمجموعة من الخصائص تميزها عن مثيلاتها التقليدية من حيث أنها تجمع بين الكفاءة الاقتصادية و المصادقية الشرعية معاً.
13. من أهم مبادئ الهندسة المالية الإسلامية مبدأ التوازن من خلال التوفيق بين كافة الثنائيات التي تسود الحياة كالربح و العمل الخيري معاً مثلاً.
14. تتمثل الأهمية الكبرى للهندسة المالية الإسلامية في رفع الحرج و المشقة عن المتعاملين من المسلمين الذين يتعاملون بالعقود المالية بمستجداتها الحديثة.
15. تشتمل الهندسة المالية الإسلامية على مجموعة من المنتجات هي: المشتقات المالية الإسلامية، الصكوك الإسلامية، المؤشرات الإسلامية، التوريق الإسلامي و العقود المركبة.

16. تكمن أهم مزايا تطبيق الهندسة المالية الإسلامية في توفير البدائل للمنتجات المالية التقليدية مع تجنب تقليد هذه المنتجات.

17. من أهم الأدوار الفعالة التي وصلت إليها الهندسة المالية الإسلامية اقامة و تنشيط الأسواق المالية الإسلامية و كذلك المصارف الإسلامية.

18. تتم ادارة المخاطر باستخدام منتجات الهندسة المالية الإسلامية باستخدام عقود مسماة في الفقه الإسلامي اضافة إلى استخدام المشتقات المالية الإسلامية حيث المبدأ في ذلك اقتسام الربح و الخسارة.

19. أثبتت التجارب العملية مكانة الاقتصاد الإسلامي و أدواته في مواجهة الاختلالات و الأزمات الحاصلة في الاقتصاد.

20. قامت الدول الرأسمالية بتطبيق الهندسة المالية التقليدية في أسواقها منذ وقت بعيد نظرا للتطور الكبير لهذه الأسواق.

21. أكثر أدوات الهندسة المالية الإسلامية اصدارا و تداولا في الدول العربية و الإسلامية هي الصكوك بمختلف أنواعها.

22. سارعت العديد من الدول الغربية إلى انتهاج الهندسة المالية الإسلامية من أجل سلامة وضعها المالي و ضمان استقرار أسواقها.

23. تعتبر التجربة الماليزية في مجال الابتكارات المالية الموافقة للشرعية الإسلامية من أنجح التجارب، فقد عرفت انتشارا كبيرا على المستوى العالمي و اصبحت موضوع الكثير من الدراسات و البحوث حيث تتوفر على جميع منتجات الهندسة المالية الإسلامية و أغلبها متوافق مع الشريعة الإسلامية.

24. لم تحقق الجزائر نجاحا على مستوى البورصة ولا على مستوى العمل المصرفي الإسلامي من خلال بنك البركة الأمر الذي حال دون قيام هندسة مالية إسلامية فيها.

• الاقتراحات و التوصيات:

من خلال ما اكتسبناه من خلال هذه الدراسة وضعنا الاقتراحات و التوصيات التالية:

1. تجنب الأدوات المالية التقليدية القائمة على سعر الفائدة، بيع الدين بالدين، المضاربة و غير ذلك من الأمور المحرمة شرعا.
2. التمسك باتباع قواعد الشرع الحنيف في استثمار الأموال.
3. ضرورة اتباع منهج إسلامي واضح و بين في تطوير و ابتكار المنتجات المالية الإسلامية.
4. محاولة الاستفادة من تطور المنتجات المالية الإسلامية في الصناعة المالية الإسلامية المعاصرة.
5. انشاء مؤسسة أو هيئة خاصة بالهندسة المالية الإسلامية وظيفتها الأساسية العمل على ابتكار منتجات مالية تتميز بالمصداقية الشرعية و الكفاءة الاقتصادية.
6. على الفقهاء الماليين و علماء الهندسة المالية الإسلامية مواكبة المستجدات المختلفة و المتغيرة من أجل التطوير و الابتكار لمنتجات مالية إسلامية.

7. العمل على تسويق و نشر الوعي في استخدام الأدوات المالية الإسلامية.
8. تجنب المحاكاة بمعناها السلبي، و التي تفقد الأدوات المبتكرة صيغتها الشرعية ليقصر الأمر إلى مجرد تغيير في المسميات فقط.
9. محاولة جذب أكبر شريحة ممكنة من المستثمرين عبر مختلف دول العالم نحو الصناعة المالية الإسلامية.
10. توسيع الأسواق المالية الإسلامية حتى تعود قادرة على استعاب الأدوات المبتكرة.
11. عقد المزيد من الندوات و الملتقيات في مختلف جوانب تطوير الهندسة المالية الإسلامية كون الموضوع مازال خصبا للدراسة و ذلك للاستفادة قدر المستطاع من أي اضافة جديدة.

الخاتمة العامة

ظهر مصطلح الهندسة المالية التقليدية نتيجة التغير المستمر في البيئة المالية و الاستثمارية، فهي تقوم أساسا على البحث عن أدوات و منتجات مالية جديدة تتمتع بأقل تكلفة و أدنى مخاطر و أكبر عائد، حيث أن الهندسة المالية هي عملية تركز على عنصري الابتكار و التطوير و تعمل على ايجاد الحلول و الخروج عن كل ما هو تقليدي فهي بذلك تحقق مزايا للمستثمرين و أيضا تمكنهم من التحوط و تقليل المخاطر ذلك فقط اذا تم استخدامها بطريقة صحيحة قائمة على تصور صحيح لما سيحدث من

متغيرات في السوق مستقبلا، و تتمثل منتجات الهندسة المالية التقليدية في الخيارات المالية، العقود الآجلة و المستقبلية، عقود المبادلات، مشتقات المشتقات اضافة إلى عملية التوريق.

و تستخدم هذه الأدوات في ادارة المخاطر و لقد ثبتت فعلا فوائد التعامل بها و نجاعتها في العملية التحوطية لكن المبدأ في عملها هو تحقيق أعظم ربح لطرف و الخسارة الفادحة للطرف الثاني. و لقد ثبت عمليا مساهمة المشتقات المالية و كذا التوريق المصرفي في خلق الأزمات المالية و تأجيج شرارتها.

و مع زيادة المشاكل التي تواجه النظام المالي التقليدي و فقدان الثقة به ظهرت الحاجة إلى ايجاد سبل لتقليل تلك المشاكل، كان من أهم هذه السبل الاتجاه نحو العمل المالي الإسلامي و ذلك من خلال تطوير و ابتكار منتجات مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية. حيث لا يختلف مفهوم الهندسة المالية الإسلامية كثيرا عن مفهوم الهندسة المالية التقليدية خاصة من حيث الابتكار و التطوير و ايجاد الحلول المناسبة، يكمن الاختلاف فقط في كون الأولى متوافقة في أسسها و مبادئها مع الشريعة الإسلامية من خلال تجنب كل ما هو محرم مثل الربا و الغرر و غيرهما.

و تتمتع الهندسة المالية الإسلامية هي الأخرى بالعديد من الأدوات في مقدمتها الصكوك الإسلامية التي توفر للمستثمرين خيارات أوسع نظرا لتعدد أنواعها و صيغها، كذلك المشتقات المالية الإسلامية على الرغم من وجود كثير من اللبس حول التعامل بها، ابتكرت كذلك الهندسة المالية الإسلامية مؤشرات إسلامية بدل التقليدية كمرجعية لتقييم أداء الاستثمارات الإسلامية، بالاضافة إلى ايجاد بديل شرعي للتوريق ألا وهو التوريق الإسلامي الذي يحرم بيع الدين بالدين و يعتبر هذا الأساس من بين الأسس التي تحمي الاقتصاد من الانهيار و الوقوع في الأزمات.

فقد أثبتت أدوات الهندسة المالية الإسلامية نجاعتها و قوتها في التصدي للأزمات المالية و الاقتصادية.

و ثبت ذلك عمليا من خلال واقع الأسواق المالية الإسلامية التي لم تتأثر بالأزمة المالية العالمية كتأثر الأسواق الأخرى.

و يمكن القول بصورة مختصرة أن هذه الأدوات التي تطبق قواعد الشريعة الإسلامية تقوم على اقتسام الربح و الخسارة كقاعدة أساسية و عليه لن يكون هناك طرف محقق لأرباح خيالية و آخر لخسائر مدمرة بل تعمل على احداث التوازن الدائم في الاقتصاد، كذلك تحرم بيع الدين بالدين كما هو الحال في التوريق و هو ما تمت الاشارة اليه سابقا فالاقتصاد الإسلامي قائم على الاستثمار الحقيقي لا الاستثمار الوهمي.

من خلال كل هذا طالب الخبراء و المحللون الاقتصاديون بضرورة الاسراع نحو توسيع قاعدة استخدام منتجات الهندسة المالية الإسلامية باعتبارها صمام الأمان للاقتصاد. و هو ما تم فعلا و الذي يعكسه الانتشار الواسع لهذه الأدوات في مختلف دول العالم العربية، الإسلامية و حتى الغربية.

فبالرغم من نشاط الهندسة المالية التقليدية في الدول الرأسمالية منذ زمن بعيد و كبر حجم المعاملات بها إلا أن معظمها اتجهت لنظيرتها الإسلامية من خلال اقامة بنوك و أسواق إسلامية و اصدار و تداول الصكوك كما تم التطرق له من خلال النماذج المدروسة.

كذلك الأمر عند الحديث عن الدول العربية و الإسلامية فإن تطبيق قواعد الشريعة الإسلامية في هذا النوع من الاستثمارات هو ما يضمن الاستثمار الحلال و ملجأ كل المستثمرين بتحقيق أرباح وفق الشرع الحنيف، و الإشارة فإن أغلب هذه الدول المنتج الاكثر اصدارا و تداولا فيها هو الصكوك الإسلامية بمختلف أنواعها.

و يمكن الحديث عن التجربة الماليزية في مجال الهندسة المالية الإسلامية باعتبارها أنجح تجربة إلى حد الآن فالواقع العلمي يجزم أن ماليزيا قامت بأسلمة نظامها المال كليا و سوقها لرأس المال يزخر بكافة منتجات الهندسة المالية الإسلامية من مشتقات مالية إسلامية، صكوك و مؤشرات و لكن في هذا السياق تجدر بنا الإشارة إلى أنه رغم ريادة هذه التجربة إلا أنها لا زالت تعاني من وجود بعض الأدوات التي تتعارض من الشريعة الإسلامية، و من الضروري هنا تدخل الهيئات الرقابية لمحاولة اصلاحها من أجل الغاء التعارض الفقهي الذي تعاني منه تلك المنتجات.

و عند الحديث عن الجزائر فمع كل أسف تبقى الدولة الجزائرية متأخرة جدا في هذا المجال بالرغم من محاولتنا لدراستها و التطرق لبعض الجوانب الايجابية من خلال اظهار دور بنك البركة الإسلامي الذي يعتبر حديث النشأة إلا أنه يوجد فشل تام من خلال أدواته و السبب الرئيسي الذي حال دون قيام هندسة مالية اسلامية في الجزائر هو ركود البورصة فيها من جهة و ضعف العمل المصرفي من جهة أخرى، و يبقى الأمل مفتوحا لتدارك كل ذلك و تحقيق ما هو أفضل مستقبلا.



I. الكتب

أ. اللغة العربية

1. أحمد صلاح عطية، "مشاكل المراجعة في أسواق المال"، الدار الجامعية، مصر، 2003.
2. جبار محفوظ، "الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية"، دار هومة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002.
3. جلال إبراهيم العبد، "تحليل وتقييم الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
4. حمزة محمود الزبيدي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، دار الوراق، الأردن، 2004.
5. زياد رمضان، "مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي"، دار وائل، عمان، الطبعة الثانية، 2005.
6. سامي السويلم، "صناعة الهندسة المالية: نظرات عي المنهج الإسلامي"، بيت المشورة، الكويت، 2004.
7. سمير عبد الحميد رضوان، "المشتقات المالية"، دار النشر للجامعات، مصر، 2004.
8. سيد سابق، "فقه السنة"، الجزء الثالث، دار الفكر، بيروت، الطبعة الثانية، 1998.
9. سيد سالم عزوة، "إدارة المخاطر الاستثمارية"، دار الراية، عمان، 2009.
10. طارق طه، "إدارة البنوك ونظم المعلومات المصرفية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
11. طارق عبد العال حماد، "المحاسبة عن الاستثمارات والمشتقات المالية"، الدار الجامعية، مصر، 2003.
12. طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية"، الدار الجامعية، مصر، 2001.
13. عادل محمد رزق، "الاستثمار في البنوك والمؤسسات المالية"، دار طيبة، مصر، دون سنة نشر.
14. عبد الرحمن يسري أحمد، "قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
15. عبد الكريم قندوز، "الهندسة المالية بين النظرية والتطبيق"، مؤسسة الرسالة ناشرون، دمشق، 2008.
16. عدنان هندي، "المشتقات المالية"، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 1996.
17. علي أحمد سالوس، "الاقتصاد الإسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة"، الريان، الدوحة، 1998.
18. فرج عبد العزيز عزت، "اقتصاديات البنوك"، لبيان، مصر، 2002.
19. فريد النجار، "البورصات والهندسة المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999.
20. ماهر كنج شكري ومروان عوض، "المالية الدولية: العملات الأجنبية والمشتقات المالية"، الدراسات المصرفية، عمان، 2004.
21. مبارك بن سليمان، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، الجزء الثالث، كنوز اشبيليا، الرياض، 2005.
22. محمد صالح الحناوي، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.
23. محمد صالح الحناوي وآخرون، "الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها"، الدار الجامعية، مصر، 2005.
24. محمد كمال خليل الحمزاوي، "اقتصاديات الائتمان المصرفي"، منشأة المعارف، بيروت، 2002.
25. محمد مطر وفايز تيم، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار وائل، الأردن، 2005.
26. محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية"، الشروق، عمان، الطبعة الثانية، 2002.
27. منير إبراهيم هندي، "الإدارة المالية"، المكتب العربي الحديث، القاهرة، الطبعة الرابعة، 1999.



28. منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في إدارة المخاطر"، الجزء الأول، مركز الدلتا، مصر، دون سنة نشر.

29. هاشم فوزي دباس العبادي، "الهندسة المالية وأدواتها"، بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الوراق، عمان، 2007.

ب. اللغة الأجنبية:

01. Jean Claude Aougros et Michel Queruel, « **Risque de Taux d'intérêt et gestion bancaire** », Ed Economica, Paris, 2000.

02. Shelagh Hefferman, « **Modern Banking in Theory and Practice** », New York, 1998.

II. المذكرات الجامعية:

1. بن الضيف محمد عدنان، "الاستثمار في سوق الأوراق المالية"، مذكرة ماجستير، تخصص نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2008/2007.

2. زاهرة علي محمد بن عامر، "التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد ومصارف إسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، 2008.

3. سحاسورياني صقر الدين جعفر، "سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته"، مذكرة ماجستير، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة الأردن، 2007/2006.

4. شعابنية رزيقة، "التوريق المصرفي للديون: الإطار النظري والممارسة"، مذكرة ماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2006.

5. محاببية نصيرة، "وظيفة الهندسة المالية في البنوك"، مذكرة ماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2006.

6. نبيل خليل طه سمور، "سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق: دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007.

7. نورليامت سعيد جعفر، "سوق المشتقات المالية، تقدير اقتصادي وشرعي"، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد ومصارف إسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، اربد، 2007.

III. الملتقيات:

1. أحمد طرطار، "دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة العالمية"، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية، جامعة تبسة، 21، 20 أكتوبر 2009.

2. أحمد عبد الله بن محمد الضويحكي، "ظوابط الاجتهاد في المعاملات المالية"، بحث مقدم إلى المؤتمر الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات، مارس 2005.

3. بن الضيف محمد عدنان وربيع مسعود، "أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية"، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، غرداية، 24، 23 فيفري 2011.

4. بن علي بلعزوز وعبد الكريم قندوز، "استخدام الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر بالمصارف الإسلامية" مداخلة مقدمة في الملتقى السنوي السابع حول إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزيتونة، الأردن، 16-18 أفريل 2007.



5. بوعافية رشيد، "الهندسة المالية كمدخل لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية"، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، 06، 05 ماي 2009.
6. حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، "صكوك الحقوق المعنوية"، بحث مقدم في ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، الفترة 25، 24 ماي 2010.
7. حنان إبراهيم النجار، "آلية بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية ومتطلباته في أسواق المال العالمية"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل، جامعة الإمارات، 15-17 ماي 2005.
8. خالد محمود الزهار ورامي صالح عبده، "نحو الأسواق المالية الإسلامية"، المؤتمر العلمي الأول حول الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، فلسطين، 09، 08 ماي 2005.
9. خالد محمد بودي، "إدارة الأصول والخصوم في المصارف الإسلامية"، المؤتمر المصرفي الإسلامي الأول، الكويت، 2003.
10. خنيوة محمد الأمين وحنان علي موسى، "منتجات الهندسة المالية الإسلامية: الواقع والتحديات ومناهج التطوير"، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، غرداية، 24، 23 فيفري 2011.
11. راتول محمد ومداني أحمد، "دور التوريق كأداة مالية حديثة في التمويل وتطوير البورصة في الجزائر"، الملتقى الدولي الأول حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، بدون تاريخ.
12. رحيم حسين، سلطاني محمد رشدي، "نماذج من التمويل الإسلامي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المضاربة، السلم، الاستصناع"، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 21، 22 نوفمبر 2006.
13. زياد الدماغ، "دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة من منظور تمويل إسلامي"، المؤتمر الدولي للمصارف والمالية الإسلامية: التقاضي عبر الحدود، الجامعة العالمية الإسلامية، ماليزيا، 16، 15 جوان 2010.
14. زياد الدماغ، "دور الصكوك الإسلامية في دعم قطاع الوقف الإسلامي"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر العالمي عن قوانين الأوقاف وإدارتها، الجامعة الإسلامية، ماليزيا، 20-22 أكتوبر 2009.
15. زياد الدماغ، "مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها"، المؤتمر الدولي للمصارف والمالية الإسلامية: التقاضي عبر الحدود، الجامعة العالمية الإسلامية، ماليزيا، 16، 15 جوان 2010.
16. زيدان محمد ونورين بومدين، "دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية في الجزائر: المعوقات والآفاق"، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 21، 22 نوفمبر 2006.
17. سعيد محمد بوهراوة وأشرف وجدي دسوقي، "تقويم نقدي للقضايا الشرعية المتعلقة بملكية الصكوك القائمة على الأصول"، بحث مقدم في ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 25، 24 ماي 2010.



18. شوقي جباري وفريد خميلي، "دور الهندسة المالية في علاج الأزمة المالية"، المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، 02، 01 ديسمبر 2010.
19. شوكمال عبد الكريم وبراهيمي سمير، "انهيارات الأسواق المالية وحلول اقتصاد المشاركة"، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، 24، 23 فيفري 2011.
20. صفية أحمد أبو بكر، "الصكوك الإسلامية"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائر الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 ماي-03 جوان 2009.
21. عبد الستار أبو غدة، "الظوابط الشرعية للتمويل واستثمار الأموال"، المؤتمر العلمي السنوي للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية حول الصيرفة الإسلامية...صيرفة استثمارية، سوريا، 13، 12 مارس 2007.
22. عبد الكريم أحمد قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإعدادها بالغدوات المالية الشرعية"، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 06-08 مارس 2007.
23. عبد الكريم أحمد قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية: واضطراب النظام المالي العالمي"، بحث مقدم للمؤتمر الدولي الرابع حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية من منظور اقتصادي إسلامي، كلية العلوم الإدارية والاجتماعية، الكويت، 16، 15 ديسمبر 2010.
24. عبد الكريم أحمد قندوز ومداني أحمد، "الأزمة واستراتيجيات تطوير المنتجات المالية الإسلامية"، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية: النموذج المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي خميس مليانة، عين الدفلة، 06، 05 ماي 2009.
25. عبد الملك منصور، "العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة"، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 ماي-03 جوان 2009.
26. علي الرواحنة وجومانة الشديقات، "أثر العقود المركبة: المضاربة والمرابحة في التمويل المصرفي الإسلامي والمحافظة على رأس المال من التآكل"، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الثالث حول الصيغ المبتكرة في التمويل المصرفي الإسلامي، كلية الشريعة، جامعة آل البيت، 06، 05 أفريل 2001.
27. عمر ياسين محمود خضيرات، "دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمة الاقتصادية والمالية المعاصرة"، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، 24، 23 فيفري 2011.
28. كمال توفيق حطاب، "نحو سوق مالية إسلامية"، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الثالث حول الاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 28 ماي 2005.
29. منذر قحف، "سندات الاستثمار المتوسطة والطويلة الأجل"، الندوة الفقهية الخامسة لبيت تمويل الكويت، الكويت، 02-04 نوفمبر 2011.
30. مهدي هند وآخرون، "واقع وآفاق السوق المالية الإسلامية: دراسة تجارب لبعض البلدان الإسلامية والغربية"، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي غرداية، 24، 23 فيفري 2011.



31. هشام جبر، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول للاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، فلسطين، ماي 2005.
32. هناء محمد هلال الحنيطي، "دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية"، المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، 02،01 ديسمبر 2010.

IV. المجالات:

أ. بالعربية:

1. بلعزوز بن علي، "استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية"، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة الشلف، 2010/2009.
2. رزان عدنان، "سعة تحديات التمويل الإسلامي"، مجلة القبس الاقتصادي، العدد 12664، 30 أوت 2008.
3. سليمان ناصر، "تجربة البنوك الإسلامية في الجزائر: الواقع والآفاق"، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 04، 2006.
4. عبد الرحيم الساعاتي، "نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية"، مجلة الاقتصاد الإسلامي، المجلد 11، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 1999.
5. عبد السلام العبادي، "سندات المقارضة"، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، العدد 04، الجزء الرابع، 1987.
6. عبد الكريم قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية"، مجلة الاقتصاد الإسلامي، المجلد 20، جامعة الملك عبد العزيز، 2007.
7. محمد القرشي، "تزايد التمويل الإسلامي بسرعة في الوقت الذي ترسخ فيه الصناعة أقدامها"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 42، صندوق النقد الدولي، واشنطن، ديسمبر 2005.
8. محي الدين القره داغي، "الأسواق المالية في ميزان الفقه"، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد السابع.

أ. بالأجنبية:

1. Frank David, **capital market:risky business but Worth it**», the bunker, vol 138, N:754, 1998.

V. مواقع الانترنت:

ب. بالعربية:

1. أحمد العزافي، "الهندسة المالية"، من الموقع:
http://www.shathat.net/vb/show_therd.php
2. أحمد محمد نصار، "استراتيجيات الابتكار المالي في المصارف الإسلامية"، من الموقع:
<http://www.kantakji.org/fiqh/files/finance/txt>
3. أحمد محمود النصار، "الأسواق المالية الإسلامية مبادئها وأدواتها"، من الموقع:
<http://www.kantakji.com/fiqh/files/markets/135/.doc>
4. أشرف محمد دوابة، "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية"، من الموقع:
<http://www.kantakji.com/fiqh/files/manage/f226.doc>
5. الاقتصادية، "بورصة اسطنبول تطلق مؤشرا يتفق ومعايير الشريعة الإسلامية"، من الموقع:
<http://www.alek.com/2011/01/15article-491543.html>
6. الاقتصادية، "فرنسا تصدر صكوك إسلامية وتبحث عن مستثمرين سعوديين"، من الموقع:
http://www.cibafi.org/neus_center/details.aspx?id:17700&cat:0



7. الإمارات اليوم، "الاكتتاب على صكوك دبي يتجاوز قيمة الإصدار بـ 3,5 أضعاف"، من الموقع:
<http://www.emaratalyoum.com/busienss/local/2012-04-27>
8. الحياة ايكونوميست، "تركيا تعزم إصدار سندات إسلامية"، من الموقع:
<http://alhayaheco.com/main/art.php>
9. الشرق الأوسط، "الراجحي للاسمنت تصدر أول صكوك إسلامية في الأردن"، من الموقع:
http://www.argaam.com/article/article_detail/207850
10. الشرق الأوسط، "مجموعة البنك الإسلامي للتنمية تطلق محفظة صكوك استثمار"، من الموقع:
<http://www.aawsat.com/detail.asp?article:168527&issuen o:8921>
11. العربية، "البنك الإسلامي للتنمية يصدر صكوك بقيمة 500 مليون دولار"، من الموقع:
<http://www.alarabiya.net/article/2010/10/25/133555.html>
12. المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، "دور الهندسة المالية في تطوير الصيرفة الإسلامية"، من الموقع:
<http://www.cilafi.org>
- الموسوعة الحرة، "البنك الإسلامي للتنمية"، من الموقع:
http://ar.wikipedia.org/wiki/البنك_الإسلامي_-_للتنمية
13. الهيئة العامة للرقابة المالية، "أنواع الأسواق المالية"، من الموقع:
<http://www.iinvest.org.eg/elearning/abcinvestment-07-html>
14. الهاشمي صياغ، "الهندسة المالية في الجزائر"، من الموقع:
<http://www.djazairss.com/elmowatan/1345>
15. الوطن، "حصيلة التداول في سوق الصكوك السعودية 62 مليون ريال"، من الموقع:
<http://www.dicoline.org/newsdetails.aspx?id:29057>
16. بشير محمد موفق، "الصكوك... قاطرة نمو جديدة للعمل الإسلامي"، من الموقع:
<http://iefpedia.com/arab/?p6017>
17. جلال حمري، "بنك البركة الجزائري"، من الموقع:
<http://etudiant dz.net/vb/t12708.html>
18. حسين فتحي عثمان، "التوريق المصرفي للديون الممارسة والإطار القانوني"، من الموقع:
<http://kantakji.com/fiqh/files/finance/3611.html>
19. خولة فريز النوباني، "ماذا بعد قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني"، من الموقع:
<http://alghad.com/index.php/article/47288.html>
20. دار الحياة، "مشروع قانون أردني لإصدار الصكوك الإسلامية"، من الموقع:
<http://intentional.darhayat.com/intentional article/247684>
21. زاهرة بني عامر، "نماذج عقود تمويل يقدمها بنك البركة الجزائري"، من الموقع:
<http://iefpedia.com/arab/?p:30585>
22. زايد عبد السلام، "مدخل لتطوير الصناعة المالية الإسلامية"، من الموقع:
<http://www.isegs.com/forum/showtherad.p:485>
23. سحنون محمود، "مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات"، من الموقع:
<http://iefpedia.com/arab/?p:10802>
24. سليمان عبد الله الناصر، "المصارف الإسلامية في اليمن: تجربة ماليزيا ومقارنتها بتجربة اليمن"، من الموقع:
<http://www.Newsyeemen.net/printn.asp?sub>
- الجباري، "دور الهندسة المالية في تأجيج شرارة الأزمة"، من الموقع:
<http://iefpedia.com/arab/?p:23753>



25. عبد الحافظ الصاوي، "رواج الصكوك الإسلامية يجني ثماره الأجانب"، من الموقع:

http://www.sudaneseonline.com/cgi_bin/sdb.cgi/2bb.cgi?seqmsg&board:&140msg:118727

26. عبد المالك منصور، "العمل بالصكوك الإسلامية"، من الموقع:

<http://www.kantakji.com/fiqh/sukuk.html>

27. عثمان ظهير، "نتائج الهندسة المالية ترتبط بتفهم المصارف الإسلامية للإبداع والبحث والتطوير"،

من الموقع: <http://www.isegs.com/forum/showtherad.php>

28. عجيل جاسم النمشي، "التوريق والتصكيك وتطبيقاتها"، من الموقع:

<http://iefpedia.com/arab/?p:3525>

29. على محي الدين القره داغي، "الصكوك الإسلامية-التوريق-و تطبيقاتها المعاصرة"، من الموقع:

<http://www.kantakji.com/fiqh/files/markets/m156.doc>

30. عماد عناد النوايسة، "الصكوك الإسلامية والاستثمار الحقيقي"، من الموقع:

<http://www.menafn.com/menafn/arabic/qh-news-story-saspx?story id:109342>

31. فيصل التميمي، "الأردن يعتزم بيع صكوك إسلامية بقيمة 700 مليون دولار"، من الموقع:

<http://alarbalyawm.net/pages.php?news-id:310949>

32. كمال توفيق حطاب، "نحو سوق مالية إسلامية"، من الموقع:

<http://kamalhatab.info/blog/wp-coment/.../sook.pdf>

33. محمد البلتاجي، "مشروع الضوابط الشرعية للعمل المصرفي الإسلامي"، من الموقع:

<http://www.baltaji/dawabet-altamwell.html>

34. محمد القاسمي، "تجربة مصرف السلام الجزائري في التمويل الإسلامي"، من الموقع:

<http://iefpedia.com/arab/?p:24660>

35. محمد النوري، "الصناعة المالية الإسلامية في فرنسا"، من الموقع:

<http://iefpedia.com/arab/?p:26296>

36. نافذ الهرش، "الصكوك الإسلامية حقائق وأرقام"، من الموقع:

<http://www.cibafi.org/news/center/details.aspx?id:132669&cat:0>

ج. الاجنبية:

1. Bursa malaysia, «**market information**», from the site:

http://www.Bursa malaysia.com/website/bm/market_information

2. Marché à terme de France, «**monep**», from the site:

<http://www.monep.org/ak>

3. Wikipedia, «**matif**», from the site:

<http://wikipedia.org/matif-ak->

المخلص:

شهدت الساحة المالية في السنوات الأخيرة عدة تطورات أدت إلى زيادة ملحوظة في تقلبات الأسواق المالية، الأمر الذي دعى إلى إبتكار أدوات مالية غير تقليدية تعنى بتقليل المخاطر فظهر ما يعرف بالهندسة المالية بمنتجاتها المتمثلة في المشتقات المالية و التوريق المصرفي، لكن استخدام هذه الأدوات لأغراض المضاربة بدل التحوط أدى إلى حدوث اختلالات في الاقتصاد، لتتوجه الأنظار نحو الهندسة المالية الإسلامية و إلى الصكوك كأبرز منتج لها و التي ثبت أنها بمثابة صمام الأمان للاقتصاد لأنها قائمة على مبدأ اقتسام الأرباح و الخسائر.

الكلمات المفتاحية:

الهندسة المالية التقليدية _ الهندسة المالية الإسلامية _ المشتقات المالية _ التوريق _ الصكوك الإسلامية

Abstract :

The financial scene witnessed in last years many developments that resulted in a remarkable increase in variations of financial tools dealing with the diminution of dangers ; this gave birth to what is known by financial engineering with its products such as derivatives and securitization , but using these tools for the speculation in lieu of hedging led to imbalances in economy what made attention focus on islamic financial engineering and on sukuks as a main product of ,and it proved itself to be a safety valve for the economy because it stands on the principle of sharing benefits and losses.

Keywords :

Traditional financial engineering _ Islamic financial engineering _ financial derivatives _ securitization _ Islamic sukuks.