

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
جامعة 08 ماي 1945 قالمة



قسم العلوم الاقتصادية

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية
وعلوم التسيير

الهندسة المالية الإسلامية ودورها في التحوط من مخاطر
الاستثمار في الأوراق المالية
دراسة حالة سوق الأوراق المالية الإسلامي الماليزي
2010-2001

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية
تخصص: نقود ومؤسسات مالية

إشراف الأستاذ:

بن شرشار عز الدين

إعداد الطالبتان:

● عمور و داد

● جبالي عزيزة

السنة الجامعية: 2011-2012

كلمة شكر

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على أشرف الأنبياء والمرسلين نبينا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين أما بعد:

نشكر الله القدير أولاً وأخيراً على توفيقه لنا بإتمام هذه المذكرة، فهو عز وجل أحق بالشكر والثناء وأولى بهما.

وانطلاقاً من قوله (ص): "لا يشكر الله من لا يشكر الناس"

فإننا نتوجه بالشكر والتقدير إلى أستاذتنا المشرفة العلمية لهذه المذكرة الأستاذة **عمري ريمة**، حيث بفضل الله ثم بفضل جهدها المتواصل وتوجيهاتها السديدة ورعاية صدرها أثناء فترة البحث ثم انجاز هذا العمل فلها منا فائق التقدير وبالغ الاحترام.

والى كل من مد لنا يد المساعدة من أستاذتنا الكرام على رأسهم أستاذنا الفاضل **بن الضيف محمد عدنان**، وزملائنا الأعزاء على ما قدموه لنا من معونة معنوية كانت أو مادية، وإلى من كانتنا عوناً ودعمنا لنا نعيمة ورحيمة.

Abstract:

As a result of the experienced world economies from a marked increase in volatility and structural changes that led to the large number of investment risks associated with dealing in Shares and bonds appeared engineering traditional financial innovative new tools to minimize this topic risks, however, increasing reliance on these tools, the owner a greater increase in risk, and because reason

for this is to use mostly for the purposes of risk and the risks, hence the need arises to search for other tools to reduce risk without drifting towards the spiral stakes and risks are reflected negatively on economic activity and this was the financial engineering of the Islamic alternative to engineering traditional financial Vtakhts in designing and creating financial instruments that combine credibility legitimacy and economic efficiency, which was their productions Islamic Sukuk, which is the most important innovations in terms of the ability to hedge the risk of investing in securities.

Keywords:

Islamic financial engineering, investment risk, the Islamic instruments.

فهرس المحتويات

المقدمة العامة.....	أ
الفصل التمهيدي :الإطار المفاهيمي للإستثمار المالي	
تمهيد.....	2
المبحث الأول: ماهية الإستثمار المالي	3
المطلب الأول: مفهوم الإستثمار المالي	3
المطلب الثاني:دوافع الإستثمار المالي	3
المبحث الثاني:أدوات الإستثمار المالي	5
المطلب الأول :أدوات الإستثمار قصيرة الأجل	5
المطلب الثاني :أدوات الإستثمار المالي طويلة الأجل	6
المبحث الثالث :تقييم الإستثمار المالي	7
المطلب الأول :مزايا الإستثمار المالي	8
المطلب الثاني :عيوب الإستثمار المالي	8
خلاصة الفصل	9
الفصل الأول :مخاطر الإستثمار في سوق الأوراق المالية وآلية التحوط منها .	
تمهيد.....	11
المبحث الأول :سوق الأوراق المالية وأدوات الإستثمار طويلة الأجل.....	12
المطلب الأول :ماهية سوق الأوراق المالية	12
أولا :نشأة و تطور سوق الأوراق المالية	12
ثانيا :تعريف سوق الأوراق المالية	13
ثالثا :خصائص سوق الأوراق المالية	14
رابعا :تقسيمات سوق الأوراق المالية	15
المطلب الثاني :المتطلبات الأساسية لإقامة سوق الأوراق المالية وأبرز وظائفها.....	18
أولا :المتطلبات الأساسية لإقامة سوق الأوراق المالية	18
المطلب الثالث :الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية.....	22
أولا :الأسهم	22

28.....	ثانيا: السندات
31.....	ثالثا: المشتقات المالية
37.....	المبحث الثالث: تحليل مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية
37.....	المطلب الأول: مفهوم المخاطرة.
38.....	المطلب الثاني: أنواع المخاطر
38.....	أولا: المخاطر المنتظمة
39.....	ثانيا: المخاطر الغير المنتظمة
40.....	المطلب الثالث: طرق قياس المخاطر وأبرز مؤشرات تحليلها
40.....	أولا: طرق قياس المخاطر
43.....	ثانيا: أبرز مؤشرات تحليل المخاطرة.
46.....	المبحث الثالث: إدارة محفظة الأوراق المالية للتحوط من مخاطر الاستثمار
46.....	المطلب الأول: ماهية التحوط
46.....	أولا: مفهوم التحوط
47.....	ثانيا: أنواع التحوط
48.....	المطلب الثاني: مفهوم إدارة محفظة الأوراق المالية
48.....	أولا: تعريف محفظة الأوراق المالية
48.....	ثانيا: مفهوم محفظة الأوراق المالية وأهم وأهدافها
50.....	المطلب الثالث: استراتيجيات إدارة محفظة الوراق المالية
50.....	أولا: التوزيع بناء على جهة الإصدار
52.....	ثانيا: توزيع تواريخ الاستحقاق
53.....	ثالثا: التوزيع الجغرافي(الدول)
55.....	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: منتجات الهندسة المالية الإسلامية كأداة بديلة للتحوط من مخاطر الاستثمار
57.....	تمهيد
58.....	المبحث الأول: الهندسة المالية الإسلامية
58.....	المطلب الأول: ماهية الهندسة المالية الإسلامية
58.....	أولا: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية

- ثانيا: خصائص الهندسة المالية الإسلامية.....60
- ثالثا: أسباب الحاجة للهندسة المالية الإسلامية.....60
- المطلب الثاني : مبادئ الهندسة المالية الإسلامية ومتطلبات تحقيقها62
- أولا : مبادئ الهندسة المالية الإسلامية.....62
- ثانيا : متطلبات تحقيق الهندسة المالية الإسلامية.....63
- المطلب الثالث : مميزات الهندسة المالية الإسلامية عن التقليدية64
- المبحث الثاني: إقامة سوق مالي باستخدام هندسة مالية إسلامية68
- المطلب الأول: ضرورة إيجاد سوق مالي إسلامي68
- أولا: مفهوم السوق المالي الإسلامي.....68
- ثانيا: مبادئ السوق المالي الإسلامي69
- ثالثا: أهمية السوق المالي الإسلامي70
- المطلب الثاني :التكييف الشرعي للأوراق المالية التقليدية.....71
- أولا: الحكم الشرعي للأسهم العادية71
- ثانيا: الحكم الشرعي للأسهم الممتازة73
- ثالثا: الحكم الشرعي للسندات74
- المطلب الثالث : المنتجات المالية الإسلامية.....74
- أولا: المشتقات المالية الإسلامية.....75
- ثانيا: التوريق الإسلامي.....79
- ثالثا: الصكوك الإسلامية.....82
- المبحث الثالث: المنتجات المالية الإسلامية كأداة للتحوط من مخاطر الإستثمار.....93
- المطلب الأول: المشتقات المالية الإسلامية و دورها في تقليل المخاطر.....93
- المطلب الثاني: المنتجات المالية المركبة ودورها في التخفيف من حدة المخاطر.....94
- أولا: تعريف العقود المالية المركبة94
- ثانيا: أنواع المنتجات المالية المركبة و علاقتها بمخاطر الإستثمار95
- المطلب الثالث :دور الصكوك الإسلامية في الحد من مخاطر الإستثمار97
- أولا :الصكوك الإسلامية القائمة على عقود المشاركة كأداة للتحوط97
- ثانيا :الصكوك الإسلامية القائمة على أدوات البيوع ودورها في التحوط من مخاطر الإستثمار.....98
- 99.....خلاصة الفصل

تمهيد.....	101
المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامي الماليزي.....	102
المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية الإسلامي الماليزي	102
المطلب الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية الإسلامي الماليزي	104
المطلب الثالث: مميزات سوق الأوراق المالية الإسلامي الماليزي عن سواق الأوراق المالية التقليدية.....	105
المبحث الثاني: الإطار التنظيمي والرقابة الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامي	107
المطلب الأول: أقسام سوق الأوراق المالية الإسلامي الماليزي	107
أولا :سوق الملكية	107
ثانيا : سوق السندات.....	108
ثالثا: سوق المشتقات.....	109
المطلب الثاني :هيئة الأوراق المالية الماليزية للرقابة	110
المطلب الثالث :لجان الرقابة	111
المبحث الثالث: تقييم التجربة الماليزية في مجال الهندسة المالية الإسلامية	115
المطلب الأول :الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالي الإسلامي	115
أولا :أدوات الملكية الإسلامية.....	115
ثانيا :الصكوك الإسلامية	117
ثالثا :المشتقات الإسلامية في ماليزيا	127
المطلب الثاني: دور الصكوك المالية الإسلامية الماليزية في تقليل مخاطر الاستثمار.....	130
المطلب الثالث: تقييم التجربة الماليزية في مجال الهندسة المالية الإسلامية	131
أولا: خصائص التجربة الماليزية	131
ثانيا: إنتقادات التجربة الماليزية.....	133
خلاصة الفصل.....	135
الخاتمة العامة.....	137
قائمة المراجع	141

مقدمة

لقد أدت التطورات و التغييرات التي شهدتها الساحة المالية في السنوات الأخيرة إلى اشتداد المنافسة بين البنوك و المؤسسات المالية داخل أسواق الأوراق المالية، و تطور وسائل الاتصال و تكنولوجيا المعلومات، إضافة إلى التغييرات الهيكلية التي تمثلت في تحرير أسواق الأوراق المالية و القيود على حركة رؤوس الأموال المالية.

كل هذه التطورات أدت إلى زيادة ملحوظة في تقلبات أسواق الأوراق المالية، التي كانت سببا في حدوث أزمات مالية لزيادة المخاطر الاستثمارية، فوجدت أسواق الأوراق المالية نفسها في حاجة ماسة إلى أدوات و منتجات مالية جديدة تتمتع بأقل تكلفة و أدنى مخاطرة و أعلى عائد، فما كان بالأمس يمثل لديها حلول إبداعية لمشاكل التمويل و أداة لتقليل المخاطر لم يعد قادرا على ذلك بشكل كبير، لأنها كانت متجهة لغرض المضاربة و ليس التحوط فأصبحت المشتقات المالية تثير الكثير من الإشكاليات القانونية والأخلاقية، مما جعل الأصوات تتعالى بالتحذير منها و المطالبة بالحد من نموها.

ومن هنا برزت الحاجة إلى توجيه الأنظار لمنحى آخر للابتكار المالي و التجديد و ذلك في إطار الشريعة الإسلامية التي هي عبارة عن نظام متكامل للحياة الإنسانية، فبرغم من أنها تقيد السلوك البشري في جوانب متعددة إلا أنها هذه القيود ليست عائق عن لابتكار.

لذلك أتاحت الفرصة أمام علماء المسلمين و مفكريهم إلى إيجاد سوق الأوراق المالية الإسلامي كبديل شرعي للسوق التقليدي، الذي يعتبر محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال و تمويل المشروعات البناءة و الناجحة مما يؤدي إلى زيادة إنتاج الطيبات في المجتمع، و على هذا أصبح سوق الأوراق المالية الإسلامي بحاجة إلى هندسة مالية تستمد مبادئها من الإسلام و توفر منتجات و خدمات تراعي المقاصد الشرعية في الأموال و تقلل من المخاطر الاستثمارية.

و قد برزت في السنوات الأخيرة العديد من أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية بعضها مازال مجرد تشريعات و تعليمات و البعض الآخر لا يقوم على المنافسة رغم تطويره النسبي و البعض الآخر احتل مكانة مهمة على الصعيد العالمي، و من بين هذه التجارب الناجحة تجربة الهندسة المالية الإسلامية في ماليزيا.

- إشكالية الدراسة:

تبرز إشكالية الدراسة في التساؤل الرئيسي التالي: ما مدى إمكانية استخدام الهندسة المالية الإسلامية في التحوط من مخاطر الاستثمار بسوق الأوراق المالية؟

و للإلمام بجوانب الدراسة و رغبة منا في الإجابة على هذه الإشكالية تبادرت إلى أذهاننا تساؤلات أخرى مكملة هي:

المقدمة العامة

- ما مختلف المخاطر التي من الممكن أن تؤثر على عمليات الاستثمار في سوق الأوراق المالية؟
- ما المقصود بالهندسة المالية الإسلامية و ما يميزها عن الهندسة المالية التقليدية؟
- هل تعتبر الهندسة المالية الإسلامية البديل المناسب للهندسة المالية التقليدية للتحوط من مخاطر الاستثمار؟
- **فرضيات الدراسة:**

- سنحاول من خلال موضوع دراستنا هذا اختيار الفرضيات التالية:
- تفترض مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية فقط على المخاطر الكلية.
- تمثل إستراتيجية التنويع الإستراتيجية المثلى للتحوط من مخاطر الاستثمار.
- الهندسة المالية الإسلامية هي إبتكار أدوات مالية لا تخالف مقاصد الشريعة الإسلامية.
- تمثل الهندسة المالية الإسلامية البديل الناجح للتحوط من مخاطر الاستثمار بسوق الأوراق المالية.

- أهداف الدراسة:

- من وراء هذا البحث نسعى للوصول إلى الأهداف التالية:
- التعرف على سوق الأوراق المالية و المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المتداولة فيها.
- التعرف على الهندسة المالية الإسلامية و ما يميزها عن الهندسة المالية التقليدية.
- التعرف إلى كيفية التحوط من مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية بإستخدام هندسة مالية إسلامية.
- محاولة عرض تجربة ماليزيا في ابتكار و تطوير منتجات مالية اسلامية .

- حدود الدراسة:

حيث تم أخذ التجربة الماليزية وذلك بوصفها نموذجا للوقوف على أهم منتجات الهندسة المالية الإسلامية المستعملة في السوق الماليزي و مدى تغطيتها لاحتياجات المستثمرين المسلمين خاصة في مجال تقليل المخاطر، كما تم اعتماد تحويل المعطيات الرقمية إلى نسب و رسمها على شكل أعمدة بيانية و دوائر نسبية وهذا خلال الفترة (2001-2010).

- منهج الدراسة:

من أجل الإجابة على إشكالية البحث و اختبار صحة الفرضيات تم الاعتماد على المنهج التاريخي و ذلك من أجل تتبع بعض الوقائع التاريخية و التسلسلات الزمنية لبعض المراحل التاريخية و المتمثلة في نشأة و تطور سوق الأوراق المالية بصفة عامة و سوق الأوراق المالية الإسلامي الماليزي بصفة خاصة، كما اعتمدنا أيضا على المنهج الوصفي التحليلي و ذلك من أجل و صف و تحليل مخاطر الاستثمار بسوق الأوراق المالية و البحث عن الأدوات المالية المناسبة للتحوط منها و التكييف الشرعي لها.

- أدوات الدراسة:

المقدمة العامة

لإثراء هذه الدراسة اعتمدنا على مجموعة من أدوات البحث العلمي و المتمثلة في الكتب و الأبحاث العلمية و الملتقيات و المذكرات و المجلات، و كذلك سلسلة من مواقع الانترنت من أجل الحصول على الدراسات الحديثة في هذا المجال التي يتعذر علينا إيجادها في المكاتب.

- صعوبات الدراسة:

مما لاشك فيه أن البحث صعب في ذاته، و المراجع حول الهندسة الإسلامية قليلة سواء كانت من حيث الملتقيات أو المجلات الدورية المنشورة التي يمكن الاستعانة بها لكن و الحمد لله قمنا بتقديم ما بوسعنا من معلومات عن هذا الموضوع، معتمدين في ذلك على تقييم التجربة الماليزية في مجال الهندسة المالية الإسلامية.

- محتويات الدراسة:

سعيًا منا للإجابة على الإشكالية المطروحة، و الحكم على فرضيات الدراسة قمنا بتقسيم دراستنا إلى مقدمة و فصل تمهيدي و ثلاث فصول و خاتمة وذلك على النحو التالي:

الفصل التمهيدي تحت عنوان الإطار المفاهيمي للاستثمار المالي باعتباره عنصر تمهيدي للموضوع فتناولنا في المبحث الأول مفهوم الاستثمار المالي و دوافعه، أما المبحث الثاني أدوات الاستثمار المالي و وصولا إلى تقييمه في المبحث الثالث.

أما الفصل الأول فسميناه مخاطر الاستثمار و آلية التحوط منها، المبحث الأول تعرضنا فيه إلى سوق الأوراق المالية و الأدوات المتداولة فيها ، بالإضافة إلى المخاطر التي تتعرض إليها هذه الأخيرة ، و طرق تحليلها في المبحث الثاني ، اما المبحث الثالث تناولنا فيه التحوط من مخاطر الاستثمار باستخدام استراتيجيات إدارة محفظة الأوراق المالية.

و الفصل الثاني المعنون بالتحوط من مخاطر الاستثمار باستخدام منتجات الهندسة المالية الإسلامية، تضمن ثلاث مباحث، الأولى تناول معلومات حول الهندسة المالية الإسلامية اما الثاني يوضح كيفية إقامة سوق مالي باستخدام هندسة مالية إسلامية ، وصولا إلى المنتجات المالية كأداة للتحوط من مخاطر الاستثمار في المبحث الثالث.

الفصل الثالث في هذا الفصل تمت الإشارة إلى تجربة ماليزيا في التحوط من مخاطر الاستثمار باستخدام هندسة مالية إسلامية فتعرفنا على سوق الأوراق المالية الإسلامي الماليزي، ثم الإطار التنظيمي لرقابة الشرعية لهذه الأخيرة و انهينا دراستنا بتقييم التجربة الماليزية في مجال الابتكار المالي الإسلامي.

تمهيد:

يسعى المستثمر إلى التخلي عن أموال يمتلكها لفترة من الزمن بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوضه عن القيمة الحالية للأموال المستثمرة، وكذلك عن النقص المتوقع في قيمتها الشرائية بفعل عامل التضخم وذلك مع توفير عائد معقول مقابل تحمل عنصر المخاطرة المتمثل في احتمال عدم تحقق هذه التدفقات .

المبحث الأول: ماهية الاستثمار المالي

سنحاول في هذا المطلب إعطاء تعريف (r) للاستثمار المالي و دوافعه.

المطلب الأول : مفهوم الاستثمار المالي

تختلف آراء الباحثين والمفكرين الإقتصاديين والماليين حول تقديم تعريف شامل ودقيق للاستثمار المالي.

يعرف الاستثمار المالي على انه شراء حصة في رأس المال (أسهم) أو حصة في قرض (سند) أو شهادة إيداع أو أدوات تجارية و القبولات المصرفية والودائع القابلة للتداول... الخ.(1) وهو يعطي لصاحبه الحق في المطالبة بالأرباح والفوائد، أو بالحقوق الأخرى وفقا للنظم المعمول بها، وخلال تداول هذه الأصول لا تنشأ أي منفعة إقتصادية مضافة للنتائج القومي، فكل ما يحصل هو إنتقال ملكية الأصل المالي من مالكة الأصلي إلى مالكة الجديد هذا في حالة السوق الثانوية، ولكن الأمر يختلف في حالة الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات لتمويل عمليات التوسع أو إنشاء المشاريع الجديدة(2).

أما من جانب آخر يعرف الاستثمار المالي على أنه توظيف الأموال في أصل من الأصول المالية وقد يكون إستثمار مالي طويل أو قصير الأجل(3).

وعليه فالاستثمار المالي يتضمن توظيف الأموال في أصول مالية بغض النظر عن شكلها ويتطلب الاستثمار المالي وجود سوق رأس المال توفر للمستثمر تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار.

المطلب الثاني : دوافع الاستثمار المالي

تحكم الاستثمار المالي العديد من العوامل تزيد من دوافع توظيف مختلف الفوائض المالية في مثل هذا المجال و التي من أهمها(4):

- توفير درجة عالية من الوعي الاستثماري لدى الافراد و القطاعات و أن وجود مثل هذا الوعي يولد لدى المدخرين قرارات إستثمارية رشيدة تجعلهم يستفيدون من مختلف المزايا المترتبة عن تشغيل مدخراتهم و توظيفها في أصول مالية منتجة، و ليس مجرد تجميدها في شكل أوراق نقدية المعرضة لإنخفاض قيمتها الشرائية خلال الزمن و الناتجة عن التضخم، كما أنه بتوفر هذا الوعي يعطي للمدخرين إمكانية تجاوز الخوف من المستقبل و يحثهم على قبول قدر معقول من المخاطرة، سعيا وراء الحصول على عوائد تزيد من قيمة مدخراتهم أو إستثماراتهم.

- توفر مناخ اقتصادي، إجتماعي و سياسي مناسب للاستثمار، وذلك لتوفر حد أدنى من الأمان يشجع المدخرين (أصحاب الفائض المالي) على تقبل المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار ذاتها، و هذا لوجود قوانين تحمي المستثمرين و تنظم المعاملات الاستثمارية.

- تعدد الأدوات الاستثمارية، و التي توفر تشكيلة متنوعة من الغرض الاستثمارية، تهيئ و تضمن لكل المستثمرين إختيار المجال المناسب من حيث الفرصة و الزمن و العائد و المخاطرة، و هذا لا يتحقق إلا بوجود سوق مالية تتسم بقدر من الكفاءة.

(1) هوشيار معروف، "الاستثمارات و الأسواق المالية"، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، طبعة أولى، 2003، ص.32.

(2) زياد رمضان، "مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي"، دار وائل للنشر والطباعة، عمان، طبعة ثالثة، 2005، ص.38.

(3) طاهر حيدر حردان، "مبادئ الاستثمار"، دار المستقبل، عمان، 1997، ص.15.

(4) site : <http://www-acc4arab.com/cc/shawthreadphp?t=10505.date:29/12/2011>.

المبحث الثاني: أدوات الاستثمار المالي

يمكن تصنيف أدوات الاستثمار المالي إلى أصناف عديدة ومتنوعة إلا أنه حسب معيار الأجل يمكن حصرها في صنفين رئيسيين هما :

أدوات الاستثمار المالي قصيرة الأجل وأدوات الاستثمار المالي طويلة الأجل.

المطلب الأول: أدوات الاستثمار المالي قصيرة الأجل

يمكن حصر أهم أدوات الاستثمار المالي قصيرة الأجل فيما يلي:

1- القروض تحت الطلب:

هي قروض تمنحها البنوك لبعض المتعاملين بالأوراق المالية في أسواق رأس المال، تحمل أسعار متدنية جدا وبمدة قصيرة قد لا تتجاوز يوم أو يومين.

2- أدونات الخزينة:

أداة مالية تقوم الحكومة بإصدارها عادة عن طريق البنك المركزي، وتتراوح فترة إستحقاقها بين ثلاثة أشهر إلى ستة أشهر أو 12 شهرا كأقصى حد، لتمويل عجز الميزانية العامة للدولة(1).

3- الأوراق التجارية :

تتراوح فترات إستحقاقها ما بين يوم واحد وتسعة أشهر، وهي غير مضمونة وتصدر بقيم كبيرة وتقوم المؤسسات المعروفة بتصنيفاتها الائتمانية العالية (مثل البنوك التجارية وشركات التأمين وصناديق التقاعد) بإصدارها. وتكون هذه الأداة قابلة للتداول في الأسواق المالية مقابل عوائد معينة(2).

(1) السيد متولي عبد القادر، "الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير"، دار الفكر، عمان، طبعة أولى، 2010، ص.33.
(2) هوشيار معروف، مرجع سابق، ص. 143.

4-الكمبيالات أو القبولات المصرفية:

القبول المصرفي هو حوالة مصرفية (أي وعد بالدفع مماثل للشيك) تصدرها شركة معينة تطلب فيها من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغا محددًا من المال في المستقبل يحدد بتاريخ معين.

5-شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول:

وهي شهادة تمثل أداة دين تصدرها المصارف التجارية للمودعين، وتعطي حاملها فائدة سنوية بنسبة معينة وتسترد قيمتها الإسمية بتاريخ إستحقاقها من البنك الذي أصدرها.

6-قرض فائض الاحتياطي الإلزامي:

يمكن للبنوك التي يوجد لديها فائض في الاحتياطي الإلزامي أن تقرضه للبنوك الأخرى التي تعاني من عجز فيه، ولا تعتبر تلك القروض أوراق مالية بالمعنى المفهوم وذلك لكونها تعهد غير مكتوب مضمون من البنك المركزي أو مؤسسة النقد التي تدير ذلك الاحتياطي، حيث يلتزم من خلاله البنك المقترض بسداد قيمة القرض مصحوبا بفوائد دورية.

7-قروض الدولارات الأوروبية:

يستخدم مصطلح الدولار الأوربي للإشارة إلى الدولارات الأمريكية التي تحتفظ بها البنوك في خارج الولايات المتحدة وعلى الأخص البنوك الكبرى في لندن وبعض البلدان الأوربية الأخرى التي يقتصر تعاملها على الدولار أي بمعنى أنها تقبل الودائع وتمنح القروض بالدولار الأمريكي فقط⁽¹⁾.

المطلب الثاني : أدوات الاستثمار المالي طويلة الأجل

تتمثل أهم أدوات الاستثمار المالي طويلة الأجل فيما يلي :

1-الأسهم : السهم هو مقدار الاشتراك في رأسمال شركة المساهمة ، أي المقدار المملوك من رأسمال الشركة اذ يقسم رأسمال الشركة إلى أجزاء متساوية يسمى كل جزء سهما⁽²⁾.

2-السندات : تمثل دينًا لمالكها وهي أداة تمويل مباشرة ما بين وحدات العجز ووحدات الفائض لذلك هي عبارة عن قرض مجزأ إلى وحدات قياسية كل وحدة منها تدعى سندا⁽³⁾.

3-وثائق الاستثمار لصناديق الاستثمار : وهو أن تقوم مختلف الشركات أو البنوك بتأسيس صندوق وتوكل إلناحد المتعاملين أو خبراء الاستثمار إنتقاء واختيار التشكيلة المثالية من الأوراق المالية ثم يقوم الصندوق بإصدار وثائق تسمى بوثائق الاستثمار بما يوازي القيمة الرأسمالية لهذه الأوراق وبعد ذلك يتم عرضها في سوق الأوراق المالية ليقوم المستثمرون الصغار بشرائها، وعلى ذلك تقوم صناديق الاستثمار

(1) السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 33.34.

(2) عمار عمورة، "الوجيز في شرح القانون التجاري الجزائري"، دار المعرفة، الجزائر، 2000، ص 263.

(3) محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية"، دار الشروق، عمان، طبعة أولى، 2005، ص 103.

الفصل التمهيدي: الإطار المفاهيمي للاستثمار المالي

على فكرة تمكين المدخرين (المستثمرين الصغار) باستثمار أموالهم في مجموعة متنوعة من الأوراق المالية كانت بعيدة عن تناولهم والإستفادة من مزايا التنويع وهي التخفيض منحددة المخاطرة(1)

4-المحافظ الاستثمارية :

المحافظ الاستثمارية تعبير يطلق على مجموع ما يملكه الفرد من أصول موجودة، شريطة أن يكون الهدف من هذا الإمتلاك هو تنمية القيمة السوقية لها، وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال(2).

المبحث الثالث: تقييم الاستثمار المالي

يمكن تقييم الاستثمار المالي إنطلاقاً من توضيح المزايا والعيوب كل على حدى.

المطلب الأول : مزايا الاستثمار المالي

للاستثمار المالي خصائص تميزه عن باقي الاستثمارات الأخرى،ومن أهم هذه المزايا مايلي(3):

-تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية تكون عادة منخفضة مقارنة بتكاليف المتاجرة بأدوات الاستثمار الأخرى،إذ أن معظم صفقات البيع والشراء للأوراق المالية تتم عبر الهاتف أو بواسطة شاشات الكمبيوتر ولهذا توفر على المستثمر الكثير من النفقات لكون الأوراق المالية لا تحتاج إلى نفقات التخزين أو الصيانة .

-للأوراق المالية أسواق على درجة عالية من الكفاءة قل لما تتوفر لأدوات الاستثمار الأخرى فبجانب السوق الأولية والثانوية لسوق الأوراق المالية يوجد لها كذلك سوق ثالثة ورابعة وبجانب الأسواق المالية المحلية توجد أسواق دولية توفر لها مرونة أكبر من تداولها فتزيد من درجة سيولة الأموال المستثمرة فيها.

-تتمتع الأوراق المالية بخاصية التجانس ، فأسهم شركة معينة أو سنداتها غالباً ما تكون متجانسة فيقيمتها وشروطها وهذا يسهل عملية تقييمها ويسهل عملية إحتساب معدل العائد المحقق من كل ورقة

-لا يحتاج المستثمر في الأوراق المالية إلى خبرات متخصصة كما هو الحال للمستثمر في الأدوات الأخرى فالمستثمر في العقار مثلاً يشترط فيه أن يكون ذو دراية واسعة في المجال العقاري في حين يمكن للمستثمر في الأوراق المالية أياً كانت إمكانياته وثقافته المالية أن يحصل على أداة الاستثمار المناسبة ، خاصة مع وجود المتخصصين والسماسة منهم على إستعداد لتقديم المشورة .

المطلب الثاني: عيوب الاستثمار المالي

للاستثمار المالي عيوب من أهمها(1) :

(1) السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 35.

(2) محمد صالح جبار، "الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية"، دار وائل للنشر، عمان، طبعة ثالثة، 2005، ص 23.

(3) حمزة محمود الزبيدي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص 50، 49.

(4) زياد رمضان، مرجع سابق، ص 41.

-انخفاض درجة الأمان كما هو عليه في الاستثمارات الحقيقية مع أن هذا لا يتعارض مع وجود أوراق مالية مضمونة مثل: السندات المضمونة بموجودات الشركة التي أصدرتها أو الأسهم الممتازة المضمونة الأرباح .

-يتعرض المستثمرون في السندات المتوسطة وطويلة الأجل إلى مخاطر إنخفاض القوة الشرائية للاستثمار بسبب عامل التضخم من خلال عرض مختلف مزايا الاستثمار المالي وعيوبه يمكن الوصول إلى أنمايزيا الاستثمار المالي يتفوق على عيوبه وبالتالي هذا النوع من الاستثمار ناجحاً و محققاً لأهداف المستثمر وذلك بالوصول إلى العائد المتوقع في ظل مخاطر معينة .

خلاصة الفصل :

نلخص مما سبق ذكره أن للاستثمار المالي أهمية تميزه عن باقي الاستثمارات الأخرى من خلال تخفيض التكاليف وتسهيل عملية احتساب معدل العائد المحقق لكل أداة مالية .

الفصل الأول : مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية وآلية التحوط منها

تمهيد:

إن إجتماع الأموال في يد واحدة أو عند مجموعة بسيطة من الناس، دون دخولهم في دورات اقتصادية، قد يعطل عجلة الاستثمار، أما إذا إنتقلت الأموال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز وتم إستثمارها و تنميتها يجعل الاقتصاد في حالة تشغيل و رواج، ولا بد لهذا الانتقال من وساطة قائمة بذلك فجاءت هنا سوق الأوراق المالية من أجل القيام بهذه الوظيفة، فوفر التمويل لأصحاب العجز و سهل لأصحاب الفائض مكانا لتثمين فوائضهم، و ذلك عن طريق طرح أوراق للاكتتاب فيها ثم تداولها، و تمثل الأسهم و السندات أهم و أقدم الأدوات المالية المتعامل بها في سوق الأوراق المالية كما لجأ المستثمرون إلى أدوات حديثة و هي المشتقات المالية، ورغم العوائد التي يعود بها هذا الاستثمار إلا أنه تصاحبه درجات مختلفة من المخاطرة قد تؤدي إلى حدوث خسائر كبيرة، من بين هذه المخاطر تقلبات أسعار الفائدة، و المخاطر السوقية، و غيرها الحقيقة أنه لا يمكن تصور إستثمار في ورقة مالية معينة يحمي صاحبه كلياً من المخاطر و ذلك يدفع المستثمر إلى قياس المخاطر المرتبطة بالورقة المالية و الإعتماد على مؤشرات لتحليلها.

و بالتالي كان لا بد من توفر إستراتيجيات للتحوط من مخاطر الاستثمار في تشكيلة من الأوراق المالية، كل هذا جاء وفق التنظيم التالي:

المبحث الأول: سوق الأوراق المالية و أدوات الإستثمار طويلة الأجل.

المبحث الثاني: تحليل مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.

المبحث الثالث: إستراتيجيات إدارة محفظة الأوراق المالية.

المبحث الأول: سوق الأوراق المالية وأدوات الاستثمار طويلة الأجل :

لقد تزايد الإهتمام بأسواق الأوراق المالية في مختلف دول العالم ، وذلك لأنها تلعب دوراً هاماً في تعبئة المدخرات وتمويل المشروعات كما تعمل على دعم الإقتصاد ودفع عجلة التنمية الاقتصادية، ولهذا سنحاول من خلال هذا المبحث التعرض إلى المفهوم الحقيقي لسوق الأوراق المالية، تقسيماتها وأهم الأوراق المالية وأدوات الاستثمار المتداولة بها .

المطلب الأول : ماهية سوق الأوراق المالية

أولاً : نشأة وتطور سوق الأوراق المالية

ارتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخياً بالتطور الاقتصادي و الصناعي الذي مرت به معظم دول العالم ولاسيما الدول الرأسمالية، وقد جاء إنتشار شركات المساهمة وإقبال الحكومات على الإقتراض لخلق حركة قوية للتعامل بالصفوك المالية والتي كان التعامل بها يتم في بادئ الأمر على قارة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا

الفصل الأول : مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية وآلية التحوط منها

و انجلترا و أمريكا، ثم إستقر التعامل في أعقاب ذلك في أبنية خاصة والتي أصبحت تعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية أو Bourse والتي يرجع أصلها إلى مصدرين (1):

الأول: إسم أحد كبار الأغنياء و إسمه: Van Der Bourse و كان يقيم في مدينة بورج في بلجيكا و كان يجتمع عنده عدد كبير من التجار و لذلك أطلق إسم بورصة على المكان الذي يجتمع فيه التجار و تتم عمليات الشراء و البيع.

أما الثاني: فندق في مدينة بورج كانت تزين واجهته شعار عملة على ثلاثة أكياس Trois Bourse أين كان يجتمع عملاء مصرفيين ووسطاء ماليين و ذلك لإتمام عمليات البيع و الشراء. - و نجد أول بورصة أنشأت كانت في مدينة أنفرس عام 1536م، ثم في أمستردام عام 1608م، ثم في لندن عام 1666م، ثم في باريس عام 1808م، لتنتشر بعد ذلك في باقي دول العالم.

ثانيا: تعريف سوق الأوراق المالية

باعتبار أن سوق الأوراق المالية المرآة العاكسة للوضع الحقيقية للاقتصاديات الدول من حيث تقدمها و تأخرها فإن هدفها لا يقتصر فقط على تجميع المدخرات و توفير السيولة وإنما تحظى إلى ترشيد عمليات الاستثمار و تمويل التنمية.

- يختلف آراء المفكرين الاقتصاديين والماليين في تعريف سوق الأوراق المالية فهناك من يعرفها على أنها: "أسواق مستمرة ثابتة في مكان تقام في مراكز التجارة و المال في مواعيد محددة على الغالب أن تكون يومية يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال و السماسرة للتعامل في الأوراق المالية وفقا لنظم ثابتة ولوائح محددة"(1).

- بالإضافة إلى هذا فهناك، من يعرف سوق الأوراق المالية أنها "بمثابة آلية يتم من خلالها تحويل فوائض مالية وتمثل عرض الأموال إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز الموارد المالية وتعكس الطلب على الموارد المالية"(2).

أما من جانب آخر فتعرف على أنها: "سوق تتداول فيها الأوراق المالية بأشكالها المختلفة سواء في شكلها التقليدي أو بأنواعها غير التقليدية المشتقة وهي بذلك توفر المكان والأدوات والوسائل التي تمكن الشركات و السماسرة والوسطاء والأفراد من تحقيق رغباتهم والقيام بأعمال التبادل أو إتمام المبادلات و المعاملات بيعا و شراء بسهولة و بسرعة".

أما من الجانب القانوني: فيمكن تعريفها على أنها: "شخصية اعتبارية عامة تتولى إدارة أموالها و تكون لها أهلية التقاضي و هي تخضع لرقابة حكومية متمثلة في مندوب للحكومة يتواجد في السوق و تكون مهمته مراقبة تنفيذ

(1) عديلة مريم، "محاولة قياس أثر البورصة على التنمية الاقتصادية- دراسة حالة الجمهورية التونسية (2002-1992)"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية، جامعة قلمة، 2004، ص. 12.

(1) صلاح الدين حسين السيدي، "بورصات الأوراق المالية"، عالم الكتب القاهرة، 2003، ص. 15.

(2) عاطف وليم أندراوس، "أسواق الأوراق المالية"، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، طبعة أولى، 2007، ص. 26.

الفصل الأول : مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية وآلية التحوط منها

القوانين و اللوائح و حضور جميع إجتماعات لجان سوق الأوراق المالية المختلفة وله حق الاعتراض على قراراتها إذا صدرت مخالفة للقوانين أو اللوائح أو الصالح العام"⁽³⁾

- إنطلاقاً من التعاريف السابقة يمكن تعريف سوق الأوراق المالية على أنها سوق منتظمة للملاقة بين أصحاب الفائض و أصحاب العجز من خلال إصدار أوراق مالية طويلة الأجل لتتم عليها عمليات التداول بالبيع أو الشراء من طرف أصحاب الفائض عبر قنوات وسيطة أو ما يعرف بالوسطاء أو السماسرة بهدف الحصول على عوائد إضافية في المستقبل بدرجة مخاطرة محدودة، و بالتالي تعزيز القدرة الإنتاجية للأصول المالية لدى المستثمرين و نفس الوقت تعظيم القيمة السوقية للأصول المالية لدى الممولين.

ثالثاً: خصائص سوق الأوراق المالية

تتمتع سوق الأوراق المالية بمجموعة من الخصائص يمكن إجمالها فيما يلي:⁽¹⁾

- سوق منتظمة وهذا كونها تخضع لمجموعة من القوانين واللوائح التنظيمية تحت رقابة لجان السوق لضمان السير الحسن لعملية القيد أو التسجيل في السوق الثانوية و كذلك لعمليات التداول و التقسيم العادل للأصول المالية المتداولة بها.

- التداول في سوق الأوراق المالية خاصية من خصائص الأسواق الثانوية وهذا من خلال الوسطاء أو السماسرة ذوي الخبرة في الشؤون المالية والكفاية المالية من جانب آخر.

- التداول في هذه الأسواق يعطي المناخ الملائم لظهور سوق المنافسة الكاملة و بالتالي تحديد السعر العادل على أساس العرض و الطلب.

- نظراً للمرونة التي تتميز بها الأسواق المالية و إمكانية الاستفادة من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك

يعطي لها ميزة تميزها عن غيرها من أسواق السلع وهي بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة و ممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في الوقت نفسه.

- أسواق الأوراق المالية متطورة باستمرار وأكثر انفتاحاً على العالم الخارجي مما يتيح لفئات المستثمرين فرصاً بديلة ذات مردود لا بأس به مقارنة بالفرص الاستثمارية المحلية .

- الاستثمار في الأسواق المالية يتطلب الخبرة في المجال المالي و المتابعة المستمرة للتغيرات السوقية و بالتالي اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة و بالتالي لأن الإستثمار في الأوراق المالية ذات المخاطر العالية قد يكون ذو أبعاد سلبية على الفرد و على الإقتصاد ككل.

رابعاً: تقسيمات سوق الأوراق المالية

إن تقسيمات سوق الأوراق المالية عديدة و متنشعبة، ولعل ذلك يرجع إلى التعقيدات التي ترافق طبيعة عمل هذه الأسواق، و يمكن التطرق إلى أهم هذه التقسيمات كما يلي:

1- أسواق حاضرة (فورية):

⁽³⁾صلاح الدين جودة، "بورصة الأوراق المالية علمياً وعملياً"، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية، مصر، طبعة أولى، 2000، ص.11.12.

⁽⁴⁾طاهر حيدر حردان، مرجع سابق، ص.35.

الفصل الأول : مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية وآلية التحوط منها

1-1- السوق الأولى " سوق الإصدار": يمكن تعريفه على أنه ذلك السوق الذي يتم فيه بيع الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية، حيث تطرح الحكومات السندات وأذونات الخزينة لتمويل الإنفاق العام، بينما تطرح الشركات و مؤسسات الأعمال السندات والأسهم للحصول على احتياجاتها التمويلية لتنفيذ خططها الاستثمارية، فقد يكون المصدر شركة جديدة أو شركة قائمة في السوق من سنوات عدة، و قد تمثل الأوراق المالية المصدرة نوعا جديدا للمصدر أو تمثل كميات إضافية لورقة مالية سبق أن طرح لها إصدارات عدة في الماضي، والجدير بالذكر أنه يوجد نوعان من الطرح للأوراق المالية للإكتتاب العام في السوق الأولية هما: (1)

- الطرح العام للتداول: حيث يتم طرح الأوراق المالية للمستثمرين و الجمهور بصفة عامة في السوق.
- الطرح الخاص للتداول: الذي تطرح فيه الأوراق المالية لعدد محدود من المستثمرين، وغالبا ما يكونوا الملاك الحاليين للشركة إلى عدد قليل من المستثمرين المحتملين.

1-2- السوق الثانوي "سوق التداول": يعرف بأنه ذلك السوق الذي يجري التعامل فيه بالأوراق المالية التي سبق إصدارها، وتم الإكتتاب فيها، وبعبارة أخرى هو ذلك السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية لشركات قائمة بالفعل، وتقوم هذه السوق بدور لا يمكن الإستغناء عنه لأي إقتصاد متقدم أو حتى في طريقة للتقدم، إذ أنها تجعل من وجود السوق الأولية أمرا ممكنا، بمعنى انه بدون السوق الثانوية قد لا تنشأ أصلا سوق أولية للأوراق المالية ، ففي السوق الثانوية يمكن تسهيل الأوراق المالية أي تحويلها بسهولة إلى نقود عن طريق البيع و بدون خسائر(1).

- و يمكن التمييز في هذا الصدد بين الأسواق المنظمة و الأسواق غير المنظمة:

1-2-1- الأسواق المنظمة " البورصات": تتميز هذه الأسواق بأن لها مكان محدد يلتقي فيه المتعاملين لبيع أو شراء ورقة مالية مسجلة بتلك السوق، كما أنه يدار بواسطة منتخب من أعضاء السوق(2).

ويمكن تقسيم السوق المنظمة إلى أسواق مركزية و أسواق المناطق كالاتي:

أ- السوق المركزي: ويقصد به ذلك السوق الذي يتعامل في لأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية و البورصة بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للمنشأة أو المنظمة المصدرة لتلك الورقة، و من أمثلة تلك الأسواق بورصة لندن و بورصة طوكيو و بورصة نيويورك للأسهم.

ب- بورصة المناطق أوالبورصات المحلية: في الولايات المتحدة الأمريكية وتعامل في حوالي 10 بالمئة من الأوراق المالية المسجلة، وهي عادة أوراق مالية لمنشآت صغيرة تهتم جمهور المستثمرين في النطاق الجغرافي للمنشأة أو في المناطق القريبة منه، إلى جانب الخدمة التي تؤديها هذه البورصات إلى صغار المستثمرين في

(1) عاطف وليم أندراوس ، مرجع سابق ص ص 22-25.

(1) حسين بني هاني، "الأسواق المالية"، دار الكندي، عمان ، 2002، ص ص 17.16.

(2) منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997، ص ص 96-106.

الفصل الأول :

مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية وآلية التحوط منها

المنطقة التي تقع فيها إحدى البورصات المركزية فرصة التعامل في الأوراق المالية المتداولة في تلك البورصات(3).

1-2-2- الأسواق غير المنظمة: يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج البورصات، والتي يطلق عليها المعاملات على المنضدة التي تتولاها بيوت السمسرة المنتشرة في جميع أنحاء الدول، ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات إذ تتم من خلال شبكة إتصالات قوية تتمثل في خطوط تليفونية أو غيرها من وسائل الإتصال السريعة التي تربط بين السمسارة و التجار والمستثمرين، وتتعامل الأسواق، غير المنظمة أساسا في الأوراق المالية غير المسجلة في البورصات و على الأخص السندات، غير أن ذلك لا يمنع تلك الأسواق من التعامل في الأوراق المسجلة في الأسواق المنظمة، و في مقدمتها السندات الحكومية و سندات بعض منشآت الأعمال(1).

وتتضمن السوق غير المنظمة أسواق أخرى فرعية هي السوق الثالث والسوق الرابع و نوضحها كما يلي:

أ- السوق الثالث: عبارة عن بيوت سمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، وإن كان لهم حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وهذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت، فهي بهذا الشكل تعتبر مثل

منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة، والعلاء لهذه السوق هم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة صناديق المعاشات ، وحسابات الأموال المؤتمن عليها التي تديرها البنوك التجارية(2).

ب- السوق الرابع: يتم التعامل فيها مباشرة و بدون وساطة بين المؤسسات الكبرى و الهدف منها استبعاد شركات التجارة والسمسرة في الأوراق المالية بهدف تخفيض النفقات خاصة في حالة الصفقات الكبيرة، وعليها أن تبحث بنفسها عن بائع أو مشتري، ويتم التعامل فيما بينها من خلال شبكة اتصال الإلكترونية وتسمى: Instant، حيث يمكن عن طريق هذه الشبكة معرفة الأسعار وفقا لحجم التعامل(3).

2- أسواق آجلة: هي عبارة عن أسواق تتعامل بالأوراق المالية والأصول المالية الأخرى من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق لتاريخ إبرام العقد، يحدد سعرها وقت إنشاء العقد في سوق مالي منظم لهذه الغاية على أن يلتزم كل من طرفي العقد بإيداع نسبة معينة (هامش) من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه، إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية لحماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته اتجاهه، وفي هذه السوق يتم تداول العقود المستقبلية للسلع الزراعية، سندات الخزينة المستقبلية، أسعار الفائدة المستقبلية وعقود العملات الأجنبية المستقبلية وغيرها من العقود(4).

المطلب الثاني: المتطلبات الأساسية لإقامة سوق الأوراق المالية و أبرز وظائفها

(3) زكرياء سلامة وعيسى شطناوي، " الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، دار النفائس، عمان 2009 ص.45.

(1) حسين بني هاني، مرجع سابق ص.18.

(2) علي إبراهيم الشديقات و محمد عوض عبد الجواد، " الاستثمار في البورصة"، دار الحامد، عمان، 2006، ص.68.

(3) حسين بني هاني، مرجع سابق، ص.18.

(4) رسمية أحمد أبو موسى، "الأسواق المالية والنقدية"، دار المعترف عمان، طبعة أولى، 2005، ص.23.

الفصل الأول : مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية وآلية التحوط منها

أولاً: المتطلبات الأساسية لإقامة سوق الأوراق المالية

إن إقامة سوق الأوراق المالية يستوجب ضرورة توفير عدد من المتطلبات التي تشكل بدورها الركائز أو المقومات الأساسية لإقامة سوق الأوراق المالية التي من أهمها: (2)

1- توفير مناخ استثماري ملائم:

يقصد بالمناخ الاستثماري مجموعة الظروف و السياسات و المؤسسات الإقتصادية والسياسية التشريعية التي تؤثر في ثقة المستثمر و تقنعه بتوجيه إستثماراته على بلد دون غيره.

و يتمثل المناخ الاستثماري المناسب في عاملين أساسيين هما:

عامل الثقة و عامل التنظيم فمن خلالهما يتكون الأساس المناسب لإقامة مثل هذا السوق.

- إن الوضع السياسي والإجتماعي الذي يتسم بالاستقرار المستمد من فلسفة إقتصادية واضحة ومحددة المعالم تقسح المجال لدور أكبر للفضاء الخاص في إدارة عملية التنمية الإقتصادية وكذلك توفر تنظيمات إدارية تتسم بالكفاءة والفعالية.

كل ذلك يسهم بدوره في توفير متطلبات الاستثمار المحلي فضلا بما يوفر من عامل جذب للاستثمارات الأجنبية.

- كما أن النظام القانوني ومدى وضوحه والتشريعات المنظمة لعمل السوق تؤدي إلتوفير المناخ الملائم للإستثمار.

2- الوعي الادخاري و الإستثماري:

إن وجود وعي إدخاري و إستثماري بين أوساط الجمهور يوفر الفرص العديدة لتدفق المدخرات نحو المشاريع و يمكن قياس هذا الوعي من خلال نمو معدل الشركات المساهمة و رؤوس أموالها وحجم الأسهم المصدرة و حجم ودائع القطاعات الخاصة و حجم الإدخار و نسبته إلى الناتج الإجمالي.

3- كثرة عدد الشركات المساهمة و تنوع الأوراق المالية:

من بين المتطلبات الأساسية لإقامة سوق للأوراق المالية هو وجود شركات مساهمة عديدة إضافة إلى وجود أدوات مالية ذات آجال مختلفة ومواصفات ومزايا تتميز بانخفاض المخاطر لتعزي المدخرين بالإقبال عليها.

4- توفر المؤسسات المالية الوسيطة:

تؤدي المؤسسات المالية الوسيطة المصرفية منها وغير المصرفية دورا في تعبئة المدخرات المالية وتوجيهها، وخلق الفرص الاستثمارية عن طريق الأسواق المالية ومن تحقيق تقارب العرض والطلب الذي يعتبر جوهر عمليات سوق الأوراق المالية.

5- هيكل مؤسسي فعال و متكامل:

(2) حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص ص 139-142.

الفصل الأول : مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية وآلية التحوط منها

ويتمثل هذا الهيكل بوجود هيئة رسمية (حكومة) تنظم و تشرف بصورة كاملة على جميع نشاطات السوق من حيث الأوراق المدرجة و شروط إصدارها وتداولها بمعنى آخر أنها تقوم بكل الأعمال التي تهدف إلى تطوير و تحقيق أساليب الحماية للمتعاملين في السوق.

6- الإفصاح المالي و إشهار المعلومات:

لا يختلف إثنان حول أهمية و دور الإفصاح المالي و الإشهار الكامل و الصحيح في بناء سوقلأوراق المالية و استمراره.

7- نظام فعال للاتصالات:

إن وجود نظام فعال للاتصالات يعتبر أحد المقومات الأساسية لإقامة سوق للأوراق المالية، على أن يتم بناء هذا النظام وفقا لآخر تطورات الثورة الإتصالية.

ثانيا: وظائف سوق الأوراق المالية

تؤدي سوق الأوراق المالية دورا شديدا الأهمية في الحياة الإقتصادية، ويمكن عرض أهم وظائفها فيما يلي:

1- تنمية الإدخار:

تشجع البورصة على الاستثمار في مجال الأوراق المالية و توجيه المدخرات لخدمة الإقتصاد القومي، ويتجلى ذلك عند صغار المدخرين الذين لا يملكون إلا القليل الذي لا يستطيعون به إنشاء مشروعات مستقلة، ومن ثم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر طاقتهم المالية مما يساعد على خدمة أغراض التنمية الإقتصادية(1).

2- تمويل الإقتصاد:

تساعد البورصة على توجيه المدخرات نحو الاستثمارات الملائمة و ذلك وفقا لاتجاهات الأسعار بالإضافة إلى المساعدة في تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائضا المقرضين إلى الفئات التي لديها عجز المقرضين(2).

3- المساهمة في تمويل خطط التنمية:

في كثير من الأحيان قد لا تجد الحكومات الأموال الكافية للإنفاق على خطط التنمية، وفي هذه الحالة ستلجأ إلى طرح أوراق مالية حكومية في السوق مثل أدونات الخزنة و السندات الحكومية ذات الأجل المختلفة وبذلك تستطيع الحكومة إنشاء الكثير من المشروعات التي ستعود في النهاية بالنفع على المجتمع ككل.

4- توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحا:

تقوم البورصة بعمليات بيع و شراء و تداول على تحقيق كفاءة عالية في توجيه موارد المواطنين عموما إلى المجالات الصناعية والتجارية الأكثر تحقيقا للربح وما يصاحبه من نمو وازدهار إقتصادي (1).

(1)حسن حمدي، "دليلك إلى البورصة والاستثمار"، دار الكتاب العربي، دمشق القاهرة، طبعة أولى، 2006 ص.17.

(2)Alainchoinel et Gérard Rouyer, la marché financier, revue banque édition, Paris, 2002, p.33.

(1)حسن حمدي، مرجع سابق، ص 17.

الفصل الأول : مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية وآلية التحوط منها

5- المساواة بين المدخرين و الشفافية:

وذلك يحدث عن طريق تمكين الجمهور من الحصول على بيانات معينة عن الشركات التي ألزمها القانون بنشرها، حتى يستطيع المدخرين إتخاذ القرارات المناسبة عند توظيف أموالهم ، بحيث يكون المتعاملون على علم بحقيقة الأوراق المالية التي يتعاملون فيها.

ولذلك تحرص التشريعات على محاربة المضاربة من جانب السماسرة أو المتعاملين في البورصة لأن المضاربة تحول دون تحديد سعر واقعي للأوراق المالية محل التداول هذا السعر الذي يجب أن يتحدد طبقا للالتقاء العرض و الطلب.(2)

6- وظائف أخرى لسوق الأوراق المالية:

بالإضافة إلى الوظائف الرئيسية السابقة الذكر هناك وظائف ثانوية أخرى أهمها(3):

- ❖ أن سوق الأوراق المالية سوق مستمرة وبذلك يستطيع المستثمر في الأوراق المالية أن يستعيد أمواله الموظفة في تلك الأوراق في أية لحظة يريد بسرعة و بسهولة.
- ❖ أداة مساعدة على تحديد أسعار الأسهم و السندات باعتبارها مكانا للالتقاء العرض والطلب على تلك الأوراق و عليه فإن التنافس عليها يجعل كل من العرض و الطلب يتغير إرتفاعا وانخفاضا وفي نهاية الأمر يتحقق التوازن بينهما و يحدد سعر البيع بصورة آلية.
- ❖ وسيلة لتقديم الإرشادات والنصائح للمستثمرين والمسيرين إذ يمكن للمحتاجين لرؤوس الأموال أن يتوجهوا إلى سوق الأوراق المالية للحصول على أحسن السبل للتزود بتلك الأموال.
- ❖ أداة هامة لإصدار الأوراق المالية و السماح لعدد كبير من صغار المستثمرين بالمخاطرة وتقديم أموالهم لتمويل عدد كبير من الصناعات و الذي يؤدي في النهاية إلى استعادة الإقتصاد الوطني من عملية الاستثمار المالي أو ما يعرف بوظيفة تحويل المخاطر.

المطلب الثالث: الادوات المتداولة في سوق الاوراق المالية

تعتبر الأوراق المالية التقليدية التي يتم التعامل بها في سوق الأوراق المالية من الأدوات الرئيسية و هي تختلف في طبيعتها عن باقي أدوات الاستثمار الأخرى، نظرا لتمتعها ببعض المزايا التي تحققها للمستثمر دون غيرها من الأدوات الأخرى، ومع هذا لم تقتصر عمليات الاستثمار على مثل هذه الأدوات التقليدية فقط من أسهم وسندات بل تعدى ذلك إلى المشتقات المالية التي أصبحت تلعب دورا مهما في التحوط من مخاطر الاستثمار.

أولا: الأسهم

1- تعريف الأسهم:

(2) عصام أحمد البهجي، " الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية"، دار الجامعة الجديدة، الأزراطية ، طبعة أولى، 2009، ص 41.

(3) عديلة مريم، مرجع سابق، ص.10.

الفصل الأول : مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية وآلية التحوط منها

السهم هو " الحصة التي يقدمها الشريك في رأسمال الشركة كما يطلق لفظ السهم على الصك المثبت لهذا الحق، والحكمة من تساوي قيمة الأسهم وعدم قابلية السهم للتجزئة هو تسهيل عملية توزيع الأرباح على المساهمين وتقدير الأغلبية في الجمعيات العامة للشركة"⁽¹⁾.

كما يعرف أيضا على أنه "حق المساهم في شركة الأموال وهو الصك الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقا لقواعد القانون التجاري"⁽²⁾.

ومن خلال ما سبق يمكن تعريف السهم على أنه: "مستند ملكية طويلة الأجل يعطي لحامله الحق في

المساهمة في رأسمال الشركة من حيث الإدارة والتصويت في جمعية المساهمين، فهو قابل للتداول و أداة لتكوين رأس مال الشركة أو الرفع من رأس مالها عند إحتياجها للتمويل. - ويتميز السهم بثلاث قيم هي: قيمة إسمية و قيمة دفترية وقيمة سوقية حيث تكون متساوية و غير قابلة للتجزئة لتسهيل عملية تساوي الأرباح بين المساهمين وتقدير الأغلبية في الجمعيات العامة للشركة و تكون على النحو التالي:

- القيمة الاسمية: وهي تمثل القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة ما تكون منصوص عليها في عقد التأسيس.
- القيمة الدفترية: تتمثل في حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة بل تتضمن فقط الاحتياطات والأرباح المحتجزة و علاوة الإصدار فضلا عن القيمة الاسمية للسهم مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة.
- القيمة السوقية: تتمثل في القيمة التي يتداول بها السهم في سوق رأس مال، وقد تكون هذه القيمة أكبر أو أقل من القيمة الدفترية⁽¹⁾.

2- خصائص الأسهم:

يتمتع السهم بمجموعة من الخصائص تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى ومن أهم هذه الخصائص ما يلي:

1-2- القابلية للتداول: توفر هذه الخاصية للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية ويصبح بالإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية، و خاصية التداول هي صفة مطلقة بالنسبة لأسهم الشركات العامة.

2-2- الأسهم متساوية القيمة: يقصد بذلك أن إصدار الشركة المساهمة للأسهم العادية يكون بقيم متساوية ولا يمكن إصدار أسهم عادية من نفس الشركة بقيم مختلفة بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى.

2-3- المسؤولية المحددة للمساهم: تنص قوانين الشركات على أن مسؤولية المساهم محدودة في الشركة، و بهذا يختلف عن حال الشريك في شركات التضامن أو شركات الأشخاص عموما حيث تكون مسؤولية غير محدودة⁽¹⁾.

3- أنواع الأسهم:

⁽¹⁾صلاح السيد جودة، مرجع سابق ، ص 156.

⁽²⁾ شمعون شمعون، "البورصة"، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999، ص 21.

⁽¹⁾ منير إبراهيم الهندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشآت المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 17.

⁽¹⁾ محمد مطروف فايز تيم، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار وائل للنشر، عمان، طبعة أولى، 2005، ص 78، 79.

الفصل الأول : مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية وآلية التحوط منها

تتعدد الأسهم التي تصدرها شركات المساهمة إلى عدة أنواع سواء من حيث الشكل أو من حيث الحقوق التي يتمتع بها أصحابها أو من حيث الإمتيازات التي تمنح لصاحب السهم ، وعليه يمكن تصنيفها إلى صنفين رئيسيين هما: الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

3-1- الأسهم العادية: و التي نستعرضها من خلال التعريف بها مع الإشارة إلى أهم الخصائص التي تتميز بها عن غيرها و كذلك الاتجاهات الجديدة لها.

أ- تعريف الأسهم العادية: هي أوراق مالية ذات عائد متغير لأن المساهم يحصل على جزء من أرباح الشركة تسمى التوزيعات وترتبط هذه التوزيعات بالنتائج التي تحققها الشركة وبقرارات مجلس الإدارة لأنه إذا ما قرر مجلس الإدارة توزيع الأرباح و تخصيصها لاستثمارات جديدة لا يمكن لصاحب السهم العادي المطالبة بالتوزيع(2).

وتعرف كذلك على أنها صكوك ملكية تعد بمثابة حق في ملكية الشركة، وتعطي لحاملها الحق في حضور الجمعية العامة السنوية للشركة والتصويت في مجلس الإدارة ، و للحصول على توزيعات إذا ما حققت الشركة أرباحا(3).

ب- خصائص الأسهم العادية: للأسهم العادية مجموعة من الخصائص نذكرها فيما يلي(4):

- الأسهم العادية أسهل من السندات من حيث الوصف و لكن أصعب من حيث التحليل فالسندات لديها مدة صلاحية محدودة، تاريخ إستحقاق، و سعر الفائدة، على عكس الأسهم العادية التي تعتبر غير محدودة العمر و لا الأرباح.

- عادة ما يحدد القانون الأساسي لشركة المساهمة عدد الأسهم العادية الذي يمكن إصدارها منها أما في الواقع فتقوم الشركات بإصدار عدد أقل من ذلك العدد المحدد، حتى تترك مجالاً للتصرف في عدد الأسهم المتداولة بين الجمهور و مقابلة الأوراق القابلة للتحويل.

- يتحصل أصحاب الأسهم العادية على أرباحا تتوقف عادة على مقدار الأرباح المحققة من قبل المؤسسة و قرار الجمعية العامة للمساهمين، وعليه فأرباح هذه الأسهم تتغير من سنة لأخرى.

- يمكن لشركات المساهمة إعادة شراء بعض أسهمها و ذلك عن طريق عقود السيولة التي تبرمها مع الوسطاء لمدة سنة على الأكثر.

ج- أنواع الأسهم العادية:

- **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** من المعتاد أن الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المؤسسة ككل، أما هذا النوع من الأسهم فإن التوزيعات ترتبط بقسم إنتاجي معين في المؤسسة.

(2) شرياق رفيق، "دور البنوك التجارية في تفعيل سوق رأس المال- حالة الجزائر"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية، جامعة قالمة، 2005، ص.29.

(3) سيد سالم عرفه، "إدارة المخاطر الاستثمارية"، دار الولاية للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص.86.

(4) عديلة مريم، مرجع سابق، ص.15.

الفصل الأول : مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية وآلية التحوط منها

- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: حسب التشريع الضريبي الأمريكي، فإنه يسمح للمؤسسات التي تتبع حصة من أسهمها العادية على عملائها بخضم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، أي أن هذه التوزيعات تعتبر مصاريف ينبغي تخفيضها من الوعاء الضريبي.

- الأسهم العادية المضمونة: ظهرت لأول مرة في أمريكا عام 1984 وهي أسهم عادية تعطي الحق لصاحبها طلب تعويض من المؤسسة، إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم الواحد إلى حد معين أو خلال فترة محددة عقب الإصدار حيث يتم تعويض حامل هذه الأسهم عن طريق إصدارها توزيعات على المستثمرين(1).

2- الأسهم الممتازة:

و التي سنتعرض لها من خلال التعريف، الخصائص والأنواع:

1-2 تعريف الأسهم الممتازة: و هي التي تمنح مالكيها حقوق إضافية لا يتمتع بها صاحب السهم العادي مثل أن يحصل مالكيها على أسبقية عن حملة الأسهم العادية في الحصول على نسبة من أرباح الشركة، كما أن مالكيها يتمتع بأولوية في الحصول على حقوقه عند تصفية الشركة قبل حملة الأسهم العادية وبعد حملة السندات(1).

- كما تعرف على أنها: " أداة مالية تجمع بين صفات أداة المديونية (السند) وأداة الملكية (السهم العادي) و لحاملها الحق في الحصول على الأرباح.

2-2 خصائص الأسهم الممتازة: للأسهم الممتازة عدة خصائص نذكر منها(2):

- تمثل الأسهم الممتازة مستند ملكية بنسبة مئوية من القيمة الإسمية للأسهم غير أن الشركة غير ملزمة بدفع تلك النسبة إن لم تحقق أرباحا و إن كان عكس ذلك فإن على مجلس الإدارة توزيعها في تلك السنة.

- الأسبقية في استرجاع الأموال عند التصفية قبل حملة الأسهم العادية وبهذا يكون لحملتها إمتياز من ناحية الأرباح و التصفية.

- لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت إلا في حالة خاصة كوجود الشركة في ظروف و مشاكل مالية عويصة و عليه فهي وسيلة تمويلية للشركة دون تدخل المساهمين في إدارتها.

2-3 أنواع الأسهم الممتازة: توجد عدة أنواع للأسهم الممتازة (إتجاهات جديدة لها) نذكر منها:

❖ **أسهم ممتازة مجمعة وغير مجمعة الأرباح:** يقصد بالأسهم الممتازة المجمعة الأرباح أنه إذا لم تغطي الأرباح المحققة النسبة المتفق عليها لحملة الأسهم الممتازة في سنة ما لا يؤدي إلى سقوط حقهم في الحصول على نصيبهم من الأرباح وإنما تؤجل و تجمع مع المستحق في العام الموالي عندما تتوفر الأرباح، أما الأسهم الممتازة الغير مجمعة للأرباح فإنها إذا لم تحصل على النسبة المتفق عليها من

(1) منير إبراهيم الهندي، "صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1994، ص.11.

(1) سيد سالم عرفه، مرجع سابق، ص.86.

(2) صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص. 228.

الفصل الأول : مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية وآلية التحوط منها

أرباح الشركة فلا يجوز المطالبة بالجزء المتبقي من الأرباح في السنوات التالية حتى عندما تتوفر الأرباح⁽¹⁾.

❖ **أسهم قابلة للإستدعاء و غير قابلة للإستدعاء:** الأسهم الممتازة القابلة للإستدعاء تجمع بين خصائص الأسهم العادية والسندات، من ناحية يمكن ردها لما هو مكتوب في نشرة الاكتتاب، وهي خاصية السند، ومن ناحية لا توجد أية مشاكل عند سداد توزيعات الأرباح أو الفوائد في حالة الإشهار وهي خاصية من خصائص الأسهم، وعادة ما يحدد لهذا النوع ربح سنوي ثابت، وتكون مجمعة للأرباح و العكس بالنسبة لغير الإستدعاء⁽²⁾.

❖ **أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح و غير مشاركة في الأرباح:** تتميز الأسهم المشاركة في الأرباح بزيادة معدل بزيادة أرباح الشركة، أما الأسهم الممتازة غير المشاركة في الأرباح بحسب معدل الأرباح السنوية سواء حققت أرباح مرتفعة أو متوسطة أو صغيرة⁽³⁾.

❖ **أسهم ممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم عادية و غير قابلة للتحويل:** أحيانا تعطى الأسهم الممتازة حق التحويل إلى أسهم عادية وفقا للأوضاع المقررة في نشرة الإكتتاب و كذلك عندما يعد أصحاب الأسهم الممتازة أن حصص الأسهم العادية من الأرباح الموزعة عالية نسبيا مقارنة بعوائد الأسهم التي يحملونها، وقد يجري هذا التحويل بنسبة محددة مسبقا مثلا حصتين للأسهم العادية مقابل حصة للأسهم الممتازة⁽⁴⁾.

❖ **الأسهم الممتازة ذات الحق في التصويت:** في الغالب ليس للأسهم الممتازة حق التصويت في الجمعيات العمومية غير أنه قد يحدث أن يعطى حملة الأسهم الممتازة الحق في حضور الجمعيات العمومية و قد يعطى لحملة هذه الأسهم الحق في إنتخاب أعضاء مجلس الإدارة، و قد يكون امتيازاً في شكل حق الإعتراض على قرارات الجمعية العمومية⁽¹⁾.

❖ **الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:** وهي أسهم ممتازة تعطي لحاملها الحق في الحصول على عائد كل ثلاث أشهر، حيث يتغير هذا العائد وفقا للتغيرات التي تطرأ على معدل الفائدة على السندات الحكومية وعادة لا تقل التوزيعات لهذا النوع من الأسهم عن 75 بالمئة⁽²⁾.

ثانياً: السندات

1-تعريف السند:

يعرف على أنه " وثيقة تتضمن وعدا من الشركة أو هيئة رسمية بتسديد مبلغ قرض عند حلول أجل استحقاقه ، بالإضافة إلى دفع مبالغ محددة على فترات متتالية تمثل الفائدة⁽³⁾.

(1) محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العيد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص.41.

(2) طارق عبد العال حماد، " دليل المستثمر في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص.23.

(3) حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص.177.

(4) طارق عبد العال حماد، سنة 2000 ، مرجع سابق، ص.23.

(1) محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العيد، مرجع سابق، ص.43.

(2) رسمية قرياقص، " أسواق المال، (أسواق رأس المال، المؤسسات)، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1999 ، ص.28.

الفصل الأول : مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية وآلية التحوط منها

أما من جهة أخرى فتعرف بأنها" صكوك تمثل قروضا تعقدتها الشركة متساوية القيمة و قابلة للتداول و غير قابلة للتجزئة(4).

من خلال التعاريف السابقة يمكن صياغة التعريف التالي:

أن السند هو" قرض ممثل في أوراق مالية متساوية القيمة، قابلة للتداول تمثل ديننا على مصدرها و حقا لمالكها في الحصول على دفعات مالية محددة (في الزمن والقيمة) و له في نهاية المدة الحصول على قيمة القرض".

2- خصائص السندات :

يمكن تلخيص خصائص السندات الذي يصدر من شركة مساهمة عامة فيما يلي(5):

1-2 السند أداة دين: يعطي السند لحامله على الشركة المصدرة حق دائنيته، في حين يترتب السهم لحامله حق ملكيته، لذا يكون لحامل السند الأولوية من حامل السهم في استيفاء حقوقه سواء من أرباح الشركة، أو من أصولها في حالة الإفلاس أو التصفية.

2- 2 السند أداة استثمار ثابتة الدخل: يعتبر السند من أدوات الإستثمار ثابتة الدخل لأن حامله يتقاضى فائدة سنوية بينما يتغير الدخل السنوي لحامل السهم العادي تبعا لتغير الأرباح السنوية التي تحققها الشركة المصدرة، و تبعا لنسبة توزيع الأرباح و يشبه السند في ثبات دخله السنوية السهم الممتاز.

ج- محدودية الأجل: يصدر السند بأجل محدود يستحق بحلولة و ينص على هذا الأجل صراحة في عقد الإصدار، هذا على عكس السهم الذي لا يحدد بأجل بل يبقى قائما ما دامت الشركة المصدرة بقائمة. ويعتبر أجل السند عنصرا هاما في تحديد معدل فائدة السند، و كذلك سعره السوقية.

د- القابلية للتداول: يشبه السند السهم في هذه الخاصية، وتسري بخصوص تداول السند نفس الأحكام المطبقة بشأن تداول السهم، و خاصية التداول تساهم في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في السوق الثانوية.

3- أنواع السندات:

يمكن التمييز بين السندات وفقا للمعايير التالية:

1-3 حسب الجهة المصدرة: يمكن تصنيف السندات وفقا للجهة المصدرة إلى:

أ-السندات العامة: هي السندات التي تصدرها الدولة في حالة حاجيتها إلى قروض، فهذه السندات تصدر عن الخزينة العامة أو المؤسسات العامة.

ب- السندات الخاصة: تقوم الشركات بإصدار سندات ذات قيمة ثابتة في حالة إحتياجها إلى تمويل خارجي أو إحتياجها إلى سيولة نقدية للتوسع في مشروعاتها.

(3) حسن بن هاني، مرجع سابق ، ص 125.

(4) أرشد فؤاد التميمي و أسامة عزمي، مرجع سابق ، ص 86.

(5) محمد مطر و فايز تيم، مرجع سابق ، ص 100.99.

الفصل الأول : مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية وآلية التحوط منها

2-3 حسب ما تتمتع به من ضمان: يمكن تصنيفها حسب هذا المعيار كما يلي:

أ- **السندات المضمونة:** هي تلك السندات التي تعطي لحاملها الحق في المطالبة بالضمان المحدد عندما تعجز المنشأة المصدرة لها عن الوفاء بأصل الدين أو فائدته.

ب- **سندات غير مضمونة:** هي السندات التي تخلو من أي رهن لصالحها سوى تعهد المنشأة المصدرة لها بالتسديد، فالضمان ينصب على إجمالي أصول الشركة و قدرتها على مواجهة التزاماتها اتجاه الدائنين.

3-3 حسب العائد: يمكن التمييز بين:

أ- **السندات ذات العائد الثابت:** هذا النوع من السندات يقوم عائد مماثلا في كل السنوات إلى غاية مدة حياة القرض وهذا النوع من السندات يزداد عليه الطلب في حالة انخفاض معدلات الفائدة لأنه يسمح للمستثمر بالحصول على عائد أكبر مما هو عليه في السوق.

ب- **السندات ذات العائد المتغير:** هذا النوع من السندات يحصل حامله على عائد متغير حسب معدل الفائدة السائدة في السوق أو تبعا لمؤشرات إقتصادية معينة(1).

4-3 حسب ما تتمتع به السندات من حقوق و امتيازات: حسب هذا المعيار يمكن تصنيف السندات إلى:

أ- **السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:** يعطي هذا النوع من السندات الحق لحاملها تحويلها إلى أسهم، و بالتالي يتحول الحامل من دائن إلى مالك المؤسسة ، توفر السندات القابلة للتحويل عدة مزايا سواء للوسيط الذي يتوافر له درجة عالية من المتاجرة بالملكية لانخفاض نسبة الهامش النقدي المطلوب للمضاربة بها في السوق المالي، أما بالنسبة للمستثمر فتوفر له إمكانية حصول حاملها علو أرباح رأسمالية توفرها الأسهم العادية(2).

ب- **السندات الغير قابلة للتحويل:** وتصدر السندات غير القابلة لتحويل في العادة بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل(3).

5-3 حسب طريقة تداول و تملك السندات: حسب هذا المعيار تقسم إلى:

أ- **سندات اسمية أو مسجلة:** يكون السند اسما أو مسجلا متى حمل اسم مالكة، كما يوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة المصدرة، و السندات الاسمية أو المسجلة يمكن أن تكون مسجلة بالكامل و يشتمل التسجيل هنا كلا من الدين الأصلي و فائدته .

ب- **سندات لحاملها:** يكون السند لحامله عندما يصدر خلوا من إسم المستثمر، كما لا يوجد في هذه الحالة سجل للملكية لدى جهة الإصدار، و تنتقل ملكية السند بمجرد الاستلام ويكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند عند إستحقاقها، و تحصل بمجرد نزع الكوبون المرفق بالسند و تقديمه للبنك الذي يتولى دفع الفوائد، و عند حلول موعد استحقاق السند يكون لحامله أيضا الحق في استلام قيمته الاسمية من البنك مباشرة(4).

(1) ضياء مجيد، "البورصات - أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم والسندات"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003، ص. 33.34.

(2) عبد الغفار حنفي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص. 51.

(3) محمد مطر و فايز تيم، المرجع سابق، ص. 106.

(4) المرجع السابق، ص. 101.102.

الفصل الأول : مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية وآلية التحوط منها

ج- سندات ذات شرط الاستدعاء: يعطي هذا الشرط حقا لشركة المصدرة لسندات بإعادة شراء و استدعاء جزء أو كل السندات المصدرة منه في الوقت الذي يناسبها، وعادات ما يكون الاستدعاء بسعر الاستدعاء الذي يكون دائما أكبر من القيمة الاسمية للسند، ويسمى الفرق بين القيمة الاسمية وسعر الاستدعاء بعلاوة الاستدعاء(2).

ثالثا: ماهية المشتقات المالية

تعد المشتقات المالية من الأوراق المالية الحديثة التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية و أكثرها استخداما للتحوط من مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

1- تعريف المشتقات المالية:

المشتقات المالية هي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المالية والتي تتنوع ما بين الأسهم والسندات والعملات الأجنبية... الخ، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب و خسائر على أداء الأصل موضوع العقد(3).

- أما التعريف الذي وقع عليه إختيار صندوق النقد الدولي فهو تعريف أحد المؤسسات التابعة لصندوق النقد الدولي وهو الذي عرف المشتقات المالية بأنها عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد و لكنها لا تقتضي أو تتطلب إستثمار لأصل المال في هذه الأصول(1).

2- أنواع المشتقات المالية:

1-2 العقود المستقبلية:

أ- تعريف العقود المستقبلية: هي عقود قانونية أو رسمية يجرى، ترتيبها في أسواق منظمة لتؤكد تعهد بالتسليم إلى المشتري أو بالاستلام من البائع وذلك لكمية أو نوعية تم الإتفاق عليها من أصل إستثماري معين في وقت و مكان محددين في المستقبل، وتجرى كافة التقديرات حسب التوقعات السوقية وقت التسليم.

وقد أوليت عقود المستقبلية اهتماما كبيرا بالأدوات المالية، و أدوات الخزينة والعملات الأجنبية لقيت هذا الإهتمام منذ عام 1972 ، ثم حظيت أسعار الفائدة بهذا الإهتمام في العام 1975 خاصة على الأورو، الدولار حيث تحددت قيمها عند معدل الإقتراض فيما بين بنوك لندن.

وتشمل عقود المستقبلية حاليا السندات الحكومية أدوات الخزينة والذهب والقمح ومؤشرات الأسهم و العملة الأوروبية الموحدة والدولار والمعادن النفيسة والمنتجات النفطية(2).

ب- خصائص العقود المستقبلية: تتسم العقود المستقبلية بعدة خصائص نذكر منها:

- لعقود المستقبلية طرفين يقبل أحدهما بموقع المشتري أو المستلم للأصل الإستثماري والآخر بموقع البائع أو المسلم للأصل الإستثماري وبالتالي فإن ما يكسبه طرف في هذه العقود يخسره الطرف الثاني.

(2) حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص.232.

(3) طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، طبعة الأولى ، 2001، ص.5.

(1) عماد فتحي موسى، "المشتقات المالية والهندسة المالية"، من الموقع: <http://www.hnaismssion.com>, date :10/01/2012

(2) هوشيار معروف، مرجع سابق، ص.ص. 152.153.

الفصل الأول : مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية وآلية التحوط منها

- إن طرفي هذه العقود غالبا ما لا يعرف أحدهما الآخر وبالتالي لا يدخل هذان الطرفان التبادل مع بعضهما البعض مباشرة، بل يتم ذلك من خلال بيوت التصفية.
- العقود المستقبلية عقود معيارية تنظم حسب أنماط محددة و يفترض منظموها مخاطر الفشل المتوقعة مسبقا. وبذلك يمكن للمالك الأصلي للسلعة أو الأداة تعديل هذه العقود أو إلغائها بسهولة قبل وقت التسليم.
- يقوم تجار المستقبلات بوضع ما يعرف بالهامش الأولي وهو عبارة عن مبلغ مالي يودعه طرفي العقد في حساب خاص لدى غرفة التصفية بالسوق المالية كضمان منهما للإلتزام بالتنفيذ، ويحدد هذا الهامش بصيغ مختلفة منها ودیعة حقيقية أو إعتداف مصرفي، وهو يمثل غالبا نسبة قليلة من القيم الإسمية للأصول الخاضعة لعقود المستقبلات و التي لا تتجاوز 5% .
- تحديد المجال الذي يسمح من خلاله للأسعار المتفق عليها بالتغيير، و لتحقيق هذه الخاصية يمنع أصحاب الودائع من إستخدام المستقبلات لأغراض المضاربة.

2-2 عقود المبادلات:

أ- تعريف عقود المبادلة:

استعملت عمليات تبادل أدوات الفائدة في أوائل الثمانينات كوسائل تحقيق وفير في تكاليف إصدار الدين أو المضاربة لتحقيق أرباح بنتيجة الفرق بين التعامل بين مختلف الأسواق و تدعى المبادلات أيضا بالمقايضة وهي الإلتزام تعاقدی تتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو موجود معين مقابل تدفق نقدي أو موجود آخر بموجب شروط تنفيذ معينة يتفق عليها عند التعاقد.

ب- خصائص عقود المبادلة: تتصف عقود المبادلة بمجموعة من الخصائص منها:

- عقود إلزامية أي أنها ملزمة للطرفين.
- عقود غير نمطية، و إنما تفصل حسب رغبة الزبون.
- يتم التعاقد بصورة مباشرة أو غير مباشرة بين طرفي المبادلة.
- تركز على تبادل التدفقات النقدية في أغلب الأحيان فضلا عن تبادل الموجودات في أحيان أخرى.
- توفر إمكانية التحوط من مخاطر تقلب أسعار الفائدة و أسعار صرف العملات الأجنبية.
- يتم التعامل بها في الأسواق الموازية.
- لا تضمن دفع الهامش أو العلاوة لأغلب أنواعها(1).

2-3 عقود الخيارات:

أ- تعريف عقود الخيار: هي إحدى صور أسواق العقود المستقبلية فهي إتفاقيات تجرى بين طرفين بغرض تداول أصول حقيقة أو أدوات مالية كالأسهم والسندات أو عملات أجنبية وذلك للتنفيذ من وقت لاحق بسعر يتفق عليه الطرفان يعرف بسعر الخيار(2).

(1) هاشم فوزي ودباس العبادي، "الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية"، مؤسسات الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص.85.

الفصل الأول : مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية وآلية التحوط منها

أما من جانب آخر فهناك من يعرف عقد الخيار على أنه: أداة من الأدوات التي يستخدمها المستثمر للتغطية أو التحوط من مخاطر تقلب أسعار الأوراق المالية، كما يستخدمها المضاربون بهدف تحقيق أرباح رأسمالية⁽³⁾.
ب- أنواع عقود الخيارات: تصنف عقود الخيار وفقا لموعد التنفيذ إلى عقد الخيار الأمريكي وعقد الخيار الأوربي.

1- عقود الخيار الأمريكي: يعطى لحامله (المستثمر) الحق في شراء أو بيع مجموعة من الأوراق المالية بسعر متفق عليه مقدما حيث أنه بالإمكان تنفيذ هذا العقد في أي لحظة منذ شرائه، وحتى قبل التاريخ المحدد لتنفيذه أو هو بمثابة إتفاق يعطى لأحد الطرفين الحق في بيع أو شراء عدد من الأسهم والسندات أو العملات الأجنبية من الطرف الآخر بسعر متفق عليه مقدما حيث يتم تنفيذه خلال الفترة التي تمتد بين إبرام الإتفاق حتى التاريخ المحدد لانتهائه.

علما أن هذه التسمية لا ترتبط بالبلد الذي يتم التعامل فيه بهذه العقود أي أن هناك خيارات أوروبية يتعامل بها في أمريكا، وإذا كان عقد الخيار نص بأنه قد أنشأ بموجب الأسلوب الأمريكي، فهذا يعني بأن مشتري حق الخيار له الخيار في ممارسة تنفيذ العقد في أي وقت يشاء خلال الفترة المتفق عليها إن هذه الميزة لهذا الخيار تؤدي زيادة العلاوة المدفوعة من قبل مشتري الحق بموجب الخيار الأمريكي نسبة إلى الخيار الأوربي

2- عقد الخيار الأوربي: وهو يشبه عقد الخيار الأمريكي ما عدا موعد التنفيذ فهو غير مسموح به إلا في التاريخ المحدد سلفا، مما يعني إستطاعة مشتري عقد الخيار أن يمارس حقه في التنفيذ فقط في اليوم الأخير من إستحقاق العقد ولا يعني هذا الخيار بأنه مستعمل في أوربا فقط يمكن إستعماله في أي بورصة مالية.
- أما من جانب آخر فتصنف عقود الخيار وفقا لطبيعة وشروط العقد إلى نوعين رئيسيين وهما:⁽¹⁾ عقد خيار الشراء وعقد خيار البيع.

1-2- عقد خيار الشراء: وهو عقد يتيح لحامله (مشتري الخيار) شراء عدد من الأوراق المالية أو السلع أو المؤشرات أو العملات الأجنبية بسعر محدد يتفق عليه (سعر التنفيذ) إما في اليوم الأخير للعقد (الخيار الأوربي) أو قبل إنقضاء تاريخ محدد (الخيار الأمريكي)، و لمشتري خيار الشراء الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الإتفاق، لكن على محرر الخيار التنفيذ إذا رغب مشتري الخيار ذلك، و يدفع مشتري الخيار لمحرره تعويضا أو مكافأة لقاء ذلك الحق.

ومما ينبغي الإشارة إليه بأن مشتري الخيارات يظل يراقب أسعار الموجودات لشركة ما فإذا إرتفعت إلى المستوى الذي يلائمه وهو مستوى عادة يفوق السعر المتفق عليه، وينفذ العقد بالسعر المتفق عليه شريطة أن يتم التنفيذ قبل أو في التاريخ المحدد إذا كان عقد الخيار الأمريكي أو في التاريخ المحدد إذا كان عقد الخيار الأوربي.

⁽²⁾ هوشيار معروف، مرجع سابق، ص.158.

⁽³⁾ محمد مطر، " إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص.270.

⁽⁴⁾ هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص.98.97.

الفصل الأول : مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية وآلية التحوط منها

2-2- عقد خيار البيع: وهو عقد أو إتفاقية يتيح لحاملها بيع عدد من الموجودات أو الأوراق المالية بسعر محدد يتفق عليه بين مشتري خيار البيع و محرره إما في تاريخ أو يوم محدد عادة آخر يوم (الخيار الأوربي) أو قبل إنقضاء تاريخ محدد في المستقبل (الخيار الأمريكي) ولمشتري خيار البيع الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد، لكن على محرر العقد التنفيذ إذا رغب مشتري خيار البيع ذلك.

وتجدر الإشارة إلى أن مشتري خيار الشراء يحقق أرباحا عندما يرتفع سعر الموجودات في السوق عند تنفيذ العقد، بينما يخسر فقط قيمة التعويض (المكافأة) عند الانخفاض أما كلاهما أي عقود خيار الشراء عقود خيار البيع من حيث الإتفاق المبرم قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية.

ج- خصائص عقد الخيار: تعتبر هذه الخصائص في مجملها أهم النتائج المترتبة عن إبرام عقود الخيار و كل ما يترتب على الطرفين من حقوق و التزامات وهي(1):

- عقد الخيار غير ملزم لصاحبه وإنما يعطيه الحق في أن يختار بين تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها، ونظير هذا الحق فإن الذي يشتري أو يبيع عقد الخيار بدفع نظير ممارسته لهذا الحق خلال مدة العقد و يسمى هذا الثمن بالعلوة و المكافأة أو ثمن الخيار.

- إن ثمن الخيار يدفع للجهة التي حررت العقد و التزمت تنفيذه عدد ما يرغب صاحب الحق في ممارسته لهذا الحق، وبذلك يعتبر هذا الثمن مقابل المخاطرة التي يتحملها محرر العقد.

- يلاحظ أن ثمن الخيار قابل للزيادة أو الانخفاض وهو يتوقف على مدة العقد، نوع الأصل، محل العقد، ظروف السوق.

- عند ممارسة الحق يتم دفع قيمة العقد بالكامل بصرف النظر عن ثمن الخيار.

- في حالة عدم ممارسة الخيار فإن صاحب الحق يخسر ثمن الخيار فقط .

- عقد الخيار قابل للتداول: فيحق لصاحب عقد الخيار بيعه للغير بثمن يتوقف على العرض والطلب في الأسواق المالية.

- يتوقف ثمن عقد الخيار على قيمة الأصل الذي يتضمنه فتزداد القيمة بارتفاع قيمة الأصل وتنخفض بانخفاضه.

المبحث الثاني: تحليل مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

إن الاستثمار في الأصول المالية يتعرض لمجموعة من المخاطر تؤثر على كل من الاقتصاد والمستثمر، يمكن التقليل من درجة المخاطر من خلال إتباع سياسات عديدة من بينها استخدام معايير تقييم للورقة المالية و مؤشرات تحليل المخاطر.

(1) site : www.shabab-ibbitop-me.com/t9736-topic, date : 29/01/2012.

الفصل الأول : مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية وآلية التحوط منها

المطلب الأول: مفهوم المخاطرة

يربط المستثمرون المخاطرة عموماً بعدم اليقين و عدم التأكد بنتائج الأحداث المستقبلية، تعني المخاطرة في الإستثمار درجة عدم التأكد أي درجة عدم إنتظام العوائد والخوف من وقوع خسائر من الإستثمار، فإذا كانت العوائد ثابتة ومنتظمة خلال السنوات القادمة فلا توجد مخاطرة كما يحدث في السندات حيث أن رأس المال مضمون والعائد المحقق ثابت ولا يتغير خلال فترة السند وهذا النوع من الإستثمار لا يوجد فيه مخاطرة ويطلق عليه Risk free ، أما إذا نظرنا إلى الإستثمار في الأسهم فإننا نجد العوائد غير ثابتة وتحتل الربح والخسارة و يتغير من سنة على أخرى لذا نجد أن هذا النوع من الإستثمار لديه مخاطرة أعلى من الإستثمار في السندات.

لذلك يمكن إعتبار المخاطرة هي درجة عدم التأكد وتذبذب العوائد من حيث الارتفاع و الهبوط وخصوصاً إذا كان الهبوط يسهل إلى مرحلة الخسائر أما العائد هو أساس قياس المخاطرة.(1)

أما من جهة أخرى فهناك من يشير إلى وجود فرق بين المخاطرة وعدم التأكد حيث أن الفرق يكمن في مدى معرفة متخذ القرار باحتمالات تحقق التدفق النقدي، فالمخاطرة تصف موقفاً ما يتوفر فيه لمتخذ القرار معلومات تاريخية كافية تساعد فيوضع التوزيع الاحتمالي بشأن النفقات النقدية المستقبلية، أما في حالة عدم التأكد فإن متخذ القرار لا يملك المعلومات الكافية من أجل وضع التوزيع الاحتمالي للنفقات النقدية المستقبلية، و إنما يتم التقدير على أساس الحكم الشخصي(2).

المطلب الثاني: أنواع المخاطر:

تنقسم مخاطر الإستثمار بشكل عام إلى نوعين رئيسيين هما:

أولاً- المخاطر المنتظمة:

وهي تلك المخاطر التي تؤثر على السوق ككل دون إستثناء، أي بمعنى آخر هي مخاطر عامة و شاملة ناتجة عن عوامل تؤثر في الأوراق المالية بوجه عام ولا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين، أما عن هذه العوامل فهي ترتبط بالظروف الإقتصادية كتغير سعر الفائدة والتضخم أو بسبب ظروف سياسية كإضرابات العامة والحروب وغيرها(1).

أ- مخاطر أسعار الفائدة: و تتمثل مخاطر أسعار الفائدة في:(2)

المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث إختلاف بين معدلات العائد المتوقعة ومعدلات العائد الفعلية بسبب حدوث تغير في أسعار الفائدة السوقية خلال المدة الإستثمارية.

فمن المعروف أن أسعار الأوراق المالية خصوصاً السندات منها تتأثر بتقلب أسعار الفائدة كلما إنخفضت أسعار السندات والعكس صحيح.

(1) غازي فلاح المومني، "إدارة المحافظ الإستثمارية الحديثة"، دار المناهج، طبعة ثانية، عمان، 2003 ، ص.77.

(2) منير إبراهيم الهندي، "الإدارة المالية"، المكتب العربي الحديث ، القاهرة، طبعة رابعة، 1999، ص.240.

(1) طارق عبد العال حماد، " إدارة المخاطر"،الدار الجامعية،الإسكندرية، 2007،ص.125.

(2) محمد مطر و فايز تيم، مرجع سابق،ص.ص.44.43.

الفصل الأول : مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية وآلية التحوط منها

وبالرغم من أن مخاطر سعر الفائدة السوقي تصنف ضمن المخاطر المنتظمة لأنها تؤثر على جميع الأوراق المالية إلا أن تأثيرها يختلف حسب نوع الورقة فيكون أكبر في حالة الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات والأسهم الممتازة.

ب- مخاطر التضخم (مخاطرة القوة الشرائية لوحدة النقد): والتي تعرف بأنها إمكانية عدم كفاية العوائد المستقبلية الناتجة عن الاستثمار في الحصول على السلع والخدمات التي يمكن الحصول عليها بأسعار حالية(3). وهي أيضا المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث إنخفاض في القوة الشرائية للمبلغ المستثمر نتيجة وجود حالة تضخم في الإقتصاد لتعكس على القيمة الشرائية لوحدة النقد فتتدنى قيمتها(1).

ج- المخاطر السوقية: يتأثر السوق بعوامل مختلفة كالمضاربة في الأوراق المالية والتغيرات السياسية و الحروب وغيرها، وهذه العوامل تؤثر على سلوك المستثمر حيث ينقل هذا السلوك إلى التعامل مع السوق مما يجعل الأسعار تتغير وتتأثر السوق بذلك ارتفاعا أو انخفاضاً في حجم التداول(2).

ثانيا- المخاطر غير المنتظمة:

وهي المخاطر غير السوقية أو المنفردة التي تنفرد بها ورقة مالية معينة لشركة معينة أو قطاع معين والناتجة عن العوامل المؤثرة والمستقلة عن النشاط الإقتصادي ككل، كحدوث إضراب عمالي في شركة معينة، ظهور إختراعات جديدة، الحملات الإعلانية، الأخطاء الإدارية، تغير أذواق المستهلكين أو ظهور قوانين جديدة تؤثر على منتجات شركة معينة، وهي التي يمكن تفاديها والسيطرة عليها من خلال الإدارة الكفؤة التي تعمل على التنوع في الاستثمار أو ما يعرف بإستراتيجية التنوع، أما من جانب آخر فهي التي يمكن حصرها في نوعين من المخاطر، مخاطر النشاط أو الأعمال و المخاطر المالية(3).

أ- مخاطر النشاط أو الأعمال (Business Risk):

يقصد بمخاطر النشاط و الأعمال درجة التذبذب في ربحية الشركة الناتجة عن التغير في حجم المبيعات لأسباب ترجع لظروف الصناعة أو القطاع (طبيعة المنتجات أو العملاء) الذي تنتمي إليه، أو للتغير في تكاليف العمليات لأسباب تتعلق بطريقة الإنتاج المتبعة.

ب- المخاطر المالية (Financial Risk):

يقصد بها تلك المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية، إضافة إلى مخاطر الأعمال، وهي التي تنشأ أساساً من جراء إعتقاد الشركة على مصادر تمويل تدفع عنها تكاليف ثابتة، أي الأموال المقترضة و الأسهم الممتازة و عليه لو كانت الشركة تعتمد بالكامل على الأسهم العادية في التمويل، لانحصرت المخاطر التي يتعرض لها حملة أسهمها العادية في مخاطر النشاط أو الأعمال فقط(1).

(3) فلاح حسن الحسيني، "إدارة البنوك، مدخل كمي وإستراتيجي معاصر"، دار وائل للنشر، عمان، طبعة أولى، 2000، ص 169 .

(1) محمد مطر وفايز تيم، مرجع سابق، ص 45.

(2) المرجع السابق، ص 45.

(3) غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 77.

(1) منير إبراهيم الهندي، "الإدارة المالية"، سنة 1999، مرجع سابق، ص 198-196.

الفصل الأول : مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية وآلية التحوط منها

المطلب الثالث: طرق قياس المخاطر و أبرز مؤشرات تحليلها:

تعتبر المخاطرة من المواضيع التي من الصعب قياسها نتيجة كون أنها درجة عدم التأكد أو عدم انتظام العوائد ولهذا سنتناول في هذا المطلب أنجع الطرق المعتمدة لقياس المخاطر وأبرز مؤشرات تحليلها.

أولاً: طرق قياس المخاطر

تختلف المقاييس المستخدمة لقياس المخاطرة من صنف لآخر كما يلي:

1- قياس المخاطر المنتظمة بواسطة معامل بيتا (Beta):

إضافة إلى ما سبق التطرق إليه فإن الخطر يعود لمؤثر مشترك ما بين الأصول المالية المختلفة فضلا عن صعوبة تجنبه عن طريق عملية التنويع، و لهذا فإن تقديره يتطلب إيجاد الإرتباط ما بين عائد السوق حسب ما يعكسه مؤثر السوق و عائد الورقة المالية محل التحليل لمخاطرها المنتظمة .

- فالمعامل بيتا Beta يعد المقياس المناسب لتحديد المخاطر المنتظمة، حيث يعبر عن مقدار التغير

الحاصل في عائد الورقة المالية محل الدراسة نتيجة التغير في مؤشر السوق والممثل لتغيرات عائد السوق.

ويمكن صياغة العلاقة بين عائد السوق عبر مؤشر السوق R_m و عائد الورقة R_i بالمعادلة الخطية الآتية: $R_m R_i =$

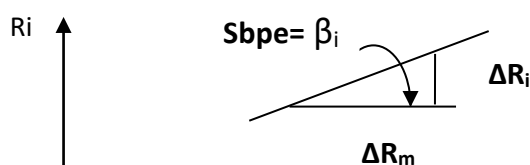
$$\alpha_i + \beta_i$$

حيث: α_i : ثابت يعكس معدل العائد للورقة المستقلة عن تغيرات السوق .

β_i : المعامل بيتا، ثابت ميل معادلة الخط المستقيم ، عاكسا بذلك التغير الحاصل في معدل عائد

الورقة المالية (R_i) نتيجة التغير في عائد السوق التابع لمؤشر السوق (R_m) بوحدة واحدة

الشكل رقم (1) قياس المخاطر المنتظمة بواسطة المعامل بيتا (beta)



المصدر: محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 192.

و يمكن قياس المعامل beta (R_m) ، حلال الصيغة الآتية: (1)

$$\hat{\beta}_i = \frac{COV_m}{Varm} = \frac{\sum (R_i - \bar{R}_i)(R_m - \bar{R}_m)}{\sum (R_i - \bar{R}_m)^2}$$

حيث: $\hat{\beta}_i$: المعامل بيتا المقدر

COV_m : التباين المشترك ما بين المالية و السوق

(1) مبارك لسوس، "التسيير المالي- تحليل نظري مدعم بأمثلة وتمارين محلولة"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص 148.

الفصل الأول : مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية وآلية التحوط منها

$Varm$: تباين عائد السوق

أما عن الطريقة الإحصائية لتقدير المعامل بيتا (Beta) فهي لا تختلف عن الصيغة السابقة بل هي نفسها حيث نصل إلى $\hat{\beta}_i$ من خلال تبني العلاقة التالية:

$$R_i = a_i + \beta_i R_m + E$$

ولقياس المعامل ($\hat{\beta}_i$) ميل الخط المقدر نأخذ بالصيغة التالية:

$$\hat{\beta}_i = \frac{\sum r_{im}}{\sum (r_m)^2}$$

حيث $\sum r_{im}$: مجموع حاصل ضرب انحرافات عائد السوق و عائد الورقة عن وسطها الحسابي.

r: تمثل العوائد بالقيم الانحرافية.

$\sum (r_m)^2$: مجموع مربعات انحراف عائد السوق.

2- قياس المخاطر غير المنتظمة باستخدام التباين و الانحراف المعياري: باعتبار المخاطر غير المنتظمة هي تلك المخاطر الناشئة عن سلوك الورقة المالية (تغيرات معدل العائد) خلال مدة دراسة الخطر و التي تعد انعكاسا لسلوك و نشاط جهة الإصدار، ففي الوقت الذي لا يمكن تجنب المخاطر المنتظمة و ارتباطها بالسوق، فإن المخاطر غير المنتظمة يمكن تفاديها عن طريق متابعة التقلب (تشتت) عائد الورقة حول وسطها و هو ما يعرف بالانحراف المعياري (δ) و هذا تعبيراً عن مخاطر الورقة منفردة، تم استبدالها بورقة مالية ذات انحراف معياري أدنى أو عائد أعلى للانحراف المعياري نفسه مع العلم أن: ($\delta = \text{Vor}^2$)⁽¹⁾ فالمخاطر غير المنتظمة تمثل إنعكاس المخاطر المنتظمة خلال مدى زمني معين في تقلب العائد الذي تحققه أوراقها المالية.

أما عن الانحراف المعياري فهو مؤشر: إحصائي مناسب لقياس تقلب معدل العائد حول وسطه المعبر عن القيمة المستقرة لعدد من المشاهدات (observation) لمعدل العائد، ووفقاً لهذا المؤشر فإن تقلب العوائد (الشهرية، الفصلية، السنوية) بشكل كبير عن المتوسط يعطي إشارة للمستثمر حول كون الورقة المالية محل الاستثمار تحمل معها معدل مخاطرة مرتفع، أما في حالة ما إذا كان التقلب منخفضاً عن الوسط فإن الورقة المالية أقل مخاطرة.

و عليه فإن قياس الانحراف المعياري لا ينحصر في بيانات تاريخية بل يمتد للبيانات المتوقعة أيضاً.⁽²⁾

$$= \sqrt{\text{Vor}} = \sqrt{\frac{\sum (R_i - \bar{R}_i)^2}{n}} \delta$$

(1) محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص.ص. 194، 193.

(2) غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص. 80.

الفصل الأول : مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية وآلية التحوط منها

أما عن الصيغة العامة في حالة وجود احتمال وقوع حادث ما (P) فهي تكتب على الشكل التالي:

$$\delta = \sqrt{\frac{\sum P_i (R_i - \bar{R}_i)^2}{n}} \sqrt{V_{or}} =$$

ثانيا: أبرز مؤشرات تحليل المخاطرة

في تحليلنا للمخاطرة سوف نعتمد على نوعين من المؤشرات، النوع الأول هو ما يتعلق بمؤشرات تحليل مخاطر النشاط أو الأعمال، أما النوع الثاني فهو لا يتعلق بمؤشرات تحليل المخاطرة المالية.

ففي ما يخص مخاطر النشاط أو الأعمال فهي تقاس بدرجة تقلب صافي ربح العمليات عبر الزمن، وهذا بالاعتماد على معامل الاختلاف (coefficient of variation) لـصافي ربح العمليات عبر سلسلة زمنية حدها الأدنى خمس سنوات وهذا لضمان ظهور آثار الدورة التجارية التي ربما تكون قد تعرضت لها الشركة وأقصاها هو عشر سنوات وهو ما توضحه المؤشرات التالية(1) :

1-درجة التقلب في المبيعات :

يعتبر مؤشر درجة المبيعات محددًا أساسيًا لتقلب ربحية الشركة والذي يرجع إلى التغيير الذي تحدثه الظروف الاقتصادية العامة وطبيعة الصناعة التي تنتمي إليها الشركة، فالتقلب الذي يرجع إلى المبيعات يقاس بمعامل الاختلاف كما يلي :

$$\frac{\text{الانحراف المعياري للمبيعات}}{\text{متوسط المبيعات}} = \text{التقلب في المبيعات}$$

2-درجة الرفع التشغيلي :

يستخدم مثل هذا المؤشر في حالة ما إذا كان المصدر الآخر لمخاطر النشاط يرجع لتكنولوجيا الإنتاج وتأثيرها على نسبة التكاليف الثابتة، وهو الذي يمكن التعبير عنه بالعلاقة التالية :

$$\text{درجة الرفع التشغيلي} = 1 + \frac{\text{التكاليف الثابتة}}{\text{صافي ربح العمليات}}$$

فبافتراض أن درجة الرفع التشغيلي تساوي (1.04) مثلا، فهذا يعني أن التغيير بالزيادة أو النقصان في المبيعات المتوقعة بنسبة 1% يترتب عليه تغيرا في نفس الاتجاه في صافي ربح العمليات نسبته 4%.

ولهذا فإن التغيير في صافي ربح العمليات الذي تحدثه التكاليف الثابتة يرجع في الأساس إلى طبيعة الصناعة أو القطاع، غير أن هذا لا يمنع أن تتفاوت نسبة التكاليف الثابتة من شركة إلى أخرى داخل نفس القطاع، ولكون

(1) منبر إبراهيم هندي، "الإدارة المالية"، سنة 1999، مرجع سابق، ص. 197-198.

الفصل الأول : مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية وآلية التحوط منها

نسبة التكاليف الثابتة في الشركة الأولى أعلى من مثيلتها في الشركة الثانية، فان هذا يعني أن درجة الرفع التشغيلي للشركة الأولى أعلى من مثيله في الشركة الثانية.

وعليه فإن في حالة ما إذا كان الاقتصاد مقبلا على فترة تنسم بقدر من الرواج، فان أسهم الشركة الأولى سوف ترتفع قيمتها في السوق بمعدل أكبر مقارنة بأسهم الشركة الثانية، وهذا نتيجة للتغير الايجابي في حجم المبيعات والذي سيقابله تغيرا أكبر بنفس الاتجاه في صافي ربح المبيعات ، وعلى العكس في حالة ما إذا كان الاقتصاد مقبلا على فترة تنسم بقدر من الكساد، فان القيمة السوقية لأسهم الشركة ستخف بمعدل أكبر مقارنة بأسهم الشركة الثانية، لأن هناك تغيرا سلبيا في حجم المبيعات والذي سيترتب عنه تغيرا أكبر وب نفس الاتجاه في صافي ربح العمليات.

وكما تجدر الإشارة أنه إلى جانب النوع الأول من المؤشرات والذي سبق التطرق إليه الخاص بتحليل مخاطر النشاط أو الأعمال فان هناك نوع ثاني من المؤشرات وهو ما يتعلق بتحليل المخاطر المالية والتي من أبرزها ما يلي(1):

3- درجة الرفع المالي :

توضح درجة الرفع المالي نسبة التغير في ربحية السهم العادي التي يتوقع أن تحدث من جراء تغير صافي ربح العمليات بنسبة قدرها 1% وهو كما توضحه العلاقة التالية :

$$\text{درجة الرفع المالي} = \frac{\text{نسبة التغير في ربحية السهم}}{\text{نسبة التغير في صافي ربح العمليات}}$$

فلو أن التغير المتوقع في صافي ربح العمليات بنسبة 20 % وأن درجة الرفع المالي (1.5) حينئذ يتوقع أن يحدث تغير في ربحية السهم بنسبة 30% (1.5×20%).

4-درجة الرفع المركب :

يشير مؤشر درجة الرفع المركب إلى ضرورة حساب درجة الرفع التشغيلي والمالي معا، وذلك على النحو الموضح بالعلاقة التالية :

$$\text{درجة الرفع المركب} = \frac{\text{نسبة التغير في ربحية السهم}}{\text{نسبة التغير في المبيعات}}$$

أو درجة الرفع المركب = درجة الرفع التشغيلي X درجة الرفع المالي.

فبافتراض أن درجة الرفع المركب تساوي 2 فهذا يعني أن تغيرا في حجم المبيعات نسبته 15% يترتب عليه تغيرا في ربحية السهم العادي نسبته 30%.

(1) المرجع السابق ، ص.ص. 199.200.

الفصل الأول : مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية وآلية التحوط منها

- أما من جانب آخر فإن درجة الرفع المركب هذه تزود المستثمر بمعلومات نافعة تفيده في اتخاذ قراراته الاستثمارية سواء كان الاقتصاد مقبلا على فترة رواج أو كساد، وذلك على النحو الذي سبق الإشارة إليه عند تناول مؤشر الرفع التشغيلي.

المبحث الثالث : إدارة محفظة الأوراق المالية للتحوط من مخاطر الاستثمار

إن إدارة المحفظة بالنسبة للمستثمرين في الأوراق المالية وكذلك المديرين المسؤولين عنها لا تقل أهمية عن تكوينها وذلك لأن الإدارة غير جيدة للمحفظة تؤدي إلى تحقيق خسائر مالية يصعب تعويضها، وهو ما يوضح أهمية محفظة الأوراق المالية كأداة للتحوط من مخاطر الاستثمار التي من الممكن أن تتعرض لها تشكيلة الأصول المالية المكونة لها.

المطلب الأول : ماهية التحوط

نظرا للمخاطر التي يتعرض لها المستثمر فإنه يعمل على التحوط منها، وسنتناول في هذا المطلب تعريف التحوط وأنواعه.

أولا : مفهوم التحوط

هناك عدة تعاريف للتحوط نذكر منها:

عرف التحوط على أنه : "فن إدارة مخاطر الأسعار من خلال أخذ مراكز عكسية عند التعامل في أدوات المشتقات." (1)

كما عرف على أنه : "موقف يتخذ في سوق معين وذلك في محاولة للتعويض عن التعرض لتقلبات الأسعار في سوق آخر بهدف تقليل التعرض للمخاطر الغير مرغوب فيها، وهناك العديد من المحددات المالية لتحقيق هذا الهدف، تشمل وثائق التأمين، العقود الآجلة، المقايضة، الخيارات(2)".

(1) محاببية نصيرة ، "وظيفة الهندسة المالية في البنوك"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة قلمة، 2006، ص 164.

الفصل الأول : مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية وآلية التحوط منها

والتحوط أيضا وسيلة تقليل مخاطر مالية بطلب مركز في إحدى الأدوات يعوض به كليا أو جزئيا مخاطرة تقترن بمركز آخر (3).

ومن خلال هذه التعاريف يمكن أن يعرف التحوط على أنه إزالة الآثار المالية السلبية التي تصاحب التطورات غير الملائمة في أسعار الصرف، أو أسعار الفائدة أو قيم الأصول المستثمر فيها أو الحد منها إلى أدنى درجة ممكنة.

ثانيا :أنواع التحوط :

للتحوط عدة أنواع تتمثل في(1):

أ-التحوط الاقتصادي:الأساليب التي لا تتطلب الدخول في ترتيبات تعاقدية مع أطراف أخرى بقصد التحوط،ومن أبرزها تنويع الأصول الاستثمارية أي تقوم المؤسسات المالية بتنويع محفظتها بما يجيد مخاطر كل منها.

-هو أن توفق المؤسسة بين التزاماتها وأصولها لتكون من نفس العملة أو نفس طريقة التسعير لتحديد المخاطر. -التحوط الحركي:يستخدم ضد مخاطر الأصول المتداولة في سوق الأوراق المالية ،ومن خلاله يتمبناء محفظة من الأصول المطلوبة على أن يتم إدارتها بطريقة تنتهي إلى النتيجة نفسها التي تحققها عقود المنتجات.

ب-التحوط التعاوني:التأمين التعاوني قائم على أساس التعاون وليس الاسترباح وإذا فهو محل اتفاق التأمين التجاري القائم على المعاوضة ومحور الفرق هو انتقاء الضمان ونظرا لانتقاء المعاوضة على الضمان فان عنصر المجازفة غير موجود أصلا في التحوط التعاوني أي هذا الأسلوب يحقق ميزة توزيع المخاطر بين المشاركين دون الوقوع في مشكلات المجازفة.

ج-التحوط التعاقدى :هو أدوات التحوط القائمة على عقود المعاوضة التي يراد بها الربح.

د-التحوط الطرفي(عند الأزمات):ترتكز هذه الطريقة على تطبيق الطرق السابقة وفق مبدأ تطبيق مبدأ الأولوية الإسلامية في توجيه الأموال الذي يجعل من المهم على البنوك الإسلامية التوجه إلى دعم تمويل الاقتصاد الحقيقي، وتبادل اهتلاك منتجات الاقتصاد الحقيقي، والتخلي ولو مؤقت تمويل الفروض الاستهلاكية أو غير المنتجة للثورة.

المطلب الثاني:مفهوم إدارة محفظة الأوراق المالية

قبل التطرق إلى مفهوم إدارة محفظة الأوراق المالية علينا أولا التعريف بمحفظة الأوراق المالية

أولا:تعريف محفظة الأوراق المالية

(2)سمير عبد الحميد رضوان ، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة ادواتها"، دار النشر للجامعات، الاسكندرية، طبعة اولى، 2005 ، ص. 137.

(3) Sitte : <http://ar-wikipedia-org.date> : date : 17/04/2012

(1)جوامع إسماعيل، مداخلة حول "التحوط في نظام التمويل الإسلامي وإدارة التنمية عند الأزمات الاقتصادية"، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي غرداية، يومي 24، 23 فيفري 2011.

الفصل الأول : مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية وآلية التحوط منها

اختلف الاقتصاديين على تعريف محفظة الأوراق المالية حيث عرفت على أنها "تلك الأداة المعبرة عن الأموال المستثمرة في أصول مالية فردية أو متحدة مع بعضها البعض، ذات عوائد مستقلة أو مرتبطة، تركز على درجات مختلفة من المخاطر بما يحقق اختيار النسب المثلى للمبلغ المستثمر في كل نوع من الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية(1).

كما عرفت على أنها "تشكيلة من الأوراق المالية (أسهم أو سندات أو سندات أو أسهم وسندات) التي يمسكها المستثمر لتخفيض المخاطر وتعظيم العائد(2).

وعليه فإنه إنطلاقاً من التعريفين السابقين لمحفظة الأوراق المالية بأنها توليفة من الأدوات المالية المتمثلة في الأسهم والسندات والخيارات والعقود المستقبلية، والتي لها درجات مختلفة من المخاطرة، ويعتمد عليها المستثمر أساساً لتخفيض المخاطر وتعظيم العائد.

ثانياً: مفهوم إدارة محفظة الأوراق المالية وأهم أهدافها

1-تعريف إدارة محفظة الأوراق المالية

تعرف الإدارة بصفة عامة على أنها عبارة عن "تنسيق الموارد المختلفة من خلال عمليات التخطيط وتنظيم والتوجيه والرقابة قصد الوصول إلى هدف أو أهداف مرسومة، والإدارة عبارة عن انجاز الأعمال بواسطة الآخرين".(1)

أما بالنسبة لإدارة محفظة الأوراق المالية يمكن تعريفها بأنها: "ذلك التنسيق الفعال الخاص بالمبالغ المتاحة للاستثمار في الأصول المالية، وذلك من خلال العمليات المتكاملة من تخطيط، تنظيم توجيه ورقابة بهدف تحقيق أقصى عائد ممكن وضمان السيولة اللازمة للمؤسسة وذلك من أجل تغطية حاجاتها الطارئة واستغلال فرص الاستثمار المفاجئة مع تجنب مخاطر الإفلاس والعسر المالي(2).

كما تقوم إدارة محفظة الأوراق المالية بعمليات التحليل والتنبؤ والعمل على اختيار الأدوات الاستثمارية المناسبة في الضوء العلاقة بين العائد والمخاطر لكل أداة ثم تحديد الأدوات التي سيتم ضمها إلى المحفظة الاستثمارية وبعد ذلك توزيع رأسمال المحفظة على هذه الأدوات أو الأوراق المالية المختارة بوزن نسبي يحقق أقصى عائد بأقل درجة مخاطرة(3).

وانطلاقاً من التعريفين السابقين نستنتج أن إدارة محفظة الأوراق المالية هي تلك الأنشطة التي تعمل على جذب وتوظيف الموارد المالية بطريقة تؤدي إلى تعظيمها من خلال اختيار أوراق مالية يكون معامل الارتباط بين عوائدها سالب ، و بذلك فإن مهمة إدارة محفظة الأوراق المالية كبيرة جداً لكونها تقرر اختيار التوقيت

(1) محمد عثمان و إسماعيل حميد ، " أسواق رأس المال و بورصة الأوراق المالية و مصادر تمويل المشروعات " ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 1993 ، ص.319.

(2) ارشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي ، مرجع سابق ، ص.190.

(3) جمال الدين لعويسات ، " مبادئ الإدارة " ، دار هومة للطباعة و النشر ، الجزائر ، 2003 ، ص.11.

(2) ارشد فؤاد التميمي و أسامة سلامة عزمي ، مرجع سابق ، ص.194.195.

(3) دريدي كمال آل شبيب ، " إدارة المحافظ الاستثمارية " ، دار المسيرة ، عمان ، طبعة أولى ، 2010 ، ص.37.

الفصل الأول : مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية وآلية التحوط منها

الملائم لاتخاذ قرار البيع أو الشراء للأوراق المالية و طبيعة المزج بين الأدوات المختارة بهدف تحقيق أكبر عائد ممكن بأقل درجة مخاطرة .

2 – أهداف إدارة محفظة الأوراق المالية .

- لإدارة محفظة الأوراق المالية عدة أهداف يطمح المستثمر في تحقيقها و من أهمها:(4)
- الحفاظ على رأس المال الأصلي، و يعتبر الحفاظ على رأس المال الأصلي حاجة أساسية لاستمرار المستثمر في السوق فمهما زادت طموحات الفرد يجب أن لا تصل مغامراته إلى تعريض رأس ماله الأصلي للخطر.
 - التوزيع الذي يحقق التوازن بين أصول المحفظة من أجل الحصول على أكبر العوائد و بأقل درجات مخاطرة.
 - قابلية تحويل أصول المحفظة إلى سيولة ، وبأقصى سرعة ممكنة ودون تحمل خسائر تؤثر في رأس مال المحفظة
 - الحفاظ على مستوى دخل مستمر و مستقر.
 - النمو في رأس المال حيث تعتبر تنمية رأس مال المحفظة من أهم الأهداف التي يسعى إليها المستثمر أو مدير المحفظة حيث تعتبر مؤشر نجاح العملية الاستثمارية من خلال عملية التنوع و اختيار أوراق الشركات ذات النمو المحتمل مستقبلا .

المطلب الثالث : استراتيجيات إدارة محفظة الأوراق المالية

- يهدف المستثمر من خلال عملية التنوع أي اختيار توليفة من الأوراق المالية بهدف تخفيض المخاطر، و عليه فإن التنوع هو المفتاح لإدارة خطر قد ينخفض دون أن يتأثر عائد المحفظة المتوقع ، ويمكن القيام بالتنوع بناء على جهة الإصدار أو التنوع على أساس تواريخ الاستحقاق أو التنوع الدولي .
- أولاً: التنوع بناء على جهة الإصدار :**

ويقصد بذلك عدم تركيز الاستثمارات في ورقة مالية تصدرها مؤسسة واحدة ، و إنما توزيع الاستثمارات على عدة أوراق مالية تصدرها مؤسسات مختلفة، و يوجد في هذا الصدد أسلوبان شائعان للتنوع و هما :

1-التنوع الساذج :

ويقصد بالتنوع الساذج زيادة عدد الأوراق المالية التي تحويها المحفظة الاستثمارية بشكل عشوائي حيث انه كلما زاد عدد الأوراق المالية قلت المخاطر، وتشير الدراسات الخاصة بهذا النوع من التنوع إلى أن احتواء المحفظة المالية على حوالي 15 ورقة مالية كحد أقصى، يؤدي إلى التخلص من الجزء الأكبر من المخاطر الخاصة (المنتظمة) أو المخاطر غير المنتظمة .

(4) محمد صالح جابر ، مرجع سابق ص.300.

الفصل الأول : مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية وآلية التحوط منها

إن الايجابيات المترتبة على إضافة الأوراق المالية إلى المحفظة يقابلها أيضا عدد من السلبيات المترتبة على المبالغة في عدد الأوراق المالية التي تحتوي عليها المحفظة، وأهم هذه السلبيات ما يلي:

- صعوبة إدارة المحفظة: تتطلب الإدارة الفعالة للمحفظة البحث والتحليل المستمر لأوضاع الأسهم، وذلك بهدف شراء أسهم وإضافتها للمحفظة أو بيع أسهم أخرى ، و تزداد صعوبة إدارة المحفظة كلما ازداد عدد الأوراق المالية المكونة لها .

- ارتفاع تكاليف المعاملات: يتطلب شراء وبيع الأوراق المالية عمولة للوسيط، الذي يقوم بعمليات البيع و الشراء خاصة إذا قام المستثمر بشراء كميات صغيرة من أوراق مالية متعددة.

-اتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة: حيث أن احتمال اتخاذ قرارات استثمارية غير صحيحة تزداد مع ازدياد الأوراق المالية في المحفظة(1).

2- تنويع ماركويتز:

تقوم فكرته على أساس أن مخاطر المحفظة لا تتوقف على مخاطر الاستثمار بل على العلاقة التي ترتبط بين أدوات الاستثمار المكونة للمحفظة ، فان كانت العلاقة بينهما طردية فالمخاطرة تكون اكبر مما لو كانت العلاقة عكسية أو مستقلة(2).

ثانيا: تنويع تواريخ الاستحقاق:

تتعرض الأوراق المالية لمخاطر سعر الفائدة،ويقصد بذلك المخاطر الناجمة عن أثر تقلبات سعر الفائدة إلى انخفاض القيمة السوقية لهذه الأوراق.مما يعرض المستثمر للخسارة إذا ما اضطر لبيع هذه الأوراق قبل تاريخ استحقاقها ،ويطلق على العلاقة العكسية بين سعر الفائدة والقيمة السوقية للأوراق المالية بالمرونة السعرية،وتزداد هذه المرونة كلما ازدادت فترة استحقاق الأوراق،أي أن درجة استجابة القيمة السوقية للأوراق المالية للتغير في سعر الفائدة تزداد كلما ازدادت فترة الاستحقاق،وبالتالي فإن خسارة المستثمر نتيجة ارتفاع سعر الفائدة تكون أكبر في حالة الأوراق المالية طويلة الأجل.وبناء عليه فان المستثمر يركز على الاستثمارات في أوراق مالية قصيرة الأجل يقلل من مخاطر سعر الفائدة حيث أن تأثير التغير في سعر الفائدة على أسعار الأوراق المالية تكون أقل حدة، ولكنه من ناحية أخرى يعني تقلبات كبيرة في العائد من سنة إلى أخرى بسبب تقلبات سعر الفائدة بشكل مستمر، كما أن تركيز الاستثمارات في أوراق مالية طويلة الأجل يزيد من مخاطر سعر الفائدة من ناحية ، ولكنه من ناحية أخرى يؤدي إلى استقرار العائد بسبب انخفاض تقلبات سعر الفائدة طويلة الأجل بالمقارنة مع سعر الفائدة قصيرة الأجل(1).

(1) محمد مطر و فايز تيم ، مرجع سابق، ص.171.

(2) احمد معجب العتبي ، "المحافظ المالية الاستثمارية أحكامها و ضوابطها في الفقه الإسلامي" ، دار النفائس، الأردن، طبعة الأولى، 2007، ص.40.

(1) محمد مطر و فايز تيم ، مرجع سابق ، ص.178.

الفصل الأول : مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية وآلية التحوط منها

وذلك ما يفرض على المستثمر توزيع استثماراته بين الأوراق المالية قصيرة الأجل وطويلة الأجل بشكل يؤدي إلى الاستفادة من مزايا كل منهما، وتقليل مخاطر الاستثمار في كل منهما، ومن بين السياسات المتبعة لتحقيق ذلك يمكن حصرها في الأنواع الثلاثة التالية:

1-السياسة النشطة في إدارة المحفظة:

تتطلب هذه السياسة تغيرا مستمرا في مكونات المحفظة المالية بناءا على توقعات حركة سعر الفائدة. فإذا توقع المستثمر ارتفاع سعر الفائدة فإنه عليه أن يقوم ببيع الأوراق المالية طويلة الأجل وتعويضها بأوراق مالية قصيرة الأجل، فإذا ارتفع سعر الفائدة فعلا فإن المستثمر يتجنب في هذه الحالة الخسارة الناجمة عن الانخفاض الكبير في القيمة السوقية للأوراق طويلة الأجل.

أما إذا توقع المستثمر انخفاض سعر الفائدة فإنه يقوم ببيع الأوراق المالية قصيرة الأجل وتعويضها بأوراق طويلة الأجل، وإذا انخفض سعر الفائدة حقا فإن المستثمر يحقق الاستقرار في العائد من الأوراق طويلة الأجل، بالإضافة إلى أنه يحتفظ بأوراق مالية بسعر فائدة مرتفع، بسبب شرائه لها قبل انخفاض سعر الفائدة كما أنه بإمكانه تحقيق أرباح رأسمالية ناتجة عن انخفاض سعر الفائدة.

2-تسلسل تواريخ الاستحقاق:

يقوم المستثمر حسب هذه الإستراتيجية بتوزيع استثماراته بالتساوي على أوراق مالية بتواريخ استحقاق متتالية، فمثلا إذا كانت قيمة الاستثمار 20 مليون دينار، فإنه يمكن استثمار 2 مليون في السندات تستحق خلال سنة، و2 مليون في السندات تستحق خلال سنتين، وهكذا حتى 10 سنوات.

- تتمثل مزايا هذا النوع من التنوع في توفير السيولة وتحقيق الربح للمستثمر في الوقت نفسه.

3-توزيع الاستثمارات على الأوراق المالية قصيرة وطويلة الأجل:

تعتمد هذه الإستراتيجية على توزيع الاستثمارات بالتساوي على الأوراق قصيرة الأجل (سنة إلى ثلاث سنوات)، و الأوراق المالية طويلة الأجل (7 إلى 10 سنوات)، وذلك لأن الأوراق قصيرة الأجل توفر السيولة للمستثمر، أما الأوراق طويلة الأجل فتحقق للمستثمر استقرار العائد كما أشرنا سابقا، أما الأوراق المالية متوسطة الأجل (4 إلى 6 سنوات) فهي لا تحقق أيا من هذه السيولة أو الربحية، ولذلك فإنه يجب تجنب الاستثمار في هذا النوع من الأوراق.

ثالثا:التنوع الجغرافي (الدولي):

وهو التنوع من خلال الاستثمار في الأوراق مالية موجودة في أكثر من دولة ويمتاز هذا النوع بتنوع الأصول التي تتكون منها المحفظة الاستثمارية وتوزيع رأس المال في أكثر من دولة، وتنوع العملات ولقد أثبتت الدراسات أن التنوع الدولي من شأنه أن يخفض المخاطر إلى مستويات أدنى مما يحققه التنوع المحلي(1).

(1)أحمد معجب العتبي، مرجع سابق، ص.40.

خلاصة الفصل:

تناولنا في هذا الفصل مفاهيم عامة حول سوق الأوراق المالية و الأدوات المتداوله فيها و أنواع المخاطر التي يتعرض لها المستثمر الذي أوجب التطرق إلى إستراتيجيات لإدارة محفظة الأوراق المالية، ويمكن إبراز أهم النقاط التي توصلنا إليها من خلال هذا الفصل فيما يلي:

الفصل الأول : مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية وآلية التحوط منها

- لسوق الأوراق المالية وظائف إيجابية لكل المتعاملين فيها فهو مركز لامتناس المال و تحويله إلى من يستثمره و ينميه و ذلك باستخدام مجموعتين من الأدوات المالية الأولى تتضمن الأوراق المالية المتعارف عليها مثل الأسهم و السندات، أما المجموعة الثانية أوراق مالية مشتقة تتمثل في الخيارات و العقود المستقبلية و عقود المبادلة.

- يتعرض المستثمر في سوق الأوراق المالية إلى مخاطر منتظمة و مخاطر غير منتظمة، المخاطر المنتظمة هي مخاطر تتأثر بها السوق بأكملها أما الغير منتظمة هي الناتجة عن عوامل تتعلق بشركة، قطاع أو ورقة مالية و هذا النوع من المخاطر يمكن التنبؤ به و بالتالي يمكن تجنبه.

- هناك ثلاث طرق لقياس مخاطر الأصل المالي، حيث تقاس المخاطر المنتظمة باستخدام المعامل بيتا، أما المخاطر غير المنتظمة تقاس باستخدام التباين و الانحراف المعياري.

- يتم تحليل المخاطر من خلال نوعين من أبرز المؤشرات، المؤشر الأول يتعلق بتحليل مخاطر النشاط أو الأعمال أما المؤشر الثاني يتعلق بتحليل المخاطر المالية.

- يعتمد المستثمر في الأوراق المالية على إستراتيجيات إدارة محفظة الأوراق المالية لتقليل المخاطر و تعظيم العائد.

الفصل الثاني : منتجات الهندسة المالية الإسلامية كأداة بديلة للتحوط من مخاطر الاستثمار

تمهيد

ان تزايد المؤسسات المالية الاسلامية يجعلها دوما بحاجة إلى تشكيلة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الاسلامية لذلك تعتبر الهندسة المالية الاسلامية ذات أهمية كبيرة في الاقتصاد حيث تلعب دوراً بارزاً في التمويل، وتوفير الحلول للمستثمرين. ويعتبر سوق الاوراق المالية الاسلامي فرصة هامة جدا لكل مستثمر مسلم حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته وذلك من خلال تنويع محفظته واختيار الادوات الأقوى والأكثر نجاحاً.

ولهذا قسمنا هذا الفصل إلى ثلاث مباحث كالتالي:

المبحث الأول : ماهية الهندسة المالية الإسلامية.

المبحث الثاني : إقامة سوق مالي باستخدام هندسة مالية الإسلامية.

المبحث الثالث: المنتجات المالية الإسلامية كأداة للتحوط من مخاطر الإستثمار

المبحث الأول: الهندسة المالية الإسلامية.

سنحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى ماهية الهندسة المالية الإسلامية ومن ثم أهم المبادئ أو الركائز التي تقوم عليها وكذلك متطلبات تحقيقها، لتصل في الأخير إلى مميزات الهندسة المالية الإسلامية ومقارنتها بالهندسة المالية التقليدية.

المطلب الأول: ماهية الهندسة المالية الإسلامية.

أولاً: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية

قبل التطرق إلى مفهوم الهندسة المالية الإسلامية تجدر بنا الإشارة إلى مفهوم الهندسة المالية التقليدية، ويمكننا في الأخير الوقوف على أهم نقاط الشبه والاختلاف بين هذه الأخيرة والهندسة المالية الإسلامية.

الفصل الثاني : منتجات الهندسة المالية الإسلامية كأداة بديلة للتحوط من مخاطر الاستثمار

- تعتبر الهندسة المالية مفهوم قديم قدم التعاملات المالية لكنه يبدو حديثاً نسبياً من حيث المصطلح والتخصص، فقد أستخلصت تعاريفها من وجهات نظر الباحثين الذين يطورون النماذج والنظريات أو مصممي المنتجات المالية في المؤسسات المالية لهذا نجد إختلاف تعريفات هذا المصطلح بحسب الزاوية التي يمكن النظر منها إليه كما يلي:

فمن وجهة نظر الأسواق المالية تعني ابتكار أدوات مالية جديدة مثل الأنواع المبتكرة من السندات أو الأسهم بأنواعها وعقود المبادلة وأسهم المستقبلات... الخ
- أما من وجهة نظر منظمات الأعمال تعني " إبتكار حلول خلاقة مبدعة للمشكلات المالية التي توجه منظمات الأعمال مثال ذلك إبتكار إستراتيجيات جديدة لإدارة مخاطر الاستثمار أو أنماط جديدة لإعادة هيكلة منظمات الأعمال للتغلب على المشاكل القائمة(1).

أما من جانب آخر: يمكن تعريف الهندسة المالية على أنها " التصميم والتطوير والتنفيذ لأدوات وآليات مالية مبتكرة والصياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل(2).

كما عرفت على أنها " عملية تطبيق أساليب رياضية وإحصائية وحاسوبية مختلفة لحل المشكلات العملية في مجال المال" (1).

وفي الأخير يمكن إعطاء تعريف شامل للهندسة المالية بأنها المجال الذي يقدم الابتكارات التي تساعد الشركات والمؤسسات في الحد من المخاطر عبر إصدار أوراق مالية مستحدثة واقتراح آليات لرفع كفاءة الأسواق المالية وتصور حلول مبتكرة لمساعدة الشركات على حل مشاكلها التمويلية.
إنطلاقاً من التعاريف السابقة للهندسة المالية التقليدية أو من المنظور الوضعي بأن هناك من يعرف الهندسة المالية الإسلامية على أنها مجموعة من الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكذلك في إطار توجيهات الشرع الحنيف(2).

ويشير هذا التعريف إلى أن الهندسة المالية الإسلامية تتضمن العناصر التالية(3):

- إبتكار أدوات مالية جديدة.
- إبتكار آلية تمويل جديدة.
- إبتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية مثل إدارة السيولة أو الديون أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع.

(1) محب خلة توفيق، الهندسة المالية، الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، طبعة أولى، 2011، ص.5.

(2) محاجبية نصيرة، مرجع سابق، ص.142.

(1) منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص.13.

(2) عبد الكريم قندوز، " الهندسة المالية الإسلامية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، المجلد 20، العدد2، السعودية، 2007 من الموقع:

[http // eynoo.sudanforums.net/t64.topc.date 03/03/2012](http://eynoo.sudanforums.net/t64.topc.date 03/03/2012)

(3) أحمد محمد نصار، " الهندسة المالية وتطوير أدوات الاقتصاد الإسلامي"، صحيفة الغد الأردنية، العدد 27، 2005، من الموقع:

[http://:slanfingo_forum.net/t42_topic.date 03/03/2012.](http://:slanfingo_forum.net/t42_topic.date 03/03/2012)

الفصل الثاني : منتجات الهندسة المالية الإسلامية كأداة بديلة للتحوط من مخاطر الاستثمار

- أن تكون الابتكارات المشار إليها سابقا سواء في الأدوات أو العمليات التمويلية موافقة للشرع مع الابتعاد بأكبر قدر ممكن من الاختلافات الفقهية، أي أن تتميز بالمصادقية الشرعية.

يمكن توضيح الأساس الإسلامي لمفهوم الهندسة المالية الإسلامية من خلال حديث النبي صلى الله عليه وسلم: "مَنْ سَنَّ فِي الْإِسْلَامِ سُنَّةً حَسَنَةً فَلَهُ أَجْرُهَا وَأَجْرُ مَنْ عَمَلَ بِهَا بَعْدَهُ مِنْ غَيْرِ أَنْ يَنْقُصَ مِنْ أَجْرِهِمْ شَيْءٌ، وَمَنْ سَنَّ فِي الْإِسْلَامِ سُنَّةً سَيِّئَةً كَانَ عَلَيْهِ وِزْرُهَا وَوِزْرُ مَنْ عَمَلَ بِهَا مِنْ بَعْدِهِ مِنْ غَيْرِ أَنْ يَنْقُصَ مِنْ

أُوزَارِهِمْ شَيْءٌ"، ويستدل من هذا الحديث الدعوة للابتكار وإيجاد الحلول لمختلف المشكلات المالية وغير المالية طالما كانت في الصالح العام.

ثانياً: خصائص الهندسة المالية الإسلامية

تتمتع الهندسة المالية الإسلامية بالعديد من الخصائص والتي تجعلها تتميز عن الهندسة المالية التقليدية، ومن هذه الخصائص نذكر ما يلي (1):

ترمي الهندسة المالية الإسلامية إلى إيجاد بدائل للهندسة المالية التقليدية تتوافق مع الشريعة الإسلامية، بمعنى أنها تطبيق للاقتصاد الإسلامي.

بساطة أدوات الهندسة المالية الإسلامية، نظرا لمحدوديتها وتقيدها بمبادئ الشريعة الإسلامية.

- كل أداة من أدوات الهندسة المالية الإسلامية مستقلة عن غيرها من الأدوات بمعنى أن لها طبيعة تعاقدية وخصائص تجعلها متميزة عن غيرها فتتووعها هو تنوع حقيقي وليس صوري كما هو الأمر في أدوات الهندسة المالية التقليدية التي تقوم على عقد واحد هو القرض.

-تقوم الهندسة المالية الإسلامية على مبدأ المشاركة في المخاطر، فكلتا الطرفين يتحملان الربح أو الخسارة، بينما لا نجد ذلك موجودا في الهندسة المالية التقليدية القائمة على سعر الفائدة أي تحقيق الربح فقط دون تحمل المخاطر.

- الهدف الأساسي للهندسة المالية الإسلامية هو إدارة السيولة من خلال إستخدام الأموال في عمليات التمويل بدلا من الاستثمار لأن هذه العملية أقل مخاطر، بينما هدف الهندسة المالية التقليدية هو إدارة المخاطر من خلال إيجاد أدوات مالية جديدة تؤدي إلى الربح السريع وأقل مخاطرة .

ثالثاً: أسباب الحاجة للهندسة المالية الإسلامية

تعتبر معظم الأدوات المالية الإسلامية هي تلك التي يتم تطويرها منذ قرون مضت وهو ما يعني أنه تم تطويرها بما يتماشى وحاجات تلك المجتمعات، ولما أصبحت الأسواق المالية أكثر تعقيدا أو أكثر تنافسية، باتت الهندسة المالية ضرورة ملحة بالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية.

وعلى هذا تبرز الحاجة إلى البحث عن حلول مالية إسلامية من عدة جوانب هي كالتالي (1):

(1) شوقي جباري وفريد خميلي، "دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية"، المؤتمر الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، المعهد العلمي للفكر الإسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، 2 ديسمبر 2010، ص.16..
(1)عبد الكريم قندوز، مرجع سابق، ص.20.

الفصل الثاني : منتجات الهندسة المالية الإسلامية كأداة بديلة للتحوط من مخاطر الاستثمار

1- انضباط قواعد الشريعة الإسلامية: إن قواعد الشريعة الإسلامية الخاصة بالتبادل، وإن كانت معدودة، لكنها منضبطة و محددة، وعليه فإن قبول التعاملات التي تلبي إحتياجات المتعاملين بصورة ذات كفاءة اقتصادية يظل مرهونا بعدم منافاة هذه القواعد وإستيفاء هذا الشرط قد لا يكون عسيرا، لكنه بحاجة إلى إستيعاب للقواعد والمقاصد الشرعية، وفي نفس الوقت فإن إدراك وتقدير إحتياجات المتعاملين الاقتصاديين والجمع بينهما يتطلب قدرا من البحث والعناية حتى يمكن الوصول للهدف المنشود، فالهندسة المالية الإسلامية مطلوبة للبحث عن الحلول التي تلبي الإحتياجات الإقتصادية مع إستيفاء متطلبات القواعد الشرعية.

2- تطوير المعاملات المالية: من المعلوم إن المعاملات في الإسلام تجمع بين الثبات والتطور أو المرونة، فالربا والغش والإحتكار من المعاملات التي حرمها الإسلام منذ أربعة عشر قرنا، وهي حرام إلى يوم القيامة، في كل زمان ومكان، فمهما اختلفت الصور والأشكال فليس لأحد أن يحل صورة مستحدثة أو شكلا جديدا مادام في جوهره يدخل تحت ما حرمه الله سبحانه وتعالى والبيع حلال إلى يوم يبعثون، ولكن نقود اليوم ليست كنقود عصر التشريع، ومن سلع اليوم ما لم يعرفه العالم من قبل، أستحدثت أشكال يتعامل بها الناس في بيوعهم، ومادام البيع يخلو من المحذور، فليس لأحد أن يقف به عند أي شكل تعامل به المسلمون في عصر معين.

- لهذا كان لابد لمن يدرس فقه المعاملات المعاصرة أن يميز بين الثابت والمنطور، وان ينظر إلى التكيف الشرعي للصور المستحدثة حتى يمكن بيان الحكم الشرعي، ومن ثم إيجاد البدائل إن أمكن ذلك إذن فتطوير التعاملات المالية في العصر الحاضر وتزايد عوامل المخاطر واللايقين، وتغير الأنظمة الحاكمة للتمويل والتبادل الاقتصادي، يزيد من حاجة المؤسسات الإسلامية للبحث عن حلول ملائمة لمواجهة هذه التغيرات.

3- مواجهة منافسة المؤسسات المالية التقليدية: إي وجود نمو المؤسسات المالية الرأسمالية إلى درجة فرضت قدرا كبيرا من التحدي على الاقتصاد الإسلامي، فالحلول التي يقدمها المسلمون لا يكفي أن تكون عملية فحسب، بل يجب أن يتحقق مع ذلك مزايا مكافئة لتلك التي تحققها الحلول الرأسمالية، ويترتب على هذه الجوانب صعوبة إيجاد حلول إقتصادية إسلامية قادرة على منافسة البدائل السائدة في الاقتصاد المعاصر ومن هنا برزت الحاجة لتطوير الهندسة المالية الإسلامية وأصلحها.

4- مواجهة التحديات التي تواجه المؤسسات المالية الإسلامية: لا شك أن التحديات التي تواجه المؤسسات المالية الإسلامية كثيرة ومشعبة، ولعل غياب الهندسة المالية الإسلامية يعتبر من أهم هذه التحديات، وهو ما توصلت إليه الدراسات التطبيقية التي تبين ضرورة وأهمية وجود هندسة مالية خاصة بالمؤسسات المالية الإسلامية.

المطلب الثاني: مبادئ الهندسة المالية الإسلامية ومتطلبات تحقيقها

لم تضيق الشرعية الإسلامية على الأفراد بل فتحت لهم مجال الابتكار والتجديد وشجعت عليه، ولكنها في الوقت نفسه وضعت حدودا ورسمت خطوطا وأي خروج عن هذه الخطوط ومجاوزة تلك الحدود يعتبر مخالفة.

أولا: مبادئ الهندسة المالية الإسلامية

الفصل الثاني : منتجات الهندسة المالية الإسلامية كأداة بديلة للتحوط من مخاطر الاستثمار

تتخصر مبادئ الهندسة المالية الإسلامية في أربعة مبادئ هي (1):

- 1- **مبدأ التوازن:** والمقصود به الموازنة بين مختلف الحوافز الإنسانية، سواء ما يخص المصالح الشخصية أو ما يخص المصالح الاجتماعية أو ما يتعلق بتحقيق الربح، أو الأعمال الخيرية، أو بالمنافسة والتعاون، ولهذا فالشريعة نجحت في تحقيق التوازن بين مختلف الحاجات والرغبات ووضعت الكل في الإطار المناسب.
- 2- **مبدأ التكامل بحكم تطوير المنتجات المالية:** ويقصد به التكامل بين المصالح الشخصية مع الاعتبارات أن الموضوعية بين تفضيلات الزمن والمخاطرة وبين توليد الثروة الحقيقية.
- 3- **مبدأ الحل:** هذا المبدأ ينطلق من قاعدة أن الأصل في المعاملات الحل والجواز، إلا إذا خالفت نصاً أو قاعدة شرعية وبناء على هذا فإن قاعدة الحل هي الأساس للإبتكار المالي، لكن بشرط أن يلتزم هذا الإبتكار في حدود دائرة الحلال التي لها حدود واسعة، وأن يبتعد عن دائرة الحرام المحصور في حدود ضيقة مقارنة مع دائرة الحلال الواسعة.
- 4- **مبدأ المناسبة:** المراد بالمناسبة هو أن يتناسب العقد مع الهدف المقصود منه، بحيث يكون القصد مناسباً وملائماً للنتيجة المطلوبة مع الهدف المقصود منه، وهذا مدلول القاعدة الفقهية "العبرة بالمقاصد والمعاني لا بالألفاظ والمباني".

ثانياً : متطلبات تحقيق الهندسة المالية الإسلامية

إضافة إلى الركائز الأساسية التي تقوم عليها الهندسة المالية الإسلامية فإن تحقيقها يتطلب توفر العناصر التالية(1):

1- الوعي (وعي بالسوق وأحواله):

ونقصد بالوعي بالسوق أن تكون الحاجات التي يتطلبها السوق معروفة لمن يقوم بالإبتكار والتطوير للأدوات والأوراق المالية، بالإضافة إلى تحقيق التراضي بين جميع الأطراف، لأن الهندسة المالية الإسلامية تهدف أساساً إلى تلبية الاحتياجات المختلفة لجميع الأعوان الاقتصاديين.

2- الإفصاح (بيان المعاملات وشفافيتها):

ونقصد بالإفصاح بيان المعاملات التي يمكن أن تؤديها تلك الأدوات التي يتم إبتكارها أو حتى تطويرها، وذلك لسد الثغرات التي يمكن أن ينفذ منها المتلاعبون أو المضاربون لإستخدام تلك الأدوات لتحقيق غايات لم تكن تهدف إليها أصلاً أو التحايل على الربا أو القمار، مع الإشارة إلى أن الالتزام بالشرعية الإسلامية أو ما أصطلح على تسميته بالمصادقية الشرعية للهندسة المالية، يشكل بهذا الخصوص صمام أمان بسبب إنضمام قواعد الشريعة الإسلامية.

3- المقدرة والالتزام (الالتزام بالشرعية الإسلامية في التعامل):

(1) محمد أحمد الجلي أبو ذر، "الهندسة المالية الأسس العامة والأبعاد للتمويل الإسلامي"، المقصد الفصلية صادرة عن بنك التضامن الإسلامي، العدد 17، اليمن، سبتمبر، 2005، من الموقع :

<http://www.shothorat.net/vb/showthread.php?t=13211,date:07/03/2012>

(1) إبراهيم سامي سويلم، "الهندسة المالية، نظرات من المنهج الإسلامي"، مركز البحوث، الكويت، 2000، ص. 20، من الموقع:

<http://iefedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/07d8a7d984d987d986d8bfd8b3d8a9,date:04/03/2012>

الفصل الثاني : منتجات الهندسة المالية الإسلامية كأداة بديلة للتحوط من مخاطر الاستثمار

ونقصد بالمقدرة وجود مقدرة رأس مالية تمكن من الشراء و التعامل أما الإلتزام فهو إحترام مبادئ الشريعة الإسلامية، وإذا كان من الممكن للهندسة المالية الإسلامية يعتبر أساسا خاصا بالأولى كما أنه ميزة لها.

المطلب الثالث: مميزات الهندسة المالية الإسلامية عن التقليدية

على الرغم من إشتراك الهندسة المالية الإسلامية والتقليدية في الحاجة للإبتكار إلا أن الإبتكار في الصناعة الإسلامية لا يؤدي إلى تجاوز أحكام الشريعة الإسلامية على النحو الذي يجري في الهندسة المالية التقليدية والذي ينحصر في ما يلي:

1-حرية المنافسة:

وتظهر هذه الحرية في أسواق الأوراق المالية من خلال إبقاء قوى العرض والطلب لتحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة بها، والتنافس المشروع بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية، فالأصل في الإسلام عدم التدخل بفرض سعر معين للسلع المتداولة في الأسواق حيث أن التعامل في الشريعة الإسلامية مبناه الحرية وصحة ما يتراضى عليه المتعاقدان، وفي هذا منع للضرر الذي يعيق حركة التعامل في الأسواق إضافة إلى الضرر الذي يتعرض له أصحاب السلع والمنتجات⁽¹⁾ ومصداقا لقوله تعالى: (يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ)⁽²⁾.

2- الإفصاح:

نظرا لإتساع الشركات وإفصال ملكياتها عن إدارتها ، أصبح الإفصاح الدوري عن مركزها المالي ضروري من ضروريات العصر في العلاقات المالية، ومن وسائل الإفصاح: نشر القوائم المالية للشركة وإرسالها للمساهمين والرقابة الخارجية عليها من خلال مكاتب المحاسبة وبيان حجم المبيعات والطلب الكلي، ودراسة توقعات السوق ومشاكل التسويق، وكذلك بيان هيكل الإدارة وصلاحيتها وأساليب إتخاذ القرار وملائمة المشروع ، ونسب ربحيته أو خسارته إلى رأس المال الحقيقي، إضافة إلى تحديد المسؤولية والجزاء على إخفاء أو تحريف المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها، مع حماية أصحاب الأموال واسترداد حقوقهم عند ظهور التقصير أو التعدي، وقد حرص الإسلام حرصا بالغا على الإفصاح⁽¹⁾.
واستدل بذلك لقوله صلى الله عليه وسلم: "الْبَيْعَانِ بِالْخِيَارِ مَا لَمْ يَتَفَرَّقَا ، فَإِنْ صَدَقَا وَبَيَّنَّا بُورِكَ لَهُمَا فِي بَيْعِهِمَا ، وَإِنْ كَتَمَا وَكَذَبَا مُجِقَ بَرَكَةٌ بَيْعِهِمَا " ⁽²⁾.

3-تحريم القمار (الميسر):

فالنشاط الرئيسي لسوق الأوراق المالية يتحول بفعل سلوك المقامرين من الاستثمار الحقيقي إلى عمليات صورية يؤجل فيها كل طرفي المعايضة وهي الثمن والسلعة ، سعيا وراء إنتهاز الفرص الناشئة عن تغيرات

(1) زكريا سلامة وعيسى شطناوي ،ص.230.

(2) الآية رقم 29 من سورة النساء.

(1) زكريا سلامة،مرجع سابق، ص.23.

(2) رواه البخاري، " الجامع الصحيح المختصر "، ج02،حديث رقم1973 .

الفصل الثاني : منتجات الهندسة المالية الإسلامية كأداة بديلة للتحوط من مخاطر الاستثمار

الأسعار فإن تحققت توقعاتهم حققوا أرباحا وإذا لم تكن كذلك تحملوا الخسائر، وبالتالي فقد قادت المقامرة إلى سلوكيات ضارة لكسب فروق الأسعار من خلال الإشاعات الكاذبة، إعتقادا على حساسية السوق إتجاه هذه الإشاعات ، فمن أجل هذا جعل الإسلام المقامرة من حبائل الشيطان ومكائده للصد عن ذكر الله تعالى كما قال الله تعالى: " يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِنَّمَا الْخَمْرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْلَامُ رَجْسٌ مِّنْ عَمَلِ الشَّيْطَانِ فَاجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ"(3).

4- تحريم الربا:

الربا في اللغة الزيادة والمقصود هنا هو الزيادة على رأس المال قلت أو كثرت والربا في سوق الأوراق المالية يظهر عن طريق الشراء من هذه السوق وعن طريق الإقتراض من المصارف، وعادة ما يكون القرض نسبة من قيمة الأوراق المالية، وهو ما يسمى بالشراء الهامشي أو الحدي ، فإذا كان الهامش المطلوب للإقتراض على الأوراق المالية 70 % فإن المصارف التي تمول شراء الأوراق المالية تقترض 30% من سعر الشراء والمشتري يدفع نقدا 70 % من هذا السعر ، والمستثمر هنا يتوقع أن يرتفع سعر الأوراق المالية حيث يقوم ببيع الأوراق المالية التي إشتراها محققا من وراء ذلك ربحا، وإذا لم تصدق توقعاته سيتحمل خسائر فادحة (1)ولذلك حرم الله عز وجل الربا ، فقال : " يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُّؤْمِنِينَ"(2).

5-تحريم النجش:

يظهر النجش في سوق الأوراق المالية عن طريق الإشاعات الكاذبة، والأوامر المتقابلة التي تهدف إلى إيجاد حركة مصطنعة في الطلب والعرض على الأوراق المالية في السوق، واستغلال الظواهر النفسية لجماهير المتعاملين في السوق الذين لا يتحركون إلا بغريزة الخوف لا بدافع العقل والإسلام يرفض هذا الخداع(3).

6- تحريم الاحتكار:

فالاحتكار في سوق الأوراق المالية يظهر عمليات الإحراج، والتي يسمى من خلالها المضاربون لجمع وحبس الصكوك ذات النوع الواحد في يد واحدة ثم التحكم في السوق، واستغلال حاجة المتعاملين بالسوق تعاملات أجلا للوفاء بالتزامهم عن طريق فرض سعر معين عليهم بالنسبة لهذه الصكوك، وقد حارب الإسلام الإحتكار وجعله محرما(4).

فعن معمر بن عبد الله إن النبي صلى الله عليه وسلم قال: (لَا يَحْتَكِرُ إِلَّا خَاطِيٌّ)(5).

(3) سورة المائدة، الآية رقم 90،

(1) قيصر عبد الكريم الهيتي، "أساليب الاستثمار الإسلامي وأثارها على الأسواق المالية"، دار رسلان للطباعة والنشر، دمشق، طبعة أولى، 2006، ص.43-46.

(2) سورة البقرة، الآية رقم 278..

(3) المرجع السابق ص.51-52.

(4) زكريا سلامة وعيسى شنطاوي، مرجع سابق، ص.232.

(5) رواه أبو داود ،سنن أبي داود، ج02، حديث رقم 3447، ص.292.

الفصل الثاني : منتجات الهندسة المالية الإسلامية كأداة بديلة للتحوط من مخاطر الاستثمار

7- تحريم الغرر:

فالغرر يطلق على البيوع التي تحتوي على جهالة وخداع والتي لا يوثق بتسليمها، وقد حرمه الإسلام و نهى النبي (صلى الله عليه وسلم) عن بيع الغرر ويظهر الغرر في سوق الأوراق المالية في العمليات التي بالبورصة دون إحضار الأوراق المالية موضوع التعامل، ويتم التعامل بغرض فروق الأسعار، فلا البائع يسلم ماباعه ولا المشتري يسلم ما اشتراه، كما أن الثمن في العقود الأصلية يؤجل إلى موعد التصفية ولا يدفع في مجلس العقد(1).

8- التحذير من بيعتين في بيعة واحدة:

الأساس الآخر للهندسة المالية الإسلامية هو النهي عن بيعتين في بيعة واحدة، والنهي هنا ينصب على ما كان بين الطرفين، لان الرسول الله (صلى الله عليه وسلم) نهى عن بيعتين في بيعة والبيعة إنما تكون بين طرفين، فإذا تضمنت بيعتين علم أنها بين طرفين، فإذا كانت إحدى البيعتين مع طرف والأخرى مع طرف آخر لم تدخل في النهي، وبإختصار فإن أي بيعتين بين الطرفين تكون محصلتها بيعة من نوع ثالث، وينبغي النظر إليها بمقياس البيعة الثالثة، وفي هذه الحالة يكون الحكم تابعا لحكم البيعة الثالثة فإذا البيعة الثالثة ممنوعة شرعا كانت البيعتان كذلك، وإذا كانت البيعة الثالثة مقبولة شرعا لم يكن هناك حاجة للبيعتين، وأمكن تحصيل المقصود من خلال البيعة الثالثة المباشرة، وهذه القاعدة أي النهي عن بيعتين في بيعة واحدة هي أهم خصائص الهندسة المالية الإسلامية، وترجع أهميتها إلى أنها هي التي تضمن بالإضافة إلى السلامة الشرعية، الكفاءة الاقتصادية للمعاملات المالية(2).

المبحث الثاني: إقامة سوق مالي باستخدام هندسة مالية إسلامية

إن تزايد المؤسسات الإسلامية يجعلها دوما بحاجة إلى تشكيلة متنوعة من المنتجات المالية الإسلامية ذات جودة عالية تمتاز بالمصادقية الشرعية والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ذات أهمية كبيرة في اقتصاديات دول العالم حيث تملك دورا بارزا في توفير الأدوات المالية التي تعمل على نقل الأموال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز، وهو ما نتج عنه حاجة ماسة لوجود سوق مالية إسلامية مضبوطة بقواعد الشريعة الإسلامية وذات كفاءة عالية وقدرة على مواجهة مختلف المخاطر.

المطلب الأول: ضرورة إيجاد سوق مالي إسلامي

تعد ظاهرة الأسواق المالية الإسلامية الحدث الأبرز على الساحة المصرف العربية والإسلامية بل والدولية في ربع القرن الأخير ، وذلك للفرق الجوهرية في الأساس الذي تستند عليه كل من الأسواق المالية التقليدية

(1) قيصر عبد الكريم الهيتي، مرجع سابق، ص. 51.50.

(2) إبراهيم سامي السويلم، مرجع سابق، ص 240-242.

الفصل الثاني : منتجات الهندسة المالية الإسلامية كأداة بديلة للتحوط من مخاطر الاستثمار

والإسلامية، ويمكن القول إن هذه التجربة لم تكن لتستمر لولا جهود العلماء والباحثين وتواصلهم في سبيل النهوض بالعمل المصرفي الإسلامي تحت عطاء ما يسمى بالهندسة المالية الإسلامية.

أولاً: مفهوم السوق المالي الإسلامي

تعرف السوق المالي الإسلامي على أنها: "سوق منظمة تتعقد في مكان معين وفي أوقات دورية للتعامل الشرعي بيعاً وشراءً لمختلف الأوراق المالية، وتهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة، ويقصد بسوق منظمة إنها تخضع إلى قوانين ولوائح وقواعد تنظم إدارتها وتحكم عملياتها كما يقصد بالتعامل الشرعي أن يجري التداول فيها على أوراق مالية يصح إصدارها شرعاً وبصيغ مشروعة"⁽¹⁾.

أما من جانب آخر تعرف السوق المالية الإسلامية بأنها: "ذلك الإطار أو المجال الشرعي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية المتوافقة والشريعة الإسلامية من طرف أصحاب العجز ثم إقنتائها وتداولها عبر قنوات إيصال فعالة بين أصحاب الفائض بصورة منظمة ومراقبة من طرف الهيئة الشرعية للسوق وذلك من أجل تثير الأموال في إطار شرعي"⁽¹⁾.

وعليه انطلاقاً من التعريف السابقة للسوق المالي الإسلامي يمكن استنتاج الخصائص التي يتميز بها هذا الأخير عن السوق المالي التقليدي والممثلة في⁽²⁾:

- أنها سوق لا تتحكم بها الاحتكارات ولا المعلومات المضللة التي تؤثر سلباً على أسعار الأوراق المالية لأنها تعمل في إطار الشفافية العالية.

- يتم الاهتمام بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ، وتعتبر أن معيار كفاءة السوق المالية هو مدى تحويلها للمشروعات المنتجة.

- هي سوق تقل فيها المضاربة وذلك بسبب المنع الشرعي لكثير من المعاملات التي تعتبر محلاً لعملية المضاربة.

ثانياً: مبادئ السوق المالي الإسلامي

يرتكز السوق المالي الإسلامي على مجموعة من المبادئ أهمها⁽³⁾:

1- الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية: بشكل عام تدخل الإسلام بهيكل السوق حيث حرم كل عقد يؤدي إلى الربا والظلم والغرر 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.

(1) زكريا سلامة وعيسى شطناوي، مرجع سابق، ص.300.

(1) بشير محمد موفق، "الأسواق المالية الإسلامية"، من الموقع: <http://www.iefpedia.com>, date: 08/03/2012.

(2) أحمد صفر، "المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية"، المؤسسة الحديثة للكتاب، بيروت، طبعة أولى، 2006، ص.ص.151-152.

(3) أحمد محمود نصار، "الاقتصاد والمصارف الإسلامية"، من الموقع: <http://www.amasrifiah.com>, date: 01/03/2012.

الفصل الثاني : منتجات الهندسة المالية الإسلامية كأداة بديلة للتحوط من مخاطر الاستثمار

2- الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي:

في الأسواق المالية المعاصرة تكثر المضاربات غير الأخلاقية من بعض المتعاملين بالسوق المالي فيقومون بشراء الأوراق المالية وبيعها وليس بغرض الاستثمار بل بغرض التأثير على الأسعار لصالحهم وهذا ما يؤدي إلى ظهور ميول كالحبوب وغيرها إحتكارية في هذه الأسواق، لكن في السوق الإسلامية لا توجد مثل هذه المضاربات لأن الناظر في العقود الإسلامية يرى أنها عقود تهدف إلى الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي مثل المشاركات والبيوع والاجارات وغيرها من العقود، بالإضافة إلى ذلك فإن الإسلام قد حرم الإحتكار.

3) المساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية:

إن من شروط تحقيق قيمة مضافة في الإقتصاد أن تكون الاستثمارات فيه حقيقية، وهذا ما تتميز به الأسواق المالية الإسلامية كما ذكرنا سابقا وهو يمثل أهم مبادئ الإقتصاد الإسلامي، حيث أنه لا يوجد تناقض بين الأهداف الكلية للمجتمع في التنمية الاقتصادية وآلية تعامل الأفراد في السوق الإسلامية.

ثالثا: أهمية السوق المالي الإسلامي

تتجلى أهمية السوق المالي الإسلامي في ما يمكن أن يقدمه من خدمات والتي تتمثل خاصة في مايلي: (1)

- نجاح البنوك الإسلامية في تعبئة الموارد وجذب الأموال عن طريق إبتكار بعض الأدوات المالية الإسلامية أي تحقيق السوق الأولية التي تتطلب إيجاد سوق ثانوية لتتكامل مع هذه السوق، حيث يستخدم الفائض من السيولة لديها في هذه السوق وتمتص ما تحتاج إليه من هذه السيولة عند الضرورة.

- وجود سوق مالية تعمل بأدوات وقواعد إسلامية من شأنه أن يساهم في جذب المدخرات وإعادة توطين الأموال المهاجرة إلى الغرب، حيث تشير الأرقام إلى إختلالات في هذا المجال ، ومن هنا فإن إعادة توطين هذه الأموال المهاجرة إلى خارج البلاد الإسلامية تتطلب تعاون الحكومات والبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية لإيجاد سوق أوراق مالية إسلامي وتدويره وتسخيرها لخدمة التنمية في البلدان الإسلامية.

- الدخول في استثمارات متوسطة أو طويلة الأجل يعني تجميد الأموال لمدة طويلة وعدم القدرة على تحويلها إلى سيولة عند الضرورة وذلك في غياب سوق مالي إسلامي وهذا ما يمنع من دخول في مثل هذه الاستثمارات التي تعتبر ضرورية لأي عملية تنموية، لذلك يعتبر كحل لهذه المشكلة تحويل أكبر قدر ممكن من أصول المؤسسات والبنوك الإسلامية إلى عناصر قابلة للتسييل، ولا يتم هذا إلا بإصدار شهادات قابلة للتداول وإيجاد سوق ثانوية لتداول هذه الشهادات.

- إستثمار فائض السيولة في السوق المالية الإسلامية يعتبر إستثمار قصير الأجل ولو كان ذلك بالدخول في مشاريع طويلة الأجل، وذلك بحكم قابلية تحويل الأصول إلى سيولة في أي وقت ممكن.

(1) عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق، ص. 224.

الفصل الثاني : منتجات الهندسة المالية الإسلامية كأداة بديلة للتحوط من مخاطر الاستثمار

- وجود السوق المالية الإسلامية بأدواتها ووسائلها يجعل المقارنة الكاملة بين وسائل الاستثمار الإسلامية والوسائل المتاحة للبنوك التقليدية ممكنة وموضوعية أما قبل وجود هذه السوق فإن المقارنة لا تكون منصفة ولا عادلة نظرا لعدم التكافؤ في الظروف والإمكانيات.

المطلب الثاني: التكيف الشرعي للأوراق المالية التقليدية

ترتكز أسواق المال في عمليات التداول على مختلف الأوراق المالية ونحوها، ولذلك كان لابد من معرفة حكم التعامل بها ليكون المسلم على بصيرة منها فيتبع ما أحله الله وتجنب ما حرم.

أولاً: الحكم الشرعي للأسهم العادية

الحكم الشرعي للأسهم العادية هو الجواز من غير خلاف لأن الأسهم هي التي تمثل حصة الشريك في الشركة، وهذه الحصة تعطي صاحبها الحق في الحصول على الربح وغيره، ومادامت الأسهم متساوية القيمة فيلزم من وراء ذلك التساوي في الحقوق الممنوحة عنها أما الحكم الشرعي لتداول الأسهم فهو حسب نوعها كمايلي:

أ- الأسهم العينية:

يقصد بها تلك التي يكتتب بها المساهم عن طريق دفع ثمنها عينيا، عقارا أو منقولا فهي لا تدفع نقدا أما عن حكمها الشرعي فقد اختلف الفقهاء في جوازها إلى ثلاثة أقوال:

- ذهب المالكية إلى جواز المشاركة بالعروض (أي الأسهم العينية) جوازا مطلقا سواء إتفقت جنسا أم اختلفت.
- عدم مصحة المشاركة بالعروض مطلقا، سواء كانت من الطرفين أو من طرف واحد حيث يعطي أحدهما العرض، والأخر النقد وهذا عند أبو حنيفة وأبو يوسف.

- ذهب الشافعية إلى صحة المشاركة بالمثلثات من العروض كالحبوب وبه قال محمد بن الحسن من الحنيفية⁽¹⁾ وبناء على هذا يمكن الحكم على صحة إصدار السهم العيني والتعامل به، إختيار المذهب من قال به تيسيرا على المسلمين في معاملاتهم.

ب- الأسهم النقدية:

هي الأسهم التي يكتب فيها المساهم بشرط أن يدفع قيمتها نقدا، وأجمع الفقهاء على جواز المشاركة بالأثمان المطلقة التي لاتتعين بتعين في المعاوضات كالنقدين، وتعتبر العملة الرائجة، والأوراق النقدية في حكم النقدين، وعلى هذا فلا خلاف في إصدار السهم النقدي والتعامل به⁽²⁾

ج- الأسهم الاسمية:

هي الأسهم التي يكتب عليه اسم صاحبه والمستخرج من دفاتر الشركة، والمدونة فيه البيانات الخاصة بالمساهم، وبيان المدفوع من قيمة السهم، وعملية التنازل التي تمت وتاريخها.

(1) محمد فتح الله النشار، "التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية"، دار الجامعة، الإسكندرية، 2006، ص.77.

(2) site :http://isegs.com/forum/showthread.php ?,date : 11/03/2012

الفصل الثاني : منتجات الهندسة المالية الإسلامية كأداة بديلة للتحوط من مخاطر الاستثمار

والحكم الشرعي لهذا النوع من الأسهم هو الجواز، لأنها صكوك تحمل اسم صاحب الأسهم وتثبت ملكيته لها، وهذا هو المطلوب شرعا حفاظا على الحقوق وضمان لعدم خلط حق شخص بحق آخر (3).

د- الأسهم لحامله:

وهي الأسهم التي تصدر من دون أن يذكر فيها اسم مالكيها ولكن يذكر أنها للحامل فيكون أي شخص يحمل هذا الصك هو المساهم في الشركة وحكم هذه الأسهم هو عدم الجواز، هذا اعتمادا على حجة أن عدم تسجيل اسم المساهم قديودي إلى عدم معرفة الشريك وبالتالي حدوث النزاع أو الخصومة، أيضا لو ضاعت أو سرقت أو استولى عليها، يصبح هو الشريك من غير وجه حق (1).

هـ- أسهم لأمر:

هي الأسهم التي يذكر اسم صاحب الحق فيه مسبقا ويتضمن عبارة (لإذن أو لأمر)، شخص آخر مكتوب اسمه بعد كلمة لأمر ولإذن، ففيها إمكانية نقل ملكية السهم لشخص آخر مكتوب اسمه بعد كلمة لأمره أو لأذن. وحكم هذا النوع من الأسهم هو الجواز، حيث لا مانع من إصدارها وتداولها فهذا التداول هو نوع من إنتقال الحصة من شريك لآخر سواء كان بعوض كالبيع أم بغير عوض كالهبة، لانتقاء معرفة المساهم الثاني (2).

ثانيا: الحكم الشرعي للأسهم الممتازة

الأسهم الممتازة يختلف حكمها باختلاف نوعية الامتياز فيها والامتياز غير جائز في بعض الصور منها:
* إذا كان امتيازها بضمان نسبة معينة من الأرباح مثل 15% من قيمة السهم، ثم يوزع باقي الأرباح على جميع الأسهم بالتساوي، فهذا غير جائز شرعا، لأن الأسهم متساوية القيمة فلا يحق لأصحاب الأسهم الممتازة في الزيادة على الربح بالنسبة إلى المساهمين الآخرين.
* وإذا كان يترتب على السهم إستيفاء فائدة سنوية سواء ربحت الشركة أو لا، فهذا الامتياز باطل شرعا، لأنه يتضمن الربا والضرر والظلم.
* وإذا كان الإمتياز بمنح صاحب الأسهم أكثر من صوت في الجمعية العامة للمساهمين للسهم الواحد، فلا يجوز ذلك لأنه ينافي قاعدة العدالة، فمن المفروض أن يتساوى الشركاء في الحقوق.
وباختصار فإنه يمكن القول أن للأسهم الممتازة إمتياز ماليا لا يجوز التعامل فيها بيعا أو شراء أو تداول (3).

ثالثا: الحكم الشرعي للسندات

إن التعامل بالسندات حراما شرعا لإشتمالها على الفائدة الربوية المحرمة ولأن تداولها بالبيع والشراء من قبيل التعامل بالربا (1).

(3) محمد صبري هارون، "أحكام الأسواق المالية، الأسهم والسندات"، دار النفائس، عمان، طبعة ثانية، ص.ص. 200-201.

(1) site : <http://isegs.com/forun/shawhread.php?date: 12/03/2012>

(2) محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص. 202.

(3) محمد فتح الله النشار، مرجع سابق، ص. 79.

(1) site : <http://www.isegs.com/forun/showthread.php?t=1847, date :12/03/2012>

الفصل الثاني : منتجات الهندسة المالية الإسلامية كأداة بديلة للتحوط من مخاطر الاستثمار

وفي هذا الشأن ، أصدر مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي قرارات منها(2):

- إن السندات التي تمثل إلتزاما بدفع مبالغها مع فائدة سنوية إلى قيمتها الإسمية دفع مشروط، محرمة شرعا من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول.

لأنها قروض ربوية سواء كانت الجهة المصدرة لهذه السندات خاصة أو عامة ترتبط بالدولة .

- تحرم أيضا السندات ذات الكوبون الصفري بإعتبارها قروضا يجري بيعها بأقل من قيمتها الإسمية، ويستفيد أصحابها من الفروق بإعتبارها، خصما لهذه السندات.

- تحرم السندات ذات الجوائز بإعتبارها قروض إشتراك فيها نفعا أو زيادة بالنسبة لمجموع المقرضين أو بعضهم لا على التعيين، فضلا عن شبهة القمار .

المطلب الثالث:المنتجات المالية الإسلامية

يؤكد الكثير من الخبراء والمحللين الإقتصاديين أن منتجات الهندسة المالية الإسلامية تطرح نفسها بقوة و ذلك لمواجهة مختلف المخاطر التي يتعرض لها النظام الرأسمالي ويطالب الإقتصاديون بضرورة توسيع قاعدة إستخدام منتجات الهندسة المالية الإسلامية من أجل التقليل من المخاطر المالية ، خاصة وأن هذه المخاطر أصبحت سريعة الإنتشار لعدة أسباب أهمها الترابط الموجود بين مختلف الأسواق المالية العالمية، ومن هنا تم تسليط الضوء على هذه المنتجات التي تختلف من حيث أساس بنائها عن المنتجات التقليدية في نقطة جوهرية تتمثل في إعتقادها على مبادئ الشريعة الإسلامية .

أولا : المشتقات المالية الإسلامية

تبرز ضرورة الإستفادة من المشتقات المالية في النظام المالي الإسلامي كونها تقدم أدوات فعالة لإدارة المخاطر، وسنتناول في هذا المطلب التكييف الشرعي لكل منتج من منتجات الهندسة المالية

1-التكييف الشرعي لعقود الخيارات :

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 طرفين وصيغة ومحل العقد، وهو حق معنوي وإلتزام وليس محله أسهم أو سندات ، أصول عينية(1).

ومع ذلك فإن للعلماء في عقود الخيارات رأيان الأول التحريم والثاني الجواز، ويرى بعض الباحثين في الإقتصاد الإسلامي 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 و تكييفات الفقهية منها:

(2) عبد اللطيف وعبد الرحمان جناحي،"الصكوك الإسلامية بدائل السندات التقليدية"، مجمع الفقه الإسلامي الدولي،الدورة التاسعة عشر،ص.ص.6،5.من الموقع: <http://sleonf.ua96,date:30/01/2012>

(1) site :<http://imdeco.moncotact.com/t675-topic,date:11/03/2012>.

الفصل الثاني : منتجات الهندسة المالية الإسلامية كأداة بديلة للتحوط من مخاطر الاستثمار

أ- عقد خيار الشراء وبيع العربون:

خيار الشراء هو أشبه ما يكون ببيع العربون، وبيع العربون جائز عند الحنابلة على خلاف الجمهور ومثاله أن يشتري الرجل السلعة بألف دينار، فيدفع من ثمنها جزء (عشرة دنانير مثلا)، ويقول للبائع إذا لم أشتري 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.

ب- عقد خيار البيع (إلتزام أو ضمان كفالة):

السؤال المطروح هنا ما مدى صلاحية الإلتزام أو الضمان لأن يكون مادة لعقود المعارضات؟ الأرجح من أراء الفقهاء جواز أخذ الأجرة على الإلتزام أو الضمان أو الكفالة، بقوة 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 أخلي من المخالفات الشرعية الأخرى فمالك الأوراق المالية الذي يدفع العمولة مقابل أن يكون له حق البيع في الفترة المتفق عليها يقوم بحماية ممتلكاته (من الأوراق المالية) بشراء إلتزام من الطرف الآخر بضمان هذه الأوراق بشرائها إذا رغب الطرف الأول(1).

أما فيما يخص المعارض بجواز التعامل بعقود الخيارات فقد ذهب مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة في مدينة جدة عام 1992 إلى عدم جواز عقود الخيارات حيث جاء في القرار رقم (716/20) بعد الإطلاع على البحوث الواردة إلى المجمع بخصوص موضوع الخيارات و بعد الاستماع إلى المناقشات التي دارت حوله تقرر أن الاختيارات إلتزام ببيع موصوف أو شرائه بسعر محدد خلال فترة زمنية معينة أو في وقت معين، أما مباشرة أو من خلال هيئة ضامنة لحقوق الطرفين وحكمه الشرعي إن عقود الخيارات كما تجرى اليوم في الأسواق المالية هي عقود مستحدثة لا تنطوي تحت أي عقد من العقود المسماة وبما أن المعقود عليه ليس مالا ولا منفعة ولا حقا ماليا يجوز الإعتياض عنه فإنه غير جائز شرعا وبما أن هذه العقود لا تجوز إبتداء فلا يجوز تداولها .

وقد جاء عدم جواز التعامل بعقود الخيار وعدم تداولها من قبل جمهور العلماء معتمدين 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 في صالح المشتري وكذلك بالنسبة لمشتري الخيار فإذا كانت الأسعار في صالحه فإنه يخسر أموال الخيار (لأنه لا يستعمله)

* إن التعامل في هذه العقود قائم على القمار: والقمار هو ما يكون فاعله مترددا بين أن يغنم وأن يغرم وهذا المعنى موجود في عقود الخيار في الحالة التي تنتهي فيها الصفقة بالتسوية النقدية التي يكتفي فيها المتعاقدان بقبض فرق السعرين أو دفعه (الفروق بين سعر التنفيذ وسعر السوق)- سواء كان غرض المتعاقدين المضاربة

(1) عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق، ص 196.

(2) بن الصيف محمد عدنان، "الاستثمار في سوق الأوراق المالية من وجهة نظر إسلامية"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود وتمويل جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2007، ص 160.

الفصل الثاني : منتجات الهندسة المالية الإسلامية كأداة بديلة للتحوط من مخاطر الاستثمار

على الفروق الأسعار أو الاحتياط ضد تقلبات الأسعار، وذلك لتردد كل واحد منهم بين الغنم والغرم، حيث نرى هذه العقود على أنها توسع في صور القمار وإستنباط طرائق جديدة تمكن من الحصول على الكسب أو تحمل الخسارة تبعاً للحظ وأن ربح أحدها يكون على حساب خسارة الآخر وهذا ما يكون في الميسر الحرام.

* إنه من قبيل بيع الإنسان ملا يملك إذ أن بائع خيار الشراء قد لا يملك الأسهم المباعة بل أنه عندما يتحقق البيع يذهب ويشتريه من السوق وربحه أو خسارته من الفارق سعري بين الشراء والبيع.

* تعارض عقود الخيار مع قصد الشرع من إباحة خيار الشرط: حيث أن خيار الشرط شرع لحماية المتعاقد من إلتزامه بعقد تكون الرغبة فيه لم تتأكد بعد، إذن فهو لم يرد به تأكيد المستفيد من تطور سعر الورقة المالية، فإذا كانت في صالحه ينفذ وإلا فلا، كما ذكر حديث الرسول (صلى الله عليه وسلم) "الْمُتَابِعَانُ كُلُّ وَاحِدٍ مِنْهُمَا بِالْخِيَارِ عَلَى صَاحِبِهِ مَا لَمْ يَتَّفَرَّقَا إِلَّا بَيْعَ الْخِيَارِ". أما عن المدة فقد أجمعت الأمة على جواز الخيار الشرط ثلاثة أيام، وهذه المدة للتأكد من الرغبة في الشراء وحيازة المبيع.

* تعارض عقود الخيار مع قاعدة العدل المطلوبة في المعاملات: حيث أنه يتيح لأحد الطرفين الفرصة الواسعة لأن يحقق مكاسب كبيرة على حساب الطرف الثاني وفي هذا ظلم، فيتيح له الفرصة في معرفة الأسعار من خلال مدة الخيار ثم المقارنة إما التنفيذ أو عدمه.

2- التكيف الشرعي للعقود المستقبلية

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

أ-تأخير تسليم العوضي - الثمن والمثمن - إلى أجل محدد فهو بيع الكالئ بالكالئ المجمع على تحريمه لقول ابن القيم: "ورد الثمن عن بيع الكالئ بالكالئ هو المؤخر الذي لم يقبض، كما لو تسلم شيئا في شيء في الذمة وكلاهما مؤخرا فهذا لا يجوز بالاتفاق وهو بيع كالئ بكالئ".

ب-أن السلعة محل العقد تباع قبل وهذا محرم إذا بيع بأكثر من قيمته لأنه يتضمن ربح ما لم يضمن، وقد نهى النبي صلى الله عليه وسلم 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.

ج-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 الاسعار ثم المحاسبة في الموعد المحدد على فرق السعر الذي يربحه أحد الطرفين في حالة إرتفاع السعر أو هبوطه، وهي عملية أشبه بالمقامرة، والإسلام يهدف إلى تحقيق المصالح العادية فيفتح لها الأبواب التي تنتج نفعاً للمجتمع ويغلق أبواب المضاربة بالحظوظ التي تغرى بالكسل وتبعد الفرد عن العمل.

وربما يكون عقد الإستصناع من أقرب العقود الجائزة في الفقه الإسلامي أنه يجوز في الإستصناع تأجيل الثمن كله أو تقسيطه إلى أقساط معلومة لأجل محددة.

(1) كمال توفيق، "تحو سوق مالية إسلامية"، من الموقع: <http://www.kantakji.com>, date :10/02/2012

الفصل الثاني : منتجات الهندسة المالية الإسلامية كأداة بديلة للتحوط من مخاطر الاستثمار

4- التكيف الشرعي لعقود المبادلة:

لقد جاءت عقود المبادلات على ثلاثة أنواع لذلك سنحاول توضيح مدى تطابق هذه العقود مع مبادئ الشريعة الإسلامية لكل نوع على حدى⁽¹⁾:

أ- **عقود مبادلات العملة:** تتبع لآلية عقود مبادلات العملة نجد أنها تقوم على عدة عقود منها الصحيحة ومنها الفاسدة:

* **العنصر الأول:** وهو عقد قرض بزيادة مشروطة ومحددة سلفاً وزماناً ومقداراً (لترح سندات قرض بفائدة معينة ومحددة) وهو غير جائز لأنه من باب الربا.

* **العنصر الثاني:** بيع عملة بعملة أخرى بيعاً حلالاً وهذا لا إشكال فيه بحد ذاته إذا حصل التقابض في مجلس العقد لأنه صرف توفرت فيه شروط الحلول والتقابض، أما إذا كان غير ذلك فإنه يخرج من نطاق الجواز لما فيه من هدم لإحدى هذين الشرطين. هذا من جهة العقود ومن جهة أخرى نجد أن الآلية قد تمت بتبادل مشروط للقروض حيث أن الطرف الأول يقرض الطرف الثاني على شرط أن تقرض الثانية الأولى.

ب- **عقود 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 قد تظهر 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 أعتبر في حقيقته الشرعية بيع نقود بنقود، مع التفاضل والتأجيل فادخل بذلك عنصر الربا بنوعيه ربا الفضل وربا النسيئة إذا كانت النقود من جنس واحد (أي من عملة واحدة) ويكون ربا النسيئة فقط إذا كانت النقود من عملتين مختلفتين، وهو ظاهر في تحريم هذا النوع من المبادلات، وأن الواجب في بيع النقود بالنقود التماثل والحلول والتقابض في المجلس إذا كانت النقود من جنس واحد والحلول والتقابض فقط إذا كانت من جنسين.

ج- **مبادلة السلع:** إن هذا النوع من المبادلات غير جائز لقيامه على المخالفات الشرعية التالية:

* بالنظر إلى عقد مبادلة السلع يظهر فيه قصد التحايل على الربا وأن المراد فيه أخذ النقود بنقود أكثر منها بدليل أن السلعة ليست مقصودة بالعقد ولهذا يجرى لها قبض فعلي.

* وكذا ما فيه من قمار لإنعدام تبادل المبيع ولكن بدفع الفارق بين السلعتين.

* وما فيه من غرر لعدم تبيان سعر البيع أو سعر الشراء الذي يترك يومياً لسعر السوق.

ثانياً: التوريق الإسلامي

يعتبر التوريق من العمليات الحديثة التي نتجت عما يسمى بالهندسة المالية وذلك أنه عبارة عن حل ثم

ابتكار لتقليل المخاطر المرتبطة بالأصول المالية، وقد اعتمدت هذه العملية كذلك في النظام المالي الإسلامي.

(1) بن الصيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 163.

الفصل الثاني : منتجات الهندسة المالية الإسلامية كأداة بديلة للتحوط من مخاطر الاستثمار

1- مفهوم التوريق:

تمثل عمليات التوريق للأصول المختلفة التي تتمتع بها المؤسسات المالية الإسلامية أحد الأدوات المالية الهامة قصيرة الأجل والتي يمكن الإستفادة منها على مستوى إدارة المطلوبات والموجودات بصورة مثلى. وعليه فالتوريق أو التصكيك الإسلامي هو 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(1).

وهو عبارة عن جعل الدائن دينه المؤجل في ذمة الغير في الفترة ما بين ثبوته في الذمة وحلول أجله، صكوكا قابلة للتداول في السوق المالية، فالدين ليس في حاجة إلى المال فهو يستفيد بحقه الذي في ذمة الغير بأن يستثمره عن طرق التوريق لذلك يسمى التوريق من التفعيل، فالدائن في هذه المعاملة يصبح ذا نقود سائلة بعد أن كان مجرد صاحب دين مؤجل في ذمة الغير، وتوريق الديون وتصكيكها على أساس خلق أوراق مالية قابلة للتداول ولما كان الدين هو ما ثبت في الذمة فيشمل النقود والأشياء الموصوفة في الذمة(2)

2- حكم التوريق:

يختلف الحكم الشرعي للتوريق حسب الأصل المورق فيما إذا كان ديناً نقدياً أو ديناً موصوفاً في الذمة.

أ- **الدين النقدي:** وهذا النوع من التوريق لا يكون إلا إذا كان الدين الثابت في ذمة المؤجل نقدياً، والتوريق مثل هذا الدين هو بمثابة بيع الدين لغير من هو عليه، لأن الدائن بتوريق الصك يكون قد باعه لغير من عليه الدين بئمن معجل، سواء تم بيعه بئمن من جنس الدين أو من غير جنسه، ففي توريق الدين بئمن معجل أقل ومن جنس الدين (أي نقدياً) يكون عبارة عن ربا الفضل وربما النسئية، وعند توريقه بئمن من غير جنسه يكون ربا النسئية، وبالتالي يكون توريق الدين النقدي ممنوعاً لإشتماله على الربا.

والبديل الشرعي للتوريق هو حوالة الحق، يؤيد ذلك ما جاء عن الامام مالك حيث نهى عن حلول دائن محل دائن آخر بحيث يحل محله في هذا الحق ويكون بذلك دائناً جديداً للمدين، والحوالة في الشريعة الإسلامية عقد مشروع قائم بذاته وليست بيعاً لأنها شرعت لتكون وسيلة لتسهيل الوفاء بالديون والإلتزامات، ويشترط فيها بعض الفقهاء رضا جميع الأطراف وقيام المصدر بإعلام المدين بالحوالة(1)

ب- **الدين الموصوف في الذمة:** ويكون الدين الموصوف في الذمة محددًا بمواصفات طبقاً لمقاييس ومعايير دقيقة معروفة، سواء كانت من المنتجات الزراعية أو غيرها من المواد الأخرى، وقد قامت المؤسسات المالية الإسلامية بجعل قيمة تلك العروض التجارية على شكل صكوك أو أسهم تسمى وعاء المضاربة، ونظراً لأن

(1) site :<http://www.babrah.com/page-159html> ,date :04/03/2012

(2) إبراهيم فاضل الديو، "التوريق وحقيقته، أنواعه"، من الموقع: <http://www.kantakg.com>,date :12/03/2012

(1) إبراهيم فاضل الديو، مرجع سابق، ص.9.

الفصل الثاني : منتجات الهندسة المالية الإسلامية كأداة بديلة للتحوط من مخاطر الاستثمار

وعاء المضاربة قد يكون خليطاً من سلع عينية وديون مرابحات فإنه لكل حالة من هذه الحالات حكمها شرعي يختلف عن غيرها وذلك على النحو التالي(2) :

الحالة الأولى: إذا كان وعاء المضاربة ديون مرابحات مؤجلة، في هذه الحالة لا يجوز توريق هذه الديون بنقود معجلة أقل من مقدار الديون المؤخرة فحكم هذه الحالة هو حكم توريق الدين النقدي.

الحالة الثانية: إذا كان وعاء المضاربة سلعا عينية، يجوز بيعها بنقود معجلة، سواء بأقل من قيمتها أو أكثر أو مساوية لأن ذلك من قبيل بيع الأعيان وهي الحصة الشائعة في وعاء المضاربة بالنقود المعجلة، وهذا جائز لعدم إنطوائه على شيء من الغرر.

الحالة الثالثة: إذا كان وعاء المضاربة خليطاً من سلع عينية وديون ومرابحات المؤجلة أو العكس أو يجب التفرقة بين هاتين الصورتين:

الصورة الأولى: إذا كانت الأعيان أو السلع أكثر من قيمة الدين، ففي هذه الحالة يجوز بيع أو توريق الأسهم التي تمثل هذه السلع وهذه الديون، لأن للأكثر حكم الكل ويفتقر في التوابع ملا يفتقر في غيرها.

الصورة الثانية: إذا كانت ديون المرابحات أكثر من قيمة السلع، فلا يجوز توريق مثل هذه الديون، إذ أن الأقل لا يباحم الأكثر ولأن إقامة الأكثر مقام الكل أصل في الشرع.

وإذا كان توريق الدين النقدي الثابت في الذمة المؤجلة ممنوعاً فيمكن سلك طريق حوالة الحق الذي سبق وأن تكلمنا عن جوازه.

ثالثاً: الصكوك الإسلامية

يقوم سوق الأوراق المالية بتحريك أمواله وفق آليات وأدوات مختلفة منها ما هو قائم على الإشتراك في رأس المال والمقصود هنا الأسهم، ومنها ما هو قائم على الدين والمقصود به السندات، وبما أن هذه الأخيرة تقوم على عنصر الربا فهي محرمة التعامل في مجالات الاستثمار الإسلامية.

1- تعريف الصكوك الإسلامية:

فالصك لغة (الضرب الشديد) وهو كتاب وقيل الصك ما يكتب فيه عن المال مؤجل أو نحوه(1)

اصطلاحاً: أطلقت المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على الصكوك الإسلامية إسم (صكوك الاستثمار)، لتمييزها عن الأسهم وسندات القرض، وعرفت بأنها: وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو شرط استثمار خاص وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الإكتتاب وبدء إستخدامها فيما أصدرت من أجله

وعرفها مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأنها: أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال إلى حصص متساوية، وذلك بإصدار صكوك مالية برأس المال على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها بإعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس المال وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه(2).

(2) المرجع السابق، ص.10.

(1) بن الصيف محمد عدنان وربيح المسعود، مداخلة بعنوان " أدوات الدين وبدائله الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية"، الملتقى الأول حول الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي، غرداية، يومي: 23، 24، ص.8.

الفصل الثاني : منتجات الهندسة المالية الإسلامية كأداة بديلة للتحوط من مخاطر الاستثمار

2- خصائص الصكوك الإسلامية :

هناك عدة خصائص تمتاز بها الصكوك الإسلامية عن غيرها من الأدوات المالية والتي يمكن حصرها في ما يلي (3) :

- يتكون رأس مال الصكوك من وحدات استثمارية متساوية القيمة، تحول لصاحبها حصة شائعة في الموجودات العملية أو المشروع مضمون التمويل بنسبة ملكيته من صكوك إلى إجمالي قيمة الصكوك
- قد تكون الموجودات أحيانا أو حقوقا معنوية أو نحو ذلك ولا يكون أغلبها نقودا.
- يتم تداول الصكوك بأي وسيلة من وسائل التداول الجائزة شرعا ونظاما، حيث أنه لمالك الصك حق نقل ملكية أو رهنه أو هبته أو نحو ذلك من التصرفات المالية من خلال شركات الوساطة المالية أو من خلال الأسواق المالية الإسلامية.
- يتم الاتفاق بين الأطراف على تحديد عائد الصك بنسبة شائعة من الربح.

- تقوم الصكوك الإسلامية على المشاركة في الغنم بالغرم وذلك في حدود مساهمة حامل الصك في المشروع.

3- الفرق بين الصكوك الإسلامية والأوراق المالية الأخرى : يمكن توضيح أوجه الشبه وأوجه الاختلاف بين الصكوك والأسهم من جهة، وبين الصكوك والسندات من جهة أخرى.

أ- الصكوك والأسهم : تشترك الصكوك مع الأسهم في خاصية أن كليهما يمثل حقوقا مشاعة في موجودات الشركة تبنت بغرض الاستثمار، ومن ثم توزيع الأرباح على حاملها كما أن الموجودات تدار من جانب جهة معينة تكون مسؤولة من قبل حملة الأسهم والصكوك وأن كل من حملة الأسهم والصكوك لهم الحق في بيع ما يملكون من الأسهم والصكوك إلى غيرهم من أرادو ذلك.

أما عن نقاط الإختلاف فنجد أن :

السهم يعطي صاحبه حق في حضور الجمعية للشركة والتصويت والاشتراك في الإدارة والرقابة، وغير ذلك، ولا يمنح حامل الصك هذه الحقوق.

- يمثل السهم جزء من رأس مال شركة ما ، وهذه الشركة ليس لها في الغالب تاريخ للتصفيه لأن الغرض من إنشائها هو الاستثمار والتوسع فيه إلى أجل غير مسمى، أما الصك فإنه غالبا ما يختص بمشاريع لها تاريخ بداية وتاريخ نهاية، وربما كان لمشاريع غير مؤقتة.

- الشركات تصدر الصكوك كمنتج من منتجاتها التجارية، أما أسهم الشركات فهي تمثل ما تملك شخصيتها الاعتبارية من أصول وأعيان وغير ذلك وليست منتجاتها التجارية .

ب - الصكوك والسندات: تتفق الصكوك مع السندات في أن كلا منهما أداة تمويل لمشروع إقتصادي، إلا أنهما يختلفان في نواحي عدة فحق صاحب الصك أو السهم هو حق عيني يتعلق بأصول المشروع أو الشركة في حين أن السند تمثل دنيا في ذمة الشركة التي تصدره ولا يتعلق بأصول عينية.

(2) اشرف محمود دوابة، "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية"، من الموقع : [http:// www.icfpedia.com](http://www.icfpedia.com), date: 11/03/2011

(3) المرجع السابق، ص 7.

الفصل الثاني : منتجات الهندسة المالية الإسلامية كأداة بديلة للتحوط من مخاطر الاستثمار

- حامل السند لا يتأثر بنتيجة أعمال الشركة، ولا بمركزها المالي بطريقة مباشرة لأن مالكه يستحق القيمة الاسمية لسند في مواعيد الإستحقاق المدونة فيه مضاف إليها الفوائد المحددة سلفا، بخلاف الصك الذي يتأثر بنتيجة أعمال المشروع، ولهذا فحامله يشارك في تحمل المخاطر فله الغنم الذي يحققه المشروع، وعليه الغرم الذي يتعرض له، فالصك يشارك في الأرباح المتحققة ويتحمل الخسارة التي قد يتعرض لها المشروع. كما تعد السندات المدعمة بأصول أوراق مالية تمثل قرضا في ذمة المصدر موثقا برهن وضمنان هو الأصول، وعليه فحق حامل السند متعلق بذمة المصدر والأصول بينما حق حامل الصك مقتصر على الأصول التي تمثلها الصكوك فحسب.

الجدول رقم (1-02): الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم والسندات

عناصر المقارنة	الصكوك	الأسهم	السندات
الطبيعة والشكل القانوني	حصة شائعة للموجودات طبقا لمبدأ المشاركة بالربح أو الخسارة	جزء من رأس مال شركة ما	قرض ربوي بفوائد دورية.
آلية الاصدار	الاكتتاب العام مع مراعاة الضوابط الشرعية	الاكتتاب مغلق أو مفتوح	الاكتتاب العام
التداول	قابليتها للتداول مع مراعاة حالة الموجودات بإستثناء صكوك السلم والاستصناع لا تتداول	قابليتها للتداول	قابليتها للتداول
الأرباح والعوائد	الربح غير مقطوع إنما قائم طبقا لمبدأ المشاركة بالربح والخسارة	تحدد الأرباح وفقا لحصة السهم من رأس المال	الفوائد الدورية محددة سلفا
إلتزامها بالضوابط الشرعية	من شروط التعاقد إلتزامها بأحكام الشريعة الإسلامية	لا يوجد إلتزام بأحكام الشريعة وإنما يكون إلتزام بما يخدم المصالح	لا يوجد إلتزام بأحكام الشريعة وإنما يكون إلتزام بما يخدم المصالح
الاطفاء	يمكن أن يكون كليا في نهاية مدة الإصدار أو جزئيا بالتدرج خلال سنوات الإصدار مع مراعاة جميع الضوابط الشرعية المتعلقة بإصدار الصكوك وتداولها ومبدأ العدل والمساواة بين حامله الصكوك.	هو جزء من رأس مال الشركة وهذه الشركة في الغالب ليس لها تاريخ محدد للتصفية، ومنه فالسهم ليس له تاريخ إستحقاق.	يمكن أن يكون كليا في نهاية مدة الإصدار، أو جزئيا بالتدرج خلال سنوات الإصدار وفق المنصوص عليه في نشرة الإصدار.

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد: على بن الصيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص. 163.

الفصل الثاني : منتجات الهندسة المالية الإسلامية كأداة بديلة للتحوط من مخاطر الاستثمار

4- أنواع الصكوك الإسلامية:

باعتبار أن السندات الربوية محرمة شرعا والتعامل بها من المعاملات التي نهى عنها الله ورسوله محمد صلى الله عليه وسلم، وقد تم إقتراح الصكوك الإسلامية كبديل شرعي عنها، فهناك عدة صيغ مطروحة للتداول في السوق الإسلامية. وبعد دراستها وجد أنه يمكن تقسيمها الى ثلاثة أقسام:
أوراق مالية قائمة على عقود المشاركة، أوراق مالية قائمة على عقود البيع، وأخرى قائمة على عقود الاجارة.

1-4- الصكوك الإسلامية القائمة على عقود المشاركة

وهي الأوراق المالية التي تكون فيها العلاقة بين المصدر وحملة الصكوك علاقة مشاركة، وتنطوي تحت هذا التصنيف مجموعة من الصكوك هي:

أ- صكوك المقارضة (المضاربة):

وهي التي تعرف بأنها " تلك الوثائق الموحدة القيمة المحررة بها، وذلك على أساس المشاركة في نتائج الأرباح الصافية(1)".

وعرفت أيضا بأنها : "وثائق محددة القيمة تصدر بأسماء مالكيها مقابل الأموال التي قدموها لصاحب المشروع بعينه، بقصد تنفيذ المشروع وإستغلاله وتحقيق الربح، ويحصل مالكيها على نسبة محددة من أرباح المشروع، ولا تنتج هذه السندات أي فوائد، وتكفل الحكومة تسديد قيمة السندات الإسمية الواجب إستهلاكها بالكامل في المواعيد المقررة، وتصبح المبالغ المدفوعة لهذا السبب قروض ممنوحة للمشروع من دون فائدة مستحقة الوفاء فور الإطفاء الكامل للسندات"(2).

- أما من أشكال صكوك المضاربة فهي تختلف بإختلاف نوع المضاربة إلى(3):

* صكوك المضاربة طويلة الأجل: تتراوح مدتها من عشر إلى عشرين سنة وتكون غير مخصصة لمشروع معين، وإنما تخول مستثمرها "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 القيمة تقوم بإصدارها جهة معينة كالبنك مثلا، ثم تطرح في الأسواق ويقوم الطرف الثالث بالوعد بالتبرع دون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في حالة تعرض المشروع للخسارة، ويتفرع من هذا النوع عدة أنواع مختلفة:

* صكوك المضاربة المستردة بالتدرج: وذلك بأن ترد قيمة الصكوك مع أرباحها في مدة زمنية محددة كنسبة من قيمة الصك كل سنة مثلا.

(1) شعبان محمد إسلام البراوي، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"، دار الفكر، دمشق، طبعة أولى 2002، ص 158.

(2) وهبة الزحلي، "السوق المالية الإسلامية"، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، دورة المؤتمر السادس المملكة العربية السعودية، العدد السادس، الجزء الثاني، 1990، ص 387.388، من الموقع : <http://www.almasrifian.com>

(3) القرة داغي، "الأسواق المالية في الفقه الإسلامي"، مجلة الفقه الإسلامي الدورة السابعة، العدد السابع، الجزء الأول، 1992، ص 417، من الموقع <http://www.iefpedia.com/arab/?p=22216>

الفصل الثاني : منتجات الهندسة المالية الإسلامية كأداة بديلة للتحوط من مخاطر الاستثمار

* صكوك المضاربة المستردة في آخر المشروع: وذلك بأن ترد قيمة الصكوك بالإضافة إلى الأرباح أو الخسائر إن وجدت في آخر المشروع.

* صكوك المضاربة على شكل فئات متنوعة مثل 100 دولار أو أكثر أو أقل لمدة محددة ثلاث سنوات قابلة للتحديد.

* شهادات الاستثمار الإسلامي:

وتقوم هذه الشهادات على أحكام المضاربة فأصحاب الودائع أو الشهادات يمثلون رأس المال وتقوم الجهة المصدرة بدور المضارب، مع الإتفاق على نسبة الربح وتحمل رب المال الخسارة، وتصدرها المصارف والمؤسسات المالية لتمويل تجارة الدول الإسلامية، ولا يقل أجلها عن عام وهي نوعان:

-شهادات الاستثمار المخصص (الإصدار الأساسي)

وهي مجموع الشهادات التي تصدر عند تأسيس محفظة الاستثمار، وتطرح للاكتتاب العام وهذه الشهادات تمتاز بإمكانية تسهيلها.

ب- صكوك المشاركة:

تعتمد صكوك المشاركة بصورة أساسية على عقد المشاركة الجائز شرعا وهي عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تمويل نشاط، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.وصكوك المشاركة متشابهة كثيرا لصكوك المقارضة أو المضاربة ولكن الإختلاف الأساسي بينهما يتمثل في أن أصحاب هذا النوع من الصكوك أي المشاركة لهم الحق في الإدارة مثل الأسهم، وتختلف عن هذه الأخيرة في كونها مؤقتة بمشروع معين أو مدة معينة(1) .

ومن الصور المطبقة لصكوك المشاركة نجد:

صكوك المشاركة الدائمة : وهي تشبه كثيرا الأسهم الدائمة مع إمكانية دخول المصدر بنسبة معينة في رأسمال المشروع وطرح الباقي على شكل صكوك للاكتتاب سواء كانت الإدارة للمصدر أو لحملة الصكوك أولطرف ثالث محدد، وتقوم مقام طرح أسهم جديدة، حيث يقوم المصدر بالتوسع أو إنشاء مشروع موازي أو يقوم بإعتباره شخصية معنوية بالتكفل بقسط من المال والباقي لطرح الاكتتاب(2) .

* صكوك المشاركة المؤقتة: وهي الصكوك المؤقتة بفترة زمنية محددة ولها عدة صور: صكوك المشاركة المستردة بالتدرج والمستردة خلال زمن محدد، والمنتھية بالتمليك(3)

* صكوك المزارعة: قد يعجز المرء لسبب ما عن زراعة أرضه، أو جزء منها فيحتاج إلى أن يقوم له بذلك شخص آخر ويقاسمه الغلة الناتجة ويتم ذلك عن طريق المزارعة.

(1) أشرف محود نواية، مرجع سابق، ص، 36.

(2) بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص، 32.

(3) وهبة الزحلي، مرجع سابق، ص، 118.

الفصل الثاني : منتجات الهندسة المالية الإسلامية كأداة بديلة للتحوط من مخاطر الاستثمار

المزارعة في الاصطلاح الفقهي هي إعطاء الأرض لمن يزرعها، على أن يكون له نصيب مما يخرج منها ويعتبر عقد شركة وصفة عقدها أنها مثل باقي الشركات عقد غير ملزم أي قابل للفسخ. (4)

4-2 الصكوك الإسلامية القائمة على أدوات البيوع:

وفيها يكون العقد قائم بين جهة الإصدار والطرف الآخر لحملة الصكوك على عقد لبيع من مرابحة وسلم و إستصناع وغير ذلك وهي:

أ-صكوك السلم: يعرف السلم على أنه: "عقد على موصوف في الذمة بيع مؤجل مقبوض في محل العقد، فهو بيع يتقدم فيه الثمن ويتأخر فيه تسليم السلعة لأجل معلوم".

وهذه الصكوك تحمل قيمة متساوية يصدرها بائع منتجات السلم أو وكيله ويحصل بذلك على رأس مال السلم فتصبح سلعة السلم مملوكة لحاملي الصكوك (1).

هذا ويشترط في عقد السلم شروط كثيرة في رأس مال السلم وفي المسلم فيه أما شروط رأس المال فهي:

- أن يكون معلوم الجنس والنوع والصفة والمقدار منعا للجهالة المقضية للنزاع.
- تعجيل رأس المال و قبضه فعلا في مجلس العقد قبل افتراق العاقدين، وأجاز للمالك عن غيره تأخيرته ثلاثة أيام أو أقل.

أما شروط المبيع (المسلم فيه) فهي:

- أن يكون معلوم الجنس والنوع والصفة والقدر والأجل وحتى مكان التسليم، وذلك منعا للجهالة.
- أن يكون العقد باتا، ليس فيه خيار الشرط للعاقدين أو لأحدهما.
- أن يكون مقدور تسليمه عند حلول الأجل.

-أن لا يشمل على الربا، بأن لا يكون المبيع من دائرة الأموال الربوية فلا يصح السلم مثلا في الذهب والفضة(2)

ب-صكوك الإستصناع: يعرف الإستصناع على أنه: "العقد يتعهد بموجبه شخص هو الصانع، بأن يصنع شيئا (المصنوع) لصالح شخص آخر هو المستصنع بناء على طلب هذا الأخير، وطبقا للمواصفات التي يحددها،

وعلى الصانع أن يقدم المواد الأولية وغيرها مما يلزم المصنوع من عنده، وذلك مقابل ثمن يؤديه المستصنع(3)

وصكوك الإستصناع هي صكوك منبثقة عن عملية قائمة على عقد الإستصناع، حيث تمثل هذه الصكوك

ملكية جزئية من رأس مال عملية الإستصناع، ويكون هنا رأس مال الإستصناع مقسم إلى أجزاء كل جزء

يعبر عنه بصك، وتم إصدار هذه الصكوك وفق آلية معينة(1).

(4) محمود حسن صوان، "أساسيات العمل المصرفي الإسلامي"، دار وائل للنشر، الأردن، ص، 142.

(1) احسين بالعجوز، "مخاطر صيغ التمويل في البنوك الإسلامية والبنوك الكلاسيكية: دراسة مقارنة"، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص.53.

(2) وهبة الزحلي، مرجع سابق، ص.297.

(3) اجلال وفاء البدري محمدين، "البنوك الإسلامية"، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2008، ص.100.

(1) بن الصيف محمد عننان، مرجع سابق، ص، 93.

الفصل الثاني : منتجات الهندسة المالية الإسلامية كأداة بديلة للتحوط من مخاطر الاستثمار

ويمكن تحويل عقود الإستصناع إلى سندات ذات إستحقاقات متتالية ، وقد بدأ هذا النوع من المعاملات يظهر في السوق المالي الإسلامي تدريجيا خاصة في إستثمارات البنوك الإسلامية طويلة الأجل، وظهرت تجاربه في إستثمارات البنوك الخليجية منها على وجه الخصوص(2).

ج-صكوك المرابحة: تعرف المرابحة على أنها: بيع يمثل الثمن الأول مع زيادة ربح معلوم والمرابحة نوع من أنواع بيوع الأمانة التي يقوم فيها التبايع على أساس (رأس المال) وهو ثمن شراء السلعة، مضافا إليه (التكلفة) هي ما قامت به السلعة على البائع.

ويشترط لصحة عقد بيع المرابحة شروطا خاصة أهمها مايلي:

- أن يكون الثمن الأول معلوما للمشتري الثاني، بما في ذلك المصروفات، ويشمل ذلك مايتحملة البائع للحصول على السلعة، وما يزيد في قيمتها، لأن العلم بالثمن شرط في صحة البيوع، لأن المرابحة بيع بالثمن الأول مع زيادة الربح.

- أن يكون الربح معلوما للبائع والمشتري، محددًا بالمقدار أو بالنسبة إلى ثمن الشراء.

- أن يكون المبيع عرضا مقابل نقود ولا يكون مقابلا بجنسه من أموال الربا، لأن المرابحة بيع بالثمن.

4-3 الصكوك الإسلامية القائمة على عقود الإجارة:

-تعريف صكوك الإجارة: يعرفها البعض على أنها: "وضع موجودات دارة للدخل كضمان أو أساس مقابل إصدار صكوك تعتبر في حد ذاتها أصولا مالية".

فالغرض إذن من صكوك الإجارة هو تحويل الأعيان والمنافع التي يتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية يمكن تداولها في السوق الثانوية.

ومنه فصكوك الإجارة هي صكوك متساوية القيمة منبثقة من عملية قائمة على عقد إيجار، حيث تمثل هذه الصكوك ملكية جزئية من رأس مال العين المؤجرة، إذ يقسم رأسمالها إلى حصص متساوية تعرف كل حصة بإسم صك.

-صور صكوك الإجارة: ويمكن لصكوك الإجارة أن تتخذ صور متعددة نذكر أهمها(1):

الصورة الأولى: وهي أبسط صورة لهذه الصكوك، وهي تقوم على وجود عقار مملوك لشخص واحد يحمل سندا يمثل ملكية للعقار، وهو مؤجر لطرف آخر هو المستأجر الذي يدفع للمؤجر أجره بصورة دورية في بداية كل شهر مثلا، فالسند هنا هو أصل تأجير، ويتضمن هذا السند وصفا دقيقا للعقار، ويمكن بيع هذا العقار دون المساس بحقوق المستأجر ويكون إنتقال الملكية بإجراء القيد الازم في السجل العقاري مع تبيان أن العين مؤجرة وإضهار مواصفات المستأجر.

(2) لحو بوخاري و وليد عايب، مداخلة بعنوان "آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية و أثر الأزمة المالية على سوق الصكوك الإسلامية"، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي الواقع، رهنات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، يومي 24، 23 فيفري 2011، ص.8.

(1) ابن الضيف محمد عدنان و ربيع المسعود، مرجع سابق، ص.8.

الفصل الثاني : منتجات الهندسة المالية الإسلامية كأداة بديلة للتحوط من مخاطر الاستثمار

الصورة الثانية : وهو مثل الصورة الأولى مع إختلاف بسيط هو أن مالك العين المؤجرة يحمل عدة صكوك تأجير بحصص متساوية شائعة من العين وبيعها متفرقة لأشخاص متعددين، فيكون كل صك ممثلاً لحصة شائعة محددة عن ملكية العين مثلاً 1% أو 10% ويحصل مالك الصك على حصة من الأجرة بالشكل والميعاد الذي ينص عليه عقد الإجارة.

الصورة الثالثة: وهو أن تشتري العين المؤجرة من طرف وسيط مالي ثم تؤجر، ويقوم الوسيط المالي بإصدار صكوك تأجير تمثل أجزاء متساوية من العين ويساوي مجموعها العين بكاملها.

الصورة الرابعة: وهي شبيهة بسابقتها، إلا أن الوسيط هنا يصبح قائماً بالوكالة عن حملة الصكوك، وذلك بالإدارة وتحصل الأجرة وتوزيع الأرباح، وذلك مقابل أجر معلوم.

أنواع صكوك الإجارة: لصكوك الإجارة ثلاثة أنواع أما أعيان مؤجرة، أو منافع مؤجرة ، أو خدمات مؤجرة، نبينها كما يلي(2):

- صكوك الاعيان المؤجرة: وهي صكوك ملكية لعين قد تكون أرضاً أو عقار أو آلة وغيرها، وتكون العين المملوكة مؤجرة فمن تدر عائداً محددًا في عقد الإجارة ، إذن هي صكوك متساوية القيمة يمثل مجموعها قيمة الشيء الموجز.

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

-صكوك إجارة المنافع: وهي تمثل ملكية منافع أعيان موصوفة بالذمة المستأجرة بموجب عقد إجارة، تسلم لحامل الصك في الميعاد لإستيفاء منفعه المملوكة له، وهي شبه السابقة، إلا أن المملوك هنا هو منفعة عقار مستأجر والمملوك في النوع السابق خدمه، وهنا يملك حامل الصك إستيفاء هذه المنافع في وقت محدد في المستقبل، وينتفع بائع الصك بقيمته مقابل تسلم العقار لحامل السند في المستقبل لإستيفاء منفعه، ويستطيع مالك الصك بيعه لطرف آخر فيكون مؤجر لما أستأجر.

(2) المرجع السابق، ص.ص. 14.15.

المبحث الثالث: المنتجات المالية الإسلامية كأداة للتحوط من مخاطر الاستثمار.

تتميز الهندسة المالية الإسلامية بالقدرة على التحوط من المخاطر بإعتبار أنها تعتمد على أدوات تتوافق مع الشريعة الإسلامية.

وكيف لا يؤمن من يطبق شرع الله، أكيد أنه سيكون بعيدا عن جميع المخاطر المحتملة فيصبح المقترضين والمستثمرين غير قلقين بشأن ممتلكاتهم .

المطلب الأول: المشتقات المالية الإسلامية ودورها في تقليل المخاطر

- يمكن استخدام عقود المشتقات المالية في التقليل من المخاطر ، شرط ان تكون سوق الأوراق المالية التي تتحاول ضمنها هذه العقود سوق مالية إسلامية على النحو التالي⁽¹⁾:

- مثلا : عقود خيار الشراء: تتلقى طلبات شراء عقود أجلة ومستقبلية وعقود خيار شراء اسهم بتاريخ معينة وأسعار محددة، فتحصل على عمولات من طالبي الشراء الراغبين في شراء عقود خيار شراء الأسهم ويكون الأمر كالتالي:

بالنسبة لطالب الشراء: فإنه 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 امام خيار، فإذا ارتفع سعر السهم فمن مصلحته ان يقوم بالشراء، لانه سيدفع السعر المتفق عليه منذ البداية والذي هو اقل من السعر الحالي ، اما اذا انخفض سعر الاسهم فليس من مصلحة طالب الشراء تنفيذ طلبه، وفي هذه الحالة تنحصر خسارته في العمولة فقط اما بالنسبة للمؤسسة فإنها سوف تلتزم بالبيع في حالة ارتفاع سعر الأسهم مهما بلغ الارتفاع، أو أنها ستلتزم عميلا كان قد التزم بالشراء، وفي هذه الحالة فإن هذا العميل سوف تلحق به الخسارة لأنه سوف يبيع بأقل سعر من السعر الحقيقي ولكن لا ينبغي ان ننسى ان هذا العميل كان قد اشترى هذه الأسهم بسعر اقل 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 والبيع وغيرها .

- ويمكن أن يأخذ هذا البيع صفة بيع العربون على النحو الذي تناولناه.

عند تطرقنا المشتقات المالية الإسلامية، فإذا رأى المستثمر ان من مصلحته ان يشتري الاسهم في وقت امضى العقد بالشراء، وإذا رأى العكس تنازل عما دفعه ثمنا لعقد الخيار (العربون).

- اما في حالة خيار البيع(الدفع): فيكون لمالك الأسهم الحق بالبيع إن أراد مقابل عمولة تدفعها المؤسسة الملزمة بالشراء إذا رغب البائع خلال الفترة المتفق عليها مهما بلغ سعر الأسهم، وتكون المؤسسة ملتزمة بالشراء بنفسها بإيجاد مستثمرين مقابل اجر أو عمولة فهي تتلقى طلبات الشراء وتقوم بمقابلتها بطلبات البيع، فإذا

(1) كمال توفيق خطاب، مداخلة بعنوان "نحو سوق مالية إسلامية"، المؤتمر الدولي الثالث حول الاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 28 ماي 2005، ص.ص.26.25.

الفصل الثاني : منتجات الهندسة المالية الإسلامية كأداة بديلة للتحوط من مخاطر الاستثمار

تقابلت في الأنواع والأسعار فلا مشكلة وإذا لم تتقابل فلا بد ان تقوم المؤسسة بنفسها بالشراء أو البيع وهي إما أن تكسب أو تخسر.

المطلب الثاني: المنتجات المالية المركبة ودورها في التخفيف من حدة المخاطر

باعتبار المنتجات المالية المركبة تحتوي على خليط من النقود والديون والاعيان والمنافع، ونظرا لالية إصدارها القائمة على صيغ التمويل الإسلامي، فهي وسيلة للتحوط من مخاطر الاستثمار

أولاً: تعريف العقود المالية المركبة

العقد المالي المركب:" هو عقد يشمل على عقدين أو أكثر على سبيل الجمع أو التقابل وتعامل جميع الحقوق والآثار المترتبة على تلك العقود كأنها عقد واحد(1).

ومنه يتبين لنا أن المنتجات المركبة سميت مركبة لأنها مركبة من أكثر من عقد، عملية من العمليات البسيطة المعروفة في العقود الإسلامية مثلا: مرابحة، مشاركة، مضاربة، سلم... وغيرها.

وعلى الرغم من أن هذه المنتجات هي عبارة عن جمع بين عقدين إسلاميين إلا انه يمكن أن نشير إلى الضوابط الشرعية التي تؤهل إنشاءها:

أ - أن لا يكون احد العقدين مخالفا لنص شرعي.

ب - أن لا يكون حيلة ربوية.

ج - أن لا يكون ذريعة الى الربا.

د - أن لا يكون بين عقود متناقضة او متضادة او متنافرة في الأحكام والموجبات

هـ - أن تحتفظ تلك العقود باستقلالها العقدي ولا تمزج بعضها البعض مزجا نهائيا ، أي أن استخدام عقد معين مع عقد اخر يجب ان لا يؤثر على طبيعة أي منهما.

ثانياً: أنواع المنتجات المركبة وعلاقتها بمخاطر الاستثمار

تلاءم المنتجات المركبة المخاطر المرتبطة بالبيئة الاستثمارية المتغيرة وباستمرار ، ونذكر منها على سبيل المثال(1):

1- المرابحة من خلال المشاركة: بالرغم أن المرابحة صورة من صور الدين الذي جاءت به الشريعة الإسلامية بالترغيب عنه إلا إن شيوعها اليوم يستوجب محاولة إعادة صياغتها بصورة اقرب الى نموذج الوساطة المالية المبنية على النيابة أو المشاركة كمايلي:

- لنفرض ان هناك وكيلاً للسيارات يرغب في زيادة مبيعاته، ويعتقد انه اذا أمكن زبائنه من الشراء بالتقسيط فسوف يحقق هدفه ومن ثم يتحسن دخله، لكن هذا الوكيل لا يملك السيولة الكافية، كما انه لا يملك الالية الضرورية لمتابعة المدنيين وتحصيل الأقساط لكنه يملك الخبرة الكافية بالسوق والأسعار والبضائع، وهناك

(1) علي الرواحنة حوامنة الشديقات ، مداخلة بعنوان " أثر العقود المركبة- المضاربة والمرابحة- في التمويل المصرفي الاسلامي والمحافظة على رأس المال من التآكل " ، المؤتمر الدولي الاول صيغ مبتكرة للتمويل المصرفي الاسلامي،كلية الشريعة ، جامعة آل البيت ،يومي 5، 6 أفريل 2001، ص 2.
(1) المرجع السابق، ص ص 3-5.

الفصل الثاني : منتجات الهندسة المالية الإسلامية كأداة بديلة للتحوط من مخاطر الاستثمار

بنك يرغب في استثمار فائض السيولة لديه في مشروع منخفض المخاطرة، ولا يستلزم خبرة متخصصة، ويرى أن البيع الآجل فرصة جيدة لهذا الغرض يدخل البنك شريكا مع وكيل السيارة على النحو التالي:

- يخصص الوكيل منها مبلغا من المال، مثلا مليون دينار، للبيع بالتقسيط، ويخصص المصرف ملونين 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 وجود 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 بأجر: يقوم هذا النموذج على إعادة هندسة علاقة المودعين مع البنك الاسلامي ،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 او الخسارة الفعلية العائدة لاي وديعة بعينها، وهنا يكون البنك وكيلا عن المودعين في استثمار أموالهم لقاء اجر ثابت.

ج - نموذج سندات الجارة الموصوفة في الذمة: سندات الإجارة هي نوع متكبر من السندات الإسلامية وهي جمع بين السند كأداة مالية وعقد الإجارة وعقد السلم والياتها ان تكون هناك خدمة موصوفة في الذمة مثل التعليم الجامعي مثلا بحيث يكون الوصف تفصيلا ولا يدع مجالاً للخلاف كان يكون التعليم طالب جامعي تتوفر فيه شروط معينة ويحدد له مسار دراسي معلوم بزمنه ومدته و وصفه بعد تلك تقوم الجامعة وهي مقدمة لخدمة التعليم الجماعي لإصدار سندات خدمة موصوفة في الذمة تمثل تعليم طالب في الجامعة على ان تقدم هذه الخدمة الموصوفة في الذمة بعد عشر سنوات مثلا ، ويمثل السند حصة ساعية واحدة ولحامل السند الحق في الحصول على الخدمة الموصوفة في الذمة مقابل ما يدفعه الان من ثمن السند الذي يمثل ملكية للمنفعة وهذا ما يحقق ميزة الكفاءة في تعبئة المدخرات وميزة التخصص الكفئ للموارد، وتحقيق السيولة والربحية والضمان لكافة اطراف العلاقة بشكل كفوء ،وهو ما تهدف اليه الهندسة المالية الاسلامية .

المطلب الثالث: دور الصكوك الإسلامية في الحد من مخاطر الاستثمار

تعتبر الصكوك الاستثمارية الشرعية بديلا للسندات المحرمة التي تمثل التزاما برد المبلغ مع فائدة مضافة اليه باعتبارها قروض ربوية ، فالصكوك الاسلامية لها دور فعال في التقليل من حدة المخاطر التي يتعرض لها المستثمر.

أولا : الصكوك الإسلامية القائمة على عقود المشاركة كأداة للتحوط

تعتبر صكوك المقارضة وصكوك المشاركة من أهم الأساليب التمويلية بالنسبة لصكوك المقارضة التي من خلالها يصبح الطرفان شريكان في الغنم بالغرم فإن تحقق الربح وزع وفقا للنسب المتفق عليه ولذا تحققت

الفصل الثاني : منتجات الهندسة المالية الإسلامية كأداة بديلة للتحوط من مخاطر الاستثمار

خسارة يتحمل حامل الصك خسارة في رأس ماله ويتحمل المتعامل خسارة في عمله فحسب ولا يترتب عليه أي مديونية نتيجة الخسارة إلا إذا اثبت أن هناك تقصير من جانبه(1).

- أما صكوك المشاركة التي تستخدم حصيلتها في انشاء مشروع او تمويل نشاط معين، يصبح المشروع ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وهنا تكون العلاقة هي علاقة شراكة لا علاقة دائن بمدين(2).

- تختلف صكوك المشاركة عن صكوك المقارضة في ان العمل حق كل شريك وإذا حصلت خسارة تكون حسب حصة كل منهما في رأس المال

- تستخدم الصكوك القائمة على عقود المشاركة في التحوط من مخاطر اسعار الفائدة حيث تكون العلاقة بين المستثمرين علاقة شراكة لا علاقة دائن بمدين.

- توزيع مخاطر المشروع بين مجموعة من المستثمرين أي المخاطر لا يتحملها مستثمر واحد بل جميع الشركاء.

حشد الموارد الاقتصادية وتأسيس المشروعات الإنتاجية التي تساعد في نمو وتطوير الاقتصاد الوطني وبالتالي تحوط الاطراف الاقتصادية من مخاطر الركود والتضخم وسوء توزيع الثروة.

- كما تساهم صكوك القائمة على أساس المشاركة في زيادة فرص التشغيل(1).

ثانيا: الصكوك الإسلامية القائمة على أدوات البيوع ودورها في التحوط من مخاطر الاستثمار.

- **صكوك السلم:** وهنا يتم شراء الاحتياجات المستقبلية ولكن بثمن حالي ، وبالتالي يدفع رأس مال السلم من طرف حملة الصكوك لشراء سلعة بسعر متفق عليه على ان تكون هناك جهة ثالثة تقوم بإعادة بيعها والفرق بين السعر المتفق عليه وسعر البيع يعتبر هو الربح او الخسارة لحملة الصكوك (2)، وبالتالي فصكوك السلم تستخدم لتحوط من المخاطر السيولة وحل المشاكل التمويل بتعجيل الثمن وتأجيل المثلثون(3).

(1) حربي محمد عريقات وسعيد جمعة عقل " إدارة المصارف الإسلامية" ،دار وائل للنشر ،عمان، طبعة أولى ، 2010 ، ص 156.

(2) المرجع السابق، ص 162.

(1) المرجع السابق، ص 162.

(2) بن الضيف محمد عدنان ، مرجع سابق، ص 159.

(3) عبد الجبار السبهاني الهندسة المالية الإسلامية وصناعة التحوط ،من الموقع : <http://faculty.yu.edu.jo/sabhany>, date : 02/04/2012

الفصل الثالث : التجربة الماليزية في مجال تقليل مخاطر الاستثمار باستخدام الهندسة المالية الإسلامية

تمهيد

يعتبر النظام المالي الإسلامي في ماليزيا النموذج الأمثل للإقتصاد الإسلامي المتطور فابتكار وتطوير أدوات مالية تجمع بين المصداقية الشرعية والكفاءة الإقتصادية تحت مايسمى بالهندسة المالية الإسلامية لديه آليات من شأنها كبح المخاطر العالمية للمنتجات المالية الربوية التي كانت ناتجا للهندسة المالية، وابتكرت أساسا لغرض إدارة المخاطر وتقليدها.

ولهذا جاء الفصل الثالث مقسما إلى المباحث الثلاثة:

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي.

المبحث الثاني: الإطار التنظيمي والرقابة الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي.

المبحث الثالث: تقييم التجربة الماليزية في مجال الهندسة المالية الإسلامية.

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي

أصبح سوق الأوراق المالية الماليزي القطاع الذي يشارك فيه العديد من المستثمرين وحجم الأموال المتداولة فيه كثيرة جدا، وهذا السوق بحاجة إلى رقابة وإشراف من الجهات المحددة للتأكد من أن كافة المعاملات والأنشطة في هذا السوق تعمل بكفاءة وفاعلية.

المطلب الأول: نشأة وتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي

بدأ النظام المالي الماليزي المنظم بتأسيس البنك المركزي الماليزي في تاريخ 24 جانفي 1959، بينما بدأت صناعة الأوراق المالية في ماليزيا في أواخر القرن التاسع عشر بظهور الشركات البريطانية في الصناعة المطاطية والتصديرية، وفي عام 1930 أسست جمعية سماسرة بورصة سنغافورة كجمعية منظمة

الفصل الثالث : التجربة الماليزية في مجال تقليل مخاطر الاستثمار باستخدام الهندسة المالية الإسلامية

رسمية أولى في إجراءات التعامل بالأوراق المالية، وقد ظهر سوق الأوراق المالية في ماليزيا في أوائل الستينيات (1)

إذ انه قبل منتصف الخمسينيات كانت ديون الحكومة الماليزية قليلة وهو ما أدى إلى عدم الاهتمام بالاقتراض من أي جهة بسبب الميزانية الحكومية المتوازنة بصورة عامة وتطورات سوق الأوراق المالية الماليزية التزمت الحكومة الماليزية تطورا ملحوظا بعد عام 1933 بتأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية وسوق المشتقات، وبغرض تدعيم هذه السوق التزمت الحكومة الماليزية بالاعتماد على الخطط الرئيسية لسوق رأس المال الماليزي التي افتتحها وزير المالية الماليزي في تاريخ 22 فيفري 2001 ستة أهداف جوهرية منتظمة هي: (2)

- جعل سوق رأس المال مركز الحصول على الموارد التنموية لشركات ماليزية.
- تشجيع إدارة الاستثمار وجعل بيئة استثمارية أمثل للمستثمرين.
- إيجاد موقع تنافس وكفاءة لمؤسسات السوق.
- تطوير بيئة حسنة وتنافسية لخدمات الوساطة .
- جعل أنظمة الرقابة قوية ومنظمة.
- جعل ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي.

وعليه تعود بداية أنشطة الاستثمار الإسلامي إلى أوائل الستينيات بتأسيس هيئة صندوق الحجاج في نوفمبر 1962م، حيث يدير هذا الصندوق أموال الحجاج بشكل متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وأما أول بداية حقيقية لتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامي فتعود إلى أوائل السبعينيات من القرن الماضي، حيث أصدرت شركة (شيل، أم، دي، أس) الخاصة بالصكوك الإسلامية الأولى في السوق المحلية في عام 1990م فقد أدى ذلك إلى العديد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى مما أدى إلى تعميق سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واتساعها، حيث بلغت نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في نهاية 2006م إلى 86.1% من إجمالي الأسهم المسجلة في السوق وبلغت نسبة رسملة السوق الإسلامي إلى الإجمالية في نفس الفترة 64.6% ، ولقيام السوق بضوابطه الشرعية كان لا بد من وجود رقابة ومتابعة تهتم بالمصدرين والإصدارات ومن بينها هيئة الأوراق المالية الماليزية واللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية(1) ويمكن إرجاع تطور السوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا إلى الأسباب التالية: (2)

أ- تأسيس أول صندوق استثمار مالي إسلامي في 1993 م تحت اسم ittika larabe malaysia

(1) نبيل خليل طه سمور، " سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي ماليزيا"، مذكرة ماجستير إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007، ص.64.

(2) بن الضيف محمد عدنان ، مرجع سابق، ص. 174.

(1) عبد القادر لحول، مداخلة حول "دور الصيرفة الإسلامية والسوق المالية الإسلامية في الحد من اثر تدويل الخطير المالي على الأنظمة المالية العربية"، الملتقى الأول حول الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي غرداية، يومي 24، 23 فيفري 2011، ص.21.

(2) تطور السوق الإسلامي الماليزي من الموقع: <http://staf.uam.edu.ny/shahtu1/>

الفصل الثالث : التجربة الماليزية في مجال تقليل مخاطر الاستثمار باستخدام الهندسة المالية الإسلامية

ب- إنشاء أول شركة سمسرة إسلامية تحت اسم (bank islam malaysia betha) سنة 1994م.

ج- تكوين قسم سوق المال الإسلامي 1994م.

د- إنشاء أول إصدار عالمي للصكوك الماليزية سنة 2001م وهو إصدار الصكوك العالمية للإجارة عن الإصدارات المحلية .

الطلب الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية الإسلامي الماليزي

يقوم سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا بوظائف عديدة تتمثل في ما يلي⁽¹⁾:

أ- **تلبية حاجة المستثمرين المسلمين** : يتيح سوق الأوراق المالية الإسلامية فرصة استثمار ممتازة للمستثمرين المسلمين في القطاعات التي لا تتعامل بالمحرمات الشرعية، وبإيجاد جهة رقابية شرعية لضمان التزام أنشطة هذه السوق بأحكام الشريعة الإسلامية يمكن ان تزيد ثقتهم بهذه السوق ، الى جانب حماية حقوقهم من خلال إعداد التشريعات والقوانين التي لا تتعارض مع أحكام الشريعة من طرف الجهات الرقابية.

ب- **تلبية حاجة الجهات المصدرة**: يتيح السوق فرصة للجهات المصدرة لإصدار الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية لا سيما الأسهم العادية والصكوك الإسلامية القابلة للتداول في هذا السوق، وقد تم إصدار هذه الأدوات المالية والتداول بها بناء على القرارات الصادرة عن اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، والتعليمات على عرض الصكوك الإسلامية الصادرة عن هذه الهيئة وذلك كله لأجل زيادة الثقة بين الجهات المصدرة للأدوات المالية الشرعية وحماية حقوقها في كافة الأمور المتعلقة بإصدار الأدوات المالية الشرعية والتداول بها في السوق.

ج- **عمل الجهة الرقابية العليا**: أصبحت هيئة الأوراق المالية الماليزية جهة رقابية رئيسية، وهي مسؤولة عن تطوير وتدعيم سوق الأوراق المالية الإسلامية على المستوى المحلي والعالمي، وبذلك طرحت الهيئة هدف في الخطط الرئيسية لسوق الأوراق المالية الماليزي لكون ماليزيا مركزا دوليا لسوق المال الإسلامي. ولتحقيق هذا الهدف قامت بالترويج للأدوات المالية الإسلامية المتداولة في السوق المحلية على المستوى العالمي من خلال الدورات وغيرها، ويمكن لهذا أن يجذب المستثمرين الأجانب لتوظيف أموالهم في المشاريع المحلية.

د- **تدعيم الاقتصاد الماليزي ونموه**: يساهم سوق الأوراق المالية الإسلامي في التنمية الاقتصادية الماليزية لا سيما المشاريع التنموية للقطاعين العام والخاص وهذا من خلال تعبئة الأموال الفائضة لأصحاب الأموال، وتوجيهها الى استثمارات نافعة ومتوافقة من أحكام الشريعة، وان رغبة المستثمرين في توظيف أموالهم في المشاريع الاستثمارية الإسلامية هو الحصول على العوائد والأرباح المشروعية في الإسلام، وليس على عنصر الفائدة المحرمة شرعا.

(1) بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص. 180.

الفصل الثالث : التجربة الماليزية في مجال تقليل مخاطر الاستثمار باستخدام الهندسة المالية الإسلامية

المطلب الثالث: مميزات سوق الأوراق المالية الإسلامي الماليزي عن أسواق الأوراق المالية التقليدية.

يختلف سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا عن نظيره الربوي في نقاط عديدة أهمها ما يلي:

أ- الخضوع للرقابة الشرعية: يخضع سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية وهذا للتأكد من التزام أنشطة بأحكام الشريعة وضوابطها التزاما تاما ، ولكن اللجنة لا تتدخل مباشرة في أعمال هذا السوق لأنها تحصل على المعلومات المتعلقة بالسوق من جهة الإدارة للهيئة بشكل مباشر، وتعتبر هذه "جهة الإدارة" جهة مسؤولة عن دراسة وتحليل أنشطة هذه السوق.

ب- عمليات هذا السوق خالية من أي محظور شرعي: وتعد هذه الخاصية الميزة الرئيسية التي يتميز بها سوق الأوراق المالية الإسلامي عن السوق التقليدي، وأهم معالمها هو إسقاط الفائدة الربوية من كل عملياته أخذاً أو عطاء لاسيما تعاملات الأوراق المالية بالفائدة إلى جانب عناصر محرمة أخرى مثل الغرر و الميسر وغيرهما، وعلى المستثمرين المسلمين ان يتأكدوا من ان الشركات المساهمة المدرجة في البورصة الماليزية لا تتعامل بالعناصر المحرمة شرعا بل تقوم على دائرة الحلال ، وهذا لأن بعض هذه الشركات تنطوي على عناصر محرمة شرعا كالمصارف الربوية ، وشركات الخمور ونحوها، وأن تكون الجهات المصدرة تصدر الصكوك الإسلامية وفق لأسس وضوابط الشريعة المقررة من اللجنة الشرعية (1).

ج- التعامل بالأدوات المالية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية:

ولقبول الأدوات المالية يجب أن تتضمن عدة خطوات والتمثلة في(1):

- فحص التقارير الرسمية للحسابات المالية واستخلاص المعلومات المالية المناسبة.
- مراجعة نشاطات الشركة وهذا يسمح لمعرفة ما إذا كانت نشاطاتها موافقة للشريعة.
- جدولة نتائج المجلس الاستشاري الشرعي.
- جمع النتائج ووضع قائمة الإصدارات المصادق عليها شرعا.

د- الخضوع للقوانين والتشريعات المختلفة الصادرة عن الجهة المعنية: وهي تصدر من الجهات المعنية لهذا السوق لاسيما هيئة الأوراق المالية الماليزية والبورصة الماليزية وغيرها، طالما لم تخالف الشريعة الإسلامية، وأصبح قسم سوق رأس المال الإسلامي في الهيئة المسئول عن إصدار القوانين ودراسة الأدوات المالية في هذه السوق، ولقد جاءت مجموعة من التوجيهات والتعليمات لإصدار وعرض الصكوك الإسلامية وعمل السماسرة وشركات الوساطة في السوق.

(1) site :<http://www.klse.com.mg>,date :08 /04/2012 .

(1) عثمان ظهير وسعد السهمي، " السوق المالية الإسلامية في ماليزيا التجربة و النجاح"، الجريدة الاقتصادية، الرياض، 12 مارس 2007، من الموقع:<http://www.malysiaara.com/forums/shiwthreadph?t=843>,date :10 /04/2012

المبحث الثاني: الإطار التنظيمي والرقابة الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامي الماليزي

يعتبر سوق رأس المال أداة لقياس ومعرفة مستوى النمو والتقدم الماليزي لاسيما في تدفق أسعار الأسهم المتغيرة وتعاملتها يوميا في البورصة الماليزية للأوراق المالية، والتدفق الجاري في الأنشطة الاقتصادية الأخرى في ماليزيا.

المطلب الأول: أقسام سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي

تقسم سوق الأوراق المالية الماليزية إلى ثلاثة أقسام وهي :

أولا: سوق الملكية

إن سوق الملكية الماليزي هو عبارة عن تلك السوق التي تتوفر فيه المنتجات والخدمات المتعلقة بالملكية، مثل الأسهم وصناديق الاستثمار وخدمات السمسرة وتتكون أدواتها من:

أ- **الأسهم العادية:** وهي الأسهم التي تعطي لأصحابها حقوق الملكية في الشركة مثل حق المشاركة في

الأرباح حق التصويت في الاجتماعات العامة والانتخاب، وعزل المديونية، وهي عادة ما تشكل

الجزء الأكبر من رأس مال الشركة، وليس لها أي حقوق خاصة على غيرها من الأسهم.(1)

ب- **الأسهم الممتازة :** وهي الأسهم التي تلجأ إليها الشركات عند محاولتها تحفيز المستثمرين للاكتتاب

بالمساهمة في توزيع رأسمالها وتمويل مشروعاتها الجديدة أو في مواجهة بعض صعوباتها المالية

وتعتبر الأسهم الممتازة خليطا من الأسهم العادية والسندات(2).

ج- **شهادات حق الشراء من الأسهم الموجودة:** هي حق يسمح لصاحبها بشراء كمية من اسهم الشركة

المعينة القائمة في البورصة في فترة محددة وسعر معين مسبقا وليس التزاما إذا هي حق وليس التزاما.(1)

(1) موق بورصة ماليزيا قسم الادوات، من الموقع :

<http://www.bursmalaysia.com/xebite/bn/broductis-andservie>, date :16/04/2012

(2) علي ابراهيم الشديقات ومحمد عوض عبد الجواد، مرجع سابق، ص. 84.

(1) بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص. 175.

الفصل الثالث : التجربة الماليزية في مجال تقليل مخاطر الاستثمار باستخدام الهندسة المالية الإسلامية

د-شهادات حق شراء من الأسهم الجديدة: وهي تعطى لحاملها الحق وليس الالتزام في شراء كمية محددة من الأسهم العادية الجديدة التي ستصدرها الشركات المدرجة في البورصة الماليزية بثمن معين في فترة محددة مسبقا ولها مدة استحقاق محددة (عشرة سنوات) فإذا لم ينفذ حامل الحق خلال فترة الاستحقاق، يفقد حقه في الاكتتاب للأسهم الجديدة، وفي وقت التنفيذ لهذه الشهادات، ستصدر الشركة أسهم إضافية لتنفيذ التزامها للحصول على سيولة من الأسهم⁽²⁾.

ثانيا: سوق السندات

سوق السندات في ماليزيا عبارة عن السوق غير المنظمة الذي تم فيها تداول السندات الصادرة عن الحكومة الماليزية او الشركات الخاصة في ماليزيا، والسندات المتداولة في هذا السوق تمثل قروضا طويلة الأجل لفترة استحقاق تزيد عن سنة واحدة، ومن بين السندات المتداولة في ماليزيا ما يلي⁽³⁾:

أ-سندات حكومية : وكان أول إصدار الحكومة الماليزية للسندات الحكومية لأول مرة في أواخر السبعينيات للاكتتاب العام، وكانت تعرف بالأوراق المالية الحكومية الماليزية، ولقد صدرت هذه السندات من أجل تمويل المشاريع التنموية الحكومية.

ب-سندات الشركات: يتم إصدارها في ماليزيا من طرف القطاع الخاص لتمويل مشاريعها، ويمكن ان تصدر على أسس المبادئ التقليدية أو الإسلامية.

ثالثا: سوق المشتقات

سوق المشتقات في ماليزيا عبارة عن البورصة التي يتم فيها تداول منتجات المشتقات، وبدأت سوق المشتقات في ماليزيا بتأسيس بورصة كولا لمبور للسلع في جويلية 1980م وأول عقود للمستقبليات المتداولة في هذه البورصة في ذلك الوقت هي عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام، وبعد ذلك تم تداول عقود للمستقبليات للمطاط في عام 1986م، وعقود المستقبليات للتصدير، وفي عام 1987م تم تداول عقود المشتقات⁽¹⁾ للكاكاو.

تم إنشاء بورصة المشتقات المالية في ماليزيا لأول مرة وهي التي تسمى بورصة كوالا لمبور للخيارات والمستقبليات المالية، واعتبرت هذه البورصة كبورصة الخيارات والمستقبليات في 11 ديسمبر 199، وفي 11 جويلية 2001 أصبحت تسمى البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة، وفي تاريخ 05 جانفي 2004

(2) المرجع السابق، ص 176.

(3) السندات المتداولة في السوق الماليزي، من

الموقع: <http://asiahbondsonhline.adb/malaysiaia/markelsummorg.php,date:06/04/2012>

(1) سحا سورياني صفر الدين جعفر، " سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملته"، رسالة ماجستير قسم الاقتصاد والمصارف الاسلامية، كلية الشريعة والدراسات الاسلامية، جامعة اليرموك، أربد، 2006، ص 27.

الفصل الثالث : التجربة الماليزية في مجال تقليل مخاطر الاستثمار باستخدام الهندسة المالية الإسلامية

أصبحت بورصة كولا رمبرور للأسهم الشركة المسيطرة على البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة، وعن (2) العقود المتداولة بورصة المشتقات الماليزية المحدودة فهي تنقسم إلى قسمين وهما

أ- عقود المستقبلات:

تنقسم هذه العقود في ماليزيا إلى ثلاثة أقسام:

* عقود المستقبلات للسلع : وتنقسم إلى عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام والتي طرحت في أكتوبر في 1980 وعقود المستقبلات لنواة النخيل الخام التي طرحت في فيفري 2004 .

* عقود المستقبلات المالية: تتكون عقود المستقبلات المالية في ماليزيا من:

- عقود المستقبلات لمعدل الاقتراض بين البنوك كولا لمبور لمدة ثلاثة أشهر طرحت في ماي 2004.

- عقود المستقبلات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة خمس سنوات طرحت في مارس 2003.

- عقود المستقبلات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة عشر سنوات طرحت في سبتمبر 2003.

ب- عقود الخيار: هناك نوع واحد لعقود الخيارات المتداولة في بورصة المشتقات الماليزية المحدودة وهي عقود الخيارات لمؤشر كوار الامبور المركب التي طرحت في ديسمبر 2000 م.

ومن جهة اخرى تتم التعاملات في أسواق الأوراق المالية في ماليزيا من خلال سوقين اساسين هما:

*السوق الأولية او سوق الإصدارات: هي عبارة عن السوق الذي يشهد الإصدارات الأولية للأوراق المالية (سواء كانت من قبل الحكومة الماليزية او الشركات الخاصة) المعروضة للجمهور وهي الإصدارات التي تتم بهدف الحصول على راس المال الأساس للشركات تحت تاسيس او بهدف زيادة رأس المال للشركات القائمة بالفعل.

*السوق الثانوية او سوق التداول: هي السوق التي تم فيها تداول الاوراق المالية للشركات القائمة او للحكومة الماليزية، المكتتب بها في السوق الاولية.

المطلب الثاني: هيئة الاوراق المالية الماليزية للرقابة

بما أننا نتحدث عن مؤسسة إسلامية فلا بد ان تكون لها هيئة رقابة شرعية فالحديث عن دور هيئة

الرقابة الشرعية ي المحافظ على شرعية أدواتها وتعاملاتها.

ان هيئة الأوراق المالية الماليزية هي الجهة العليا لسوق الأوراق المالية بصفة عامة في ماليزيا فهي

الجهة الرقابية.

حيث قامت الحكومة الماليزية بإنشاء هذه الهيئة في 01 مارس 1993م بموجب قانون هيئة الأوراق

المالية الماليزية لعام 1993 واسندت لها الوظائف التالية(1):

- تسجيل نشرة الاكتتاب لكافة الشركات المدرجة لقائمة البورصة الماليزية للاوراق المالية.

(2) بورصة ماليزيا للمشتقات امحددة من الموقع :

<http://www.bursamalaysia.com/website/bm/regulation/rules/bursa-rules-derivativesclering.html,date:06/04/2012>.

(1) site :<http://www.sc.com.my/eng/htm/resourses/aiscussion/role-uof.pdfpos,date :18/04/2012>.

الفصل الثالث : التجربة الماليزية في مجال تقليل مخاطر الاستثمار باستخدام الهندسة المالية الإسلامية

- السماح بإصدار سندات الشركات .
- الرقابة والإشراف وتحديد العقود المستقبلية والخيارات.
- الرقابة الاندماجات للشركات في ماليزيا.
- مراقبة صناديق الاستثمار.
- مراقبة أنشطة البورصات وبيت المقاصة.
- تقديم الاعتمادات ومراقبة الأشخاص المعتمدين.
- **ومن أهدافها :**
- تأكيد حماية مناسبة للمستثمرين.
- تطوير النظام وجعله مرنا.
- تشجيع المنافسة بين وسطاء السوق.
- تعزيز شفافية السوق.
- دعم وحدة السوق.

المطلب الثالث: لجان المراقبة

الرقابة الشرعية من الوظائف التي ظهرت مع ظهور قسم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لهيئة الأوراق المالية الماليزية، لان بعض الأنشطة في هذه السوق تحتاج الى الاجتهاد لذلك كانت الحاجة داعية لإيجاد هذه الرقابة.

وفي التجربة الماليزية فان الرقابة الشرعية تنسب إلى اللجنة الاستشارية الشرعية، وهي عبارة عن أهم الأجهزة المستحدثة في هيئة الأوراق المالية الماليزية لمعاونتها في تحقيق أهدافها في بناء مكونات سوق رأس المال الإسلامية وهي الأساس الذي يعتمد عليه العديد من مشاركي السوق لاسيما المستثمرين المسلمين لمعرفة مدى التزام سوق رأس المال الإسلامية بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، كما أنها تعد إحدى السمات الأساسية المميزة لسوق رأس المال الإسلامية عن السوق التقليدية في ماليزيا. وفي هذه الإطار قامت هيئة الأوراق المالية في ماليزية بتأسيس (1).

أ- قسم سوق رأس المال الإسلامي.

ب- اللجنة الاستثمارية الشرعية

أ- **قسم سوق رأس المال الإسلامي:** وقد تم إنشاء هذا القسم في عام 1944م وهو يمثل جهة الإدارة لهذه الهيئة في عمل الدراسة فيما يتعلق بأنشطة سوق الأوراق المالية الإسلامية والأدوات المالية فيها، وهو يضم الإطارات المؤهلة والمعروفة في الأوساط الإسلامية لاسيما المتخصصين في فقه المعاملات المالية الحديثة ومن بين الوظائف الأساسية التي يقوم بها هذا القسم:

(1) سلاحا سورياني صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص ص 61-66.

الفصل الثالث : التجربة الماليزية في مجال تقليل مخاطر الاستثمار باستخدام الهندسة المالية الإسلامية

- الاهتمام بالبحوث والدراسات الخاصة بإصدار الأدوات المالية الإسلامية.

يعتبر مسؤولاً ومسؤولية كاملة عن إصدار القوانين الجديدة المتعلقة بسوق الأوراق المالية الإسلامية.

- القيام بتعديل القوانين السابقة التي تخالف مبادئ الشريعة الإسلامية ليكن ممكن تنفيذها في هذا السوق.

- دراسة وتقييم الأسهم الصادرة عن الشركات المساهمة المدرجة في السوق الأوراق المالية الإسلامية وتقديم

الدراسة إلى اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية.

ب- **اللجنة الاستشارية الشرعية:** لقد بدلت هيئة الأوراق المالية الماليزية جهدا لدراسة أنشطة سوق رأس

المال الإسلامي، وقد قامت عدة اجتماعات ولقاءات فقهية بين العلماء المحليين والدوليين في الجامعات

الماليزية ومجلس الإفتاء وجمعية العلماء الماليزيين بالتعاون مع المركز الإسلامي الماليزي وغيرهم، وقد

خلصت هذه الاجتماعات إلى إنشاء اللجنة الشرعية الخاصة في 10 أكتوبر 1994م التي تعرف باللجنة

الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية.

على الرغم من أن اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية تعتبر لجنة غير رسمية إلا أنها حققت

بعد مرور عام واحد فقط من تأسيسها النجاح المرجو منها في دراسة أسس تطوير سوق الأوراق المالية

الإسلامية في ماليزيا وتبعاً لذلك اعتبرت هيئة الأوراق المالية الماليزية أن هذه اللجنة تلعب دوراً هاماً في هذا

السوق، وفي هذه الحالة يحتاج الأمر إلى السعي بخطوات فعالة وكفاءة كبيرة نحو توسيع دورها لكي تصبح

لجنة رسمية ومنظمة، لذا حلت اللجنة الاستشارية الشرعية محل اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات

المالية الإسلامية.

ومنذ ذلك التاريخ أصبحت اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية لجنة رقابة شرعية

وطنية رئيسية فيما يتعلق بأنشطة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا وهي تقوم بوظائف التالية: ي

ماليزيا والتأكد من أن معاملاتها تم وفقاً للأحكام الشرعية الإسلامية، وتعمل هذه اللجنة بالتعاون مع جهة

الإدارة لهيئة الأوراق المالية الماليزية على أيدي الرأي الشرعي في تطوير موارد الأموال الإسلامية وأدواتها

وفقاً للشريعة الإسلامية.

- مركز الاستشارة والمراجعة: وتعتبر هذه اللجنة مركز الاستشارة والمراجعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية

في كافة الأمور المتعلقة بتطوير رأس المال الإسلامي في ماليزيا بصورة شاملة، وتساعد الأطراف ذات

العلاقة بهذه السوق في إبداء الرأي الشرعي للأمور المترابطة بهذه السوق إن طلب منها ذلك، مثل تقديم

الاستشارات القانونية والتدقيقية، وهذه اللجنة أيضاً مسؤولة عن إبداء النصيحة مباشرة للمستثمرين المسلمين

لا سيما مساعدتهم على اتخاذ القرارات الاستثمارية بالابقاء أو الخروج من التعاملات في الشركات المدرجة

في البورصة الماليزية للأوراق المالية، ودورها الآخر يتمثل في وضع توجيهات أساسية فيما يتعلق بتعاملات

الأوراق المالية غير المشروعة، والسماح بممارسة مبادئ الشريعة وضوابطها في إصدار الصكوك

الإسلامية.

الفصل الثالث : التجربة الماليزية في مجال تقليل مخاطر الاستثمار باستخدام الهندسة المالية الإسلامية

- الجهة الوحيدة في إصدار القرارات: وذلك فيما يتعلق بكافة القضايا الشرعية المتعلقة بسوق الأوراق المالية الإسلامية، لتوجيه جمهور المسلمين، وذلك بغرض التأكد من ثبات القرارات الشرعية وخلوها من مخالفة الآراء الشرعية للفقهاء الماليزيين.

- الرد على الأسئلة والاستفسارات الفقهية: وترد هذه اللجنة طوال العام على الأسئلة المطروحة والاستفسارات الفقهية التي لها علاقة بسوق الأوراق المالية الإسلامية، لا سيما معاملات هذه السوق والأحكام المتعلقة بها من منظور شرعي، وان هذه الأسئلة والاستفسارات توجه إليها من طرف إدارة هيئة الأوراق المالية الماليزية، وسائر الباحثين أو الموظفين فيها، وشركات المساهمة والمستثمرين، والحكومة الماليزية نفسها، وجمهور المسلمين، ليعرفوا جميعاً مدى التزام هذا السوق بأحكام الشريعة الإسلامية.

- توعية العاملين والمتعاملين: تقوم هذه اللجنة بالتوعية التعريف عن النظام المالي الإسلامي في ماليزيا، لا سيما المتعاملين والعاملين فيه، وذلك بعقد الدورات التدريبية المكثفة والندوات والمؤتمرات في المراحل المختلفة للاستفادة من البحوث والدراسات والمناقشات فيها، وتتيح الفرصة للخبراء الشرعيين لتبادل المعرفة والخبرات في كل القضايا المعاصرة المتعلقة بالمنتجات المالية الإسلامية والقوانين الشرعية، بجانب إمكانية ممارسة أسس الشريعة في المعاملات والأدوات المالية الإسلامية في السوق المالية الإسلامية في ماليزيا. ويكون ذلك من خلال توضيح عملية إصدار الأدوات المالية الشرعية والتداول بها، وتشجيع المستثمرين المسلمين المحليين للاستثمار فيها.

المبحث الثالث: التجربة الماليزية في مجال الهندسة المالية الإسلامية

إن مكونات سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا ينقسم إلى ثلاثة أقسام هي كما يلي:

المطلب الأول: الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامي

الفصل الثالث : التجربة الماليزية في مجال تقليل مخاطر الاستثمار باستخدام الهندسة المالية الإسلامية

أولاً: أدوات الملكية الإسلامية :

وهي عبارة عن الأدوات المالية وأهمها :

أ- الأسهم العادية:

تتدرج هذه الأسهم في البورصة الماليزية للأوراق المالية وتتكون الأسهم الصادرة عن الشركات المساهمة التي تخلوا أنشطتها الأساسية من العناصر المحرمة شرعا ، فهي الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة.(1)

ب- صناديق الاستثمار الإسلامي:

هي عبارة عن الصناديق التي تتولى جميع أموال صغار المستثمرين فضلا عن كبارهم في صورة وحدات استثمارية، ويعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والإختصاص لتوظيفها في الشركات المعترف بها من اللجنة الإستشارية الشرعية وفقا لصيغ الاستثمار الإسلامية المناسبة ومبادئ الشريعة الإسلامية، وعلى سبيل المثال التوظيف في صناديق الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية وصناديق الصكوك الإسلامية.(2)

ج- مؤشر الشريعة:

المؤشر هو رقم حسابي قياسي يعكس تطور أسعار التعامل في سوق معينة سواء بالزيادة أو النقصان، وفي البورصة الماليزية يجرى مؤشر الشريعة في معاملاتها، وهو معد ليعرف حركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة ويتم قياس أدائها الاستثماري(1).

ويوجد نوعان من مؤشر الشريعة في البورصة الماليزية هما:

* المؤشر الشرعي كوالالمبور:

طرح هذا المؤشر الشرعي بتاريخ 17 أبريل 1999 م 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 لتقييم أداء الأسهم لأنهم يستطيعون عمل التخطيط الأمثل لمستقبل استثماراتهم، ويشترط في الشركات التي يقاس أدائها حسب المؤشر الشرعي كوالالمبور، أن تكون أنشطتها في الحلال، أي لا تستثمر أموالها في صناعة الكحوليات أو التبغ أو منتجات يدخل فيها لحم الخنزير، كما لا تتعامل مع البنوك الربوية(2).

* المؤشر الإسلامي الماليزي لرشيد حسين المحدودة-داوجونز:

(1) سحاسورياني صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص. 66.

(2) نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص. 110.

(1) المرجع السابق، ص. 18.

الفصل الثالث : التجربة الماليزية في مجال تقليل مخاطر الاستثمار باستخدام الهندسة المالية الإسلامية

بدأ هذا المؤشر عام 1992م من قبل شركة رشيد حسين المحدودة، وهي أحد البنوك المشهورة في ماليزيا في الوقت الحاضر، ولكنه طرح رسميا في 10 ماي 1996 ، وهو يسمى بالمؤشر الشرعي رشيد حسين المحدودة في ذلك الحين، ومنذ شهر جانفي 1998، فقد أصبح المؤشر خاضعا لرقابة اللجنة الإستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية ولجنة الشريعة لرشيد حسين المحدودة بذاتها، وهذا مؤشر يعبر عن بيئة إسلامية في أنشطة الشركات المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية، وفي الوقت الحاضر صار يعرف بالمؤشر الإسلامي الماليزي لرشيد حسين المحدودة ، -داوجونز- لأنه يخضع لمعايير داوجونز لتقييم أداء الشركات المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة والمرخصة بها من اللجنة الاستشارية الشرعية(1).

ثانيا: الصكوك الإسلامية

تعرف الصكوك الإسلامية بأنها الصكوك التي يتم إصدارها وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية المسموحة بها من اللجنة الإستشارية الشرعية في هيئة الأوراق المالية الماليزية.

1-أنواع الصكوك الإسلامية:

1-1- الصكوك الإسلامية الحكومية: أصدرت الحكومة الماليزية صكوك حكومية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية تدعى "شهادات الاستثمار الحكومي" وذلك في عام 1983م، وتعد هذه الشهادات اول شهادات استثمارية دون فائدة، اذ تم تطويرها وفق القرض الحسن من قبل الحكومة الماليزية كخطوة لمساندة حركة الأعمال المصرفية في ماليزيا، والغرض من إصدار هذه الشهادات هو حصول الحكومة على الاموال الأزمة لتمويل انفاقها على المشاريع التنموية وبالطبع فان العائد عليها لا يحدد مقدما(2).

1-2- الصكوك الإسلامية للشركات: هي عبارة عن أدوات مالية استثمارية متوسطة او طويلة الأجل التي اصدرتها الشركات الخاصة، وطرحت فكرة هذه الصكوك في ماليزيا عام 1990م، وفي الوقت الحاضر تصدر هذه الصكوك وفقا لمبادئ البيع بالثمن الأجل، والمرابحة والاستصناع و الاجارة، والمضاربة، والمشاركة (3)، وهي كما يلي:

أ- **صكوك البيع بثمن اجل (المرابحة):** تعرف صكوك البيع بثمن اجل (المرابحة) من الناحية التطبيقية في ماليزيا بأنها الوثائق أو الشهادات الممثلة لقيمة الاصول التي تصدرها الجهة المصدرة للجهات الأخرى لاثبات المديونية فيها و إصدارها مبنية نجد أن بنية على أساس عقد البيع بالثمن الاجال ، وفي هذا التعريف ان نجد أن بنية هذه الصكوك قائمة على اساس انها ادوات دين لبيع بثمن اجل(1).

(1) سحا سورياني صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص.48.

(2) site :<http://www.mida.gov.my/arabic/index-php?page=securites-market>, date 09 /04/2012 .

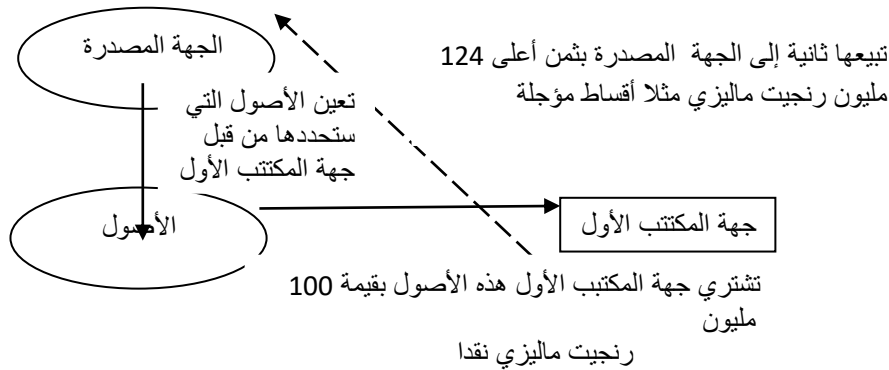
(3) سحا سورياني صفر الدين جعفر، مرجع سابق، ص.50.

(4) site :<http://ar.financialis.com/1576041589.160316081603>, date : 09 /04/2012 .

الفصل الثالث : التجربة الماليزية في مجال تقليل مخاطر الاستثمار باستخدام الهندسة المالية الإسلامية

قد جاءت موافقة كل من اللجنة الاستشارية الوطنية والبنك المركزي الماليزي على القرار الذي يقتضي بجواز ممارسة بيع العينة في الأدوات الإسلامية القبلية للتداول في ماليزيا لاسيما في اصدار صكوك البيع بالثمن الآجل⁽²⁾.

الشكل رقم:(1-3) البنية الأساسية لإصدار صكوك البيع بالثمن الآجل(المرابحة) في ماليزيا.



ي ستحزرها من قبل جهة

المكتب الأول ثم تشتري هذه الأخيرة تلك الأصول بقيمة 100 مليون رنجيت ماليزي نقدا، ثم تقوم ببيعها مرة ثانية الى الجهة المصدرة "الصاحب الأول للأصول" بثمان أعلى من الثمن الأول أفساطا وأجلة بقيمة 124 رنجيت ماليزي مثلا على أساس البيع بالثمن الآجل او المرابحة.

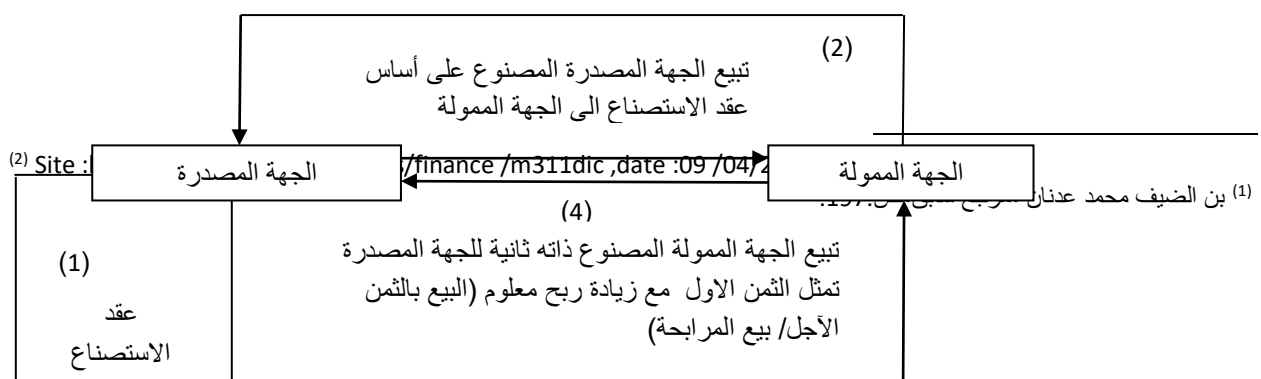
ب- صكوك الاستصناع:

تعرف صكوك الاستصناع حسب التجربة الماليزية بانها الوثائق التي تمثل بها قيمة الاصول ويتم اصدارها على اساس بيع الاستصناع لاثبات المديونية من قبل الجهة المصدرة (المستصنع) للجهة الممولة ونجد هنا انه تعريف اثبات لدين عملية بيع ناتجة عن استصناع واول اصدار لصكوك الاستصناع في ماليزيا كان سنة 2003 من طرف شركة skspowensd nbhd بقيمة 6،5 مليار رنجيت ماليزيا، ومدة استحقاق هذه الصكوك من 5 الى 9 سنوات⁽¹⁾

الشكل رقم (2-3):

(3)

حصيلة من يبيع الاستصناع



يتضح لنا من خلال الشكل السابق ان ابرام عقد الاستصناع يتم بين الجهة المصدرة (المستصنع) المقاول (الصانع) على شئى موصوف ، حيث تتبع الجهة المصدرة المصنوع الى الجهة الممولة نقدا وتقوم هذه الاخيرة بدفع ثمن تكلفة المصنوع الى الجهة المصدرة عاجلا، وفي هذه الحالة تدفع الجهة الممولة الى الصانع نقدا ليصنع المصنوع نيابة عن الجهة المصنعة بعدها تقوم الجهة الممولة بإعادة بيع المصنوع للجهة المصدرة فورا بمثل الثمن الاول مع زيادة ربح معلوم ولإثبات ان الجهة المصدرة سوف تلتزم بسداد ثمن شراء المصنوع، فإنها تصدر صكوك الاستصناع وتسلمها الى الجهة الممولة كإثبات مديونية لها على الجهة الممولة.

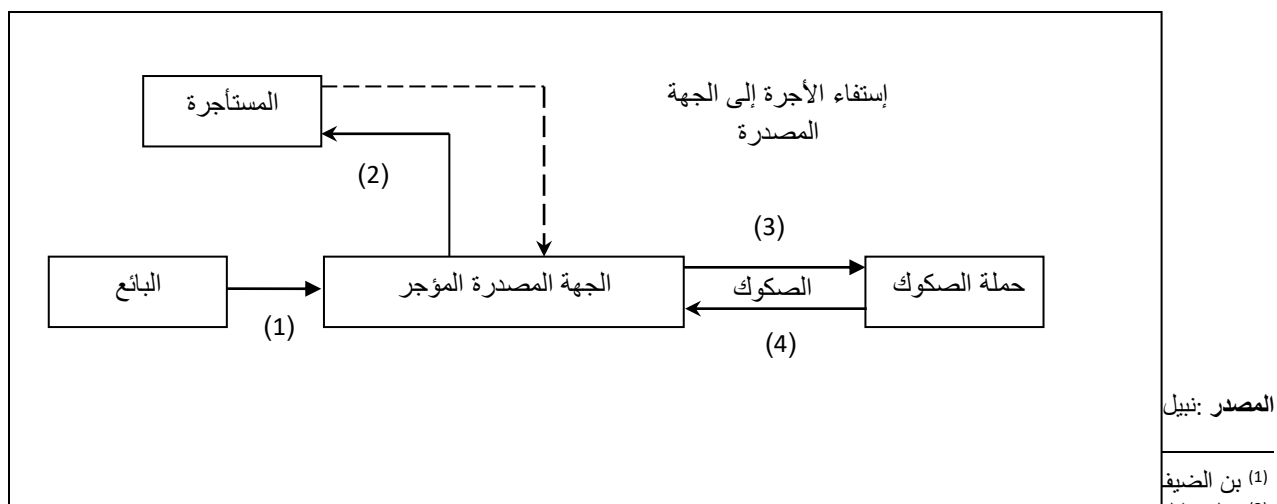
ج- صكوك الاجارة:

تعرف صكوك الاجارة في التجربة الماليزية "بأنها صكوك ملكية الموجودات المؤجرة وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة او عين موعود بإستئجارها أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك ويتيح لحاملها فرصة الحصول على دخل الاجار أو عائد على راس المال من العين المؤجرة بالإضافة إلى تحمل مخاطر الخسارة والضرر⁽¹⁾.

ويتم اصدار هذه الصكوك بغرض بيعا واستفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها واول اصدار الصكوك الاجارة في ماليزيا ،كان لصكوك الاجارة الدولية،حيث انه في03 جويلية 2002 اصدرت الحكومة الماليزية صكوك اجارة دولية المتداولة في بورصة لابوان المالية العالمية بعملة اجنبية بقيمة600مليون دولار امريكي لمدة استحقاق 5 سنوات أي لغاية2007م⁽²⁾.

والشكل التالي يمثل الصكوك الاسلامية الصادرة وفقا لمبدأ الاجارة:

الشكل رقم(3-3): اول الصكوك الاسلامية الصادرة عن الشركات المحلية وفقا لمبدأ الاجارة



المصدر: نبيل

(1) بن الضيف

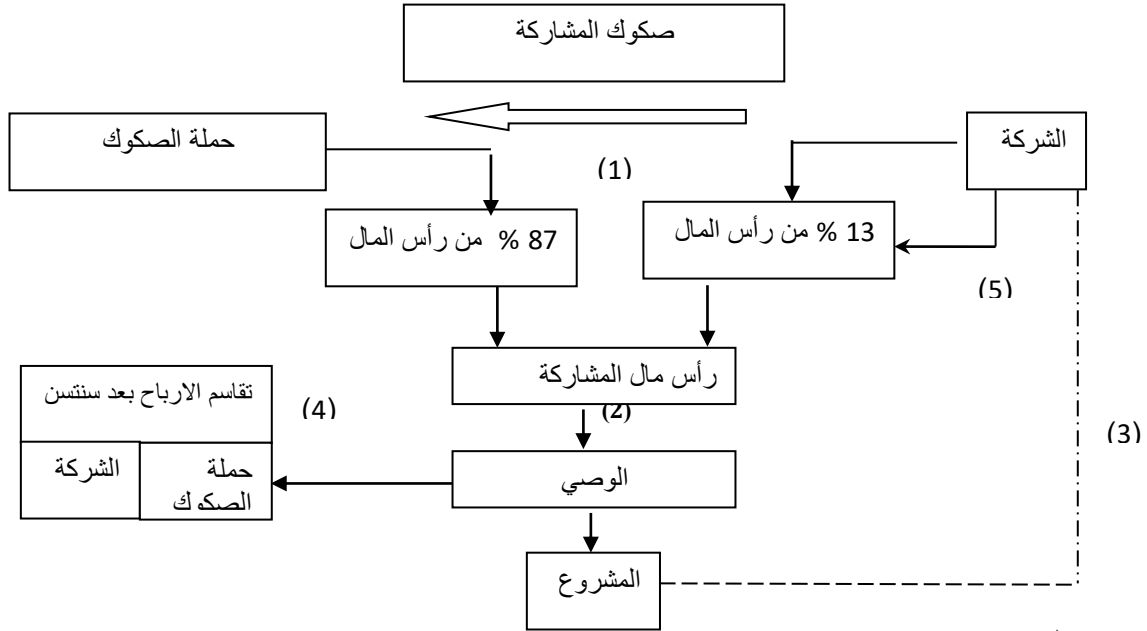
(2) نبيل خليل طه سمور ،مرجع سابق،ص ص 144.162.

يتضح لنا من خلال الشكل السابق ان البائع يقوم ببيع الاصول الى الجهة المصدرة بقيمة معينة ثم تقوم الجهة المصدرة بإعادة تأجير اصولها الى المستأجر لمدة معينة، بعدها تصدر الجهة المصدرة صكوك الاجارة لإستيفاء ثمن الشراء لتلك الاصول وتمثل هذه الصكوك حصة شائعة في ملكية الاصول المؤجرة، يدفع حملة الصكوك دفعة لشراء الصكوك للجهة المصدرة بئمن الحال، وفي تاريخ الاستحقاق تقوم الجهة المصدرة بإعادة بيع تلك الاصول الى المستأجر حسب القيمة الاصلية.

د-صكوك المشاركة: لا يوجد لها تعريف صريح من طرف هيئة الاوراق المالية الماليزية ، حيث تم الاكتفاء بوضع تعريف المشاركة كعقد استثمار وذلك في تعليمات عرض الاوراق المالية الاسلامية في جويلية 2004م، حيث كان اول اصدار لصكوك المشاركة سنة 2005م بقيمة 2,5 مليار رنجيت ماليزي⁽¹⁾.

والشكل التالي يبين الية اصدار صكوك المشاركة في ماليزيا:

الشكل رقم(3-4): آلية اصدار صكوك المشاركة في ماليزيا



المصدر: بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص. 204.

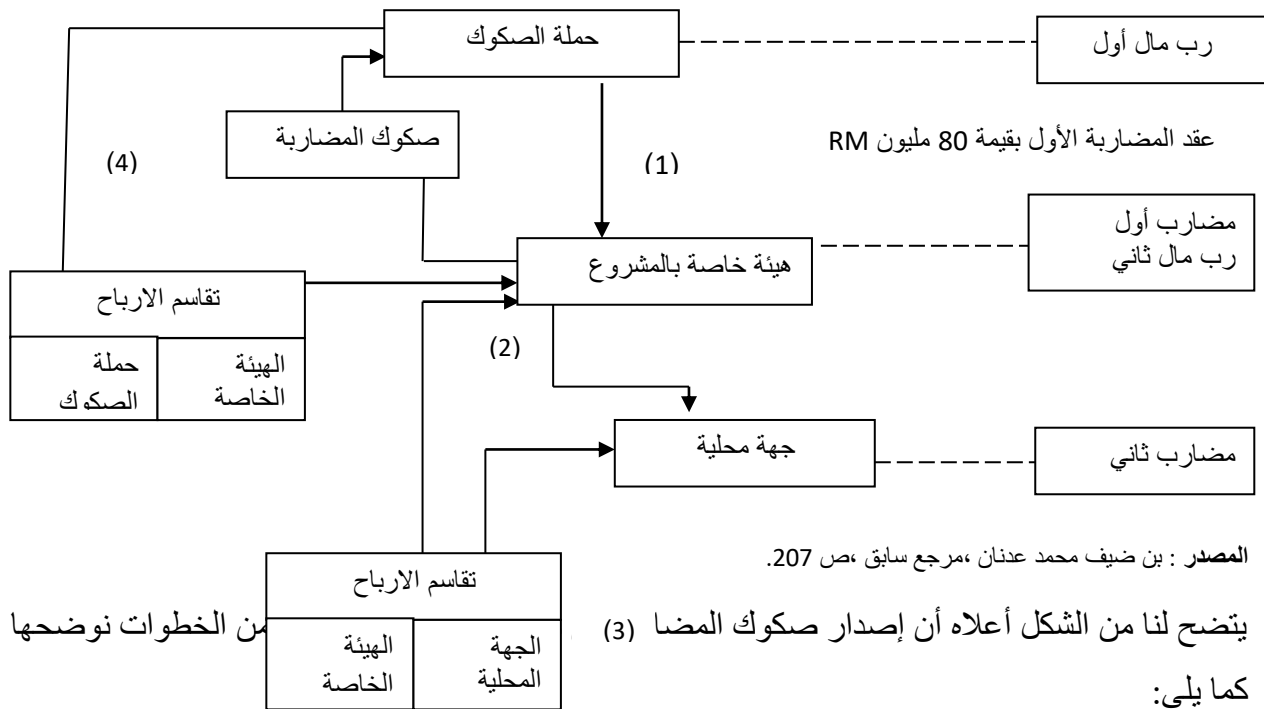
ه-صكوك المضاربة:

ويعطى لها تعريف صريح ما عدى التعريف الموجود لعقد المضاربة الشرعية في تعليمات عرض الأوراق المالية الإسلامية لشهر جويلية 204 الصادر من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية، و كان أول إصدار لصكوك المضاربة من طرف pgmunicipalassetephaa بقيمة 80 مليون رنجيت ماليزي.

الشكل رقم (3-5): آلية إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا

(1) المرجع السابق، ص. 163.

الفصل الثالث : التجربة الماليزية في مجال تقليل مخاطر الاستثمار باستخدام الهندسة المالية الإسلامية



- تقوم البلدية (مثلا) بإنشاء إدارة تحصيل الضرائب وتقوم هذه الأخيرة بإصدار صكوك مضاربة بقيمة 80 مليون رنجيت ماليزي، و يقوم حملة الصكوك (جهة المكتب الأول) بالتسديد فورا حيث يعتبر هنا حملة الصكوك (رب المال الأول) وتكون الهيئة الخاصة (مضارب أول) والعقد بينهما مضارب أولي .
- تقوم هذه الهيئة بالمضاربة في هذا 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 بين الهيئة الخاصة بالمشروع (رب مال ثاني) وذلك بعد اقتطاع الضرائب من مصلحة الضرائب .
- تقوم الهيئة الخاصة بالمشروع باعتبارها (مضارب أول) يفتسم الأرباح بينها وبين حملة الصكوك.
- تطور إصدار الصكوك الإسلامية المعتمدة من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية من خلال تعرضنا لكل أنواع الصكوك الإسلامية في ماليزيا، يمكننا القول أن السوق الماليزية توجد بها كل صيغ الصكوك، والجدول التالي يوضح أنواع الصكوك المتاحة و نسب إصدارها في الفترة 2001-2010.

جدول رقم (1-3) : سوق الأوراق المالية الماليزي بين الأسهم الشرعية والأسهم التي لا تتوافق مع أحكام

الشريعة خلال الفترة (2001-2010)

السنوات	الأنواع	عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية	عدد الأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية	مجموع الأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزي	نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية

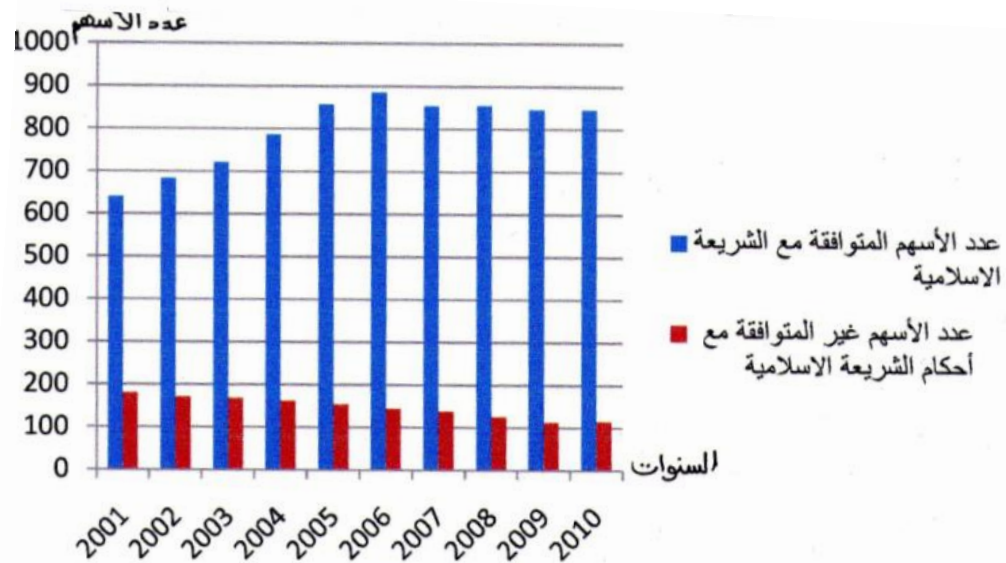
الفصل الثالث : التجربة الماليزية في مجال تقليل مخاطر الاستثمار باستخدام الهندسة المالية الإسلامية

78	820	180	640	2001
80	855	171	684	2002
81	591	169	722	2003
83	949	162	787	2004
84.8	1011	154	857	2005
86	1029	143	886	2006
86	991	138	853	2007
87	980	125	855	2008
88	959	113	846	2009
88	961	115	846	2010

المصدر: التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية للفترة (2001-2010).

من خلال الجدول السابق يتضح لنا ما يلي:

الشكل رقم (3-6): عدد الاسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة (2010-2001)



المصدر: من اعداد الطالبات بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (3-1)

من الجدول السابق والرسم البياني المرفق له نلاحظ مايلي:

نسبة الاسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية الى اجمالي الاسهم المدرجة في تزايد مستمر حيث بلغت 78 % سنة في 2001 لتصل الى 88 % سنة 2010 . مقابل اتجاه التنازلي لعدد الاسهم غير المتوافقة مع احكام الشريعة الإسلامية التي كانت تمثل 22 % عام 2001 لتصبح 12 % خلال عام 2010 .

الفصل الثالث : التجربة الماليزية في مجال تقليل مخاطر الاستثمار باستخدام الهندسة المالية الإسلامية

ويعود ارتفاع عدد الاسهم المتوافقة مع احكام الشريعة مقارنة بانخفاضها بالنسبة للأسهم غير الشرعية لزيادة الطلب عليها نظرا لارتفاع ثقة المستثمرين وغير المسلمين للإستثمار فيها مما يجعل شركات المساهمة في ماليزيا تتجنب الأنشطة المحرمة شرعا في كافة عملياتها.

الجدول رقم (2-3) : الحجم الصكوك الإسلامية المعتمدة من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة (2001-2010)

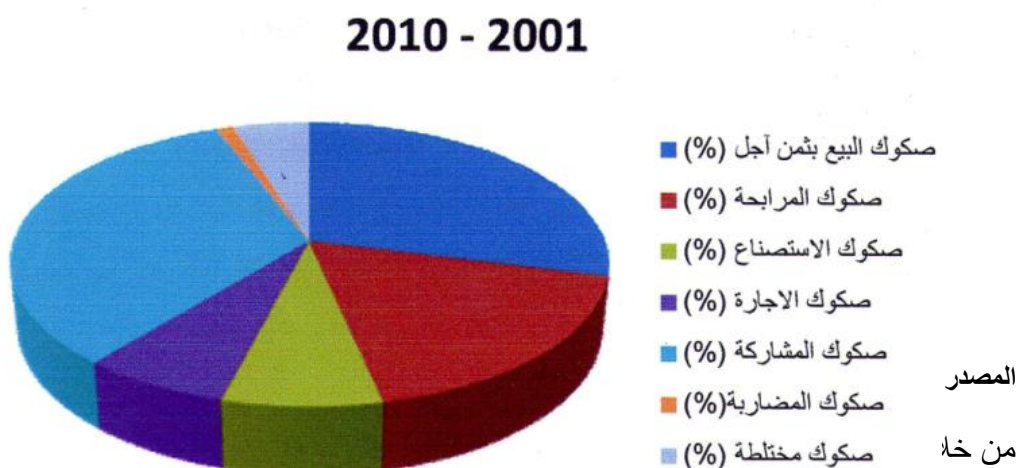
صكوك	صكوك	صكوك	صكوك	صكوك	صكوك	صكوك	صكوك	صكوك
مختلفة (%)	المضروبة (%)	المضروبة (%)	الإيجل (%)	الإستثمار (%)	المس إيجل (%)	البيع	البيع	البيع
0	0	0	0	0	0	23	77	
0	0	0	0	0	0	33	67	
0	0	0	0	0	46.5	12.7	10.8	
0	0	0	2.05	2.8	38.27	6.81	6.3	
0	0.2	12.6	2.9	14.5	33.5	6.3	6.3	
0	7.5	70	4.8	2.1	9.4	5.2	5.2	
0	1	58	11	9	19	2	2	
28.3	1.2	51.4	14.5	0.2	1.3	3.1	3.1	
0	0	99.6	0	0	0.4	0	0	
14.6	0.9	42.1	34	0	8.2	0.2	0.2	
4.81	1.08	33.37	6.92	7.46	17.88	28.91	28.91	

المصدر: من اعداد الطابقيات بالرجوع الى التقارير السنوية لبيئة الأوراق المالية الماليزية للفترة (2001-2010)

النسبة (%)

المصدر: من اعداد الطالبات بالاعتماد عل معطيات الجدول رقم (2-3)

الشكل رقم (8-3): توزيع الصكوك حسب انواعها خلال الفترة (2001-2010)



من سنة 2001 إلى غاية 2003 كان السوق يقتصر على ثلاث أنواع من الصكوك وهي صكوك البيع بالثمن الأجل وصكوك المرابحة وصكوك الاستصناع، حيث انه في السنة الأولى حازت صكوك البيع الأجل على حصة بنسبة 77 % فيما تقاسمت الحصة المتبقية كل من صكوك المرابحة والاستصناع، أما في سنة 2003 فقد شهدت صكوك الاستصناع زيادة وصلت لحد 46.5% ، وهذا التطور جيد لكون النوع يقدم قيمة مضافة للسوق، أما في عام 2004 شهد أول إصدار لصكوك الإجارة نسبة متواضعة بلغت 2% من إجمالي الصكوك لتطور هذه السنة لتصل إلى 22.5% سنة 2008 وهذا يعكس الإقبال المتزايد على هذا النوع من الصكوك.

أما بالنسبة لصكوك المشاركة وصكوك المضاربة كما سبق وذكرنا فان التعامل بهما لأول مرة كان سنة 2005، حيث كانت نسبتهما على التوالي 12.6 % و 0.2% لتزايد هاتين النسبتين في السنوات الثلاثة المقبلة، حيث وصلت نسبة صكوك المشاركة سنة 2006 أقصاها 70%.

الفصل الثالث : التجربة الماليزية في مجال تقليل مخاطر الاستثمار باستخدام الهندسة المالية الإسلامية

وترجع زيادة إقبال المتعاملين على الصكوك (سواء من طرف الماليزيين أو الاجانب، و من طرف المسلمين وغير المسلمين) إلى المزايا التي تتمتع بها الصكوك الإسلامية، حيث أن الاستثمار بهذا النوع من الصكوك يحمي صاحبه من العديد من المخاطر التي لا يمكن تجنبها باستخدام أدوات الهندسة المالية التقليدية، على أساس أن التعامل باستخدام أدوات الهندسة المالية الإسلامية، يقوم أساس على المشاركة في لربح والخسارة، على عكس التعامل بالمشتقات المالية التقليدية، التي يكون فيها احد المتعاقدين بائع للمخاطر والأخرى مشتري لها، لان أساس العملية هو عبارة عن توقعات مختلفة، وأيضا من بين الخصائص التي تجعل الصكوك الإسلامية قليلة المخاطر هو أن العقد يكون دائما مبني على شيء ملموس لأصل معين وليس على المعاملات الوهمية المحرمة شرعا.

ثالثا: المشتقات الإسلامية في ماليزيا

إن اللجنة الاستشارية الشرعية المنبثقة عن هيئة الأوراق المالية الماليزية تكفل بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي بالتقدير الشرعي للمشتقات، حيث أن اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية في اجتماعها الحادي عشر الذي انعقد في 26 نوفمبر 1997 قررت بان عقود المستقبلات لزيت النخيل جائز التعامل فيها شرعا وهي متوافقة مع الشريعة وتعتمد في إجارها للمستقبلات على النقاط التالية:⁽¹⁾

- حقيقة التعامل في العقود المستقبلات تكيف على أنها من قبيل بيع الموصوف في الذمة بصيغ البيع لذلك يجوز تأجيل المبيع والتمن إلى المستقبل ومن هنا كان رأيهم انه ليس من بيع الدين بالدين.
- عقود المستقبلات على السلع أيضا ليست من بيع ما ليس عند المتعاملين لان السلعة في الحقيقة موجودة في المخازن كما حددتها البورصة في ماليزيا، حيث توجد ثلاثة مخازن متخصصة السلعة وهي بورت كلنج (portkelahg) وبينانج (penang) وفي باسيركوداج جوهر (pasircudangjohan) حسب اختيار البائع كما كتب في مواصفات العقد.
- انه من أساسيات العقود النمطية حيث تحدد كل الأمور المؤدية إلى الفور من كمية السلعة ونوعها والسعر ووقت التسلم وكل هذه الأمور مكتوبة بدقة ووضوح في العقد، بالإضافة إلى إشراف السوق والقانون لضمان عدم حدوث الغش أو الخداع كل ذلك يبقي الغرر.
- عقود المستقبلات على السلع لا تتضمن عنصر الربا المحرم شرعا على عكس عقود المستقبلات على السندات والعملات الأجنبية المحرمة شرعا، لقيامها على التعامل بالربا.
- أما من ناحية أنها مقامرة ومضاربة فان المضاربة تحرم شرعا، ولكن إذا قام المستثمرون ببيع أو شراء هذه العقود من اجل التحوط من تقلبات الأسعار ويتحقق ذلك بتسليم السلعة في مدة الاستحقاق فهي جائزة على أساس أنها بيع موصوف في الذمة بصفة البيع بتأجيل الثمن والمثمن.

(1) بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص.205.

الفصل الثالث : التجربة الماليزية في مجال تقليل مخاطر الاستثمار باستخدام الهندسة المالية الإسلامية

- وأما من ناحية انه يبيع قبل القبض فإنهم يحتجون برأي المالكية الذي يرى فيه أن يصح للمشتري أن يتصرف في المبيع قبل قبضه سواء كان المبيع منقولاً أو غير منقول.
- أما من ناحية الستوية النقدية فتجوز لان القيمة النقدية مقيدة للمستثمر، فهدفه من إبرام عقود المستقبلات هو التحوط وهذه الحالة لا تجعل عقود المستقبلات للسلع من الغرر باعتبار أن الشريعة تجيز التسليم و التسوية بقيمتها من النقود بشرط الاتفاق بين طرفي العقد.
- بالنسبة لعقود المستقبلات المالية قررت اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية في اجتماعها الثالث عشر الذي انعقد في 19 مارس 1998 بان عقود المستقبلات لمؤشر كوالالمبور المركب، و عقود المستقبلات لمعدل الاقتراض بين البنوك كما يتم التداول في البورصة الماليزية للمشتقات غير جائزة شرعاً، لان عقود المستقبلات لمعدل الاقتراض بين البنوك هي عقود تعتمد على الفائدة التي تتضمن عنصر الربا، أما عقود المستقبلات لمؤشر كوالالمبور المركب عندما تكون من أسهم لا تتوافق مع الشريعة الإسلامية فاللجنة الاستشارية لا توافق عليها، أما إذا كانت الأسهم متوافقة مع الشريعة، بالضمان يجوز تداول هذه العقود كانت كما يلي:
- * إن مميزات العقد ليست مشابهة للمقامرة والجهالة والغرر وذلك لأن التداول في الكمية والتسعير واضح ولا يوجد فيه غموض ويحدد السعر في السوق بالإعتماد على العرض والطلب.
- * إن في تداول العقود مصلحة خاصة للمستثمرين ومصلحة النظام الإقتصادي عامة، إعتباراً من أن هذه العقود تعد من بين الأدوات المالية التي يستخدمها المستثمرين للتحوط وتقليل المخاطر.
- * العرف الاقتصادي، وهي التقاليد المعروفة التي اعترف المحليون بها في حياتهم اليومية، سواء بالفعل أو الكلام، والعقود..المستقبلية للمؤشر هي من الأدوات المالية المستخدمة للتحوط وتقليل المخاطر فمن حيث المبدأ فإن هذه العقود للمؤشرات هي من العرف الذي لا يخالف مبادئ الشريعة، إذ أنه يحمل قائمة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، أما عقود الخيارات فإن اللجنة الإستشارية الشرعية تعتبرها غير جائزة وغير متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

المطلب الثاني: دور الصكوك المالية الإسلامية الماليزية في تقليل مخاطر الاستثمار

يمكننا التعرف على دور الصكوك المالية الإسلامية الماليزية في تقليل مخاطر الاستثمار كما يلي(1):

- **مخاطر أسعار الفائدة في ماليزيا:** يؤدي رفع أسعار الفائدة من قبل البنك المركزي بالدولة إلى جانب الصكوك الماليزية ذات العائد السنوي الثابت اقل جاذبية، ومن ثم تخفيض اسعارها بما يؤدي الى اسعر الفائدة الى العكس وتعد الصكوك ذات العائد السنوي المتغير اقل تأثر بالتغيرات في اسعار الفائدة.

(1) Site :<http://www.olwoton.com.kw/defawlt.aspx?paye/d=84&mgdid=797409,date :01/05/2012> .

الفصل الثالث : التجربة الماليزية في مجال تقليل مخاطر الاستثمار باستخدام الهندسة المالية الإسلامية

- **الفترة المتبقية الى حين الاستحقاق:** كلما اقتربت الصكوك الماليزية من تاريخ استحقاقه كلما اقترب سعر الصك من قيمته الاسمية.
- **مخاطر أوضاع السوق:** تتغير أسعار الصكوك الماليزية وفقا لظروف السوق حتى لو لم تحدث اي تغيرات في المعطيات الأساسية للمصدر، والدليل على ذلك ان الأزمة المالية العالمية (أزمة الرمن العقاري 2008) أدت الى ارتفاع أسعار أدوات الدين متدنية المخاطر كالتي تصدرها الحكومات، بينما تراجعت اسعار الأدوات مرتفعة المخاطر، وظل المستثمرون منذ حدوث أزمة الائتمان ونقص السيولة يسعون نحوى عائدات اعلى مما ادى الى زيادة هامش ارباح الصكوك الماليزية المصدرة في النصف الأول في عام 2009 مقارنة بأرباح معظم إصدارات عام 2008 .
- **تداول الصك:** تتسبب الحصول على المشتريين او بائعين في إبعاد المستثمرين عن تداول الصكوك الماليزية بالا سعر التي تعرضها الصفقات الجديدة، ويعد المقياس الرئيسي لمستوى تداول الصك، حجم الفرق بين سعر الشراء والمعروض وسعر البيع المطلوب، فكلما كان الفرق كبيرا ازدادت مخاطر تداول الصك، ويؤدي ضعف تداول الصك الى انخفاض سعره.
- **مخاطر التضخم:** يقلل التضخم من القيمة الحقيقية للعائد النقدي من الصك مما يؤدي الى خفض السعر الذي يكون المستثمرون مستعدون لدفعه مقابل الحصول على ذلك الصك، اذ ان سعر الصك يعكس قيمته السوقية والحقيقية، لذا قد يكون هناك فرق كبير بين القيمتين.
- **مستوى العائد السنوي:** اذا كان لصك عائد سنوي اعلى بكثير من الصكوك الأخرى المتاحة في السوق مع افتراض تساوي العوائد الأخرى، فهذا يعني انه سوف يتم تداول ذلك الصك بفرق سعر اعلى من الصكوك الأخرى ذات العائد السنوي الأقل التي لا تحقق للمستثمر عائدات نقدية بالقدر ذاته.

المطلب الثالث: تقييم التجربة الماليزية في مجال الهندسة المالية الإسلامية

بعدها تناولنا دراسة التجربة الماليزية في مجال استخدام الهندسة المالية الإسلامية بمختلف منتجاتها التي من بين أهدافها الأساسية هي تقليل المخاطر، سنحاول في هذا المطلب أن نقوم بتقييم هذه التجربة من خلال تبيان أهم خصائصها والإنتقادات الموجهة لها:

أولا: خصائص التجربة الماليزية:

لقد تميزت التجربة الماليزية في صناعة الهندسة المالية الإسلامية بمجموعة من الخصائص نذكر منها:(1)

- الدور الرئيسي للدولة في دعم العمل المصرفي الإسلامي، حيث توضح تجربة العمل المصرفي الإسلامي 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

(1): بن الضيف محمد عدنان ،مرجع سابق،205.

الفصل الثالث : التجربة الماليزية في مجال تقليل مخاطر الاستثمار باستخدام الهندسة المالية الإسلامية

- أخذت على عاتقها بداية قيام العمل المصرفي الإسلامي وقامت بتطويره بعد أن إستشعرت الحاجة لوجوده إستجابة لحاجيات شريحة من مواطنيها وهو الدور المفقود في غالبية الدول الأخرى حيث تعاني المؤسسات المصرفية الإسلامية بها من الإهمال
- 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.
 - العالمية : حيث تعتبر التجربة الماليزية في الأدوات المالية الإسلامية هي الوحيدة التي عبرت العالم إلى أسواق خارجية بنسبة تراوحت 12 % إلى 15 % وأن حجم الصكوك الإسلامية الماليزية موزعة في 6 أقطار وأن حجم الصناديق الإستثمارية الإسلامية المشتركة أكثر من 110 صندوق .
 - من حيث الهياكل التنظيمية نجد ماليزيا مكتملة الهياكل مقارنة بالدول الإسلامية الأخرى وذلك بتوفر الخيارات والمهارات التي إكتسبها الماليزيون في مجال الصناعة المالية الإسلامية وأسواق المال.
 - المساهمة الفعالة لكل من المؤسسات المالية التقليدية في تطوير الهندسة المالية الإسلامية بالسماح لها في دخول عالم المالية والصيرفة الإسلامية، والمجتمع الماليزي لجميع أطيافه من خلال الإقبال على المنتجات المالية اسلامية، إضافة إلى إقبال الغير ماليزيين على المنتجات المالية الإسلامية حيث أن تداولها خارج ماليزيا يفوق تداولها في الداخل.
 - يتم تداول المشتقات المالية في ماليزيا في بورصة المشتقات الماليزية التي تم إنشاؤها سنة 1980 وتعتبر المستقبلات لزيت النخيل الخام العقود الوحيدة التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية، حيث تستخدم لتقليل مخاطر تقلبات أسعار زيت النخيل .
 - تمثل الصكوك الإسلامية أهم منتجات الهندسة المالية الإسلامية في ماليزيا حيث تصدر جميع أنواع الصكوك، صكوك المرابحة، المضاربة ، المشاركة، الإجارة.
 - إحتلت ماليزيا الصدارة سنة 2010 من حيث حجم إصدار الصكوك الإسلامية وذلك بإستحواذها على 50% من حجم الإصدار العالمي .
 - يعتبر سوق المال الإسلامي في ماليزيا من أهم دعائم الاقتصاد الماليزي وذلك لما يوفره من فرص تمويل متوسطة وطويلة الأجل المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، من حيث أنه يمكن جذب مستثمرين من دول مختلفة، وبالتالي زيادة نشاط وحيوية الاقتصاد الماليزي.
 - ومن أهم مبادئ عمل سوق رأس المال الإسلامي الماليزي هو تلبية إحتياجات المستثمرين وتقليل المخاطر التي من الممكن التعرض لها.
 - إن سوق المشتقات مفيد للصناعة المالية الإسلامية بشرط أن يكون هناك تعديلات مناسبة لكي تصبح موافقة للشريعة ضرورة وجود الرقابة الشرعية لضمان سلامتها من المخالفات الشرعية.

ثانيا: انتقادات التجربة الماليزية:

- على الرغم من الخصائص والإيجابيات التي تميزت بها التجربة الماليزية، إلا أنها لا تخلوا من بعض نقاط الضعف أو المشاكل، حيث وجهت لها مجموعة من الإعتراضات منها(1).
- مسألة الموافقة الشرعية على إنشاء نوافذ إسلامية لاقت إعتراض كبيرا، حيث أن البعض يجزم أنه لا يجوز إنشاء نوافذ إسلامية من بنوك هي أصلا غير إسلامية حيث أن البنوك التقليدية تعتبرها أسلوب تسويقي لجذب المسلمين في ماليزيا.
 - اما أهم الإعتراضات التشغيلية تتعلق بالسماح للبنوك الأجنبية بهذه السرعة للعمل في ماليزيا ولم تكن البنوك الإسلامية المحلية مستعدة بأكملها للمنافسة .
 - لقد قام سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا على أساس تقديم البديل الشرعي لسوق رأس المال التقليدي وذلك بتوفير الادوات المالية الإسلامية لجمهور المتعاملين والمستثمرين الراغبين في الحصول على التمويل والاستثمار المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، إلا أن هذا البديل محصور في نافذة ضيقة للمعاملات الإسلامية في البورصة الماليزية ولم يشكل بذاته بورصة مستقلة لتداول الأدوات المالية الإسلامية مستقلة عن تلك التقليدية.
 - بعض أدوات المالية الجديدة والقابلة للتداول في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا مثل صكوك البيع بالثمن الاجل، صكوك المرابحة وصكوك الإستصناع لا يعتبر من الأدوات المالية الشرعية لأنها لا تتم وفقا لاحكام الشريعة الإسلامية الغراء وذلك للإختلافات الفقهية بين المذاهب والهيئة الإستشارية الماليزية التي ترى أنها جائزة شرعا.
 - إن اصدار وتداول صكوك الاستصناع في التجربة الماليزية لا يتم وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية ولا يقوم على اساس شرعي لانه يشتمل .على بيع الدين الذي حرمه كثير من العلماء كما يقوم على مبدأ تصكيك الدين النقدي المحرم شرعا.
 - تعتبر المتاجرة بالصكوك و خلق مشتقات مالية مختلف عليها ،حيث أصدر فيها الكثير من العلماء تصاريح قوية بالتحفظ آخرها إعتبار 85% من الصكوك الماليزية والمشتقات المالية بها لا تتوافق مع الشريعة.

(1) المرجع السابق، ص 206.

خلاصة الفصل:

نظرا للأهمية التي يكتسبها سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا من خلال الوظائف التي يقوم بها، إجتهدت الحكومة الماليزية في إقامته بإعتباره أحد أهم قواعد الإقتصاد الإسلامي. وحتى يتم قيام سوق أوراق مالية إسلامي بمعناه ومضمونه الإسلامي، لا بد من وجود هيئات رقابية، فقد قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية بإنشاء كل من قسم سوق رأس المال الإسلامي واللجنة الإستشارية بإعتبارهما سلطتين على رأس سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا من أجل مراقبة الإصدار والتعاملات التي تتم فيه.

وعن واقع الهندسة المالية الإسلامية في ماليزيا فهي تتميز بكثير من التنوع سواء في العمليات التمويلية أو الأدوات المالية، وتعتبر كذلك فرصة هامة لكل مستثمر مسلم، يتمكن من خلالها من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته، وللمزيد من التفصيل والتوضيح تناولنا دراسة التجربة الماليزية في مجال الهندسة المالية الإسلامية، وعموما يمكن إبراز أهم النقاط التي توصلنا إليها من خلال هذا الفصل فيما يلي:

- إن الأدوات المبتكرة والمتوافقة مع الشريعة الإسلامية مجالا موثوقا للمتعاملين الإقتصاديين حيث أنها تتمتع بالمرونة وتستجيب للتطورات الإقتصادية، وأهم ما في ذلك أنها أداة لتقليل المخاطر إلى جانب تحقيق عوائد

- تعتبر الصكوك الإسلامية أهم منتج مالي إسلامي في ماليزيا.

- التجربة الماليزية من أنجح التجارب في مجال الهندسة المالية الإسلامية، حيث أنها تحتل الصدارة من حيث تقديمها لمنتجات متوافقة مع الشرع.

- سوق رأس المال الإسلامي الماليزي هو سوق تتوفر فيه فرص لتمويل الأنشطة الإقتصادية ولتجميع الموارد المالية و الإستثمارية المتوافقة مع الشريعة.

الخاتمة:

باعتبار موضوع دراستنا يتمحور حول بهذه الدراسة محاولة التعرف على المخاطر الاستثمارية بأنواعها، وصياغة حلول إبداعية لتلك المخاطر، وذلك في إطار موجبات الشريعة الإسلامية مما جعل هذه الحلول أكثر قدرة على التصدي للمخاطر الاستثمارية وتقليلها باعتبارها تقوم على مبادئ الشريعة الإسلامية الذي لا يقبل بالمقامرة والمجازفة الضارة.

ولهذا فالابتكار المقصود في الهندسة المالية الإسلامية ليس مجرد اختلاف عن السائد بل لابد أن يكون هذا الاختلاف مميزا إلى درجة تحقيق مستوى أفضل من الكفاءة والمثالية وهو ما جعل الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي تعرف انتقالا من مرحلة التأسيس إلى مرحلة الانتشار، وذلك من خلال النمو والتوسع العلمي الذي شهدته مختلف منتجاتها ومن أبرز هذه المنتجات الصكوك المالية الإسلامية التي تقوم على مشاركة في الربح وتحمل المخاطرة واقتسامها، وتنوعت هذه الصكوك مما أتاح للمستثمر زيادة عائدته وتقليل الخسارة والمخاطر الممكن التعرض لها.

وان ظهور منتجات مالية إسلامية استوجب ظهور سوق أوراق مالية في إطار إسلامي تتميز عن نظيرتها التقليدية الوضعية بالضوابط المنبثقة من الشريعة الإسلامية التي تمثل روح الاقتصاد الإسلامي وهذه الضوابط ليست اجتهادات مصلح ولا أفكار فيلسوف بل هي توجيهات إلهية وتعليمات نبوية بعث بها الرسول الكريم صلى الله عليه وسلم ليرسي الحق في الحياة.

الفصل الثالث : التجربة الماليزية في مجال تقليل مخاطر الاستثمار باستخدام الهندسة المالية الإسلامية

وقد استطاعت الهندسة المالية الإسلامية ومنتجاتها المالية خلال مسيرتها والى غاية يومنا هذا إثبات وجودها في العالم الاقتصادي وخاصة بعد فقدان الثقة في النظام المالية التقليدي وتأكد العديد من الأطراف أن الحل في البديل الإسلامي.

أما من ناحية واقع الهندسة المالية الإسلامية في ماليزيا نجد أن هناك اجتهاد حكومي سعت من خلاله السلطات الماليزية إلى تطبيق نظام مالي يستمد مبادئه من الشريعة الإسلامية إلى جانب إقامة مؤسسات مالية إسلامية دعت إلى سوق للأوراق المالية الإسلامية، فظهرت بذلك عدة أدوات مالية أهمها الصكوك الإسلامية التي عرفت نموا ورواجا واسعين فأصبحت ماليزيا متربعة على سوق الصكوك الإسلامية فقد إستحوذت على أكثر من 60% من إصدارها عالميا، إلا أن هذه الإجهادات تعاني من بعض النقائص، و على هذا كان لابد للهيئات الرقابية إعادة النظر في إصلاحها من أجل إلغاء التعارض الفقهي الذي تعانيه تلك العمليات القائمة على التعامل في مثل هذه المنتجات.

أولاً: النتائج

على ضوء الإحاطة بالجوانب النظرية والتطبيقية لموضوع الدراسة تمكنا من التوصل إلى النتائج التالية:

- تختلف الصناعة المالية الإسلامية عن التقليدية في جوهرها، فكل واحد منها يعمل وفق مبادئ وأسس وآليات مختلفة تماما عن الأخرى، حيث تعمل الهندسة المالية الإسلامية على جذب رؤوس الأموال المتوفرة لدى فئة معينة من الأفراد الذين يرفضون التعامل بالمنتجات المالية التقليدية واستخدامها في عمليات التمويل بدل الاستثمار لأنها أقل مخاطرة.
- تبرز أهمية الهندسة المالية الإسلامية كأداة مناسبة لإيجاد حلول مبتكرة وأدوات مالية جديدة تجمع بين موجبات الشرع الحنيف واعتبارات الكفاءة الإقتصادية لذلك تحتاج المؤسسات المالية الإسلامية دوما إلى الإحتفاظ بتشكيلة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية التي تمكنها من إدارة سيولتها بصورة مربحة، بالإضافة إلى توفيرها للمرونة المناسبة للاستجابة لمتغيرات البيئة الاقتصادية.
- تعتبر الصكوك الإسلامية بديلا عن السندات التقليدية القائمة على الفوائد الربوية وتتنوع هذه الصكوك لتشمل جميع النشاطات الإقتصادية، ومن بين هذه الصكوك : صكوك الإجارة، صكوك المضاربة، المشاركة، السلم... الخ
- يتمتع سوق الأوراق المالية الإسلامية بأدوات إسلامية متنوعة تقضي بها الحوائج المرجوة والقائمة في الأصل على أساسين هما:
 - أدوات قائمة على أساس المشاركة والتي أجاز بيعها وتداولها.
 - أدوات قائمة على أساس البيع والتي لا يجوز تداولها.
- أخذ سوق الأوراق المالية الإسلامية الكثير من الخطوط العريضة من السوق الوضعية، إلا أنه قام بتصنيفيتها وفق مصفة الشرع فهذب عمليتها وجعل لها ركائز شرعية تقوم عليها.

الفصل الثالث : التجربة الماليزية في مجال تقليل مخاطر الاستثمار باستخدام الهندسة المالية الإسلامية

- يؤدي الإلتزام بالقواعد الشرعية الإسلامية والتطبيق السليم للهندسة المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية الإسلامي إلى تطويره والارتقاء به ليحتل مكانة بين الأسواق المالية على الصعيد العالمي.
- تعتبر التجارة الماليزية في مجال الابتكارات المالية الموافقة للشرعية الإسلامية من أنجح التجارب فقد عرفت انتشارا كبيرا على المستوى العالمي وأصبحت موضوع كثيرا من الدراسات والبحوث.
- سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا غير منفصل أو مستقل عن سوق الأوراق المالية التقليدي لذلك فالمعاملات التي تتم كلها مع مبادئ الشرعية.
- تتمثل المنتجات المالية المبتكرة في ماليزيا والتي تستخدم كأداة لتقليل المخاطر في الصكوك الإسلامية، المستقبلات، الخيارات و المؤشرات، إلا أن ، التعامل بهذه المنتجات لا يزال محصوراً في نافذة ضيقة من البورصة الماليزية للأوراق المالية التقليدية فهي لم تشكل بها بورصة مستقلة.

ثانياً: الإقتراحات

- على ضوء النتائج السالفة الذكر تم الخروج بالإقتراحات التالية:
- ضرورة وضع أسس واضحة للهندسة المالية الإسلامية وتبيان حدودها حتى لا يتم فتح المجال للسبل المؤدية إلى الوقوع في المحظورات الشرعية سواء عمداً أو خطأ.
- ضرورة تطوير منتجات مالية للتحوط وإدارة المخاطر خاصة أننا في عصر ستمتة الأساسية التقلبات الكبيرة في أوضاع السوق وارتفاع المخاطر على اختلاف أنواعها.
- عقد المزيد من الندوات والملتقيات التي تبحث في مختلف جوانب تطوير الهندسة المالية الإسلامية، وذلك بحضور علماء الشرعية من المختصين في المعاملات المالي، كون أن الموضوع مازال خصب للدراسة.
- ضرورة تأهيل وإمام المستثمر في سوق الأوراق المالية بقواعد الشرعية الإسلامية حتى يتمكن في الأخير من ترشيد قراراته الاستثمارية والتحوط من المخاطر.
- لا بد من توحيد الاجتهادات والفتاوى الشرعية للمنتجات المالية الإسلامية، وذلك للخروج بأفكار وآراء موحدة تبين ما يمكن إبتكاره من الأدوات والعمليات التمويلية، وذلك للنهوض بصناعة الهندسة المالية الإسلامية.
- ضرورة العمل على إيجاد سوق للمشتقات الإسلامية في ماليزيا أو إنشاء قسم خاص بها تحت سوق رأس المال الإسلامي تخضع للرقابة الشرعية، وذلك من أجل تنقيتها من الأدوات المالية المحرمة لضمان سلامتها من المخالفات الشرعية وزيادة فعاليتها.

الخاتمة

باعتبار موضوع دراستنا يتمحور حول محاولة التعرف على المخاطر الاستثمارية بأنواعها، وصياغة حلول إبداعية لتلك المخاطر، وذلك في إطار موجبات الشريعة الإسلامية مما جعل هذه الحلول أكثر قدرة على التصدي للمخاطر الاستثمارية وتقليلها باعتبارها تقوم على مبادئ الشريعة الإسلامية الذي لا يقبل بالمقامرة والمجازفة الضارة.

ولهذا فالابتكار المقصود في الهندسة المالية الإسلامية ليس مجرد اختلاف عن السائد بل لا بد أن يكون هذا الاختلاف مميزا إلى درجة تحقيق مستوى أفضل من الكفاءة والمثالية وهو ما جعل الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي تعرف انتقالاتا من مرحلة التأسيس إلى مرحلة الانتشار، وذلك من خلال النمو والتوسع العلمي الذي شهدته مختلف منتجاتها ومن أبرز هذه المنتجات الصكوك المالية الإسلامية التي تقوم على مشاركة في الربح وتحمل المخاطرة واقتسامها، وتنوعت هذه الصكوك مما أتاح للمستثمر زيادة عائده وتقليل الخسارة والمخاطر الممكن التعرض لها.

وان ظهور منتجات مالية الإسلامية استوجب ظهور سوق أوراق مالية في إطار إسلامي تتميز عن نظيرتها التقليدية الوضعية بالضوابط المنبثقة من الشريعة الإسلامية التي تمثل روح الاقتصاد الإسلامي وهذه الضوابط ليست اجتهادات مصلح ولا أفكار فيلسوف بل هي توجيهات إلهية وتعليمات نبوية بعث بها الرسول الكريم صلى الله عليه وسلم ليرسي الحق في الحياة.

وقد استطاعت الهندسة المالية الإسلامية ومنتجاتها المالية خلال مسيرتها والى غاية يومنا هذا إثبات وجودها في العالم الاقتصادي وخاصة بعد فقدان الثقة في النظام المالي التقليدي وتأكد العديد من الأطراف أن الحل في البديل الإسلامي.

أما من ناحية واقع الهندسة المالية الإسلامية في ماليزيا نجد أن هناك اجتهاد حكومي سعت من خلاله السلطات الماليزية إلى تطبيق نظام مالي يستمد مبادئه من الشريعة الإسلامية إلى جانب إقامة مؤسسات مالية إسلامية دعت إلى سوق للأوراق المالية الإسلامية، فظهرت بذلك عدة أدوات مالية أهمها الصكوك الإسلامية التي عرفت نموا ورواجا واسعين فأصبحت ماليزيا متربعة على سوق الصكوك الإسلامية فقد استحوذت على أكثر من 60% من إصدارها عالميا، إلا أن هذه الاجتهادات تعاني من بعض النقائص، و على هذا كان لا بد للهيئات الرقابية إعادة النظر في صلاحها من أجل إلغاء التعارض الفقهي الذي تعانيه تلك العمليات القائمة على التعامل في مثل هذه المنتجات.

أولاً: النتائج

على ضوء الإحاطة بالجوانب النظرية والتطبيقية لموضوع الدراسة تمكننا من التوصل إلى النتائج التالية:

- تختلف الصناعة المالية الإسلامية عن التقليدية في جوهرها، فكل واحد منها يعمل وفق مبادئ وأسس وآليات مختلفة تماما عن الأخرى، حيث تعمل الهندسة المالية الإسلامية على جذب رؤوس الأموال المتوفرة لدى فئة معينة من الأفراد الذين يرفضون التعامل بالمنتجات المالية التقليدية واستخدامها في عمليات التمويل بدل الاستثمار لأنها أقل مخاطرة.

- تبرز أهمية الهندسة المالية الإسلامية كأداة مناسبة لإيجاد حلول مبتكرة وأدوات مالية جديدة تجمع بين موجبات الشرع الحنيف واعتبارات الكفاءة الاقتصادية لذلك تحتاج المؤسسات المالية الإسلامية دوماً إلى الاحتفاظ بتشكيلة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية التي تمكنها من إدارة سيولتها بصورة مربحة، بالإضافة إلى توفيرها للمرونة المناسبة للاستجابة لمتغيرات البيئة الاقتصادية.

- تعتبر الصكوك الإسلامية بديلاً عن السندات التقليدية القائمة على الفوائد الربوية وتتنوع هذه الصكوك لتشمل جميع النشاطات الاقتصادية، ومن بين هذه الصكوك : صكوك الإجارة، صكوك المضاربة، المشاركة، السلم... الخ

- يتمتع سوق الأوراق المالية الإسلامية بأدوات إسلامية متنوعة تقضي بها الحوائج المرجوة والقائمة في الأصل على أساسين هما:

• أدوات قائمة على أساس المشاركة والتي أجاز بيعها وتداولها.

• أدوات قائمة على أساس البيع والتي لا يجوز تداولها.

- أخذ سوق الأوراق المالية الإسلامية الكثير من الخطوط العريضة من السوق الوضعية، إلا أنه قام بتصنيفها وفق مصفوفة الشرع فهذب عمليتها وجعل لها ركائز شرعية تقوم عليها.

- يؤدي الإلتزام بقواعد الشريعة الإسلامية والتطبيق السليم للهندسة المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية الإسلامي إلى تطويره والارتقاء به ليحتل مكانة بين الأسواق المالية على الصعيد العالمي.

- تعتبر التجارة المالىزية في مجال الابتكارات المالية الموافقة للشريعة الإسلامية من أنجح التجارب فقد عرفت انتشاراً كبيراً على المستوى العالمي وأصبحت موضوع كثيراً من الدراسات والبحوث.

- سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا غير منفصل أو مستقل عن سوق الأوراق المالية التقليدي لذلك فالمعاملات التي تتم كلها مع مبادئ الشريعة.

- تتمثل المنتجات المالية المبتكرة في ماليزيا والتي تستخدم كأداة لتقليل المخاطر في الصكوك الإسلامية، المستقبلية، الخيارات و المؤشرات، إلا أن ، التعامل بهذه المنتجات لا يزال محصوراً في نافذة ضيقة من البورصة المالىزية للأوراق المالية التقليدية فهي لم تشكل بها بورصة مستقلة.

ثانياً: الإقتراحات

على ضوء النتائج السالفة الذكر تم الخروج بالإقتراحات التالية:

- ضرورة وضع أسس واضحة للهندسة المالية الإسلامية وتبيان حدودها حتى لا يتم فتح المجال للسبل المؤدية إلى الوقوع في المحظورات الشرعية سواءً عمداً أو خطأ.

- ضرورة تطوير منتجات مالية للتحوط وإدارة المخاطر خاصة أننا في عصر سمته الأساسية التقلبات الكبيرة في أوضاع السوق وارتفاع المخاطر على اختلاف أنواعها.

- عقد المزيد من الندوات والملتقيات التي تبحث في مختلف جوانب تطوير الهندسة المالية الإسلامية، وذلك بحضور علماء الشريعة من المختصين في المعاملات المالي، كون أن الموضوع مازال خصب للدراسة.

- ضرورة تأهيل وإمام المستثمر في سوق الأوراق المالية بقواعد الشريعة الإسلامية حتى يتمكن في الأخير من ترشيد قراراته الاستثمارية والتحوط من المخاطر.

- لا بد من توحيد الاجتهادات والفتاوى الشرعية للمنتجات المالية الإسلامية، وذلك للخروج بأفكار وآراء موحدة تبين ما يمكن إبتكاره من الأدوات والعمليات التمويلية، وذلك للنهوض بصناعة الهندسة المالية الإسلامية.

- ضرورة العمل على إيجاد سوق للمشتقات الإسلامية في ماليزيا أو إنشاء قسم خاص بها تحت سوق رأس المال الإسلامي تخضع للرقابة الشرعية، وذلك من أجل تنقيتها من الأدوات المالية المحرمة لضمان سلامتها من المخالفات الشرعية وزيادة فعاليتها.

قائمة المراجع

I- المراجع باللغة العربية:

1- الكتب:

- أحمد معجب العتبي، "المحافظ المالية الإستثمارية، أحكامها و ضوابطها في الفقه الإسلامي"، دار النفائس، طبعة أولى، 2007.
- أرشد فؤاد التميمي و أسامة عزمي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، دار الميسرة، عمان، 2004.
- السيد متولي عبد القادر، "الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير"، دار الفكر، عمان، طبعة أولى، 2010.
- جلال وفاء البدري محمدين، "البنوك الإسلامية"، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2005.
- جمال الدين لعويسات، "مبادئ الإدارة"، دار هومة للطباعة و النشر، الجزائر، 2003.
- حسين بلعجوز، "مخاطر صيغ التمويل في البنوك الإسلامية و البنوك الكلاسيكية: دراسة مقارنة"، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- حسين بني هاني، "الأسواق المالية"، دار الكندي، عمان، 2002.
- حسين حمدي، "دليلك إلى البورصة و الاستثمار"، دار الكتاب العربي، دمشق، القاهرة، طبعة أولى، 2007.
- حمزة محمود الزبيدي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، عمان، 2004.
- دريدي كمال آل شيب، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار المسيرة، عمان، طبعة أولى، 2010.
- رسمية أحمد أبو موسى، "الأسواق المالية و النقدية"، دار المعزز، عمان، طبعة أولى، 2005.
- رسمية قرياقص، "أسواق المال"، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، الإسكندرية، 1999.
- زكريا سلامة و عيسى شطناوي، "الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور إسلامي"، دار النفائس، عمان، 2009.
- زياد رمضان، "مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي"، دار وائل للنشر و الطباعة، عمان، طبعة ثالثة، 2005.
- سيد سالم عرفة، "إدارة المخاطر الاستثمارية"، دار الراجية للنشر و التوزيع، عمان، 2009.
- سمير عبد الحميد رضوان، "المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، دار النشر للجامعات الإسكندرية، طبعة أولى، 2005.
- شمعون شمعون، "البورصة"، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999.
- شعبان محمد إسلام البرواي، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"، دار الفكر، دمشق، طبعة أولى، 2002.
- صلاح السيد جودة، "بورصة الأوراق المالية علميا و عمليا"، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية، مصر، طبعة أولى، 2000.
- صلاح الدين حسن السيسي، "بورصات الأوراق المالية"، عالم الكتب، القاهرة، 2003.
- ضياء مجيد، "البورصات: أسواق رأس المال و أدواتها الأسهم و السندات"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003.
- طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، طبعة أولى، 2001.
- طارق عبد العال حماد، "إدارة المخاطر"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.

- طارق عبد العال حماد، "دليل المستثمر الى بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- طاهر حيدر حردان، "مبادئ الاستثمار"، دار المستقبل، عمان، 1997.
- عاطف وليم أندراوس، "أسواق الأوراق المالية"، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، طبعة أولى، 2007.
- عبد الغفار حنفي، "أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية"، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- عصام أحمد البهجي، "الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية"، دار الجامعة الجديدة، الأزرنطية، طبعة أولى، 2009.
- علي إبراهيم الشديقات و محمد عوض عبد الجواد، "الاستثمار في البورصة"، دار الحامد، عمان، 2006.
- عمار عموره، "الوجيز في شرح القانون الجزائري"، دار المعرفة، الجزائر، 2000.
- غازي فلاح المومني، "إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة"، دار المناهج، طبعة ثانية، عمان، 2003.
- فلاح حسن الحسيني، "إدارة البنوك، مدخل كمي و إستراتيجي معاصر"، دار وائل للنشر، عمان، طبعة أولى، 2000.
- قيصر عبد الكريم الهيتي، "أساليب الاستثمار الإسلامي و أثرها على الأسواق المالية"، دار رسلان للطباعة و النشر، دمشق، طبعة أولى، 2006.
- مبارك لسوس، "التسيير المالي-تحليل نظرة مدعم بأمثلة و تمارين محلولة"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
- محب خلة توفيق، "الهندسة المالية الإطار النظري و التطبيقي لأنشطة التمويل و الاستثمار"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، طبعة أولى، 2001.
- محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العيد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق"، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002.
- محمد صالح جابر، "الاستثمار بالأسهم و السندات و إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار وائل للنشر، عمان، طبعة ثالثة، 2005.
- محمد صبري هارون، "أحكام الأسواق المالية الأسهم و السندات"، دار النفائس، الأردن، طبعة ثانية، 2009.
- محمد عثمان و إسماعيل حميد، "أسواق رأس المال و بورصة الأوراق المالية و مصادر تمويل المشروعات"، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993.
- محمد فتح الله النشار، "التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية"، دار الجامعة، الإسكندرية، 2006.
- محمد مطر و فايز تيم، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار وائل للنشر و التوزيع، الأردن، طبعة أولى، 2005.
- محمود حسن صوان، "أساسيات العمل المصرفي الإسلامي"، دار وائل للنشر، الأردن، 2004.
- محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية"، دار الشروق، عمان طبعة أولى، 2005.
- منير إبراهيم الهندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.

- منير إبراهيم الهندي ، "الإدارة المالية"، المكتب العربي الحديث، القاهرة، طبعة رابعة، 1999.
- منير إبراهيم الهندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997.
- منير إبراهيم الهندي، "صناديق الاستثمار في خدمة صغار و كبار المستثمرين"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1994.
- هاشم فوزي و دباس العبادي، "الهندسة المالية و أدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية"، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، الأردن، 2007.
- هوشيار معروف، "الاستثمار و الأسواق المالية"، دار صفاء للنشر و التوزيع، الأردن، طبعة أولى، 2003.

2- الرسائل العلمية:

- بن الضيف محمد عدنان ، "الإستثمار في سوق الأوراق المالية :دراسة في المقاومات من وجهة نظر إسلامية"، رسالة ماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص نقود و تمويل ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة، 2007.
- سحا سورياني صفر الدين جعفر ، "سوق رأس المال الإسلامي الماليزيا و دور الرقابة الشرعية في معاملته" ، رسالة ماجستير، قسم الإقتصاد و المصاريف الإسلامية ،كلية الشرعية و الدراسات الإسلامية ،جامعة اليرموك ،أربد ، 2006
- شرياق رفيق، "دور البنوك التجارية في تفعيل سوق رأس المال حالة الجزائر" ،رسالة ماجستير تخصص نقود و مالية ،جامعة قلمة ،2007.
- _عديلة مريم ، " محاولة قياس أثر البورصة على التنمية الاقتصادية _بدراسة حالة الجمهورية التونسية (2002،1992) _رسالة ماجستير في العلوم الإقتصادية ،تخصص نقود و مالية ،جامعة قلمة، 2004.
- محاجبة نصيرة ، "وظيفة الهندسة المالية في البنوك" ،رسالة ماجستير في العلوم الإقتصادية ،تخصص نقود و مالية ،جامعة قلمة ،2006.
- نبيل خليل طه سمور ، " سوق الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق ،دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي ماليزيا" ، مذكرة ماجستير إدارة الأعمال ،كلية التجارة، الجامعة الإسلامية ، غزة، 2007.

3- المؤتمرات و الملتقيات:

- بن الضيف محمد عدنان و ربيع المسعود، مداخلة بعنوان "أدوات الدين و بدائله الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية"، الملتقى الأول حول الإقتصاد الإسلامي الواقع و رهانات المستقبل"، معهد العلوم الإقتصادية و التجارية و علوم التسيير،المركز الجامعي، غرداية، يومي 23،24 فيفري 2011.

- جوامع إسماعيل، مداخلة بعنوان "التحوط في نظام التمويل الإسلامي و إدارة التنمية عند الأزمات الإقتصادية، الملتقى الدولي الأول حول الإقتصاد الإسلامي الواقع و رهانات المستقبل، المركز الجامعي، غرداية، يومي 23،24 فيفري 2011.

-شوقي جباري و فريد خميلي، مداخلة بعنوان " دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمات المالية"، المؤتمر الدولي حول الأزمة المالية و الإقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إقتصادي إسلامي"، المعهد العلمي للفكر الإسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، 2 ديسمبر 2010.

- عبد القادر لحول، مداخلة بعنوان " دور الصيرفة الإسلامية و السوق المالية الإسلامية في الحد من أثر تدويل الخطر المالي على الأنظمة المالية العربية"، الملتقى الأول حول الإقتصاد الإسلامي الواقع و رهانات المستقبل، المركز الجامعي، غرداية، يومي 23،24 فيفري 2011.

- علي الدواحنة و حومانة الشديقات، مداخلة بعنوان " أثر العقود المركبة- المضاربة و المرابحة في التمويل المصرفي الإسلامي و المحافظة على رأس المال من التآكل"، المؤتمر الدولي الأول صيغ مبتكرة للتمويل المصرفي الإسلامي، كلية الشريعة، جامعة آل البيت، يومي 5،6 أبريل 2001.

-كمال توفيق حطاب، مداخلة بعنوان " نحو سوق مالية إسلامية، المؤتمر الدولي الثالث حول الإقتصاد الإسلامي"، كلية الشريعة و الدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 28 ماي 2005.

- لعلوبوخاري و وليد عايب، مداخلة بعنوان " آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية و أثر الأزمة المالية على سوق الصكوك الإسلامية"، الملتقى الأول حول الإقتصاد الإسلامي الواقع و رهانات المستقبل، معهد العلوم الإقتصادية و التجارية و علوم التسيير، المركز الجامعي، غرداية، يومي 23،24 فيفري 2011.

4- التقارير:

- التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، 2001.
- التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، 2002.
- التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، 2003.
- التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، 2004.
- التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، 2005.
- التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، 2006.
- التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، 2007.
- التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، 2008.
- التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، 2009.
- التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، 2010.

II - المراجع باللغة الأجنبية:

Alain choiel et gérard rouyer, **la marché financier**, revue banque, éditiiin, paris,2002 .

III- مواقع الانترنت:

1-الكتب:

-إبراهيم سامي سويلم، "صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي"، مركز البحوث، الكويت، 2000، ص.20، من الموقع:

<http://iefedia.com/ara-b/wp-content/uploads/2009/07/d8a7d984d987d986d8bfd8b3d8a9>.

2- المجلات:

-أحمد محمد نصار، "الهندسة المالية وتطوير أدوات الاقتصاد الإسلامي"، صحيفة الغد الأردنية ، العدد 27 ، 2005 ، من الموقع:

<http://slanfingo-forum.net/t42-topic>.

-القرة داغي، "الأسواق المالية في الفقه الإسلامي"، مجلة الفقه الاسلامي ، من الموقع:

<http://www.iefpedia.com/arab/?p=22216>

-عبد الرحيم وعبد الحميد الساعاتي، " نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية"، مجلة الاقتصاد إسلامي ، جامعة الملك عبد العزيز، المجلد 11، 1999، من الموقع:

<http://www.kantakji.com/fiqh/markets.htm>

- عبد الكريم قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، المجلد 20 ، العدد 2، السعودية، 2007، من الموقع:

<http://eynoo.sudanforms.net/t64topic>

-عثمان ظهير وسعد السهيمي، "السوق المالية الاسلامية في ماليزية التجربة والنجاح"، جريدة الاقتصاد، الرياض، 12 مارس 2007 الموقع :

<http://www.malagsiaarab.com/farums/showthreadph?t=843>

-محمد أحمد الجلي أبوذر، "الهندسة المالية الاسلامية الأسس العامة والأبعاد للتمويل الاسلامي"، المقصد الفصلية صادرة عن بنك التضامن الإسلامي، العدد 17، اليمن، سبتمبر، من الموقع:

<http://www.shotohtrat.net/vb/showthreadrad.php?t=13211>.

-وهبة الزحلي، "السوق المالية الاسلامية"، مجلة مجمع الفقه الاسلامي، دورة المؤتمر السادس المملكة العربية السعودية، العدد السادس، الجزء الثاني، 1990، من الموقع:

<http://www.almasrifiah.com>

3- المؤتمرات و الملتقيات:

-عبد اللطيف و عبد الرحمان جناحي ،"الصكوك الإسلامية بدائل السندات التقليدية "،مجمع الفقة
الإسلامي الدولي "،الدورة التاسعة عشر ،جدة ،يومي، 5،6 مارس 2005،من الموقع :
<http://sleonf.ua96>

II- مواقع أخرى:

-أحمد محمد نصار ،"الإقتصاد والمصارف الإسلامية " ،من الموقع :
<http://www.amastifiah.com>

-أشرف محمود الدوابة ،"إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية "،من الموقع:
<http://www-iefpedia.com>

-إبراهيم فاضل الديو ،"التوريق و حقيقته و أنواعه "،من الموقع :
<http://www.kantakj.com>

-بشير محمد موفق ،"الأسواق المالية الإسلامية "،من الموقع :
<http://www:eFepedia.com>

-الرقابة الشرعية في بورصة ماليزيا ،من الموقع:
<http://www.bw.harvard.edu/programsi/sp/events/waemamzatin%20F%20common%20Low%20and%20.shonio%20ma/ogsia.pdf>

-السندات المتداولة في السوق الماليزي، من الموقع :
<http://asianbondsonline,adb,arg/ma/ysia ia/marke/Summary.php>

- بورصة ماليزيا للمشتقات المحددة من الموقع:
<http://www.bsamliyisia.com/website/bm/regu/ation/rules/bursa-rw/esdervalivesclring.html>

- تطور السوق الإسلامي الماليزي ،من الموقع :
<Http://STAF.uam.edu.ny/shahtu//kuin%20>

-عماد فتحي موسى ،"المشتقات المالية والهندسة المالية الإسلامية " ، من الموقع :
<www.haiscmission.com>

-كمال توفيق ،"نحو سوق مالية إسلامية "،من الموقع :
<http://www.kantakji.com>

- موقع بورصة ماليزيا قسم الأدوات،من الموقع :
<ttp://www-bursmalays:a.com/xcbsite/bm/broducis-and.servie>

عبد الجبار السبهاني،"الهندسة المالية الإسلامية وصياغة التحوط"،من الموقع:
<http://faculty.yuedu.jo/sablany>

-<http://www-acc4orab.com/acc/shawt h readbhp?t=10505>.

-<http://www.shabab-ikbito-me.com//9736-topic> ,

-<http://ar-wikipedia-org>.

-<http://isegs.com/Forum/showthreadphp> ?

-<http://www.isegs.com/Forum/showthreadphp> ?1847

-<http://mdeco.mon contact.com/t675-Topic>.

-<http://www.badlah.com/page.159html>.

-<http://retaninet/Vb/archive/index.phplt-51737-h ?m> .

-<http://www.kisc.com.my>.

-<http://www.sc.commy/eng/htm/resources/aiscussuon/role-uof.pdfpos>.

-<http://www.nida.govny/orabic/index.php?page=secirities-narket>.

-<http://arifinancialislam.com/157516041509160316081603>.

-<http://www.kanllakji.com/fiqh/files/finace/m311.doc> .

قائمة الجداول :

العنوان	رقم الجدول
الفرق بين الصكوك الإسلامية و الأسهم و السندات.	جدول(2-1)
سوق الأوراق المالية الماليزي بين الأسهم الشرعية و الأسهم التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة خلال الفترة(2001-2010).	جدول(3-1)
حجم الصكوك الإسلامية المعتمدة من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة (2001-2010)	جدول (3-2)

قائمة الأشكال :

العنوان	رقم الشكل
قياس المخاطر المنتظمة بواسطة المعامل بيتا (beta)	شكل (1-1)
البنية الأساسية لإصدار صكوك البيع بالثمن الأجل (المرابحة) في ماليزيا	شكل (3-1)
معاملة صكوك الإستصناع في ماليزيا.	شكل (3-2)
أول الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات المحلية وفقا لمبدأ الإجار.	شكل (3-3)
آلية إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا.	شكل (3-4)
آلية إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا.	شكل (3-5)
عدد الأسهم المتداولة في سوق الاوراق المالية الماليزية خلال الفترة (2001-210)	شكل (3-6)
الصكوك الإسلامية المعتمدة من قبل هيئة الأوراق المالية في ماليزيا خلال الفترة (2001-2010)	شكل (3-7)
توزيع الصكوك حسب أنواعها خلال الفترة (2001-2010)	شكل (3-8)

المخلص:

كنتيجة لما شهدته اقتصاديات العالم من زيادة ملحوظة في التقلبات و التغييرات الهيكلية والتي أدت إلى كثرة مخاطر الاستثمار المصاحبة للتعامل بالأسهم والسندات ظهرت الهندسة المالية التقليدية مستحدثة أدوات جديدة للتقليل من هذه المخاطر ، إلا أن زيادة الاعتماد على هذه الأدوات صاحبه زيادة أكبر في المخاطر، و يرجع السبب في ذلك إلى استخدام معظمها لأغراض المجازفة و المخاطر، ومن هنا اقتضت الحاجة للبحث عن أدوات أخرى لتقليل المخاطر دون الانجراف نحو دوامة المراهنات والمجازفات المنعكسة سلبا على النشاط الاقتصادي ولهذا كانت الهندسة المالية الإسلامية كبديل للهندسة المالية التقليدية فتختص في تصميم وابتكار أدوات مالية تجمع بين المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، والتي كان نتاجها الصكوك الإسلامية والتي تعد أهم الابتكارات من حيث القدرة على التحوط من مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية.

الكلمات المفتاحية:

الهندسة المالية الإسلامية ، مخاطر الاستثمار ، الصكوك الإسلامية.

Abstract:

As a result of the experienced world economies from a marked increase in volatility and structural changes that led to the large number of investment risks associated with dealing in Shares and bonds appeared engineering traditional financial innovative new tools to minimize this topic risks, however, increasing reliance on these tools, the owner a greater increase in risk, and because reason for this is to use mostly for the purposes of risk and the risks, hence the need arises to search for other tools to reduce risk without drifting towards the spiral stakes and risks are reflected negatively on economic activity and this was the financial engineering of the Islamic alternative to engineering traditional financial Vtakhts in designing and creating financial instruments that combine credibility legitimacy and economic efficiency, which was their productions Islamic Sukuk, which is the most important innovations in terms of the ability to hedge the risk of investing in securities.

Keywords:

Islamic financial engineering, investment risk, the Islamic instruments