

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة 8 ماي 1945 - قلمة-

M/332 859
ض ٨٨/٨٩



قسم: العلوم الاقتصادية

كلية العلوم الاقتصادية، علوم التسيير
والعلوم التجارية

تخصص: تمويل التنمية.

عنوان المذكرة

الهندسة المالية الإسلامية و دورها في تقليل المخاطر المالية

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

إشراف الأستاذة:

* عمري ريمة.

إعداد الطلبة:

* بودوز منال.

* عوامري مريم.

السنة الجامعية

2011 - 2010

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة 8 ماي 1945 - قالمة-



قسم: العلوم الاقتصادية

كلية العلوم الاقتصادية، علوم التسيير
والعلوم التجارية

تخصص: تمويل التنمية.

عنوان المذكرة

الهندسة المالية الإسلامية و دورها في تقليل المخاطر المالية

تمويل

مذكرة مف

إشراف الأستاذة:

* عمري ريمة.

إعداد الطلبة:

* بودور منال.

* عوامري مريم.

السنة الجامعية

2011-2010

بسم الله الرحمن الرحيم

"قالوا سبحانك لا علم لنا إلا ما علمتنا إنك أنت العليم
الحكيم"

سورة البقرة الآية (32)

صدق الله العظيم

كلمة شكر

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

نشكر الله القدير أولا وأخيرا 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 ورحابة 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 ودعماً لنا نعيمة ورحيمة.

إهداء

أهدي ثمرة جهدي إلى:
أعز ما أملك في الوجود "أبي" و "أمي"
أخي وأختي
كل عائلتي
من شاركنتني في هذا العمل "منال"
وإلى كل صديقاتي

مريم

إهداء

أهدي ثمرة جهدي إلى
أعز ما أملك في الوجود "أبي وأمي"
أخوتي و أخواتي
كل عائلتي خاصة "جدتي" و "خالي"
من شاركتني في هذا العمل "مريم"
وإلى كل صديقاتي

منال

فهرس الأحاديث:

108	"لا تفعل، بع الجمع بالدرهم، واشتر..."
110	"من سنّ في الإسلام سنة حسنة فله..."
142	"المتبايعان كل واحد منهما بالخيار..."
144	"لا تبع ما ليس عندك"
145	"الذهب بالذهب، والفضة بالفضة،..."

فهرس المحتويات:

I	..... كلمة شكر
II	..... الإهداء
III	..... قائمة الجداول
IV	..... قائمة الأشكال
[أ - هـ]	..... المقدمة
أ	..... إشكالية البحث
ب	..... الفرضيات
ب	..... تحديد إطار البحث
ج	..... أهداف البحث
ج	..... مناهج البحث
د	..... موقع البحث من الدراسات السابقة
د	..... هيكل البحث

02	المبحث الأول: ماهية الأوراق المالية التقليدية
02	المطلب الأول: تعريف الأوراق المالية
02	المطلب الثاني: ماهية الأسهم
12	المطلب الثالث: ماهية السندات
17	المبحث الثاني: عموميات حول المخاطر المالية
17	المطلب الأول: مفهوم المخاطرة
20	المطلب الثاني: تصنيف المخاطر ومصادرها
27	المطلب الثالث: المخاطر المرتبطة بالأوراق المالية
32	المطلب الرابع: مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييم الاستثمارات
33	المبحث الثالث: طرق قياس المخاطر المالية
33	المطلب الأول: قياس مخاطر أصل مالي
35	المطلب الثاني: قياس مخاطر المحفظة المالية
37	المبحث الرابع: إدارة المخاطر المالية
37	المطلب الأول: مفهوم إدارة المخاطر المالية وخصائصها
39	المطلب الثاني: أهداف إدارة المخاطر المالية وأدواتها
42	المطلب الثالث: عملية إدارة المخاطر المالية
44	المطلب الرابع: التحوط
48	خلاصة

[105-49]

الفصل الثاني: الإطار النظري للهندسة المالية التقليدية.

	تمهيد.
50	المبحث الأول: ماهية الهندسة المالية التقليدية
50	المطلب الأول: الإطار المفاهيمي للهندسة المالية التقليدية
54	المطلب الثاني: أسباب ظهور الهندسة المالية، أهدافها ومرتكزاتها
58	المطلب الثالث: الهندسة المالية فلسفتها، إستراتيجيتها و مجالاتها
62	المطلب الرابع: استخدامات الهندسة المالية التقليدية وآثارها
66	المبحث الثاني: منتجات الهندسة المالية التقليدية
66	المطلب الأول: نشأة منتجات الهندسة المالية التقليدية ومفهومها
68	المطلب الثاني: أسباب ظهور منتجات الهندسة المالية وأهميتها
70	المطلب الثالث: مميزات منتجات الهندسة المالية
73	المطلب الرابع: مستخدمو منتجات الهندسة المالية
75	المبحث الثالث: تحليل منتجات الهندسة المالية التقليدية
75	المطلب الأول: عقود الخيارات
80	المطلب الثاني: العقود الآجلة والمستقبلية
89	المطلب الثالث: عقود المبادلة
92	المطلب الرابع: عملية التوريق
96	المبحث الرابع: تقييم دور منتجات الهندسة المالية التقليدية
96	المطلب الأول: دور منتجات الهندسة المالية في تقليل المخاطر
99	المطلب الثاني: مخاطر منتجات الهندسة المالية
101	المطلب الثالث: المنتجات المالية التقليدية ودورها في خلق الأزمات
102	المطلب الرابع: سبل تقليل مخاطر منتجات الهندسة المالية التقليدية
105	خلاصة

[184-106]

الفصل الثالث: تقليل المخاطر باستخدام منتجات مالية إسلامية مع الإشارة للتجربة الماليزية

تمهيد

107	المبحث الأول: الهندسة المالية الإسلامية.....
107	المطلب الأول: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية.....
109	المطلب الثاني: مميزات الهندسة المالية الإسلامية عن التقليدية.....
113	المطلب الثالث: الهندسة المالية الإسلامية: المبادئ، المحددات والمداخل.....
117	المطلب الرابع: أهمية الهندسة المالية الإسلامية ومزاياها.....
120	المبحث الثاني: دور الهندسة المالية الإسلامية في إقامة سوق مالي إسلامي.....
120	المطلب الأول: ضرورة إيجاد سوق مالي إسلامي.....
124	المطلب الثاني: التكيف الشرعي للأدوات المالية التقليدية.....
127	المطلب الثالث: مفاهيم حول الصكوك الإسلامية.....
132	المطلب الرابع: أنواع الصكوك الإسلامية.....
140	المبحث الثالث: منتجات الهندسة المالية الإسلامية.....
140	المطلب الأول: المشتقات المالية الإسلامية.....
146	المطلب الثاني: التوريق الإسلامي.....
149	المطلب الثالث: المؤشرات المالية الإسلامية (مثل داو جونز لأسواق المال الإسلامية).....
154	المطلب الرابع: أهمية منتجات الهندسة المالية الإسلامية في تقليل المخاطر.....
160	المبحث الرابع: التجربة الماليزية في مجال الهندسة المالية الإسلامية.....
160	المطلب الأول: نظرة على الاقتصاد الماليزي.....
163	المطلب الثاني: سوق رأس المال في ماليزيا.....
168	المطلب الثالث: الصكوك كأهم منتج إسلامي في ماليزيا.....
177	المطلب الرابع: منتجات أخرى للهندسة المالية الإسلامية في ماليزيا.....
184	خلاصة.....
[191-185]	الخاتمة.....
186	أولاً: نتائج اختبار الفرضيات.....
186	ثانياً: نتائج البحث.....
190	ثالثاً: اقتراحات وتوصيات.....
190	رابعاً: آفاق البحث.....
[202-192]	قائمة المراجع.....

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
16	الفرق بين الأسهم العادية، الأسهم الممتازة والسندات.	01
46	ملخص "مواقف التحوط"	02
131	الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم والسندات	03
161	أهم المعطيات العامة والاقتصادية لماليزيا	04
174	الصكوك المالية الإسلامية المرخصة من هيئة الأوراق المالية الماليزية وفقا لمبادئ الشريعة (نسبة الصكوك من 2001 إلى 2008)	05

176	إصدار الصكوك حسب المصدر من 2001 إلى 2008 بالبلين (RM)	06
-----	---	----

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
22	العلاقة بين عدد الأصول في المحفظة الاستثمارية والمخاطر	01
58	فلسفة الهندسة المالية	02
78	أنواع حق الخيار	03
82	التعامل بالعقود الأجلة في السوق غير الرسمية	04
88	ميكانيزم العقود المستقبلية	05
169	البنية الأساسية لإصدار صكوك البيع بالثمن الأجل/المرابحة في ماليزيا.	06
170	معاملة صكوك الاستصناع في ماليزيا	07
171	أول الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات المحلية وفقا لمبدأ الإجارة	08
172	آلية إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا	09
173	آلية إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا	10
175	توزيع الصكوك حسب الصيغ من 2001 إلى 2008	11
177	أنواع الصكوك حسب المصدر من 2001 إلى 2008	12
180	مجموعة مؤشرات فوتنسي	13

لقد شهدت الساحة المالية في السنوات الأخيرة عدة تطورات وتغيرات تحت غطاء اقتصاد السوق، تمثلت في اشتداد المنافسة بين البنوك والمؤسسات المالية داخل أسواق المال العالمية، وتطور وسائل الاتصال وتكنولوجيا المعلومات، إضافة إلى التغيرات الهيكلية التي تمثلت في تحرير أسواق المال، وأسعار الفائدة والصرف وإزالة القيود على حركة رؤوس الأموال في ظل العولمة المالية. كل هذه التطورات أدت إلى زيادة ملحوظة في تقلبات الأسواق المالية، التي كانت سببا في حدوث أزمات مالية نظرا لزيادة المخاطر المالية، فوجدت المؤسسات المالية نفسها في حاجة ماسة إلى أدوات مالية جديدة تعنى بتقليل المخاطر، فما كان بالأمس يمثل لديها حولا ابداعية لمشاكل التمويل وإدارة المخاطر والتحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الفائدة والصرف وأسعار السلع لم يعد قادرا على ذلك. واستدعت هذه المقتضيات بروز تقنيات حديثة تواكب هذا التطور وتفي بحاجة المؤسسات المالية والمصرفية وكذا الأسواق المالية إلى مواجهة هذه المخاطر من خلال ما عرف بالهندسة المالية، فانصرف الاهتمام في العقود الثلاثة الماضية وبجدية إلى استحداث مجموعة من المنتجات التي تحمل الغرض التحوطي وتقليل المخاطر فتمى الاعتماد عليها بشكل كبير وساد الاعتقاد بأنها الحل، ولكن رغم النمو المطرد في هذه الأدوات والدور الذي كانت تمثله لمعالجة المخاطر، وأبرزها المشتقات المالية، إلا أن التقلبات والاضطرابات المالية والاقتصادية ظلت في الزيادة بدلا من الانحسار، لأنها في الواقع كانت متجهة للغرض المضاربي وليس التحوطي، فأصبحت المشتقات المالية تثير الكثير من الإشكاليات القانونية والأخلاقية، مما جعل الأصوات تتعالى بالتحذير منها والمطالبة بالحد من نموها. من هنا برزت الحاجة إلى توجيه الأنظار لمنحى آخر للابتكار المالي والتجديد وذلك في إطار الشريعة الإسلامية التي هي عبارة عن نظام متكامل للحياة الإنسانية، فبالرغم من أنها تقيد السلوك البشري في جوانب متعددة إلا أن هذه القيود ليست عائقا عن الابتكار، بل ربما العكس فهي لم تحجر دائرة الابتكار وإنما حجرت دائرة الممنوع وأبقت دائرة المشروع متاحة للجهد البشري في الابتكار والتجديد. وبالتالي أتاحت الفرصة أمام علماء المسلمين ومفكرهم إلى إيجاد حلول ووضع آليات ومنتجات تطبق فيها أحكام الشريعة الإسلامية لتخفيف حدة اضطرابات الأسواق المالية العالمية وتقليل مخاطرها، وهو ما أطلق عليه مصطلح الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي.

إشكالية البحث:

يدخل تقليل المخاطر عموما في إطار إدارة المخاطر، وهو بهذا المعنى يتفق مع مقاصد التشريع الإسلامي في حفظ المال وتجنب إضاعته وإتلافه، فليس هناك إشكال من حيث المبدأ حول هذا الهدف، لكن الإشكال هو حول كيفية ابتكار طرق ووسائل لتقليل المخاطر. ومن هذا المنطلق تبرز إشكالية بحثنا على النحو التالي:

كيف يمكن تقليل المخاطر المالية من خلال الهندسة الإسلامية؟

ويمكن تجزئة سؤالنا الرئيسي إلى مجموعة من التساؤلات الفرعية التالية:

- ✓ ما المقصود بالمخاطر المالية؟
- ✓ ماذا نعني بالهندسة المالية التقليدية؟ وفيما تتمثل منتجاتها؟
- ✓ ما هي الأسس التي تقوم عليها الهندسة المالية الإسلامية، وما أهمية هذه الأخيرة؟
- ✓ ما هو واقع المنتجات المالية الإسلامية في ماليزيا؟

الفرضيات:

- من أجل الإجابة عن إشكالية البحث سنقوم باختبار الفروض التالية:
- ✓ كل ورقة مالية لها مجموعة من المخاطر المرتبطة بها، فهناك مخاطر مرتبطة بالأسهم، وأخرى بالسندات.
- ✓ يقوم مفهوم الهندسة المالية أساسا على عنصري الابتكار والتطوير.
- ✓ ما يميز المنتجات المالية الإسلامية هو المصادقية الشرعية.
- ✓ يعمل سوق رأس المال في ماليزيا وبصفة تامة وفقا لموجهات الشرع الإسلامي.

تحديد إطار البحث:

إن حدود دراستنا هذه تأخذ بعدين يمكن تحديدهما فيما يلي:

البعد الزمني:

تناولنا في الدراسة الفترة من بدايات تزايد المخاطر التي تعترض الأسواق المالية والبحث عن طرق لتقليلها إلى غاية 2008، مركزين على الفترة من منتصف التسعينات إلى 2008 وهي المرحلة التي شهدت فيها الصناعة المالية الإسلامية طفرة تمثلت في زيادة الاهتمام بالمنتجات المالية الإسلامية.

البعد المكاني:

ستركز دراستنا على تجربة ماليزيا في مجال الهندسة المالية الإسلامية باعتبارها من الدول التي حققت نجاحات واسعة في إطار المعاملات المالية الموافقة لمقاصد الشرع الحنيف.

دوافع اختيار الموضوع:

في الحقيقة هناك عدة أساليب دافعة لاختيار هذا الموضوع دون غيره، منها دوافع ذاتية وأخرى موضوعية:

الدوافع الذاتية: وتمثلت أساسا في:

- ✓ الرغبة في الدراسة والبحث في قضايا الاقتصاد الإسلامي.
- ✓ الرغبة في إثراء المعرفة الذاتية بموضوع يدرس أحد انشغالات الأمة الإسلامية بحكم انتمائنا إليها.

الدوافع الموضوعية: وكانت كما يلي:

- ✓ تناسب موضوع البحث مع تخصص الدراسة "تمويل التنمية".
- ✓ المساهمة في لفت الانتباه وتحسيس الرأس العام الوطني والإسلامي للاهتمام بالدراسات حول الابتكار المالي وفق مبادئ الشرع الحنيف.
- ✓ إثراء المكتبة ببحوث تعالج مستحدثات الاقتصاد الإسلامي.
- ✓ إسقاط البحوث النظرية للواقع الملموس بالتطرق لتجربة ماليزيا في مجال الهندسة المالية الإسلامية.

أهداف البحث:

- إننا نسعى من وراء هذا البحث للوصول إلى الأهداف التالية:
- ✓ التعرف على الأوراق المالية التقليدية ومخاطر التعامل بها.
- ✓ تبيان مفهوم الهندسة المالية التقليدية وأبرز منتجاتها المتمثلة أساسا في المشتقات المالية.
- ✓ إبراز المخاطر الناجمة عن استخدام المشتقات المالية وطرح البدائل.
- ✓ إيضاح معنى الهندسة المالية الإسلامية وبيان أدواتها المستعملة في تقليل المخاطر.
- ✓ محاولة عرض تجربة ماليزيا في ابتكار وتطوير منتجات مالية إسلامية.

مناهج البحث:

ومن أجل الإجابة على إشكالية البحث واختبار صحة الفرضيات تم الاعتماد على المناهج التالية:

المنهج التاريخي:

وذلك من أجل تتبع بعض الوقائع التاريخية والتسلسلات الزمنية لبعض المراحل التاريخية مثل تتبع وقائع ظهور الهندسة المالية، مما يوجب علينا التوقف عند المحطات التاريخية.

المنهج الوصفي التحليلي:

وذلك من أجل وصف الهندسة المالية وكل المفاهيم المرتبطة بها وبمنتجاتها، وإظهار آلية التعامل بهذه المنتجات وتحليلها من خلال إظهار تكييفها الشرعي.

منهج دراسة حالة:

حيث تم أخذ التجربة الماليزية وذلك بوصفها نموذجا للوقوف على أهم منتجات الهندسة المالية الإسلامية المستعملة في السوق الماليزي ومدى تنوعها وتغطيتها لاحتياجات المستثمرين المسلمين خاصة

في مجال تقليل المخاطر، كما تم اعتماد تحويل المعطيات الرقمية إلى نسب ورسمها على شكل أعمدة بيانية ودائرة نسبية ثم قراءتها وتفسيرها من أجل الوصول إلى استنتاجات تهم دراستنا.

موقع البحث من الدراسات السابقة:

إن موضوع الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تقليل المخاطر المالية هو موضوع حديث نسبياً، وهذا ما انعكس في قلة البحوث والدراسات في هذا المجال خاصة التي تصب في صلب الموضوع، إذ لم تتوفر لدينا كتب متخصصة في هذا الإطار ولكن هناك بعض الدراسات التي مست جوانب الموضوع نذكر منها:

- ✓ رسالة ماجستير لنبيل خليل طه سمور بعنوان "سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007، وقد خلصت هذه الدراسة إلى وجود فروق جوهرية بين النظرية والتطبيق في إطار عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية، ويرجع ذلك إلى عدة عوامل ومسببات أهمها وجود اختلافات فقهية بين العلماء والفقهاء المعاصرين حول الحكم الشرعي لبعض معاملات السوق من حيث الجواز والحظر.
 - ✓ رسالة ماجستير لنورليامت سعيد جعفر بعنوان "سوق المشتقات المالية - تقدير اقتصادي وشرعي-"، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، أربد، 2007، وقد تناولت الدراسة شرح مفصل عن سوق المشتقات المالية، دون إعطاء الحجم الكافي للدراسة النظرية من الناحية الفقهية الاقتصادية الإسلامية.
 - ✓ رسالة ماجستير لمحاجبية نصيرة، بعنوان "وظيفة الهندسة المالية في البنوك"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945، قالمة، 2006، حيث تناولت هذه الدراسة موضوع الهندسة المالية التقليدية، ولم تتطرق إليها من منظور إسلامي.
- أما بحثنا فهو يركز على الهندسة المالية الإسلامية وأهم منتجاتها كأحد الحلول لتقليل المخاطر المالية التي تسببها المنتجات المالية التقليدية، بالإضافة إلى تطبيق الدراسة على التجربة الماليزية.

هيكل البحث:

بالرغم من قناعتنا بوجود أكثر من خطة بديلة لدراسة هذا الموضوع إلا أننا وتماشياً مع المنهج السابق الذكر قمنا بتقسيم هذا البحث إلى ثلاث فصول منهجية.

الفصل الأول و المعنون بالأوراق المالية التقليدية وأصول إدارة مخاطرها.

تضمن معلومات حول الأوراق المالية التقليدي والمخاطر المالية المرتبطة بها، باعتبارها عناصر تمهيدية للموضوع، فتناولنا في المبحث الأول ماهية الأوراق المالية التقليدية، ثم تطرقنا في المبحث الثاني إلى عموميات حول المخاطر المالية، أما المبحث الثالث فقد تعرضنا فيه إلى طرق وأساليب قياس المخاطر المالية، بينما تناولنا إدارة المخاطر المالية في المبحث الرابع.

الفصل الثاني الموسوم بالإطار النظري للهندسة المالية التقليدية.

يتناول الهندسة المالية التقليدية وأدواتها باعتبارها عنصراً مهماً قبل الدخول في موضوع الهندسة المالية الإسلامية، حيث ضم المبحث الأول ماهية الهندسة المالية التقليدية، يليه المبحث الثاني الذي يتضمن منتجات الهندسة المالية التقليدية، أما المبحث الثالث فهو يتناول تحليلاً لمنتجاتها، انتهاءً بالمبحث الرابع والذي يركز على تقييم تلك الأدوات أو المنتجات المالية.

الفصل الثالث الذي سمي دور منتجات الهندسة المالية الإسلامية مع الإشارة للتجربة الماليزية.

ويتناول الهندسة المالية الإسلامية ومنتجاتها المتوافقة مع الشرع الحنيف مع توضيح دور هذه الأخيرة في تقليل المخاطر، حيث تضمن المبحث الأول الهندسة المالية الإسلامية، ويبرز المبحث الثاني دور هذه

الأخيرة في إقامة سوق مالي إسلامي وتطوير أدواته، بينما يتناول المبحث الثالث منتجات الهندسة المالية الإسلامية وفي الأخير يعرض المبحث الرابع تجربة ماليزيا في مجال الابتكار المالي الإسلامي.

تمهيد:

تعتبر الوظيفة الأساسية للسوق المالي هي الجمع بين أصحاب العجز المالي وأصحاب الفائض المالي، وذلك عن طريق طرح أوراق مالية للاكتتاب فيها ثم تداولها.

تمثل الأسهم والسندات أهم وأقدم الأدوات المالية المتعامل بها في الأسواق المالية إلا أن التعامل بهذه الأوراق المالية يصاحبه مخاطر متعددة، منها ما قد ينجم عن تقلب الأسعار في تلك الأسهم والسندات، ومنها ما قد ينجم عن تقلبات أسعار الصرف، بالإضافة إلى مخاطر القدرة على التخلص من الورقة المالية في مدة زمنية معينة، الأمر الذي يجعل المتعاملين بها يسعون لتحقيق عائد مرضي يعوضهم عن المخاطر التي يتعرضون لها.

والحقيقة أنه لا يمكن تصور وجود استثمار في ورقة مالية معينة يحمي صاحبه كلياً من المخاطر، الأمر الذي يصعب على المستثمر التحديد الدقيق لمعدل العائد من تلك الورقة المالية، لأنه يعمل في عالم يتسم بقدر من عدم التأكد بشأن المستقبل، لذلك فكل مستثمر يسعى إلى قياس المخاطر المرتبطة بأوراقه المالية، محاولاً بذلك تقدير حجم المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها، ولا يكفي تقدير حجم هذه المخاطر بل يتوجب إدارتها والتحوط منها وذلك باختيار الأساليب المناسبة، بهدف تقليل الخسائر إلى أدنى حد ممكن.

وسنحاول في هذا الفصل التعرف على الأوراق المالية التقليدية وأصول إدارة مخاطرها حيث قسمناه كمايلي:

المبحث الأول: ماهية الأوراق المالية التقليدية.

المبحث الثاني: عموميات حول المخاطر المالية.

المبحث الثالث: قياس المخاطر المالية.

المبحث الرابع: إدارة المخاطر المالية.

المبحث الأول: ماهية الأوراق المالية التقليدية.

تعتبر الأوراق المالية التي يتم التعامل بها في سوق رأس المال من الأدوات الرئيسية، وتمثل الورقة المالية صكاً يعطي لحامله الحق في الحصول على عائد أو الحق في جزء من أصول الشركة أو الحقين معاً، ويتم إصدار الأوراق المالية من طرف المؤسسات الاقتصادية مهما كانت طبيعة نشاطها، والأوراق المالية التقليدية تتمثل في الأسهم والسندات.

المطلب الأول: تعريف الأوراق المالية.

تعددت تعاريف الأوراق المالية، نذكر جملة منها:

الأوراق المالية هي "الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات والمصارف والهيئات العامة وغيرها، وهي صكوك طويلة الأجل تصدر لمدة حياة الشركة فيما يتعلق بالأسهم، أو لمدة عدد من السنوات فيما يتعلق بالسندات مما يجعلها عرضة لتقلب الأسعار في السوق حسب تغيرات الظروف الاقتصادية"⁽¹⁾.

كذلك هي "التمثيل القانوني لحق المستثمر في الحصول على العوائد المتوقعة في المستقبل في ظل شروط محددة سلفاً"⁽²⁾.

كما أنها "أوراق قانونية تنشئ حقوقاً، وترتب التزامات، وهي نوع من الموجودات المالية"⁽³⁾. والأوراق المالية مستندات ملكية أو دين تبيّن حقوق ومطالب المستثمر⁽⁴⁾.

وبصفة عامة فإن الورقة المالية هي دليل الملكية للمستثمر كما أنها تحدد حقوقه، ويمكن تحويل ملكية هذه الورقة وما عليها من حقوق وشروط إلى مستثمر جديد، لذلك فإن أطراف الورقة المالية هي:

- جهة الإصدار أو مانحة الحق أو صاحبة الالتزام القانوني والتي تحصل على الموارد المالية لتمويل نشاطها.

- المستثمرون وهم أصحاب الحق في استرداد أموالهم عند الاستحقاق أو عند الرغبة ويرتكز هدفهم في تعظيم عائد الاستثمار المتمثل في الفرق بين قيمة الثروة المالية في بداية ونهاية المدة.

المطلب الثاني: ماهية الأسهم.

أعطيت للأسهم عدة تعاريف، كما أنها تتميز بعدة خصائص، وتنقسم إلى عدة أنواع هي: الأسهم العادية، الأسهم الممتازة والأسهم الخاصة.

(1) صلاح الدين حسين السبسي، "بورصات الأوراق المالية"، عالم الكتب، القاهرة، 2003، ص ص 20، 21.

(2) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 31.

(3) طاهر حيدر حردان، "مبادئ الاستثمار"، دار المستقبل، عمان، 1997، ص 18.

(4) محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، "الاستثمار في البورصة"، دار الحامد، عمان، 2006، ص 17.

الفرع الأول: تعريف الأسهم.

تعرف الأسهم على أنها: "رأس المال المكتتب من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهمتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة وبالتالي فإن كلا من رأس المال المعلن ورأس المال الفعلي ورأس المال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للسهم"⁽¹⁾.

كما يعرف السهم على أنه: "حق المساهم في شركة أموال، وهو الصك الذي يثبت هذا الحق، قابل للتداول وفقاً لقواعد القانون التجاري، ويتمثل حق المساهم في الجمعيات العمومية وحق التصويت فيها، حق الانتخاب وحق الأولوية عند الاكتتاب، كما أنه يعطي الحق في الحصول على جزء من أرباح الشركة عند تصفيتها بسبب الانقضاء"⁽²⁾.

ويعرف السهم على أنه: "عبارة عن صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي الأصول لشركة مساهمة أو توصية بالأسهم، وهو يضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تناسب ما يملكه من أسهم، وتكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم"⁽³⁾.

وبصفة عامة يمكن القول أن السهم هو حصة من رأس مال شركة المساهمة، وهو عبارة عن ورقة مالية طويلة الأجل، تكون قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، وتعد هذه الورقة أداة لتكوين رأس مال الشركة أو لرفع رأس مالها عند احتياج المؤسسة إلى التمويل، وحملة الأسهم هم شركاء في الداخل وفي تحمل ما يسفر عنه المركز المالي سواء ربح أو خسارة، وأهم ما يميزهم أنهم لا يحصلون على فوائد، كما تسمح الورقة بالحصول على امتيازات مثل العضوية في الجمعية العمومية للمساهمين وحق التصويت.

ويتميز السهم بقيمة اسمية، قيمة دفترية، قيمة سوقية وقيمة إصدار، حيث تكون متساوية وغير قابلة للتجزئة لتسهيل عملية توزيع الأرباح بين المساهمين وتقدير الأغلبية في الجمعيات العمومية للشركة وتكون على النحو التالي⁽⁴⁾:

أولاً: القيمة الاسمية: وهي القيمة المبنية على صك السهم حيث تحدد حصة السهم الواحد في ملكية رأس المال، وتعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{القيمة الاسمية} = \text{رأس المال} / \text{عدد الأسهم}$$

- (1) هويشار معروف، "الاستثمار في الأوراق المالية"، دار الصفاء، عمان، 2003، ص 92.
 (2) شمعون شمعون، "البورصة ويورصة الجزائر"، أطلس للنشر، 1993، ص 21.
 (3) محمد محمود عبد ربه، "مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييم الاستثمارات في سوق الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 08.
 (4) سيد سالم عرفة، "إدارة المخاطر الاستثمارية"، دار الراجحة للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص ص 91، 92.
 (5) نفس المرجع، ص 91.

ثانياً: القيمة الدفترية: وهو المبلغ الذي يصيب السهم الواحد من صافي موجودات الشركة بعد خصم التزاماتها، وتكون العلاقة كالتالي:

$$(1) \frac{\text{إجمالي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{رأس المال} + \text{الاحتياطيات} + \text{أرباح غير موزعة}}{\text{عدد الأسهم}}$$

والفرق بين القيمة الدفترية والقيمة الاسمية هو أن الأولى تمثل مفهوماً محاسبياً، بينما تمثل الثانية مفهوماً قانونياً.

ثالثاً: القيمة السوقية: هي القيمة التي يباع بها السهم في سوق الأوراق المالية بسعر يتحدد وفقاً لقوى العرض والطلب، وقد تكون هذه القيمة أعلى أو أقل من الدفترية أو الاسمية، فإن كان أداء الشركة جيد وتحقق أرباحاً فمن المتوقع أن السعر السوقي سيكون أعلى من القيمة الدفترية أو الاسمية.

رابعاً: قيمة إصدار السهم: وهي القيمة التي يصدر بها السهم، ولا يجوز إصدار السهم بأعلى أو أقل من القيمة الاسمية سواء عند التأسيس أو زيادة رأس مال الشركة، لكن يوجد بعض الاستثناءات حيث يجوز لمجلس الإدارة أن يصدر الأسهم بأعلى من قيمتها وذلك بناءً على تقرير من مراقب الحسابات، والفرق يسجل في الاحتياطي الإجباري، على أن لا يوزع في شكل أرباح، أما في حالة الإصدار بأقل من قيمتها الاسمية فإن مالكي الأسهم ملزمون بتسديد الفرق إلى الشركة في حالة الخسارة أو التصفية⁽²⁾.

الفرع الثاني: خصائص الأسهم.

تشمل الأسهم مجموعة من الخصائص تميزها عن باقي الأوراق المالية الأخرى يمكن إدراجها كما يلي⁽³⁾:

أولاً: الأسهم صكوك ملكية أي تمثل جزء من رأس مال الشركة، وحملة الأسهم العادية هم أصحاب الشركة.

ثانياً: الحصول على جزء من الأرباح وعلى حصة من رأس المال في حالة التصفية، فيحصل المساهمون على جزء من الأرباح، يتوقف على عدد من الأسهم، وحجم هذه الأرباح وعلى اتخاذ القرار بتوزيعها.

ثالثاً: الاشتراك في الجمعيات العمومية وحق التصويت، حيث أن أصحاب الأسهم يتمتعون بإدارة الشركة.

رابعاً: أرباح السهم غير محددة مسبقاً، وتعتمد على الموقف المالي للشركة.

(1) سيد سالم عرفة، نفس المرجع، ص 92.
 (2) أحمد بن عبد الرحمن، "الأسهم: مفهوماً، خصائصها، حكمها الشرعي"، مقالة منشورة على موقع: www.indexignal.com ، تاريخ الاطلاع: 2011/01/22.

(3) يوسف الشيبلي، "الاستثمار في الأسهم والسندات"، مقالة منشورة على موقع: www.shubily.com ، تاريخ الاطلاع: 2011/01/10.

خامساً: تتميز الأسهم بخاصية السيولة، حيث أنها قابلة للتحويل إلى سيولة نقدية بشكل أسرع من الاستثمارات الأخرى.

سادساً: تتساوى قيمة الأسهم للشركة الواحدة، مما يوحي أن كل سهم يتساوى مع غيره في الحقوق.
سابعاً: الاستثمار في الأسهم عملية إيجابية تتيح لجميع المشاركين في الشركة تحقيق نفس فرص الأرباح.

ثامناً: قابلية السهم للتداول، وهي ميزة تعطي لحملة الأسهم إمكانية التنازل عنها بسرعة.

تاسعاً: الاستفادة من حق التخصيص مجاناً في حالة رفع رأس المال تتناسب مع هذه الزيادة.

الفرع الثالث: أنواع الأسهم.

تتعدد الأسهم التي تصدرها شركات المساهمة إلى عدة أنواع سواء من حيث الشكل أو من حيث الحقوق التي يتمتع بها أصحابها أو من حيث الامتيازات التي تمنح لبعض الأنواع من الأسهم، وعليه يمكن تصنيف الأسهم إلى أسهم عادية، أسهم ممتازة وأسهم خاصة.

أولاً: الأسهم العادية: والتي سيتم تناولها من خلال التعريف، الخصائص والأنواع.

1- تعريف الأسهم العادية: يعرف السهم العادي بأنه أداة ملكية ذات صفة مالية قابلة للتداول، يمثل حقا لحامله بذمة الجهة التي أصدرته في الحصول على عوائد غير ثابتة بجانب حصة برأس مال الشركة والمثبتة بشهادة السهم⁽¹⁾.

ويعرف على أنه وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة تضمن حقوقا

وواجبات متساوية وتطرح للجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق المالية⁽²⁾.

2- خصائص الأسهم العادية: تتمتع الأسهم العادية بخاصيتين أساسيتين تميزها عن باقي الأصول المالية هما⁽³⁾:

أ- خاصية المطالبة بالحق المتبقي: وتشير إلى اعتبار حملة الأسهم العادية آخر الطوائف في استيفاء حقوقهم من أرباح وأصول الشركة، إذ في حالة التصفية يكون لهم الحق فقط بالمطالبة بالمبالغ المتبقية من قيمة أصول الشركة بعد استيفاء حقوق الأطراف الأخرى، وفي حالة الشركات التي لا تخضع إلى عملية التصفية فإن حملة الأسهم الحق فقط في المطالبة بالجزء المتبقي من الدخل التشغيلي بعد سداد الضرائب والفوائد المستحقة للدائنين وحملة السندات، غير أن هذا الحق مرهون برغبة الإدارة في صرف توزيعات نقدية أو إعادة استثمار الأرباح المحققة في الشركة بهدف زيادة قيمة السهم.

ب- خاصية المسؤولية المحدودة: وتعني أن حملة الأسهم العادية لا يسألون عن ديون الشركة إلا

(1) أرشد فؤاد النيمي، أسامة عزمي سوام، "الاستثمار في الأوراق المالية"، دار المسيرة، عمان، 2004، ص 30.

(2) هويشار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 93.

(3) عاطف وليم أندراوس، "أسواق الأوراق المالية"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص 66.

في حدود حصصهم في رأس مال الشركة، إذ أنه في حالة التصفية وعدم كفاية أصولها لتغطية التزاماتها يتم اللجوء إلى الأموال الخاصة للملاك والشركات المتضامنة. بالإضافة إلى ما سبق توجد خصائص أخرى يمكن ذكرها كما يلي⁽¹⁾:

- حق الملكية، حيث يكون المساهم مالكا لجزء من رأس مال الشركة وذلك حسب نسبة المساهمة، أي أن هذا الحق يستمر حتى تصفية الشركة.

- إن لأصحاب الأسهم العادية الأولوية لامتلاك الأسهم الجديدة التي يجري عرضها في الاكتتاب العام.

- يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق المالية الثانوية، غير أنهم في المقابل لا يحق لهم المطالبة بقيمة الأسهم من الشركة قبل تصفيتها وبذلك فهي قابلة للتحويل إلى سيولة متى احتاجها مالكيها.

- يمكن لأصحاب الأسهم العادية المشاركة في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة والتدخل في سياسات الشركة وإجراءاتها الإدارية.

- تتسم أسهم الكثير من الشركات ببعض المرونة من حيث الملكية، فقد تصدر بصيغ مختلفة منها:

✓ أسهم تسجل عليها أسماء مالكيها والتي لا يمكن للآخرين المطالبة بحقوقها وتسمى أسهم الملكية الشخصية.

✓ أسهم تصدر لأمر أي شخص، يمكن أن يسجلها في سجلات الشركة باسمه.

✓ أسهم حرة من حيث الملكية، توجه لحاملها وبالتالي لا يسجل اسم مالكيها في سجلات الشركة.

3- أنواع الأسهم العادية.

هناك عدة أنواع من الأسهم تختلف عن بعضها البعض حسب المعيار المستخدم في التصنيف والتي منها ما يلي:

أ- حسب الشكل: وفقا لهذا المعيار يمكن تصنيف الأسهم العادية إلى:

* **أسهم لحاملها:** وهي أسهم تشبه النقود، ويكون مالك السهم هو الشخص الذي يحوزه، أي أن

الملكية تنتقل بمجرد المناولة أي يتم التداول من يد إلى يد أخرى⁽²⁾.

* **أسهم اسمية:** وهي التي يسجل اسم حاملها على الصك، ويمكن لمالك السهم بيعه إلى مستثمر آخر على أن يسجل اسم المالك الجديد في جدول يسمى جدول التنازلات، ويسجل في دفاتر الشركة⁽³⁾.

* **أسهم لأمر:** يصدر هذا السهم لأمر شخص معين، وتتم عملية تداوله عن طريق التظهير دون اشتراط موافقة مسبقة من الشركة المصدرة، إلا أن الشركة تشترط عند الإصدار أن تكون هذه الأسعار كاملة الوفاء بدفع كل قيمتها الاسمية، باعتبار أن الشركة المصدرة ليست قادرة

(1) هويشار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 94.

(2) طارق عبد العال حماد، "دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 20.

(3) ضياء مجيد الموسوي، "البورصات (أسواق المال وأدواتها، الأسهم والسندات)"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003، ص 19.

على تعقب تداول السهم⁽¹⁾.

ب- **حسب الحصة المدفوعة من قبل المساهم:** استنادا لهذا المعيار يمكن التمييز بين:

* **الأسهم النقدية:** هي الأسهم التي تمثل حصصا نقدية في رأس مال الشركة، يدفع المكنتب قيمتها نقدا ولا يصبح السهم قابلا للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية⁽²⁾.

* **الأسهم العينية:** هي الأسهم التي تمثل حصصا عينية من رأس مال الشركة، وتصدر مقابل أصول عينية كعقار أو مصنع أو متجر أو موجودات الشركة، مصادق عليها من قبل الجمعية التأسيسية⁽³⁾.

* **أسهم التأسيس:** تصدر من طرف الشركة لفائدة بعض الأشخاص لقاء ما يقدموه من جهد وخدمات لإتمام إنشاء الشركة، هذه الأسهم قد تكون اسمية أو لحاملها، تعطي لأصحابها الحق في الأرباح فقط دون حق الاشتراك في إدارة الشركة أو نصيب من أصولها عند التصفية، كما لا تكون لها قيمة اسمية أي لا تدخل في تكوين رأس مال الشركة لكن لها قيمة سوقية⁽⁴⁾.

ج- **حسب الحق الذي يتمتع به صاحبها:** استنادا لهذا المعيار يمكن التمييز بين:

* **الأسهم البسيطة:** وهي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما، بقيمة اسمية ثابتة تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكيها، ويعتبر أصحابها أكثر الأطراف المرتبطة بالمنشأة استفادة في حالة نجاح المنشأة، وفي نفس الوقت أكثر الأطراف التي تتحمل الضرر والمخاطر في حالة فشل المنشأة⁽⁵⁾.

* **أسهم التمتع:** وهو الصك الذي يستلمه المساهم عندما يستولي على القيمة الاسمية من سهمه، ويشترط لإعطاء هذه الأسهم أن يكون ذلك مصرحا به في القانون النظامي للشركة ويتم ذلك عن طريق القرعة⁽⁶⁾.

د- **أنواع جديدة للأسهم العادية:** بالإضافة إلى ما سبق ذكره، ظهرت أنواع أخرى من الأسهم العادية في صورة جديدة هي⁽⁷⁾:

* **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** من العلم أنه على الشركة الواحدة أن تملك مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح المحققة ككل، غير أن شركة جنرال

(1) يوسف الشيبلي، مرجع سبق ذكره، ص 21.

(2) ضياء مجيد الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص 38.

(3) نفس المرجع، ص 38.

(4) إبراهيم عبد الرزاق، "الأوراق المالية التقليدية"، مقالة منشورة على الموقع: www.uvesm.maktoob.com

تاريخ الاطلاع: 2011/02/20.

(5) نفس المرجع.

(6) شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص 25.

(7) أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سوام، مرجع سبق ذكره، ص 44، 43.

موتورز لإنشاء الطائرات أظهرت مجموعتين جديدتين من الأسهم العادية إلى جانب الأسهم الأخرى التي تمتلكها الشركة ككل، حيث أصدرت مجموعة من الأسهم أطلق عليها فئة "E" CLASS ترتبط فيها التوزيعات التي يحصل عليها حاملها بالربح الذي يحققه قسم الإنتاج، الأنظمة الالكترونية، والفئة الثانية "H CLASS" حيث قامت بربط توزيعات الأرباح التي يحققها كل قسم من أقسام الإنتاج.

* **الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:** الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية تخصم بعد خصم الضريبة، ولكن في السنوات الأخيرة أقرت بعض التشريعات الضريبية في بعض الدول أنه يجوز خصم الأرباح الموزعة قبل خصم الضريبة، كما هو الحال بالنسبة لفائدة السندات.

* **الأسهم العادية المخصصة:** لا يحق لحامل السهم العادي الرجوع إلى الشركة لاسترداد قيمة سهمه في حالة انخفاض قيمته في السوق، فإذا أراد التخلص منه يقوم بعرضه للبيع، وفي حالة الإفلاس ليس هناك ضمان لاسترداد قيمة السهم، إلا أنه في بعض الدول أظهرت عكس ذلك، أي استحدثت أسهم عادية تعطي الحق لحاملها بالمطالبة بالتعويض في حالة انخفاض سعرها في السوق، ويتم تعويض الخسائر فقط إذا كانت القيمة السوقية أقل من مستوى القيمة المحددة للتعويض، وإذا تجاوز الحد المشار إليه فلن يتعرض المستثمر إلى أي خسارة، أي لا يوجد حد أقصى للأرباح أما الخسائر فهي محدودة.

ثانياً: الأسهم الممتازة: سيتم تناولها من خلال التطرق لمفهومها، خصائصها وأنواعها كالتالي:

1- مفهوم الأسهم الممتازة: تعرف الأسهم الممتازة على أنها: "أداة مالية مهجنة تجمع بين صفات أداة المديونية (السند) وأداة الملكية (السهم العادي) ولحاملها الحق في الحصول على عائد محدد سنوياً، إما بنسبة من القيمة الاسمية أو بمبلغ محدد بجانب المبلغ المثبت بشهادة السهم"⁽¹⁾.

وكذلك هي الأسهم التي تلجأ إليها الشركات عند محاولتها تحفيز المستثمرين للاكتتاب بالمساهمة في توسيع رأسمالها وتمويل مشروعاتها الجديدة في مواجهة بعض الصعوبات⁽²⁾.

كما أنها: "أوراق مالية تمثل حق ملكية وحق مديونية، وباعتبارها ملكية فهي تستحق أرباحاً مما تحققه المنشأة وتكون تلك الأرباح محددة بحددها الأدنى أو حددها الأعلى، وتدفع أولاً لحملة الأسهم الممتازة لذلك فإنها تماثل السند في هذا الحق كما أن حملة الأسهم الممتازة يحصلون على امتياز يتمثل في زيادة عدد الأصوات التي يتمتعون بها في التصويت، بالإضافة إلى امتياز الأولوية في الحصول على نصيب من أموال التصفية قبل التوزيع على حملة الأسهم العادية"⁽³⁾.

(1) أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سوام، مرجع سبق ذكره، ص 66.

(2) هوبشار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 100.

(3) حمزة محمود الزبيدي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مؤسسة الوراق، عمان، 2004، ص 177.

وعليه فالسهم الممتاز له قيمة إسمية، دفترية وسوقية شأنه في ذلك شأن الأسهم العادية غير أن القيمة الدفترية تتمثل في القيمة الاسمية وعلو الإصدار للسهم الممتاز كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة⁽¹⁾.

ومنه فالأسهم الممتازة تجمع بين خصائص الأسهم العادية والسندات وبالتالي فهي تمنح لمالكها حقوقاً إضافية لا يتمتع بها صاحب السهم العادي، مثل أن يحصل مالكها على أسبقية عن حملة الأسهم العادية في الحصول على نسبة من أرباح الشركة، كما أن مالكها له أسبقية على حملة الأسهم العادية في الحصول على نسبة من أرباح الشركة، كما أن مالكها يتمتع بأولوية في الحصول على حقوقه عند تصفية الشركة قبل حملة الأسهم العادية وبعد حملة السندات.

تشبه الأسهم الممتازة السندات من حيث⁽²⁾:

– الحصول على فوائد دورية واستيفاء حقوق ملاكها عند التصفية.

– يمكنها أن تصدر بشروط تكفل استدعاءها أو تحويلها إلى أسهم عادية بشروط معينة.

تشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية من حيث⁽³⁾:

– أنها مستند ملكية لها قيمة اسمية وسوقية، يرتبط أجله بوجود استثمار الشركة.

– المعاملات الضريبية: حيث لا تعتبر التوزيعات المقررة لحملة الأسهم بنوعها بخلاف فوائد

السندات ضمن التكاليف الواجبة الخصم وصولاً إلى الدخل الخاضع للضريبة.

يترتب على حملة الأسهم الممتازة حقوق تتمثل في⁽⁴⁾:

– حق الأولوية في الحصول على الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها قبل توزيع الأرباح على

حملة الأسهم العادية، وهذا ما يشكل نوعاً من الضمان.

- حق الأولوية عند التصفية، فتستوفى قيمة السهم الممتاز أو جزء من هذه القيمة قبل سداد قيمة الأسهم العادية.
- يتم سداد قيمة الأسهم الممتازة من أرباح الشركة وليس من رأسمالها، ويتم سداد الأسهم الممتازة بالطرق التالية:
- * أن تقوم الشركة بشراء الأسهم الممتازة من أسواق المال.
- استدعاء الأسهم الممتازة أو جزء منها وتسديد قيمتها لأصحابها على أن يكون بنص صريح في نظام إصدار هذا السهم.

2- خصائص الأسهم الممتازة: تتميز الأسهم الممتازة بمجموعة من السمات نذكر منها(5):

- (1) منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 23.
- (2) عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 68، 69.
- (3) نفس المرجع، ص 69.
- (4) ضياء مجيد الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص 40.
- (5) عليان الشريف وآخرون، "الإدارة والتحليل المالي"، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص 97، 98.
- تصدر الأسهم الممتازة بقيمة اسمية مثبتة بشهادة السهم وهي قيمة ملزمة على أساسها يحسب مقسوم الأرباح الممتازة، ليس هناك قيمة اسمية محددة إذ قد يصدر السهم الممتاز بفئات.
- يحصل حامل السهم الممتاز على حصته قبل حملة الأسهم العادية.
- يعتبر السهم الممتاز من أدوات الملكية، فليس له تاريخ استحقاق معين إلا إذا تضمن شروط مثل الاستدعاء أو الإطفاء.
- وهناك سمات أخرى للأسهم الممتازة نذكر منها(1):

- حق التصويت في حالة تراكم المقسومات والإطفاء، حيث تخصص بعض الشركات مبالغ دورية تسمى صناديق الإطفاء لغرض استهلاك السهم، إما على فترات متعاقبة أو في نهاية فترة زمنية محددة مسبقاً وتكون إما بسعر السوق أو بسعر الاستدعاء، والاستدعاء يعطي للجهة المصدرة حق استدعاء الأسهم الممتازة بعلاوة عن القيمة الاسمية تسمى علاوة الاستدعاء، أو حيز التحويل، ويقصد به تحويله إلى الأسهم العادية، وفي هذه الحالة يخضع لشرط الإطفاء والاستدعاء وأسباب التحويل هي لتبسيط هيكل رأس المال وتخفيض كلفته وبيع الأسهم العادية بسعر أعلى من سعر السوق.
- إضافة إلى هذه السمات التي تميز الأسهم الممتازة هناك عدة سلبيات لهذه الأسهم يمكن إبرازها من ناحية الشركة والمستثمر كما يلي(2):

* بالنسبة للشركة:

- أرباحها لا تخفض من الوعاء الضريبي.
- تعهد الشركة بتوزيع نسبة شبه ثابتة من الأرباح على حملة هذه الأسهم تمثل عبئاً على الشركة تماماً مثل السندات.
- تعتبر تكلفة الأسهم الممتازة عادية إذا ما قورنت بالسندات.
- * بالنسبة للمستثمرين:
- يتحملون جزءاً من الخطر مثلهم في ذلك مثل الأسهم العادية ولكن بدرجة أقل ومع ذلك فإن حصصهم في الأرباح ثابتة ومحددة.
- أسعار هذه الأسهم متقلبة مثل الأسهم العادية وليست شبه ثابتة مثل السندات.
- ليس لهم الحق بالمشاركة في الإدارة.

3- أنواع الأسهم الممتازة: توجد عدة أنواع من الأسهم الممتازة نذكر منها:

- أ- أسهم ممتازة مجمعة وغير مجمعة للأرباح: يقصد بالأسهم الممتازة المجمعة للأرباح بأنه إذا لم تكف أرباح الشركة لدفع النسبة المتفق عليها لحملة الأسهم الممتازة في سنة ما لا يؤدي إلى سقوط حقهم في الحصول على نصيبهم من الأرباح وإنما تؤجل وتجمع مع المستحق في العام الموالي عندما

(1) ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سوام، مرجع سبق ذكره، ص 67.

(2) عليان الشريف وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 98.

تتوفر الأرباح، أما الأسهم الممتازة الغير مجمعة للأرباح فإنها إذا لم تحصل على النسبة المتفق عليها من أرباح الشركة فلا يجوز المطالبة بالجزء المتبقي من الأرباح في السنوات التالية حتى عندما تتوفر الأرباح⁽¹⁾.

ب- أسهم قابلة للاستدعاء وغير قابلة للاستدعاء: الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء تجمع بين خصائص الأسهم العادية والسندات، من ناحية يمكن ردها لما هو مكتوب في نشرة الاكتتاب، وهي خاصية السند، ومن ناحية أخرى 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 القابلة للاستدعاء⁽²⁾.

ج- أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح وغير مشاركة في الأرباح: تتميز الأسهم المشاركة في الأرباح بزيادة معدلها في توزيع الأرباح بزيادة أرباح الشركة، أما الأسهم الممتازة غير المشاركة في الأرباح بحسب معدل الأرباح السنوية سواء حققت أرباح مرتفعة أو متوسطة أو صغيرة⁽³⁾.

د- أسهم ممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم عادية وغير قابلة للتحويل: أحيانا تعطي الأسهم الممتازة حق التحويل إلى أسهم عادية وفقا للأوضاع المقررة في نشرة الاكتتاب وكذلك عندما يجد 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⁾.

هـ- 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 وقد يعطى لحملة هذه الأسهم الحق في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، وقد يكون امتيازاً في شكل حق الاعتراض على قرارات الجمعية العمومية⁽⁵⁾.

و- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: هي أسهم ممتازة تعطي لحاملها الحق في الحصول على عائد كل ثلاثة أشهر، حيث يتغير هذا العائد وفقا للتغيرات التي تطرأ على معدل الفائدة على سندات الحكومة وعادة لا تقل التوزيعات لهذا النوع من الأسهم عن 75%⁽⁶⁾.

ي- الأسهم الخاصة: وهي أسهم وشهادات تصدرها شركة المساهمة بهدف الحصول على التمويل اللازم وسد النقص الملاحظ في رأس مالها كما أن هذا النوع من الأسهم يخضع لشروط خاصة،

(1) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 41.

(2) طارق عبد العال حماد، "دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 23.

(3) حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 177.

(4) طارق عبد العال حماد، "دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 23.

(5) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 43.

(6) رسمية قرياقص، "أسواق المال (أسواق رأس المال، المؤسسات)"، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1999، ص 28.

وقواعد تداولها تختلف نوعاً ما عن الأسهم العادية والممتازة⁽¹⁾.

وأبرز أنواع هذا النوع من الأسهم هي شهادات الاستثمار وهي عبارة عن شهادات تمثل جزء من رأس مال الشركة المصدرة تعطي لحاملها الحق في الحصول على توزيعات مثلها مثل الأسهم العادية، غير أنها لا تعطي لحاملها الحق في التصويت أو المشاركة في الجمعية العامة⁽²⁾.

المطلب الثالث: ماهية السندات.

تعد السندات من الأوراق المالية القابلة للتداول في سوق الأوراق المالية فأهمية السندات تأتي في المرتبة الثانية بعد الأسهم العادية حيث يندرج ضمن هذا الصنف عدة خصائص وأنواع سيتم التعرض لها من خلال هذا المطلب.

الفرع الأول: تعريف السندات.

يعرف السند على أنه "صك يمثل جزء من قرض طويل الأجل وتصدر الشركات السندات في شكل شهادات اسمية بقيمة موحدة قابلة للتداول، وتمثل السندات في ذلك الإصدار حقوق متساوية لحاملها في مواجهة الشركة"⁽³⁾.

كما تعرف السندات كذلك على أنها: "جزء من المديونية، أي من يشتري سندا فهو دائن للشركة يحصل على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق، ويحصل أصحاب السندات على فوائد دورية محددة مسبقا بغض النظر عن أداء الشركة، لذا فإن حملة السندات يحصلون على عائد ومخاطرة بسيطة"⁽⁴⁾. كما تعرف أيضا على أنها: " أداة تحويل مباشرة ما بين وحدات العجز ووحدات الفائض، لذلك فهي عبارة عن قرض مميز إلى وحدات قياسية، كل وحدة منها تدعى سند"⁽⁵⁾. من خلال ما ورد يمكن أن نستخلص تعريف عام للسند، فهو عبارة عن صك قابل للتداول تصدره شركة أو شخص معنوي ويتعلق بقرض طويل الأجل، يصدر في شكل شهادة اسمية بقيمة موحدة فهو يعبر عن علاقة بين طرفين أحدهما خالق السند ويعتبر مدينا، والآخر مكتتب في السند ويعتبر دائنا، وبالتالي يترتب عليه التزامات وحقوق. ويتميز السند بأنه⁽⁶⁾:

– صك ديون.

(1) جبار محفوظ، "الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية"، الجزء الثاني، مطبعة دار هومة، الجزائر، 2002، ص 81.
(2) Mansour Mansouri, "La bourse des valeurs mobilières d'Alger", édition distribution Houma, Alger, 2002, p 06.

(3) طارق عبد العال حماد، "دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 24.

(4) محمد محمود عبد ربه، مرجع سبق ذكره، ص 08.

(5) أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سوام، مرجع سبق ذكره ص 86.

(6) طارق عبد العال حماد، "دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 24.

- ذو معدل فائدة ثابت.
- ذو تاريخ استحقاق محدد.
- يعتبر قرضا.
- الوفاء الإلزامي وهو استرداد قيمة السند مع الفوائد عند تاريخ الاستحقاق.
- استرداد قيمة السند في تاريخ محدد.
- استيفاء الفائدة في موعدها المحدد.

الفرع الثاني: خصائص السندات.

للسندات ثلاث خصائص أساسية هي: الخاصية القانونية، خاصية التداول بالبورصة والخاصية المالية، والتي سيتم توضيحها كالتالي⁽¹⁾:

أولاً: الخاصية القانونية: حيث يمكن لحامل السند التنازل عنه في أي وقت ولا يشترط موافقة المدين (الشركة) كما أنه يوجد شروط موحدة للصكوك ويعتبر هذا الأساس القانوني لتنظيم العلاقة بين حامل السند والمدين.

ثانياً: خاصية التداول بالبورصة: يعتبر السند صكا لحامله وبالتالي إمكانية تداوله، ولا تتحقق هذه الخاصية إلا إذا كانت هناك سوق نشطة لتسهيل التعامل بالأوراق المالية، لذا نجد شروطا في نشرة الإصدار يتم بموجبها قيد السند في البورصة، حيث تدرج السندات بجدول أسهم البورصة، وبعدم توفر هذا الشرط يصعب تغطية القرض، ولنجاح عملية الاكتتاب لابد من أن تتضمن شروط إصداراتها التي يتم بموجبها قيد الإصدار في البورصة.

ثالثاً: الخاصية المالية: السند هو قرض طويل الأجل له معدل فائدة اسمي ثابت ومحدد مسبقا، فهو يعتبر قرارا ماليا حاسما، والسند يتوفر على درجة عالية من السيولة في الاستثمارات، كما أن تقييم السندات يسمح للمستثمر بتقييم المخاطر المحتملة ووجود عائد مستقر في سعر ثابت.

وتوجد خصائص أخرى للسندات يمكن إظهارها كما يلي⁽²⁾:

- السندات أدوات تعاقدية تقوم على التزامات مالية بين المصدر والمستثمر، تحدد فيها العوائد الدورية حتى نهاية فترة التسديد بمعدلات ثابتة.
- تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة، أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة.
- تخضع السندات لنوعين من القيم بالإضافة إلى قيمتها الاسمية وهما قيم أدنى عند بيعها بخصم، وقيم أعلى عند بيعها مع علاوة.

– تتحرك عوائد السندات في اتجاه معاكس لأسعارها وذلك لأن مشتري السندات يخصمون التدفقات النقدية المستقبلية الثابتة عند الأسعار المرتفعة للعوائد.

(1) ضياء مجيد الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص 110.

(2) هويشار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 110.

– كلما كانت فترات التسديد أطول وأسعار الفوائد أدنى فإن السندات تحمل مخاطر كبرى.
– إن ارتفاع سعر سند ما عند انخفاض عائده يكون أكبر من انخفاض هذا السعر عند ارتفاع العائد المذكور.

– السندات تعطي لحاملها حق الأولوية عند التصفية.

الفرع الثالث: أنواع السندات.

تنقسم السندات إلى عدة أنواع حسب عدة معايير نوردتها فيما يلي:

أولاً: حسب الجهة المصدرة.

يمكن تصنيف السندات وفق الجهة المصدرة إلى (1):

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

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

ثانياً: حسب ما تتمتع به من ضمان: يمكن تصنيفها حسب هذا المعيار كما يلي (2):

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

2- سندات غير مضمونة: هي السندات التي تخلو من أي رهن لصالحها سوى تعهد المنشأة المصدرة لها بالتسديد، فالضمان ينصب على إجمالي أصول الشركة وقدرتها على مواجهة التزاماتها تجاه الدائنين.

ثالثاً: حسب العائد: يمكن التمييز بين (3):

1- السندات ذات العائد الثابت: هذا النوع من السندات يقدم عائداً مماثلاً في كل السنوات إلى غاية نهاية 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.

2- السندات ذات العائد المتغير: هذا النوع من السندات يحصل حامله على عائد متغير، يتغير حسب معدل الفائدة السائدة في السوق، أو تبعاً لمؤشرات اقتصادية معينة.

رابعاً: حسب ما تتمتع به السندات من حقوق وامتيازات: حسب هذا النوع يمكن تصنيف السندات إلى (4):

(1) ضياء مجيد الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص 33.

(2) نفس المرجع، ص 33.

(3) نفس المرجع، ص 34.

(4) محمد العزمي، "الأوراق المالية"، مقال منشور على الموقع: www.iefpedia.com، تاريخ الاطلاع: 2011-01-04.

1- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: هذا النوع من السندات يتضمن إمكانية تحويله إلى أسهم عند الاستحقاق إذا اتفق الطرفان على ذلك على أن عدد الأسهم مقابل كل سند يحدد عند الإصدار.

2- السندات غير القابلة للتحويل: هي الشكل الشائع لسندات الإقراض فالأصل في السندات أنها غير قابلة للتحويل وإن منحت ميزة خاصة فإنها تكون قابلة للتحويل حسب أجلها ويمكن التمييز في هذا الصدد

بين:

أ - **السندات الدائمة:** هي عبارة عن سندات ليس لها تاريخ استحقاق محدود وبالتالي لا يمكن لحامل السند رده إلى المنشأة المصدرة للحصول على القيمة الاسمية بل يبيعه في البورصة.

ب- **سندات ذات تاريخ استحقاق محدد:** هي السندات التي لها تاريخ استحقاق محدد يمكن أن يكون قصير، متوسط، أو طويل الأجل وفي هذا التاريخ يتقدم حامله إلى الشركة المصدرة لكي يسترد القيمة الاسمية للسند.

خامسا: حسب طريقة تداول وتملك السندات: حسب هذا المعيار تقسم السندات إلى⁽¹⁾:

1- سندات اسمية: هي سندات تصدر باسم صاحبها وتكون مقيدة في دفاتر الشركة باسمه ولا تتداول إلا بعد موافقتها، وإثبات التنازل عنها يكون في دفاتر الشركة وفقا لقواعد قانونية لنقل الملكية، كما يمكن أن تكون مسجلة بالكامل حيث يشمل التسجيل كلاً من الدين الأصلي والفائدة، أو قد تكون مسجلة تسجيلًا جزئياً، أي تسجل القيمة الاسمية فقط أما الفائدة فتكون على شكل كوبونات مرفقة بالسند تنزع منه بمجرد استحقاقه لتصل مباشرة من الجهة المختصة.

2- سندات لحاملها: هي سندات تخلو من اسم حاملها ويتم تداولها بالتسليم ولا يحتاج التنازل عنها لموافقة الشركة المصدرة أو إثبات ذلك في سجلاتها وتحصل فوائدها من خلال كوبونات مرفقة بالسند وتحصل مباشرة من الجهة المختصة بمجرد استحقاقها.

3- سندات ذات شرط الاستدعاء: يعطي هذا الشرط حقا للشركة المصدرة للسندات بإعادة شراء واستدعاء جزء أو كل السندات المصدرة منها في الوقت الذي يناسبها، وعادة ما يكون الاستدعاء بسعر الاستدعاء الذي يكون دائما أكبر من القيمة الاسمية للسند، ويسمى الفرق بين القيمة الاسمية وسعر الاستدعاء بعلاوة الاستدعاء⁽²⁾.

(1) محمد العزمي، نفس المرجع.

(2) حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 232.

الجدول رقم (01): الفرق بين الأسهم العادية، الأسهم الممتازة والسندات.

السندات	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية	الورقة المالية عامل المقارنة
تمثل جزء من قرض طويل الأجل.	تمثل جزء من رأس المال وإن كانت تجمع بين خصائص رأس المال والقرض.	تمثل جزء صغير من رأس المال.	المفهوم
الأصل أنها تحصل على فائدة ثابتة محددة لكن ظهرت أنواع أخرى ذات عائد متغير.	عادة ما تحصل على فائدة ثابتة وأحيانا يكون العائد متغير.	المشاركة في الربح والخسارة بعد حصول الأطراف الأخرى على حقوقها.	العائد
قبل حملة الأسهم العادية والممتازة.	المرتبة قبل الأخيرة.	يتم استرداد القيمة عند التصفية بعد استيفاء جميع الحقوق الأخرى.	استرداد القيمة
لها تاريخ استحقاق.	ليس لها تاريخ استحقاق.	ليس لها تاريخ استحقاق.	تاريخ الاستحقاق

المصدر: طارق عبد العال، "دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 20.

المبحث الثاني: عموميات حول المخاطر المالية.

يتعرض المستثمر في الأوراق المالية عموماً إلى نوع من المخاطر تتباين درجتها وقوتها وفقاً لنوع الاستثمار وزمنه، وشكل الأداة الاستثمارية وقناعة المستثمر في تحمل هذه المخاطر الناتجة عن رغبته في تحقيق عائد أكبر نتيجة عملية الاستثمار في الأوراق المالية.

المطلب الأول: مفهوم المخاطرة.

من غير الممكن الحديث عن المخاطرة دون التعرض للعائد لذلك سيتم التطرق إلى هذا العنصر من خلال مفهوم المخاطرة، مفهوم العائد والعلاقة بينهما.

الفرع الأول: تعريف المخاطرة.

تعني المخاطرة في الاستثمار درجة عدم انتظام العوائد والخوف من وقوع خسائر الاستثمار، فإذا كانت العوائد ثابتة ومنظمة خلال السنوات القادمة فلا يوجد مخاطرة. كما يحدث في السندات حيث أن رأس المال مضمون والعائد المحقق ثابت ولا يتغير خلال فترة السند، وهذا النوع من الاستثمار لا يوجد فيه مخاطرة. أما بالنسبة للاستثمار في الأسهم نجد العوائد غير ثابتة وتحتل الربح والخسارة وتتنوع من سنة إلى أخرى، وبالتالي فإن هذا النوع من الاستثمار لديه مخاطرة أعلى من الاستثمار في السندات. لذلك يمكن اعتبار المخاطرة هي درجة عدم التأكد وتذبذب العوائد من حيث الارتفاع والهبوط وخصوصاً إذا كان الهبوط يصل إلى مرحلة الخسائر. أما العائد فهو أساس قياس المخاطرة⁽¹⁾.

كما تعرف بأنها فرصة خسارة متوقعة، أيضاً تعبر عن درجة الانحرافات في التدفقات النقدية ومنه فإن مخاطرة الأوراق المالية يقصد بها مدى تذبذب العائد المتولد، فالأصل الذي يحتوي على درجة عالية من المخاطر إما أن يتولد عنه أكبر عائد أو أقل عائد لا يتوازن مع درجة المخاطر أو تحقيق الخسائر. لذلك فإن الاستثمار في السندات الحكومية أو أدوات الخزينة ذات العائد الثابت تعتبر خالية من المخاطر لثبات العائد وزيادة حالة التأكد في الحصول عليه وعدم تغيره خلال فترة الاستثمار، بعكس الأوراق الأخرى المصدرة من طرف الشركات والتي يختلف العائد المحقق منها صعوداً أو نزولاً من فترة لأخرى ما يجعلها متباينة من حيث درجة المخاطرة لإمكانية تغير العائد طبقاً لحالة عدم التأكد المصاحبة له⁽²⁾.

كما تعرف على أنها: "فرصة تكبد أذى أو ضرراً أو خسارة"⁽³⁾.

كما عرفت على أنها: "مقياس نسبي لمدى تقلب عائد التدفقات النقدية التي سيتم الحصول عليها مستقبلاً"⁽⁴⁾.

(1) غازي فلاح المومني، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار المناهج، عمان، الطبعة الثالثة، 2003، ص 77.

(2) محمد محمود عبد ربه، مرجع سبق ذكره، ص 27.

(3) طارق عبد العال حماد، "إدارة المخاطر"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 20.

(4) منير إبراهيم هندي، "الإدارة المالية"، المكتب العربي الحديث، القاهرة، الطبعة الرابعة، 1999، ص 440.

وعليه يمكن تعريف المخاطرة على أنها درجة التقلب في العائد المتوقع. وبتعبير آخر هو أن المخاطر هي احتمال اختلاف العائد الفعلي للاستثمار قياساً بالعائد المتوقع من ذلك الاستثمار. فالأول هو العائد

الحقيقي من الاستثمار المتاح، في حين يكون الثاني متوقعا إذ قد يتحقق أو لا يتحقق، وعلى وفق درجة المخاطرة لذلك فالحالات التي تنعدم فيها المخاطرة تتساوى فيها العوائد المتوقعة مع العوائد الفعلية، وهي حالات نادرة جدا من الحالات الاقتصادية.

الفرع الثاني: تعريف العائد.

يعرف العائد بأنه صافي التدفق النقدي الناتج عن استثمار مبلغ معين، وقد يتم قياسه بالأرقام المطلقة أو تتم نسبته إلى الأموال التي ولّته. كما أن زمن حدوث التدفقات النقدية الصافية أمر مهم بسبب القيمة الزمنية للنقود وكلما كان زمن التدفق النقدي الداخل أقرب كان الوضع أفضل. لهذا فإن العائد يعد أهم متغيرات العملية الاستثمارية لأنه يقيس السرعة التي من خلالها تزداد ثروة المستثمرين أو تنقص، وعليه فإن أكثر ما يهتم به المستثمر هو القيمة المضافة التي يحصل عليها من قيامه باستثماراته، أي من خلال تضحيتها المؤقتة بأمواله والتي يجسدها معدل العائد الذي يمكن حسابه وتقديره وفقا للتغيير الذي يحصل في ثروة المستثمر خلال الزمن⁽¹⁾. وكذلك العائد هو العرض الذي يحصل عليه المستثمر مقابل تأجيل استهلاكه الحالي من السلع والخدمات إلى وقت لاحق واستهلاك أمواله في موجود محدد. وكما سبق ذكره فإن معدل العائد هو الذي يجسد ثروة المستثمر وتوجد عدة مفاهيم للعائد من الاستثمار في الأوراق المالية حيث يمكن التطرق إلى: مفاهيم للعائد من الاستثمار في الأسهم العادية وهي كالتالي⁽²⁾:

أولا: معدل العائد المحتمل.

$$(3) \quad \text{معدل العائد المحتمل} = \frac{\text{التوزيع المتوقع} + (\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء})}{\text{سعر شراء السهم}} \times 100$$

حيث أن المستثمر عند شرائه للسهم والاحتفاظ به لمدة زمنية مثلا سنة فإنه يتوقع منه دخلا دوريا أي توزيع متوقع وأرباح رأسمالية أي الفرق بين الشراء والبيع، ولكن يمكن أن نميز بين نوعين من المتعاملين في الأوراق المالية منهم مستثمرون يحتفظون بالأوراق المالية لمدة زمنية للحصول على التوزيعات أساسا، ومضاربون يبيعون الأوراق المالية بسرعة للحصول على أرباح رأسمالية.

(1) حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 21.

(2) محمد عبده محمد مصطفى، "تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض الاستثمار في البورصة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997، ص 20، 21.

(3) محمد عبده محمد مصطفى، نفس المرجع، ص 20.

ثانيا: معدل العائد المتوقع.

$$(1) \quad \text{معدل العائد المتوقع} = \sum (\text{العائد المحتمل} \times \text{الاحتمال})$$

وذلك لأن معدل العائد المحتمل غير مؤكد لذلك من الأفضل عمل توزيع احتمالي بمعنى تقدير العائد المحتمل في ظل عدة ظروف اقتصادية واحتمالات حدوثها. ويمكن حسابه أيضا بتوقع الظروف الاقتصادية بجميع حالاتها سواء كساد أو رواج أو وضع اقتصادي عادي واحتمالات حدوثها والعائد المحتمل في كل ظرف بواسطة خبراء يعملون في نشاط الشركة المصدرة للسهم.

ثالثا: معدل العائد المطلوب.

وهو العائد الذي يطلبه المستثمر لكي يقبل على شراء السهم ويتكون هذا العائد من جزئين هما العائد الخالي من الخطر وبدل الخطر حيث:

$$(2) \quad \text{العائد المطلوب} = \text{العائد الخالي من الخطر} + \text{بدل الخطر}$$

حيث:

* العائد الخالي من الخطر هو سعر الفائدة الخالي من الخطر.

* بدل الخطر هو جزء من العائد يحصل عليه المستثمر لكي يعوضه عن المخاطرة. ومن خلال استعراض العائد المطلوب والعائد المتوقع يمكن الوصول إلى أنه في حالة تساوي العائد المطلوب مع العائد المتوقع يكون السوق متوازنا ولكن هذا نادر الحدوث حيث أنه إذا كان العائد المتوقع أكبر من العائد المطلوب فإن ذلك يدعو للشراء وبالعكس، إذا كان العائد المتوقع أقل من العائد المطلوب فهذا يدعو إلى البيع.

هذا بالنسبة للأسهم أما بالنسبة للسندات فهناك عدة مفاهيم للعائد وهي على النحو التالي(3):

أولاً: العائد الاسمي: وهو سعر الكوبون أو سعر الفائدة المسماة في السند عند إصداره.

ثانياً: معدل العائد المرتقب: وهو العائد المركب المتوقع تحقيقه طوال فترة السند في تاريخ استحقاقه

ويمكن حسابه كما يلي:

$$(4) \quad \text{معدل العائد المرتقب} = \frac{[(\text{القيمة الاسمية} + \text{القيمة السوقية}) / (\text{الفترة حتى تاريخ الاستحقاق}) + \text{مبلغ الفائدة}]}{2 / (\text{القيمة الاسمية} + \text{القيمة السوقية})} \times 100$$

(1) محمد عبده محمد مصطفى، نفس المرجع، ص 21.

(2) نفس المرجع، ص 21.

(3) نفس المرجع، ص ص 22، 23.

(4) نفس المرجع، ص 23.

الفرع الثالث: العلاقة بين العائد والمخاطرة.

يرتبط عنصر العائد والمخاطرة معا في علاقة طردية بمعنى أنه كلما ارتفع طموح المستثمر لتحقيق عائد على استثماراته يجب عليه أن يعد نفسه لتحمل درجة أعلى من المخاطرة والعكس صحيح، وبغض النظر عن اتجاهات المستثمرين تجاه المخاطرة. فإن أي مستثمر عندما يتخذ قرار الاستثمار في الأصول المالية إنما يسعى إلى المقارنة بين العائد والمخاطرة، ويتخذ القرار الاستثماري الذي يضمن له ما يلي(1):

– تحقيق أعلى عائد عند مستوى ثابت من المخاطرة.

– أو تحقيق أقل مخاطرة عند مستوى ثابت من العائد

وهنا يمكن التمييز بين ثلاث أصناف من المستثمرين وهم(2):

– المحبون للمخاطرة: الذين يقبلون مخاطرة عالية على أمل الحصول على عائد أعلى.

– الكارهون للمخاطرة: الذين يرضون بعائد بسيط نظير تحمل مخاطرة بسيطة، وحسب الدراسات

فإن معظم المستثمرين كارهون للمخاطرة إلا حالات قليلة.

– المحايدون: الذين تتساوى لديهم المخاطرة وعدم المخاطرة.

المطلب الثاني: تصنيف المخاطر ومصادرها.

تختلف المخاطر حسب عدة معايير وعموما يمكن تصنيفها والتطرق لأهم مصادرها كما يلي.

الفرع الأول: تصنيف المخاطر.

تصنف المخاطر عموما إلى نوعين من المخاطر منتظمة وغير منتظمة يمكن إيضاحها كما يلي:

أولاً: المخاطر المنتظمة: تسمى أيضا بالمخاطر العامة وتعرف بأنها المخاطر المتعلقة بالنظام ذاته، ومن ثمة فإن تأثيرها يشمل عوائد وأرباح جميع الأوراق المالية التي تتداول في البورصة. وتحدث تلك المخاطر عادة عند وقوع حدث كبير تتأثر معه السوق بأكملها كحدوث حرب أو بعض الأحداث المفاجئة أو تغيير في النظام السياسي، ولا توجد سياسة للحماية من المخاطر الناجمة عن تلك الأحداث، إلا أنه على المستثمر أن يعرف مقدما احتمال تأثر الأوراق المالية بتلك المخاطر(3).

ومن أهم خصائص المخاطر المنتظمة ما يلي(4):

1- تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام.

2- لا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين.

3- ترتبط هذه العوامل بالظروف السياسية والاقتصادية كالإضرابات العامة أو حالات الكساد أو

- (4) حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 58.
 (2) محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 27.
 (3) أمين السيد أحمد لطفى، "التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الاستثمار في البورصة"، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص 17.
 (4) نفس المرجع، ص 18.

الحروب أو ارتفاع معدلات الفائدة.

4- لا يمكن تجنبها بالتنوع.

5- يمكن قياسها بمعامل بيتا.

تنشأ المخاطر المنتظمة بسبب فعل مصدرين أساسيين هما(1):

- أ- الأعمال التشغيلية لمؤسسة الأعمال والتي تتأثر بعوامل خارجة عن سيطرتها كتغير الظروف الاقتصادية وتقلبات الأسعار، التبدل في أسعار الفائدة وتوقعات المستثمرين عن أداء الاقتصاد وغيرها، مما يجعل منشأة الأعمال تتعرض إلى مخاطر منتظمة تسمى مخاطر الأعمال.
 ب- بسبب استخدام الشركات للقروض في هيكل تمويلها، حيث تتعرض المؤسسة إلى مخاطر إضافية بسبب الطرق المستخدمة في تمويلها، وتنشأ هذه المخاطر بسبب عدم قدرة المؤسسة على تسديد القروض أو الفوائد أو الاثنين معاً، مما يؤدي إلى تعرض المؤسسة إلى نوع آخر من المخاطر وهي مخاطر مالية.

ثانياً: المخاطر غير المنتظمة: وتسمى كذلك المخاطر الخاصة، وهي المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بشركة معينة أو قطاع معين وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل. تعرف أيضاً هذه المخاطر بالمخاطر التي يمكن تجنبها حيث يمكن للمستثمر حماية نفسه عن طريق استثماراته وذلك بالاستثمار في عدة أنواع من الأوراق المالية، والتي لا يمكن أن تتأثر بتلك المخاطر المنفرقة في نفس الوقت وهو ما يعرف بالتنوع، ومن هذه المخاطر التي تحدث في شركة ما نذكر ما يلي(2):

- 1- حدوث إضراب العمال في تلك الشركة أو في القطاع الذي تنتمي إليه.
- 2- حدوث أخطاء في تلك الشركة مصدرها الورقة المالية.
- 3- ظهور اختراعات جديدة منافسة لما تنتجه الشركة.
- 4- الحملات الإعلانية من المنافسين.
- 5- تغيير أذواق المستهلكين بالنسبة لسلع هذه الشركة.
- 6- ظهور قوانين جديدة تؤثر على تلك الشركة.

ويمكن استخلاص خصائص المخاطر الغير منتظمة كما يلي(3):

- أ- تنشأ بفعل عوامل تخص ذاتها.
 ب- تؤثر فقط على منشأة معينة.
 ج- يمكن تجنبها بالتنوع وذلك بمسك بدائل متنوعة للاستثمارات.
 كما أن المخاطر غير المنتظمة تنشأ بفعل مصدرين أساسيين هما:

- (1) محمد صالح جبار، "الاستثمار بالأوراق المالية"، شركة المطابع النموذجية، عمان، 1992، ص 100.
 (2) زياد رمضان، "مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي"، دار وائل، عمان، الطبعة الثالثة، 2005، ص 334.
 (3) حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص ص 67، 68.

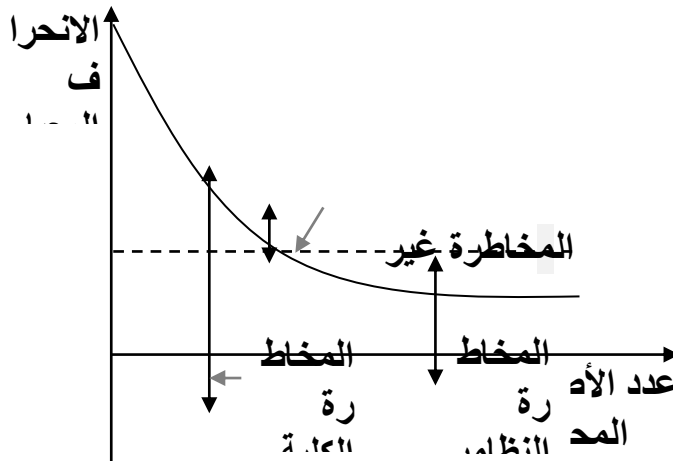
- * عوامل خاضعة لسيطرة الإدارة في المنشأة ذاتها مثل قدرات الإدارة في اتخاذ القرارات وكفاءة العاملين ووفرة الموارد المالية فضلاً عن عدم قدرتها على التسويق وفقدان جزء من حصتها في السوق. فالحوادث العشوائية التي تواجه المنشأة تؤدي إلى تقلبات في عوائدها التشغيلية، مما يعني تعرض المنشأة إلى نوع من المخاطر الغير منتظمة وهي مخاطر الأعمال.
 * بسبب اعتماد المنشأة على القروض في هيكل تمويلها التي تؤدي إلى تحملها تكاليف ثابتة تزيد عن إجمالي التكاليف التي تتحملها، مما يؤدي إلى تعرضها إلى نوع من المخاطر غير المنتظمة تسمى المخاطر المالية.

ثالثاً: المخاطر الإجمالية: تتكون المخاطر الإجمالية من المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية، ويمكن التعرف على هذه المخاطر من خلال المعادلة الآتية:

المخاطرة الإجمالية = المخاطرة النظامية + المخاطرة غير النظامية

ويمكن تبين العلاقة بين كل من المخاطرة الإجمالية والمخاطرة النظامية وغير النظامية وعدد الأصول في المحفظة الاستثمارية وفق الشكل الآتي⁽²⁾:

الشكل رقم (01): العلاقة بين عدد الأصول في المحفظة الاستثمارية والمخاطر.



Source : Teulie Jaque, Tapscation Patrick, « Finance »; Vuibert Éditions, Paris, 1994, p71.

(1) توفيق أرزقي بن طوطاح، "أثر المخاطرة في القرارات الاستثمارية - دراسة تطبيقية في المؤسسة الوطنية للمواد الدسمة الجزائر"، رسالة ماجستير مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد في الجامعة المستنصرية، بغداد، 2002، ص 54.
(2) نفس المرجع، ص 54.

من خلال الشكل يتضح لنا أن منحنى المخاطرة الإجمالي ينحدر من الأعلى إلى الأسفل بزيادة عدد الأصول في المحفظة الاستثمارية وهذا دليل على انخفاض المخاطرة الإجمالية نتيجة استخدام التنوع في اقتناء الأصول المكونة للمحفظة الاستثمارية.

الفرع الثاني: مصادر المخاطر.

هناك مصادر عديدة المخاطر لكن يمكن تقسيمها حسب نوع المخاطرة التي تسببها فهناك عوامل تسبب المخاطر النظامية، وهناك أخرى تسبب المخاطر غير النظامية بالإضافة إلى وجود عوامل تسبب النوعين معاً.

أولاً: مصادر المخاطر النظامية: ترتبط المصادر المسببة للمخاطر النظامية بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية كالإضرابات العامة أو حالات الكساد أو ارتفاع معدل أسعار الفائدة أو التضخم فأسعار الأوراق المالية تتأثر بهذه العوامل ولكن بدرجات متفاوتة ولهذا ارتأينا التعرض لهذه المصادر بنوع من التفصيل.

1- مخاطر العمل: تعرف بأنها التذبذب في التدفق النقدي التشغيلي أو الأرباح التشغيلية قبل طرح الفوائد والضرائب وقد تنبع هذه المخاطرة من الاستثمار في أدوات عائدة إلى مجال عمل قد يتعرض إلى مخاطرة ناتجة عن هذا العمل، فأي تغيير في قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح نتيجة عدم قدرتها على المنافسة يؤدي بصورة مباشرة إلى هبوط أسعار أسهمها في السوق.

وعليه ينبغي على المستثمر أن يكون دقيقاً في اختيار الأسهم التي يشتريها بحيث يتأكد أنها تتمتع بقدر كبير من النمو وتنتمي إلى صناعة أو قطاع اقتصادي متطور مع ضرورة التأكد من أنه لمنتجات هذه الشركة سوقاً واسعاً فلا تعتمد على سوق واحدة إذا ما أقفلت أو تقلصت لأي سبب من الأسباب فإن ذلك من شأنه أن يعرض الشركة إلى خسارة وخيمة⁽¹⁾.

2- المخاطر الاقتصادية: إن المرحلة التي تمر بها الدول للانتقال إلى اقتصاد السوق يتولد عنها مخاطر مرتفعة جدا وترتبط هذه المخاطر بعدم التأكد من النتائج التي ستحققها المنشآت في هذه الدول، غير أن الانتقال إلى اقتصاد السوق قد يجعل من هذه الدول أسواقا مستقبلية معتبرة وذلك عندما تصبح كل الأسواق القديمة ممتلئة، وفي هذه الحالة فإن المخاطر ترتبط بالمدة الزمنية اللازمة للعودة إلى الاستثمار والاندماج الكامل في المناخ الدولي. ولأن أسعار الأسهم تتأثر بالأرباح والتي تتأثر بدورها بالأوضاع الاقتصادية وحاملها سيتعرض للمخاطر الاقتصادية بسبب تأثر الشركة بالدورات الاقتصادية كالتضخم والكساد وعوامل العرض والطلب والأحداث العالمية المختلفة⁽²⁾.

3- المخاطر السياسية: للعوامل والظروف السياسية دورا حاسما في تحديد مصير المنشآت الاقتصادية وتدخل في هذا الإطار مواقف وقرارات الدولة السياسية في الداخل وفي علاقتها مع الدول الأخرى.

(1) توفيق أرزقي بن طوطاح، مرجع سبق ذكره، ص 55.

(2) زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص ص 331، 332.

إن أي تغيير جذري في نظام الحكم وحلول فلسفة سياسية جديدة ينعكس مباشرة في السياسات الاقتصادية ويؤثر في أعمال المنشأة فبعض الإجراءات الجذرية مثل المصادرة التي تقضي على بعض المنشآت الخاصة أو فرض قيود ضريبية يؤثر سلبيا على عوائد المنشآت وحتى في البلدان التي تنتهج فلسفة الحرية الاقتصادية يمارس المجتمع ومؤسساته السياسية والنقابية ضغوطا لفرض بعض القيود التي تكلف بعض المنشآت ثمنا باهضا، كما أن السياسة الخارجية للدولة قد تفقد بعض الصناعات أسواقا رائجة هذا فضلا عن الظروف السياسية التي تمر بها بعض الدول مثل حالة الحرب والحصار وغيرها⁽¹⁾.

4- المخاطر القانونية والاجتماعية: كثيرا ما تلجا بعض الدول لعملية التأمين، فتؤم بعض المشاريع مما يؤثر على مصلحة المستثمر. وإن بعض العادات الاجتماعية والقوانين السائدة في كثير من الدول كطبيعة الاستهلاك والميول والرغبات وأذواق الناس لها دورها كذلك في التأثير على المشروع الاستثماري⁽²⁾.

5- مخاطر أسعار الفائدة: لا شك أن تقلبات أسعار الفائدة لها أثر على أرباح المستثمر فلو فرضنا أن شخصا وظف أمواله في مشروع استثماري وبعد فترة معينة ارتفعت أسعار الفائدة فذلك سوف يؤثر سلبا على حجم العائد ولذلك فإن كثرة التذبذب في أسعار الفائدة سيعمل على زيادة الفجوة والفارق في العوائد التي سيحققها المستثمر بين ارتفاع وانخفاض سعر الفائدة، لذلك ينصح بثبات سعر الفائدة أو عدم تذبذبها بشكل كبير حتى يستقر وضع المستثمر⁽³⁾.

وتخضع أسعار الفائدة من ناحية المضمون النقدي والمالي الحالي للقوى المختلفة لكل من سوق الصرف، النقد والمال. كما أن خطر سعر الفائدة يتطلب على المراكز المختلفة للميزانية سواء من ناحية الموجودات أو المطلوبات، إذ أن أي تغيير في سعر الفائدة سيؤثر على المطلوبات بزيادة تكاليف الأموال المقترضة كما يمتد خطر سعر الفائدة إلى المؤسسات المانحة للقروض بالإضافة إلى المستثمرين المالكين للأوراق المالية ذات العائد الثابت، ويعتقد بعض المستثمرين أن بإمكانهم تخفيض تقلب أسعار الفائدة بالاستثمار في سندات قصيرة الأجل، ولكن هؤلاء المستثمرين يجدون أنفسهم في الواقع مجبرين على القيام بسلسلة من عمليات إعادة الاستثمار وبمعدلات عائد مختلفة قد لا تكون دائما مرضية لذلك ليس من السهولة التخلص من مخاطر تقلب أسعار الفائدة⁽⁴⁾.

6- مخاطر القوة الشرائية للنقود (التضخم).

كما هو معلوم يؤدي التضخم إلى تخفيض القوة الشرائية للنقود فالأموال التي تستثمر اليوم لها قوة شرائية أكبر من قيمتها بعد عدد من السنوات، وقد أصبح التضخم سمة العصر ومن ثم يجب على

(1) سليم علي الوردى، "إدارة الخطر والتأمين"، مكتب الريم، بغداد، 1999، ص ص 33-35.

(2) أحمد زكريا صيام، "مبادئ الاستثمار"، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 1997، ص 99.

(3) نفس المرجع، ص 99.

(4) توفيق أرزقي بن طوطاح، مرجع سبق ذكره، ص 57.

المستثمر أن يختار الاستثمارات التي تحميه من مخاطر التضخم. فالاستثمارات ذات الدخل الثابت عاجزة عن مقاومة التضخم وبالتالي فإن ارتفاع الأسعار قد يفوق العوائد التي تحققها بعض الاستثمارات وعلى العموم يمكن للمستثمر أن يتفادى أضرار التضخم بأن ينوع استثماراته ويتفادى الاستثمارات طويلة الأجل، إلا أن ذلك يتطلب دراسة كبيرة بمختلف المجالات الاستثمارية⁽¹⁾.

ليس من الممكن تفادي الاستثمارات الطويلة الأجل وأن المستثمرين مجبرين على القيام بإعادة استثمار أموالهم وعلى توسيع نشاطهم وتنويعه وهذا ما يتطلب غالباً فترات زمنية طويلة الأجل.

7- مخاطر السوق: تتأثر سوق الأسهم عادة بالكثير من الأحداث التي هي خارجة عن سيطرة الشركة المصدرة للأسهم وأسعار الأسهم دائمة الحركة صعوداً وهبوطاً فهذه الأسعار تعتمد إلى حد ما على توقعات ما سيحدث في المستقبل. وهذه التوقعات تختلف من فرد لآخر وتبعاً لذلك فإن التقلبات في أسعار الأسهم هي من مكونات السوق ويستطيع المستثمر التقليل من المخاطر عن طريق أخذ الحيطه والحذر في انتقاء الاستثمارات التي تشكل جزءاً من محفظته الاستثمارية وتسمى أحياناً بالمخاطر ذات العلاقة لأنها تشكل جزءاً من المخاطر التي يأخذها المستثمر بعين الاعتبار لدى تنويع محفظته الاستثمارية، كما أنه على المستثمر أن يختار الوقت المناسب للشراء فلا يشتري والسوق في أوج تحركه وازدهاره، بل يحاول أن يشتري والسوق يشهد بعض الركود في الأسعار لأن ذلك من شأنه إعطاء المستثمر فرصة الاستفادة من تحرك الأسعار للارتفاع⁽²⁾.

ثانياً: مصادر المخاطر غير النظامية: إن أهم مصادر المخاطر غير النظامية ما يلي:

1- مخاطر الإدارة: من الممكن أن تتسبب الأخطاء الإدارية في شركة معينة في اختلاف معدل العائد الفعلي عن معدل العائد المتوقع من الاستثمار على الرغم من جودة منتجاتها وقوة مركزها المالي لذلك تدخل المخاطر الناجمة عن الأخطاء الإدارية ضمن المخاطرة غير النظامية لأنها قد تحدث انخفاضاً في معدل العائد حتى في حالات ازدهار الاقتصاد.

وفي بعض الأحيان تؤدي الممارسات الخاطئة وغير المشروعة لإدارة شركة ما إلى منع تداول أسهمها في سوق الأوراق المالية، وفي أحيان أخرى تؤدي الأخطاء غير المعتمدة التي تقوم بها الإدارة بأعمال الشركة إلى الاقتراب من حالة إشهار الإفلاس، فتظهر للوجود حينئذ ما يعرف بمخاطر الفشل المالي. ومن الأخطاء الإدارية الشائعة سوء التصرف وعدم اتخاذ التدابير المناسبة في الحوادث الطارئة كأزمات الطاقة وخسائر مصنع أو معدات بسبب عدم التأمين عليها، أو بسبب عدم تأمين الحراسة اللازمة⁽³⁾.

2- مخاطر القطاع: وهي مخاطر ناجمة عن عوامل تؤثر في قطاع صناعي معين بشكل واضح دون أن تصاب القطاعات الأخرى بأي ضرر، ولعل أهم هذه العوامل هي المواد الأولية، التكنولوجيا

(1) توفيق أرزقي بن طوطاح، نفس المرجع، ص 58.

(2) نفس المرجع، ص 57.

(3) محمد مطر، "إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 1999، ص ص 49، 50. المستخدمة، الطاقة، القوى العاملة وغيرها، ولهذا فإن عملية الإنتاج (الصناعة) معرضة لإخفاقات ونكسات بسبب⁽¹⁾:

أ- ضعف أو خلل في كفاءة التجهيز، تبدلات حادة في الأسعار أو سوء التخطيط.

ب- نكسات في إنتاج المنشآت الأخرى التي تتكامل معها المنشأة المعنية.

ج- قد يتعلق الأمر باليد العاملة فإن الخطر يرتبط بمدى توافر القدر المطلوب من اليد العاملة المؤهلة والمدربة، بالإضافة إلى السيطرة على العاملين تفادياً لخطر الإضرابات وذلك من خلال تأسيس هيكله مناسبة للأجور، تحسين ظروف العمل وتوفير التأمينات الاجتماعية للعاملين.

ثالثاً: مصادر كل من المخاطر النظامية وغير النظامية: أما بالنسبة للمصادر التي تسبب كل من

المخاطر النظامية وغير النظامية فتتمثل في مخاطر الرفع المالي و مخاطر الرفع التشغيلي.

1- مخاطر الرفع المالي: يرتبط الخطر المالي بالطريقة التي تعتمد عليها المنشأة لتمويل نشاطها، إذ عادة ما نحكم على الخطر المالي للمنشأة بالنظر إلى هيكل التمويل الخاص بها حيث أن الأموال المقترضة أو الديون في هيكل تمويلها يخلق دفع ثابت في شكل فوائد يجب أن تدفع من قبل المنشأة، ويعتبر الخطر المالي خطر يمكن تجنبه، بحيث لدى اتخاذ القرار الحرية في الاعتماد على الأموال المقترضة أو الأموال الخاصة، وتعتبر المنشأة التي لا تعتمد على الأموال المقترضة هي منشأة خالية من المخاطر المالية، كما أن لجوء المنشأة إلى الديون المالية يؤدي إلى تغيير مميزات مسار الأرباح الخاصة بمالكي الأسهم، ويعرف ارتباط المنشأة بالديون المالية بالرافعة المالية⁽²⁾:

والأصل في هذه المخاطرة ليس الاقتراض بحد ذاته، وإنما احتمالات انخفاض مستويات الأرباح المتوقع تحقيقها دون مستوى الفائدة المدفوعة على تلك القروض وهذا يعني تعرض الإدارة المالية إلى خسائر بسبب انخفاض عوائد هذه القروض دون مستوى ما تتحمله من تكلفة، وهذا في حد ذاته مخاطرة مالية⁽³⁾.

2- مخاطر الرفع التشغيلي: يرتبط الرفع التشغيلي عادة بنمط هيكل تكاليف المنشأة، أي بالوزن النسبي للتكاليف الثابتة إلى مجمل هذه التكاليف وعلى هذا الأساس ترتفع درجة الرفع كلما ارتفع الوزن النسبي للتكاليف الثابتة، والعكس بالعكس، وتنعكس درجة الرفع التشغيلي على ما يعرف بحساسية استجابة صافي الربح التشغيلي، إذ أن أي تقلب في مبيعات الشركة يؤدي إلى تقلب موازي في صافي الربح قبل الفوائد والضريبة، وكلما كان التقلب في الربح التشغيلي أوسع كلما كانت المخاطرة أوسع⁽⁴⁾، وتقاس درجة الرفع التشغيلي بالمعادلة الآتية:

(1) سليم علي الورد، مرجع سبق ذكره، ص 33-35.

(2) توفيق أرزقي بن طوطاح، مرجع سبق ذكره، ص 59.

(3) حمزة الشمخي، إبراهيم الجزراوي، "الإدارة المالية الحديثة"، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 1998، ص 407.

(4) محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 53.

$$(1) \quad \text{درجة الرفع التشغيلي} = \frac{\text{عائد المساهمة (المساهمة الحدية)}}{\text{صافي الربح التشغيلي قبل الفوائد والضريبة}}$$

إن ارتفاع درجة الرفع التشغيلي في المنشأة مع افتراض ثبات العوامل الأخرى، يعني أن أي تغيير صغير في المبيعات من شأنه أن يؤدي إلى تغيير أكبر في صافي الربح قبل الفائدة والضريبة.

المطلب الثالث: المخاطر المرتبطة بالأوراق المالية.

هناك مخاطر خاصة بالأسهم وأخرى خاصة بالسندات يمكن إيضاحها في الفرعين التاليين⁽²⁾:

الفرع الأول: المخاطر المرتبطة بالأسهم.

يجب على المستثمر أن يكون على دراية بمختلف المخاطر المصاحبة للاستثمار والتي تعتبر خطوة مهمة في هذا المجال، ومن أهم هذه المخاطر تلك المرتبطة بالاستثمار في الأسهم والمتمثلة في مخاطر السوق، الصناعة، الإدارة، الرفع التشغيلي... الخ.

مع الملاحظة أن هذه المخاطر يمكن أن تؤثر في السندات أيضا ولكن بدرجة أقل وضوحا وعمقا.

أولاً: مخاطر السوق: تشير المخاطر السوقية إلى التحرك العام في الأسعار الذي يحدث للورقة المالية، حيث تتحرك هذه الأسعار معا استجابة لأحداث خارجية غير مرتبطة بصفة أساسية بشركات معينة، فعندها يحدث التحرك في السوق الخاص بالسهم صعودا أو هبوطا لأن معظم الأسهم تتجه أسعارها في نفس اتجاه السوق، حيث نجد أن الأحداث الخارجية التي تحرك أسعار الأوراق المالية يصعب التنبؤ بها لذلك لا يستطيع المستثمر فعل شيء لتجنب هذه التقلبات القصيرة الأجل في أسعار الأسهم المصاحبة لتلك الأحداث، ومن أهم المخاطر السوقية تلك المخاطر الناتجة عن استثمار الأموال في الأجل القصير في سوق الأسهم، فإذا كانت الحاجة إلى الأموال المستثمرة في لحظة حدوث تدهور في سوق الأسهم فإن المستثمر مضطر للبيع بخسارة، مما يعني أن المستثمر في حاجة إلى مدى زمني أطول بحيث لا يضطر للبيع في حالة تدهور السوق⁽³⁾.

ثانياً: مخاطر الصناعة: تتعرض كل المنشآت العاملة في صناعة واحدة أو بضع صناعات إلى قابلية تغيير العائد بسبب قوة معينة لا تؤثر في غالبية المنشآت العاملة خارج تلك الصناعة. وهذه القوة يطلق عليها مخاطر الصناعة.

(1) محمد مطر، نفس المرجع، ص 53.

(2) محمد مطر، فايز تيم، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص 118.

(3) فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمن النوري، "إدارة البنوك"، دار وائل، عمان، 2000، ص 170.

تتجم هذه المخاطر عن ظروف تخص الصناعة، كوجود صعوبة في توفير المواد الأولية اللازمة للصناعة ووجود خلافات مستمرة بين العمال وإدارة المصنع وكذلك التأثيرات الخاصة للقوانين الحكومية المتعلقة بالرقابة على التلوث وتأثيرات المنافسة الأجنبية على الصناعة المحلية.

وهناك أيضا تأثيرات متمثلة بالتغيرات المستمرة في أذواق وتفضيلات المستهلكين في الاقتصاديات المتطورة، فضلا عن التأثيرات المتعلقة بظهور منتجات جديدة أو تكنولوجيا جديدة.

فمثلا عندما يقرر اتحاد العمال في إحدى الصناعات القيام بإضراب فإن جميع الشركات في القطاع بالإضافة إلى زبائنها ومموليها تتأثر بدرجة كبيرة بهذا الإضراب، وإذا لم يتوقف هذا الإضراب واستمر لمدة طويلة فسوف يحدث ضررا كبيرا في الأرباح والقيمة السوقية لأسهم الشركات العاملة في ذلك القطاع، ومن الممكن أن يفيد المنافسين في الصناعات الأخرى بدرجة كبيرة أيضا⁽¹⁾.

ثالثا: مخاطر الأعمال: تشير الأعمال إلى درجة التقلب أو التذبذب في عائد العمليات التشغيلية للمنشأة المستثمر في أسهمها، والذي ينعكس على مقدار العائد المتوقع من الاستثمار الذي ينتظره المستثمر، ومخاطر الأعمال تنشأ بسبب طبيعة الأداء التشغيلي، ومتغيرات هذا الأداء وبيئة التشغيل والتي هي انعكاس لمجموعة من العوامل سببها السياسات الإدارية، والظروف الاقتصادية وتغيرات طلب المستهلكين والتغير في ظروف المنافسة والتي تسهم جميعها في تذبذب عائد العمليات التشغيلية، وتشتق مخاطر الأعمال من القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، لهذا فإن درجتها تتفاوت من قطاع اقتصادي لآخر، ويمكن حصر أهم العوامل التي تؤثر بمخاطر الأعمال فيما يلي⁽²⁾:

1- التغير في حجم الطلب على منتجات المنشأة.

2- التغير في أسعار بيع المنتجات.

3- التغير في أسعار المدخلات.

4- درجة الرفع التشغيلي.

وتقاس مخاطر الأعمال بدرجة التقلب في صافي ربح العمليات عبر الزمن، وهو ما يمكن الوقوف عليه من خلال الاختلاف لصافي ربح العمليات عبر سلسلة زمنية (من 5 إلى 10 سنوات) والذي توضحه المعادلة التالية:

(3)

المستثمر الكاره
تخفيض
الأعمال من
في أسهم

$$\text{مخاطر الأعمال} = \frac{\text{الانحراف المعياري لربح العمليات}}{\text{متوسط ربح العمليات}}$$

نجد أن
للمخاطرة يمكنه
مخاطرة
خلال الاستثمار

الشركات التي تتصف بأرباحها بالاستقرار والثبات والتي هي على عكس الشركات التي تتقلب إيراداتها

(1) عبد الغفار حنفي، "بورصة الأوراق المالية"، دار الجامعة، مصر، 2000، ص 197.

(2) محمود حمزة الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 70، 71.

(3) منير إبراهيم هندي، "الإدارة المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 196.

من دوران النشاط الاقتصادي.

رابعا: مخاطر الإدارة: يقصد بها أكثر الأخطاء التي يرتكبها المديرون أو سوء الإدارة في الشركة حيث تؤثر الأخطاء الفادحة للإدارة على مسار الشركة ومستقبلها، فقد أدت أخطاء إدارة بعض الشركات إلى خسائر فادحة، وعرضت الكثير منها للإفلاس، وفي المقابل فإن يقظة الإدارة وتدخلها في الوقت المناسب في مواجهة المشاكل واستغلال الظروف المواتية وعمل الإدارة كفريق منسجم لتحقيق أهداف وغايات الشركة يكون له دون شك مردود إيجابي على عائدها المادي وبالتالي يؤثر هذا إيجابيا على أسعار أسهمها⁽¹⁾.

خامسا: مخاطر الرفع التشغيلي: حيث تقاس مخاطر الرفع التشغيلي من خلال قسمة التكاليف الثابتة للشركة على تكاليفها المتغيرة وكلما زادت قيمة الرافعة التشغيلية زادت اختلافات أو تباين العائد على

السهم أي أن انخفاض بسيطاً في رقم المبيعات يؤدي إلى انخفاض كبير في ربح التشغيل ويتم حساب الرافعة التشغيلية على النحو التالي:

$$(2) \quad \frac{\text{التغير في ربح التشغيل}}{\text{التغير في المبيعات}} = \text{الرافعة التشغيلية}$$

سادساً: مخاطر الرفع المالي: تحدث مخاطر الرفع المالي نتيجة استخدام الشركة للأموال ذات أعباء ثابتة كالقروض، السندات والأسهم الممتازة. والسبب الرئيسي الذي يدفع الشركة إلى استخدام الأموال ذات الأعباء الثابتة هو زيادة الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية⁽³⁾. وتكمن المخاطرة في هذه الحالة عندما تنخفض أرباح التشغيل عن تكلفة التمويل، مما يؤدي إلى انخفاض في الربح أو تحويل أرباح التشغيل إلى خسائر ويمكن حساب الرافعة المالية على النحو التالي:

$$(4) \quad \frac{\text{التغير في صافي الأرباح بعد الضرائب}}{\text{التغير في ربح التشغيل}} = \text{الرافعة المالية}$$

سابعاً: مخاطر الإفلاس: تنشأ مخاطر الإفلاس عن عدم قدرة الشركة على تسديد التزاماتها تجاه الغير نتيجة التغير في سلامة المركز المالي لها عند تنفيذ اقتراح استثماري، أو توسيع نشاطاتها فقد يكون لذلك تأثير على سلامة المركز المالي للمؤسسة أو الشركة، إذ قد تبتعد أو تقترب من مخاطر التوقف عن السداد، وهو ما ينعكس في النهاية على القيمة السوقية لأوراقها المالية. وتكمن مخاطر

(1) حامد العربي الحضيري، "تقييم الاستثمارات"، دار الكتب العلمية، مصر، 2000، ص 48.

(2) نفس المرجع، ص 49.

(3) فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمن الدوري، مرجع سبق ذكره، ص ص 171، 172.

(4) حامد العربي الحضيري، مرجع سبق ذكره، ص 188.

الإفلاس بالنسبة للأسهم في أن حملة الأسهم لا يحصلون على مستحقاتهم إلا بعد استيفاء الدائنين حقوقهم كاملة. حيث أنه لا يمكن أن يبقى بعد التصفية ما يكفي لاسترداد أصحاب الأسهم لأموالهم التي سبق أن استثمروها في تلك المنشأة.

ثامناً: مخاطر العملة الأجنبية: إذا فكر المستثمر انه يمكنه تجنب المخاطر السابقة بالاستثمار في الأسهم للشركات الأجنبية عليه الأخذ في الحسبان المخاطر الناتجة عن العملة الأجنبية. فمثلاً ارتفاع سعر الدولار بالمقارنة بعملة أجنبية يؤدي إلى تآكل العائد وبالتالي حدوث خسارة رأسمالية إذا ما تم بيع الأسهم. فمثلاً زيادة مقدارها بـ 10٪ في سعر السهم للشركة البريطانية يقابله زيادة مقدارها بـ 10٪ في سعر الدولار بالمقارنة بالجنيه الإسترليني⁽¹⁾.

الفرع الثاني: المخاطر المرتبطة بالسندات.

رغم المزايا المتعددة التي تضمنها عملية الاستثمار في السندات للمستثمر مثل ثبات العائد ودرجة الأمان التي توفرها السندات كأوراق مالية، إلا أن المستثمر فيها يتعرض لجملة من المخاطر قد تؤدي إلى خسارته وأهم هذه المخاطر هي:

أولاً: مخاطر سعر الفائدة: تتغير أسعار الفائدة في السوق وفقاً لتأثير قوى العرض والطلب على الأصول المالية المختلفة وأيضاً وفقاً لمعدلات التضخم السائدة، وفي ما إذا كان الاقتصاد يتسم بالانتعاش أو الانكماش تبرز المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في السندات بسبب العلاقة المتعكسة بين أسعار السندات في السوق وأسعار الفائدة السوقية. فارتفاع أسعار الفائدة السوقية على أسعار الفائدة الأخرى يشجع المستثمرين في السندات على بيع ما لديهم من سندات في السوق مما يؤدي إلى زيادة العرض لهذه الأصول، ومع محدودية الطلب عليها في السوق فإن أسعارها تهبط وبشكل حاد وفقاً للعلاقة بين العرض والطلب⁽²⁾.

فأي تغير في أسعار الفائدة سوف يكون له تأثير على أسعار السندات طويلة الأجل حيث قد يتعرض المستثمر لخسارة كبيرة إذا ما صادف ارتفاع أسعار الفائدة وقت الحاجة إلى بيعها، وتقاس مخاطر سعر الفائدة باستخدام النسبة بين الأصول والخصوم التي تتأثر بتذبذب أسعار الفائدة⁽³⁾.

ثانياً: مخاطر التضخم: يؤدي التضخم إلى تدهور القوة الشرائية، أي إمكانية عدم كفاية العوائد المستقبلية الناتجة عن الاستثمار في الحصول على السلع والخدمات التي يمكن الحصول عليها بالأسعار الحالية، أي تعرض الأموال لانخفاض قيمتها الحقيقية فحتى لو ارتفعت القيمة النقدية للاستثمار قد يكون ذلك نوعاً من الوهم إذا كانت مستويات الأسعار قد ارتفعت بمعدلات أكبر يكون هذا النوع من المخاطر كبيراً في حالة الاستثمار في حسابات التوفير أو التأمين على الحياة أو السندات أو أي

(1) عبد الغفار حنفي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2003، ص 204.

(2) حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 234.

(3) محمد محمود عبد ربه، مرجع سبق ذكره، ص 29.

استثمار يحمل معدل فائدة ثابت فإذا ارتفع معدل التضخم يرتفع معه الخصم فتتخفص القيمة الحقيقية للاستثمار وذلك لانخفاض قيمته الحالية، بينما يؤثر هذا على الأسهم بشكل أقل حيث تقابل مخاطر القوة الشرائية بارتفاع مماثل في أصول المنشأة المصدرة للأسهم⁽¹⁾.

ثالثاً: مخاطر استدعاء السند: تصدر بعض الشركات سندات مقرونة بشروط الاستدعاء، مما يعطيها الحق في إعادة شراء تلك السندات من حملتها بعد تاريخ معين محدد في نشرة الاكتتاب وعادة ما تعتمد المنشأة إلى ذلك عندما توجد مؤشرات لاحتمال انخفاض أسعار الفائدة في السوق قبل بلوغ السندات تاريخ الاستحقاق. إن في هذه الحالة تستطيع المنشأة أن تعيد شراء تلك السندات وإحلال محلها سندات جديدة ذات معدل فائدة أقل. هذا يعني أن الاستدعاء ينطوي على بعض المخاطر، إذ سيضطر المستثمر إلى التخلي عن سند آخر ذو عائد أقل وهو ما يطلق عليه بمخاطر إعادة الاستثمار. لذا يجدر بالمستثمرين في السندات أن يتفحصوا بعناية عقد الإصدار للتأكد من تضمنه شروطاً لحماية السند من الاستدعاء⁽²⁾.

رابعاً: مخاطر السيولة: يقصد بها إمكانية التصرف في الورقة المالية بسرعة وسهولة دون تعرض سعرها لانخفاض شديد، حيث تفتقر السندات لخاصية السيولة خصوصاً إذا كانت طويلة الأجل لذا فإن المستثمر يتعرض إلى مخاطر السيولة الناتجة عن الهبوط الذي يحصل في القوة الشرائية للعملة بفعل التضخم حيث تنخفض مخاطر السيولة إلى حد ما الأدنى ينصح المستثمرين في السندات بأخذ العوامل التالية بعين الاعتبار: حجم الإصدار، حجم الصفقة وفئة السند، إذ كلما زاد حجم الإصدار زاد حجم صفقات التعامل وارتفعت فئة السند كلما زادت السيولة والعكس بالعكس⁽³⁾.

خامساً: مخاطر الإطفاء السنوي للسندات: يوفر عقد الإصدار في كثير من الحالات للشركة المصدرة الحق في أن تطفئ سنوياً نسبة محددة من الإصدار كما ينص في هذا العقد على الطريقة التي بموجبها تحدد السندات المطفأة، ويستغل المصدرون شرط الإطفاء في الفترات التي تشهد فيها ارتفاعاً في السعر السوقي للسند مقارنة بقيمته الاسمية، فيقومون بإطفاء السندات القابلة للإطفاء ملحقين بذلك أضراراً كبيرة بحملة هذه السندات عن طريق حرمانها من تحقيق أرباح رأسمالية كان بإمكانهم تحقيقها لو تمكنوا من الاحتفاظ بهذه السندات.

لذا ينصح حملة السندات بدراسة شرط الإطفاء الذي يتضمنه عقد الإصدار بعناية للوقوف على أبعاد هذا الشرط بما في ذلك الطريقة التي تحدد بها السندات المطفأة، وللتأكد إذا كان يشمل جميع الإصدار أو جزءاً منه، أو يشمل فئة محددة من السندات أم جميع فئاتها دون استثناء⁽⁴⁾.

(4) فلاح حسن الحسيني، مويذ عبد الرحمن الدوري، مرجع سبق ذكره، ص 169.

(2) منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 514.

(3) محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 117.

(4) نفس المرجع، ص 119.

سادساً: مخاطر تاريخ الاستحقاق.

يقصد بها أنه كلما طال تاريخ الاستحقاق للسند زاد التأكد بشأن مستقبل تدفقاته النقدية، فالقدرة على التنبؤ بالمخاطر التي تتعرض لها ورقة مالية تستحق بعد ثلاث سنوات هي الأكثر بكثير من القدرة على التنبؤ بالمخاطر التي تتعرض لها ورقة مالية تستحق بعد ثلاثين سنة هذا يعني أنه لا بد من حصول

المستثمر على عائد أكبر يعوضه عن مخاطر الاستثمار في السندات التي يحل تاريخ استحقاقها بعد وقت طويل⁽¹⁾.

المطلب الرابع: مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييم الاستثمارات.

تتضح مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تغيير الاستثمارات فيما يلي⁽²⁾:
الفرع الأول: نقص المعلومات المحاسبية التي يتم نشرها في سوق الأوراق المالية وأن هذا النقص في المعلومات يؤدي إلى عدم قدرة المستثمر على التقييم الدقيق لمستوى أداء الوحدات الاقتصادية مما يؤدي إلى زيادة الأسعار الفعلية للأسهم عن الأسعار الحقيقية في أغلب الأحيان.

الفرع الثاني: الاعتماد على أساس تاريخي من القياس المحاسبي والذي لا يلبي احتياجات المستثمرين في سوق الأوراق المالية بالإضافة إلى تعدد أساليب القياس المحاسبي البديلة.

الفرع الثالث: إقدام المستثمر في الأسهم على شراء السهم إلا إذا توصل إلى تقدير ملائم لسعر السهم الذي يقبل أن يدفعه وهذا السعر يتوقف بصفة أساسية على عاملين:
أولاً: سياسة الشركة فيما يتعلق باحتجاز الأرباح المطلوبة لنمو الشركة.
ثانياً: معدل العائد المطلوب والملائم للاستثمار في الأسهم يتأثر بعوامل السوق.

الفرع الرابع: تحليل الظروف الاقتصادية العامة ثم الظروف الصناعية التي تنتمي إليها الشركة ثم ظروف الشركة حيث هذه الخبرة تعتمد على البيانات المحاسبية التي تتطلب الدقة والقيمة الحقيقية للسهم وتمثل في:

أولاً: التدفق النقدي المتوقع.

ثانياً: معدل التضخم الذي يتضمن المخاطرة.

الفرع الخامس: لتحديد قيمة السهم يتم الاعتماد على البيانات المحاسبية المنشورة في القوائم المالية وذلك عند إصدار أسهم زيادة رأس المال، حيث سيؤدي إلى مخاطر الإضرار بمصالح المساهمين القدامى أو الجدد كنتيجة لعدم القياس الدقيق للقيمة السوقية للسهم. مما يستلزم الأخذ بعين الاعتبار كل المتغيرات التي تحصل على المستوى الاقتصادي القومي أو القطاع الاقتصادي الذي ينتمي إليه أو

(1) منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 497.

(2) محمد محمود عيد ربه، مرجع سبق ذكره، ص 191.

الوسائل الاستثمارية المختلفة بحيث يتحقق التوازن بين حقوق المساهمين القدامى والجدد.

المبحث الثالث: طرق قياس المخاطر المالية.

تعد عملية القياس الكمي للمخاطر أمراً ضرورياً لا بد منه عند اتخاذ القرار الاستثماري إذ تسمح هذه العملية بتحديد درجة المخاطرة المرتبطة بكل بديل من البدائل المتاحة ولقد اقترح لهذا القياس العديد من الأساليب والطرق تتمثل في الآتي:

المطلب الأول: قياس مخاطر أصل مالي.

يمكن قياس مخاطرة أصل مالي بطرق متعددة منها الانحراف المعياري، معامل الاختلاف ومعامل بيتا.

الفرع الأول: التباين والانحراف المعياري.

يعرف التباين بأنه مجموع مربعات انحراف القيم عن وسيطها الحسابي ويقاس وفقاً للعلاقة التالية:

$$(1) \quad \sigma^2 = \sum_{i=1}^n [R_x - E(R_x)]^2 \cdot P(R_x)$$

ويعرف الانحراف المعياري على أنه الجذر التربيعي للتباين حيث يرمز له بالرمز σ .

حيث:

$$(2) \quad \sigma = \sqrt{\sigma^2}$$

ويتم التعرف على الخطر المرتبط باستثمار معين من خلال معرفة تغيير معدلات العائد، حيث كلما زاد التقلب في هذه المعدلات كلما زادت المخاطر، وكلما انخفضت نسبة التباين أو الانحراف المعياري انخفضت المخاطر التي تتعرض لها الورقة المالية.

الفرع الثاني: معامل الاختلاف.

يمكن أن تظهر بعض المشاكل في استخدام الانحراف المعياري كمقياس للخطر (حيث يمكن أن يتساوى الانحراف المعياري لأصلين ماليين وبالتالي تتساوى الخطورة مع أن النسبة المئوية لانحراف العوائد لأحدهما أكبر من الآخر)، ويمكن تجنب هذه المشكلة لو استخدمنا معامل الاختلاف كمقياس للخطر بدلا من الانحراف المعياري على الوسط الحسابي (القيمة المتوقعة) بالشكل التالي⁽³⁾:

(4) عبد الغفار حنفي، "بورصة الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 108.

(2) نفس المرجع، ص 108.

(3) جميل أحمد توفيق، "أساسيات الإدارة المالية"، دار النهضة، لبنان، دون سنة نشر، ص ص 276، 278.

$$(1) \quad C_v = \frac{\sigma_{R_x}}{E(R_x)}$$

فمعامل الاختلاف يستخدم عادة في حالة عدم تساوي القيم المتوقعة للعائد من المشروعات البديلة، بالإضافة إلى ذلك فإن معامل الاختلاف يستخدم في تقييم الخطر في المشروعات الفردية، في حين يستخدم الانحراف المعياري في مقارنة الخطر بين مجموعة استثمارات تمثل كل منها عددا من الاستثمارات المنوعة ينظر إليها كوحدة واحدة.

الفرع الثالث: معامل β (بيتا).

معامل β مقياس إحصائي للمخاطر المنتظمة، ويقاس حساسية عائد الأوراق المالية تجاه عائد محفظة السوق، أي أنه مقياس لتوافق حركة عائد ورقة معينة مع عائد مجموعة من الأوراق المالية في السوق والتي تشكل محفظة السوق تعتمد قيمة بيتا على العلاقة التاريخية بين معدل عائد الورقة المالية ومعدل عائد محفظة السوق. ولحساب معامل بيتا يجب حساب التباين المشترك بين عائد الورقة المالية R_x وعائد السوق R_m ، وهو حاصل ضرب معامل الارتباط V بين العائدين في كل من الانحراف المعياري لعائد الورقة σ_{R_x} والانحراف المعياري لعائد الورقة σ_{R_m} والذي يعطى بالعلاقة التالية:

$$(2) \quad cov(R_x \cdot R_m) = V(R_x \cdot R_m) \cdot \sigma_{R_x} \sigma_{R_m}$$

صياغة

ومنه يمكن

علاقة معامل β من خلال ما يلي:

$$(3) \quad \beta_x = \frac{cov(R_x \cdot R_m)}{\sigma_{R_m}^2} = \frac{v(R_x \cdot R_m)(\sigma_{R_x})(\sigma_{R_m})}{\sigma_{R_m}^2} = \frac{v(R_x \cdot R_m)(\sigma_{R_x})}{\sigma_{R_m}}$$

إذا كان $\beta = 1$: فإن عائد الورقة المالية سوف يتقلب صعودا ونزولا وفقا لتقلب عوائد محفظة السوق.

$\beta > 1$: فعائد الورقة المالية يكون أكثر تقلبا من عائد محفظة السوق.

$\beta < 1$: فسيكون عائد الورقة أقل تقلبا مقارنة بعائد محفظة السوق.

(1) جميل أحمد توفيق، نفس المرجع، ص 276.

(2) Denis Mertisette , "Décision financières à long terme", les éditions 5MG, Trios Ravières, 3ème édition, 1994, p 235.

(3) Ibid, p 235.

المطلب الثاني: قياس مخاطر المحفظة المالية.

المحفظة هي عبارة عن مجموعة من الأصول المالية أو الاستثمارات والمحفظة المثلى هي التي تحقق أعلى عائد ممكن على مستوى معين من الخطر، أو تلك التي تحقق درجة الخطر في ظل مستوى من العائد ويمكن قياس خطر المحفظة من خلال الانحراف المعياري أو التباين، معامل الاختلاف أو β .

الفرع الأول: التباين والانحراف المعياري.

يمكن أن تكون المحفظة المالية مكونة من أصلين ماليين فقط أو من عدة أصول مالية.

أولاً: قياس التباين والانحراف المعياري لمحفظة مكونة من أصلين ماليين.

يتم قياس خطر محفظة مالية مكونة من أصلين x_1 و x_2 من خلال التباين الذي يعطى بالعلاقة التالية:

$$(1) \sigma_{Rp}^2 = \alpha^2 \sigma_{x_1}^2 + (1 - \alpha) \sigma_{x_2}^2 + 2\alpha(1 - \alpha) \text{cov}(x_1, x_2)$$

حيث: x تمثل نسبة الأصل x_1 في المحفظة.

ويتم الحصول على قيمة الانحراف عن طريق جذر التباين كما يلي:

$$(2) \sigma_{Rp} = \sqrt{\alpha^2 \delta_{x_1} + (1 - \alpha) \sigma_{x_2}^2 + 2\alpha(1 - \alpha) \text{cov}(x_1, x_2)}$$

ثانياً: التباين والانحراف المعياري لمحفظة مكونة من N أصل مالي.

يتم قياس خطر محفظة مالية مكونة من N أصل مالي عن طريق العلاقة التالية:

(3)

$$\sigma_{Rp}^2 = \sum_{i=1}^n x_i^2 \sigma_{R_i}^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n x_i x_j \text{cov}(R_i, R_j)$$

يمكن

وبالتالي

تمثيلها بالشكل التالي:

$$\sigma_{Rp}^2 = (x_1, x_2, x_3, \dots, x_n) \begin{bmatrix} \sigma_{11} & \sigma_{12} & \dots & \sigma_{1n} \\ \sigma_{21} & \sigma_{22} & \dots & \sigma_{2n} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ \sigma_{n1} & \sigma_{n2} & \dots & \sigma_{nn} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} x_1 \\ x_2 \\ \vdots \\ x_n \end{bmatrix}$$

ويمكن إيجاد الانحراف المعياري للمحفظة ذات N أصل مالي من خلال الجذر التربيعي للتباين.

(1) Ibid, p125.

(2) Ibid, p126.

(3) Ibid, p127.

الفرع الثاني: معامل الاختلاف.

يمكن قياس خطر المحفظة عن طريق معامل الاختلاف وذلك بقسمة الانحراف المعياري للمحفظة على العائد المتوقع للمحفظة، ويستخدم كمقياس للتشتت النسبي، فكلما زاد معامل الاختلاف كلما زادت المخاطر والعكس صحيح حيث يعطى بالعلاقة:

$$(1) \quad CV(R_p) = \frac{\sigma_{R_p}}{E(R_p)}$$

الفرع الثالث: معامل بيتا β .

يتم قياس خطر المحفظة المكونة من N أصل مالي عن طريق معامل بيتا للمحفظة المالية والذي هو عبارة عن المتوسط المرجح لبيتا للأصول المشكلة للمحفظة ويعطى بالعلاقة التالية:

$$(2) \quad \beta_{R_p} = \alpha_1\beta_1 + \alpha_2\beta_2 + \alpha_3\beta_3 + \dots + \alpha_n\beta_n = \sum_{i=1}^n \alpha_i\beta_i$$

حيث:

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3 \dots, \alpha_n$ هي نسب الأصول $x_1, x_2, x_3 \dots, x_n$ على التوالي. مع العلم أن بيتا يساوي 1 وبالتالي:

- كل محفظة يكون لها $\beta = 1$ تكون مخاطرها مساوية لمخاطر السوق.
- أما المحفظة التي يكون لها $\beta < 1$ تكون مخاطرها أقل من مخاطر السوق.
- أما المحفظة التي يكون لها $\beta > 1$ تكون مخاطرها أكبر من مخاطر السوق.

(1) Ibid, p127.

(2) Ibid, p128.

المبحث الرابع: إدارة المخاطر المالية.

رغم حداثة مصطلح إدارة المخاطر إلا أن الممارسة الفعلية لإدارة المخاطر قديمة، ومن منظور عريض يمكن تعريف إدارة المخاطر بأنها عملية حماية شخص المرء وأصوله، ومن هذا المنطلق فهي تقوم على فلسفة محددة وتتبع تسلسلا جيد التحديد من حيث الخطوات وسوف نتناول ذلك من خلال التعرض لتاريخ إدارة المخاطر، تعريفها، أهدافها والأدوات التي تستخدم عند القيام بهذه الوظيفة إضافة إلى الخطوات التي تتبعها.

المطلب الأول: مفهوم إدارة المخاطر المالية وخصائصها.

كغيرها من الإدارات فإن إدارة المخاطر لها مفهوم دقيق وضوابط إضافة إلى مجموعة خصائص تميزها عن باقي الإدارات.

الفرع الأول: مفهوم إدارة المخاطر المالية.

قبل التعرف على مفهوم إدارة المخاطر يجدر بنا التطرق إلى تاريخ نشأة هذه الإدارة وبعد ذلك استخلاص تعاريفها.

أولاً: تاريخ إدارة المخاطر: رغم أن نشاطات الأعمال تتعرض دائماً للمخاطر فإن الدراسة الرسمية لإدارة المخاطر بدأت في أواخر النصف الثاني من القرن العشرين، ففي عام 1959 أشارت دراسة "ماركويتز" (Marowitz)* إلى أن اختيار المحفظة ما هي إلا معضلة تعظيم العائد المتوقع من هذه المحفظة وتخفيض مخاطرها، ويأتي العائد المتوقع الكبير فقط بالدخول في مزيد من المخاطر، وعلى ذلك فإن المعضلة التي تواجه المستثمرين هي إيجاد التوليفة المثلى والعائد، وقد أشار تحليل "ماركويتز" كذلك إلى العناصر العامة والخاصة للمخاطر هذا رأي⁽¹⁾، وهناك رأي آخر يقول أن الاتجاه العام للاستخدام الراهن لمصطلح إدارة المخاطر بدأ في أوائل الخمسينات وكان من بين المطبوعات المبكرة التي أشير فيها للمصطلح هارفورد بيزنيس ريفير عام 1956⁽²⁾.

ثانياً: تعريف إدارة المخاطر المالية: "يقصد بإدارة المخاطر عملية تحديد وتقييم المخاطر واختيار وإدارة التقنيات للتكيف مع المخاطر التي يمكن التعرض لها"⁽³⁾.

* هاري ماكس ماركويتز ولد سنة 1927 بشيكاغو، اقتصادي أمريكي، حاز على جائزة نوبل للاقتصاد، يعود له الفضل في وضع نظرية المحفظة الحديثة عام 1952. في عام 1989 منح جائزة "دون نيومان" في بحوث العمليات عن نظرية العمليات من جمعية البحوث الأمريكية ومعهد العلوم الإدارية.

(1) طارق الله خان، حبيب محمد، "إدارة المخاطر"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ورقة رقم 05، جدة، 2003، ص 33.

(2) طارق عبد العال حماد، "إدارة المخاطر"، مرجع سبق ذكره، ص 46.

(3) سمير عبد الحميد رضوان، "المشتقات المالية"، دار النشر للجامعات، مصر، 2004، ص 309.

وتعرف أيضاً على أنها: "تحديد، تحليل والسيطرة الاقتصادية على المخاطر التي تهدد الأصول المالية للمؤسسة أو المستثمر وبصفة أخرى، فإن إدارة المخاطر هي تعيين مختلف حالات التعرض للمخاطر وقياسها ومتابعتها وإدارتها"⁽¹⁾.

وهناك من عرفها على أنها: "تنظيم متكامل يهدف إلى مجابهة المخاطر بأفضل الوسائل وأقل التكاليف وذلك عن طريق اكتشاف الخطر وتحليله وقياسه وتحديد وسائل مجابهته مع اختيار أنسب هذه الوسائل لتحقيق الهدف المطلوب"⁽²⁾.

إن أدير أحد الأصول أو الخصوم قد يتطلب الحماية ضد تقلب الأسعار وعلى النقيض من ذلك قد يبحث آخر عن حماية ضد عدم تقلب الأسعار.

وبالتالي فإن إدارة المخاطر هي ذلك الفرع من علوم الإدارة الذي يتعلق بما يلي⁽³⁾:

- إحكام السيطرة والرقابة على المخاطرة في الأنشطة والأعمال.
- تحديد العلاج النوعي لكل نوع من أنواع المخاطر وعلى جميع مستوياتها.
- العمل على الحد من الخسائر وتقليلها إلى أدنى حد ممكن وتأمينها من خلال الرقابة الفورية أو من خلال تحويلها إلى جهات خارجية.
- إعداد الدراسات قبل الخسائر أو بعد حدوثها وذلك بغرض منع أو تقليل الخسائر المحتملة مع محاولة تحديد أية مخاطرة يتعين السيطرة عليها واستخدام الأدوات التي تؤدي إلى دفع حدوثها أو تكرار مثل هذه المخاطر.

من خلال ذلك يمكن القول أن إدارة المخاطر عبارة عن منهج أو مدخل علمي للتعامل مع المخاطر عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة وتصميم وتنفيذ إجراءات من شأنها أن تقلل إمكانية حدوث الخسارة أو الأثر المالي للخسائر التي تقع إلى الحد الأدنى.

الفرع الثاني: الخصائص المميزة لإدارة المخاطر المالية.

يمكن اكتساب فهم أفضل لإدارة المخاطر من خلال إبراز الخصائص التي تميزها عن الإدارة العامة وعن إدارة التأمين.

أولاً: ما يميز إدارة المخاطر عن الإدارة العامة: تختلف إدارة المخاطر المالية عن الإدارة العامة من حيث نطاقها، فرغم أن الاثنين يتعاملان مع المخاطر إلا أن نوعية المخاطر التي يتعاملان معها تختلف. فالإدارة العامة المسؤولة عن التعامل مع كل المخاطر بما فيها مخاطر المضاربة والمخاطر البحتة على العكس نجد أن نطاق مسؤولية مدير المخاطر أضيق، حيث أنه مقصور بالأساس على

- (1) خالد وهيب الراوي، "إدارة المخاطر المالية"، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2009، ص 10.
 (2) أسامة عزمي سلام، شفيق نوري موسى، "إدارة الخطر والتأمين"، دار ومكتبة الحامد، عمان، 2006، ص 55.
 (3) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 54.
 المخاطر البحتة فقط، فهو مسؤول عن جزء من مسؤولية الإدارة العامة(1).

ثانياً: ما يميز إدارة المخاطر عن التأمين: نشأ مصطلح مدير المخاطر من مصطلح مدير التأمين، إلا أن المصطلحين غالباً ما يتم استخدامهما بدل بعضهما، لكن هناك فرق بينهما، يتطلب الوصول إلى ذلك الفرق إتباع منهج وظيفي.

فإدارة المخاطر أعرض من إدارة التأمين حيث أنها تتعامل مع كل من المخاطر الممكن التأمين ضدها وغير الممكن التأمين ضدها كما أن إدارة المخاطر تختلف عن إدارة التأمين من حيث الفلسفة، حيث أن إدارة التأمين تتضمن تقنيات بدائل التأمين حيث يركز مشتري التأمين المؤسس تقليدياً على تحقيق أقصى تأمين للدولارات المنفقة. أما مفهوم إدارة المخاطر يركز على خفض تكلفة التعامل مع المخاطر بالوسائل والأساليب الأكثر ملاءمة.

كما يمكن التفرقة بين إدارة المخاطر وإدارة التأمين في بؤرة التركيز ففلسفة إدارة التأمين تنظر إلى التأمين على أنه القاعدة المقبولة المتعارف عليها وأن الاحتفاظ أو عدم التأمين يجب أن يبرره انخفاض في أفساط التأمين. ووفقاً لفلسفة إدارة المخاطر فإن التأمين هو الذي يجب تبريره، ونظراً لأن تكلفة التأمين يجب أن تتجاوز عموماً الخسائر المتوسطة لأولئك الذين يتم التأمين عليهم فإن مدير المخاطر يعتقد التأمين ملاذ أخير وينبغي أن لا يستخدم إلا عند الضرورة.
 كخلاصة فإن إدارة الخاطر لها خصائص تميزها حيث أنها أكثر من إدارة التأمين للأسباب آفة الذكر ولكنها شيء أقل من الإدارة العامة لأنها لا تتعامل إلا بشكل عرضي مع مخاطر العمل(2).

المطلب الثاني: أهداف إدارة المخاطر المالية وأدواتها.

إن إدارة المخاطر لها مجموعة من الأهداف، ومن أجل تحقيق هذه الأخيرة تستخدم عدة أدوات.

الفرع الأول: أهداف إدارة المخاطر المالية.

تتمثل أهداف إدارة المخاطر المالية فيما يلي (3):

- أولاً: المحافظة على الأصول الموجودة لحماية مصالح المستثمرين، المودعين والدائنين.**
ثانياً: إحكام الرقابة والسيطرة على المخاطر في الأنشطة أو الأعمال التي ترتبط بالأوراق المالية والتسهيلات الائتمانية وغيرها من أدوات الاستثمار.
ثالثاً: تحديد العلاج النوعي لكل نوع من أنواع المخاطر وعلى جميع مستوياتها.

(1) طارق عبد العال حماد، "إدارة المخاطر"، مرجع سبق ذكره، ص 54.

(2) نفس المرجع، ص 55.

(3) أحمد الكردي، "إدارة المخاطر"، مقالة منشورة على موقع: www.kenanonline.com/users/ahmedkordy/topics. تاريخ الاطلاع: 2011/03/13

رابعاً: العمل على الحد من الخسائر وتقليلها إلى أدنى حد ممكن وتأمينها من خلال الرقابة الفورية أو من خلال تحويلها إلى جهات خارجية.

خامسا: إعداد الدراسات قبل الخسائر أو بعدها وذلك بغرض منع أو تقليل الخسائر المحتملة، مع تحديد أية مخاطر يتعين السيطرة عليها واستخدام الأدوات التي تعود إلى دفع حدوثها، أو تكرار مثل هذه المخاطر.

سادسا: حماية الاستثمارات وذلك من خلال حماية قدرتها الدائمة على توليد الأرباح رغم أي خسائر عارضة.

سابعا: إن إدارة المخاطر والتخطيط لاستمرارية العمل هما عمليتين مربوطتين مع بعضيهما البعض ولا يجوز فصلهما، حيث أن عملية إدارة المخاطر توفر الكثير من المدخلات لعملية التخطيط لاستمرارية العمل.

ثامنا: تقوم إدارة المخاطر بوضع تقارير دورية بشأن حجم المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار.

تاسعا: إعداد نماذج مالية لتحليل مدى حساسية التغيرات في أسعار الفائدة وأسعار الصرف. ومنه يمكن القول أن كل أهداف إدارة المخاطر تندرج تحت عملية البحث عن جميع المخاطر ودراساتها وتحديد آثارها وطرق السيطرة عليها، والعمل على إيجاد طرق جديدة فاعلة ومناسبة للتخفيف منها وحلها ومعالجتها.

الفرع الثاني: أدوات إدارة المخاطر المالية.

إن أهم ما يشغل المدراء الماليين هو كيفية إدارة المخاطر والتعامل معها من أجل محاولة على الأقل تحمل أدنى مستوياتها لذلك نجد عدة تقنيات تمكنهم من ذلك نذكر منها⁽¹⁾:

أولاً: تحاشي أو تفادي المخاطرة: يتم تحاشي المخاطرة عندما يرفض الفرد أو المنظمة قبولها حتى ولو للحظة، لأن التعرض للمخاطرة غير مسموح له بأن يدخل حيز الوجود، ويتحقق ذلك عن طريق مجرد عدم القيام بالعمل أو الاستثمار المنشئ المخاطرة فإذا أراد عدم المخاطرة يفقد مدخراته في مشروع فيه مجازفة عليه أن يختار مشروعاً ينطوي على مخاطرة أقل وإذا أرادت تحاشي المخاطرة المرتبطة بحياسة ملكية لا يشتري الأملاك بل استئجارها بدلاً من ذلك وإذا كان من المحتمل أن يكون استخدام منتج ما (المقصود هنا منتج مالي: سهم أو سند) محفوفاً بالمخاطرة فلا يلجأ لذلك.

ويعد تفادي المخاطرة أحد أساليب التعامل مع المخاطرة ولكنه تقنية سلبية وليست إيجابية ولهذا السبب يكون أحياناً مدخلاً غير مرضي للتعامل مع مخاطر كثيرة فلو استخدم تفادي المخاطر بشكل مكثف لحرمت المؤسسات أو المستثمرين من فرص كثيرة لتحقيق الربح ولربما عجزوا عن تحقيق أهدافهم.

(1) طارق عبد العال حماد، "إدارة المخاطر"، مرجع سبق ذكره، ص 32-36.

ثانياً: تقليل المخاطرة:

يمكن كذلك إدارة المخاطر المالية من خلال تقليلها وذلك بطريقتين: الأولى من خلال منع المخاطرة والتحكم فيها ومثلها في ذلك برامج السلامة وتدابير منع الخسارة سوى أمثلة لمحاولات التعامل مع المخاطرة عن طريق منع حدوث الخسارة أو تقليل فرص حدوثها وهو نفس الشيء بالنسبة للمخاطر المالية.

بعض التقنيات يكون الهدف منها منع حدوث الخسارة على حيث أن البعض الآخر يكون الهدف منه التحكم في شدة الخسارة إذا وقعت. ويقال أن منع الخسارة هو الوسيلة الأكثر مرغوبة للتعامل مع المخاطرة فإذا أمكن القضاء تماماً على احتمال الخسارة فإن المخاطرة سيتم القضاء عليها أيضاً. ومع ذلك فإن منع حدوث الخسارة يمكن أيضاً أن يكون مدخلاً للتعامل مع المخاطرة فمهما حاولت واجتهدت في المحاولة لن تستطيع أبداً أن تمنع جميع الخسائر، بالإضافة إلى ذلك فإنه في بعض الأحيان قد يكلف منع الخسائر أكثر من الخسائر نفسها.

والمخاطرة يمكن أيضاً تقليلها بشكل إجمالي من خلال استخدام قانون الأعداد الكبيرة فعن طريق دمج عدد كبير من وحدات التعرض يمكن التوصل لتقديرات دقيقة بشكل معقول للخسائر المستقبلية لمجموعة ما. وبناءً على هذه التقديرات يمكن لمنظمة مثل شركة تأمين أن تفترض إمكانية حدوث خسارة نتيجة لمثل هذا التعرض ولا تواجه بعد نفس احتمال الخسارة نفسها.

ثالثاً: الاحتفاظ بالمخاطرة: ربما يكون الاحتفاظ بالمخاطرة الأسلوب الأكثر شيوعاً للتعامل مع المخاطرة فالمنظمات تواجه عدداً غير محدود تقريباً من المخاطر وفي معظم الأحوال لا يتم القيام بشيء

حيالها وعندما لا يتم اتخاذ إجراء ايجابي لتقادي المخاطرة أو تقليلها أو تحويلها يتم بذلك الاحتفاظ باحتمال الخسارة الذي تنطوي عليه تلك المخاطرة.

والاحتفاظ بالمخاطرة قد يكون شعوريا أو لا شعوريا ويتم الاحتفاظ الشعوري أو الواعي بالمخاطرة عندما لا يتم إدراك المخاطرة فيتم استفاؤها لا شعوريا ، وفي هذه الحالات يحتفظ الشخص المعرض للمخاطرة بالعواقب المالية للخسارة المحتملة دون إدراك أنه يفعل ذلك.

كما قد يكون الاحتفاظ بالمخاطرة طوعيا أو غير طوعي ويتميز الاحتفاظ الطوعي بالمخاطرة بإدراك وجود المخاطرة ووجود اتفاق أو موافقة ضمنية على تحمل الخسائر ذات الصلة ويتم اتخاذ قرار الاحتفاظ بمخاطرة ما طوعية لأنه لا توجد بدائل أخرى أكثر جاذبية، أما الاحتفاظ غير الطوعي بالمخاطرة فيحدث عندما يتم الاحتفاظ لا شعوريا بالمخاطرة وأيضا عندما لا يكون بالإمكان تحاشي المخاطرة أو تحويلها أو الإقلال منها.

والاحتفاظ بالمخاطرة أسلوب مشروع للتعامل مع المخاطرة بل أنه يكون في بعض الحالات الطريقة الأفضل، ويجب على كل منظمة أن تقرر أي المخاطر يجب أن تحتفظ بها وأيها ينبغي عليها أن تتفادها أو تحويلها بناء على هامش الاحتمالات الخاص بها أو قدرتها على تحمل الخسارة. فالخسارة التي قد تكون كارثة مالية بالنسبة لمنظمة ما أو مستثمر وقد يسهل تحملها بالنسبة لأخرى أو مستثمر آخر وكقاعدة عامة فإن المخاطرة التي ينبغي الاحتفاظ بها هي تلك التي تؤدي إلى خسائر معينة صغيرة نسبيا.

رابعا: تحويل المخاطرة: من الممكن نقل أو تحويل المخاطرة من شخص إلى شخص آخر أكثر استعداد لتحملها ويمكن استخدام أسلوب التحويل في التعامل مع كل من المخاطر ومن الأمثلة الممتازة لاستخدام تقنية التحويل للتعامل مع المخاطر التحوط فهو وسيلة من وسائل تحويل المخاطر المالية ويتم بالشراء والبيع من أجل التسليم المستقبلي للأصول المالية الجاري التعامل بها. ويقوم المتعاملون والمعالجون وفقا له (التحوط) بحماية أنفسهم من حدوث تراجع أو انخفاض في سعر السوق بين وقت شرائهم لمنتج مالي ما ووقت بيعهم له. وهو عبارة عن تزامن البيع والشراء بغرض التسليم الفوري مع الشراء أو البيع بغرض التسليم المستقبلي.

وغالبا ما يتم تحويل المخاطرة من خلال عقود، ويعد اتفاق harmless hold الذي يتحمل بمقتضاه شخص مسؤولية شخص آخر عن الخسارة مثلا لمثل هذا التحويل. على سبيل المثال أيضا يمكن تحويل المخاطرة عن طريق التأمين، ففي مقابل دفع مبلغ محدد (قسط التأمين) يسدده أحد الطرفين، يوافق الطرف الثاني على تعويض الطرف الأول حتى مبلغ معين عن الخسارة المحددة الجائزة للحدث.

خامسا: اقتسام المخاطرة: يعد اقتسام المخاطرة حالة خاصة لتحويل المخاطرة وهو أيضا صورة من صور الاحتفاظ بالمخاطر وعندما يتم اقتسام المخاطرة يتم تحويل احتمال الخسارة من الفرد إلى المجموعة، ومع ذلك فالاقتسام أحد صور الاحتفاظ الذي يتم في ظل الاحتفاظ بالمخاطرة المحولة إلى المجموعة إلى جانب مخاطر أفراد المجموعة الآخرين.

ويتم اقتسام المخاطرة بعدة طرق بواسطة الأفراد والمنظمات، ومن الأمثلة البارزة على إحدى الوسائل التي يتم عن طريقها اقتسام المخاطرة: المؤسسة. ففي ظل هذا الشكل من المنشآت يتم تجميع أسهم لعدد كبير من الأشخاص بحيث يتحمل كل منهم جزءا فقط من مخاطرة فشل المشروع. ويعد التأمين أداة أخرى تهدف للتعامل مع المخاطرة من خلال الاقتسام حيث أنه إحدى خصائص وسيلة التأمين هي اقتسام المخاطرة بواسطة أفراد المجموعة.

المطلب الثالث: عملية إدارة المخاطر المالية.

ترتكز عملية إدارة المخاطر على إتباع سلسلة من الخطوات والأساليب للتعامل مع المخاطر، حيث أن إدارة المخاطر تمثل منهجا أو مدخلا علميا للتعامل مع المخاطر البحتة، ويوحى ذلك ضمنا بأن العملية تتضمن سلسلة منطقية من الخطوات هي⁽¹⁾:

الفرع الأول: تقرير الأهداف والغايات.

تمثل الخطوة الأولى في عملية إدارة المخاطر في تقرير ما يجب أن يفعله برنامج إدارة المخاطر

(1) طارق عبد العال حماد، "إدارة المخاطر"، مرجع سبق ذكره، ص ص 58-64.

مخاطرها.

بدقة، وللحصول على أقصى فائدة يلزم وضع خطة، وإلا نشأ ميل للنظر لعملية إدارة المخاطر على أنها سلسلة من المشاكل الفردية المنعزلة وليس مشكلة واحدة ولا يكون هناك قواعد إرشادية تحقق الاتساق المنطقي عند التعامل مع المخاطر.

وهناك العديد من الأهداف المحتملة المتنوعة لإدارة المخاطر، حيث يعتبر أهمها تقليل التكاليف المرتبطة بالمخاطرة البحتة إلى الحد الأدنى، وتسهم إدارة المخاطر في بلوغ الأهداف المرجوة عن طريق ضمان ألا تحُول الخسائر المرتبطة بالمخاطر البحتة بينها وبين بلوغ هذه الأهداف.

ولكن مع الأسف فإن خطوة عملية إدارة المخاطر التي يرحح أن يتم تجاهلها هي تقرير أهداف وغايات البرنامج، ونتيجة لذلك، تكون مجهودات إدارة المخاطر مفككة وغير متنسقة في كثير من الأحيان، وينبع كثير من عيوب برامج إدارة المخاطر من غياب أهداف محددة بوضوح.

الفرع الثاني: التعرف على المخاطر.

من الواضح أن يتم عمل أي شيء بخصوص المخاطر يجب أن يكون شخص ما على وعي ودراية بها. وهذه المرحلة من عملية إدارة المخاطر غالبا ما يتم تفويضها لطرف أو جهة خارجية، واختلاف العمليات والأوضاع يؤدي إلى نشوء مخاطر مختلفة، بعض المخاطر تكون واضحة بينما يمكن أن يتعرض البعض الآخر إلى التجاهل، ولكي يتم اكتشاف المخاطر الهامة يتم استخدام منهج علمي منظم.

الفرع الثالث: أدوات التعرف على المخاطر.

يمكن لأدوات التعرف على المخاطر أن تكون مقترنة بالفهم الوافي أن تساعد في ضمان عدم تجاهل المخاطر الهامة، ونظرا لأن المخاطر يمكن أن تنشأ من مصادر كثيرة فإنه يجب توفر مجموعة من الأدوات المناسبة للتعرف على كل نوع من أنواع هذه المخاطر.

الفرع الرابع: تقييم المخاطر.

بعد أن يتم التعرف على المخاطر، بعد ذلك يجب تقييمها، ويتضمن ذلك قياس الحجم المحتمل للخسارة، واحتمال حدوث تلك الخسارة ثم ترتيب أولويات العمل، وسوف تتطلب مخاطر معينة - بسبب شدة وطأة الخسارة المحتملة - الاهتمام بها قبل مخاطر أخرى، وفي معظم الأحوال سوف يكون هناك عدد من المخاطر التي تتطلب إيلاء قدر متساو من الاهتمام، والمخاطر التي تنطوي على خسارة من شأنها أن تكون كارثة مالية تدرج في نفس الفئة، ولا يتم التمييز بين المخاطر الواقعة في هذه الفئة.

ولذلك بدلا من ترتيب المخاطر عدديا من حيث الأهمية يكون من الأنسب ترتيبها في صورة تصنيف عام مثل حرجة، هامة وغير هامة. فالمخاطر الحرجة هي المخاطر التي سوف ينتج عنها الإفلاس، والمخاطر الهامة لن يترتب عليها إفلاس ولكنها ستؤدي إلى ضرورة البحث عن مصادر تمويل جديدة، أما المخاطر الغير الهامة فهي المخاطر التي لا تؤدي إلى ضائقة مالية.

الفرع الخامس: دراسة البدائل واختيار أسلوب التعامل مع المخاطرة.

تتمثل هذه الخطوة في دراسة التقنيات التي ينبغي استخدامها للتعامل مع كل مخاطرة، وهذه التقنيات تشمل تحاشي المخاطرة، الاحتفاظ، التقاسم، التحويل والخفض، وعند محاولة تقرير ماهية التقنية الواجب استخدامها للتعامل مع مخاطرة معينة يتم دراسة حجم الخسارة المحتملة، ومدى احتمال حدوثها، والموارد التي ستكون متاحة لتعويض الخسارة حالة حدوثها، يتم إجراء تقييم للعوائد والتكاليف المرتبطة بكل منهج ثم يتم اتخاذ القرار.

الفرع السادس: تنفيذ القرار.

إن قرار الاحتفاظ بمخاطرة ما يمكن تحقيقه في وجود احتياطي أو بدونه وفي وجود صندوق تمويلي أو بدونه، فمثلا إذا كان القرار هو استخدام منع الخسارة للتعامل مع مخاطر معينة، يجب في هذه الحالة تصميم وتنفيذ برنامج مناسب لمنع الخسارة.

الفرع السابع: التقييم والمراجعة.

يجب إدراج التقييم والمراجعة في إدارة المخاطر لسببين أساسيين هما:

أولاً: أن الأشياء تتغير وتنشأ مخاطر جديدة وتختفي مخاطر قديمة، ولذلك فالتقنيات التي كانت مناسبة في العام الماضي قد لا تكون المثلى هذا العام، والانتباه المتواصل مطلوب.

ثانياً: يسمح إجراء تقييم ومراجعة لبرنامج إدارة المخاطر بمراجعة القرارات واكتشاف الأخطاء قبل أن تصبح باهضة التكلفة.

ورغم أن التقييم والمراجعة يجب أن يكونا وظيفتين متواصلتين، إلا أنه ففي بعض الأحيان يتم الاستعانة باستشاريين مستقلين يمكن استخدامهم لتقييم كامل لبرنامج إدارة المخاطر أو أقسام معينة من المخاطر.

المطلب الرابع: التحوط.

التحوط ضد المخاطر هو أحد أساليب التعامل مع المخاطرة في إطار إدارة المخاطر.

الفرع الأول: تعريف 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: "وسيلة تقليل مخاطرة مالية بطلب مركز في إحدى الأدوات يعوض به - كلياً أو جزئياً- مخاطرة تفتقر بمركز آخر"⁽²⁾.

(1) محاببية نصيرة، "وظيفة الهندسة المالية في البنوك"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة 08 ماي 1945، قلمة، 2006، ص 164.

(2) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 317.

والتحوط أيضاً هو: "الاحتماء من تقلبات الأسعار في المواد الأولية والبضائع وصرف العملات والأوراق"⁽¹⁾.

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.

الفرع الثاني: استراتيجيات التحوط.

هناك عدد كبير من الاستراتيجيات التي يتم استخدامها للتحوط ضد المخاطر أو لتقليلها إلى أدنى حد ممكن ولعل أهمها هي إستراتيجية التحوط القصير وإستراتيجية التحوط الطويل، وهذان المصطلحان يتم توظيفهما في التمييز بين التحوط الذي ينطوي على مركز قصير والتحوط الذي ينطوي على مركز طويل كما يلي⁽²⁾:

أولاً: إستراتيجية التحوط القصير: فالشخص الذي يمتلك سلعة أو أحد الأصول، ويخشى انخفاض سعر هذه السلعة أو هذا الأصل، فإنه سوف يأخذ في الاعتبار التحوط ضد انخفاض السعر من خلال الاحتفاظ بمركز قصير في بورصة العقود المستقبلية، فإذا انخفض السعر في السوق الحاضرة، فإن السعر سوف ينخفض أيضاً في بورصة العقود المستقبلية، ويطلق على هذا التحوط، التحوط القصير لأن المتحوط يحتفظ بمركز قصير في المستقبلات، بأن يتعاقد على بيع هذا الأصل في بورصة العقود.

ثانياً: إستراتيجية التحوط الطويل: ويطلق عليه أيضاً التحوط التوقعي، لأن المتحوط يتوقع شراء سلعة أو أصل نقدي من خلال السوق الحاضرة في تاريخ لاحق، ويستهدف هذا النوع من التحوط تجميد أو تثبيت سعر الشراء، ويستخدم التحوط الطويل لحماية المستثمر ضد انخفاض أسعار الفائدة، فالشخص الذي يخطط لشراء سلعة ما في تاريخ مستقبلي لاحق وهو يخشى أي زيادة في سعر السلعة، قد يقوم بشراء عقد مستقبلي، فإذا ما ارتفع سعر السلعة، فإن السعر في بورصة العقود المستقبلية سوف يرتفع أيضاً وينتج ربحاً سوف يعوض ولو جزئياً التكلفة المالية لشراء السلعة، وهذا ما يشار إليه بالتحوط الطويل لأن المتحوط يحتفظ بمركز طويل في سوق المستقبلات.

(1) علاء الدين الزعترى، "التكيف الشرعي للمستقبليات والخيارات"، مقال منشورة على الموقع: www.alzatari.net/research/684.html. تاريخ الاطلاع: 2001/04/01.
(2) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص ص 321-325.

الجدول رقم (02): ملخص "مواقف التحوط".

التحوط الملائم	المخاطرة	الحالة اليوم
تحوط قصير	احتمال انخفاض سعر الأصل	حيازة أصل
تحوط طويل	احتمال ارتفاع سعر الأصل	تخطيط لشراء أصل
تحوط طويل	احتمال ارتفاع سعر الأصل	بيع أصل على المكشوف
تحوط قصير	احتمال ارتفاع سعر الفائدة	إصدار سندات بسعر معوم
تحوط قصير	احتمال ارتفاع سعر الفائدة	التخطيط لإصدار سندات

المصدر: سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 326.

بالنظر إلى الجدول المتقدم وعرضنا السابق لاستراتيجيات التحوط نخلص إلى الآتي⁽¹⁾:
- العمليات التي تستهدف تصفية مخاطر انخفاض قيمة سلعة أو ورقة مالية أو تقليلها إلى أدنى حد ممكن هي من قبيل التحوط القصير.
- العقود المستقبلية المشتراة للحماية من ارتفاع أسعار الأصول أو انخفاض أسعار الفائدة هي من قبيل التحوط طويل الأجل.

الفرع الثالث: إستراتيجيات تأمين المحافظ.

هناك إستراتيجيتان أخريان تتعلقان بتأمين المحافظ⁽²⁾.

أولاً: إستراتيجية التحوط الساكن: تدور فلسفة هذه المدرسة حول التقييد بتغطية المخاطر ساعة اتخاذ القرار فقط ودونما حاجة إلى متابعة، بما يعني أن الهدف من التحوط هنا هو تثبيت السعر حتى تاريخ الاستحقاق.

ثانياً: إستراتيجية التحوط المتحرك.

يطلق عليها البعض مدرسة التحوط المتحرك، وتدور فلسفة هذه الإستراتيجية حول تحقيق عوائد إضافية بعد القيام بعملية التحوط، أي أنها تلجأ إلى تعديل مراكزها المتحوط ضدها نتيجة توقعاتها لاتجاهات أسعار الصرف أو سعر الفائدة أو قيمة الأصول، بمعنى أن يكون هناك نوعاً من المضاربة على المراكز المغطاة. ووفقاً لإستراتيجية التحوط المتحرك، فإنه يتعين أن يكون لدى الجهة التي تتعامل بهذه الإستراتيجية الدراية الكافية بالتعامل في هذه الأسواق، ومن لا دراية لهم بالتعامل في هذه الأسواق فعليهم بالتحوط الساكن.

أما بالنسبة للخطوات التمهيدية للتحوط يمكن إيجازها فيما يلي⁽³⁾:

(1) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 326.

(2) نفس المرجع، ص ص 327، 328.

(3) نفس المرجع، ص ص 329، 330.

- تحديد الأداة المناسبة للتحوط من بين مجموعة من الأدوات.
- تحديد الهدف من التحوط، حيث يكون هذا التحديد بشكل دقيق.
- تقدير مدى فعالية التحوط أي مدى قدرة الأداة المستخدمة على تحقيق الهدف.
- تحديد المخاطر الكلية للمركز الذي تم التحوط له.
- تحديد نسبة التغطية الصحيحة أو الملائمة والتي تعتبر بمثابة محصلة نهائية لعملية التحوط.

خلاصة.

من خلال هذا الفصل تعرفنا على كل نوع من أنواع الأوراق المالية التقليدية، كما تطرقنا بالتفصيل إلى كل ما يتعلق بعنصر المخاطرة، والتي هي عدم تحقيق العائد الذي يتوقعه المستثمر في الأوراق المالية، والمخاطرة بهذا المفهوم تصنف إلى مخاطر منتظمة وأخرى غير منتظمة، كما أن هناك مخاطر مرتبطة بالأسهم، مخاطر مرتبطة بالسندات ومخاطر مرتبطة بالمحفظة المالية.

ويمكن إبراز أهم النقاط التي توصلنا إليها من خلال هذا الفصل فيما يلي:

- ✓ الورقة المالية هي عبارة عن أداة تثبت حقوق والتزامات تجاه جهة معينة.
- ✓ الأسهم الممتازة هي ورقة مالية هجينة تجمع بين خصائص الأسهم العادية وخصائص السندات.
- ✓ هناك علاقة طردية بين العائد والمخاطرة، حيث أنه للحصول على أكبر عائد ينبغي تحمل مستوى مرتفع من المخاطرة.

- ✓ المخاطر المنتظمة هي مخاطر تتأثر بها السوق بأكملها، أما الغير منتظمة هي الناتجة عن عوامل تتعلق بشركة، قطاع، أو ورقة مالية، وهذا النوع من المخاطر يمكن التنبؤ به وبالتالي يمكن تجنبه.
- ✓ هناك ثلاث طرق لقياس مخاطر الأصل المالي وهي: التباين، الانحراف المعياري، معامل الاختلاف ومعامل β (بيتا).
- ✓ إدارة المخاطر هي تحديد المخاطر التي تهدد الأصول المالية بأفضل الوسائل وبأقل التكاليف من خلال اكتشاف الخطر، تحليله وقياسه.
- ✓ التحوط هو أداة لتقليل المخاطر المالية، وهناك عدة أنواع من الاستراتيجيات التي يتم استخدامها في التحوط ضد المخاطر.
- ✓ بعد التطورات التي شهدتها الساحة المالية في السنوات الأخيرة، وزيادة المخاطر المرتبطة بالأوراق المالية التقليدية، كل ذلك أدى إلى البحث عن ابتكارات جديدة يمكن استخدامها في تحقيق أكبر عائد بأقل مخاطرة ممكنة.

تمهيد:

نتيجة للتغير المستمر في البيئة المالية والاستثمارية في ظل تطور تقنية المعلومات والاتصالات، أصبحت التقلبات في الأسعار بما فيها أسعار السلع، الفائدة، العملات وأسعار الأسهم والسندات أحد الظواهر التي اتسمت بها الاقتصاديات المعاصرة، وقد نتجت هذه التقلبات خصوصا عن التغيرات الهيكلية التي شهدتها الاقتصاديات في منتصف ونهاية السبعينيات، منها موجات تحرير القطاع المالي، تعويم أسعار الصرف وكذلك رفع الحواجز أما تدفقات رأس المال عبر الحدود الجغرافية والسياسية إضافة إلى احتدام المنافسة بين المؤسسات المالية.

لقد شكلت تلك التقلبات الكبيرة وغير المتوقعة خطرا كبيرا على مؤسسات الأعمال، إذ هددت وجودها وأحدثت حالة من عدم التأكد بشأن المستقبل وعرضتها للإفلاس، فأصبح لزاما العمل على ضبطها والتقليل منها.

لذلك نشطت منشآت الأعمال بصفة عامة والمؤسسات المالية بصفة خاصة في تطوير صناعتها المالية من خلال استحداث أدوات ومنتجات مالية جديدة تمكنها من إدارة هذه المخاطر والتحوط منها، هذا النشاط أي الابتكار والتطوير للأدوات والعمليات التمويلية والمنتجات المالية هو ما يعرف بالهندسة المالية. وسنحاول من خلال هذا الفصل التعرف على الإطار النظري للهندسة المالية حيث سنتطرق فيه إلى:

المبحث الأول: ماهية الهندسة المالية التقليدية.

المبحث الثاني: مفهوم أدوات الهندسة المالية وأهم مميزاتها.

المبحث الثالث: منتجات الهندسة المالية التقليدية.

المبحث الرابع: تحليل منتجات الهندسة المالية التقليدية.

المبحث الأول: ماهية الهندسة المالية التقليدية.

يطوق مصطلح الهندسة المالية العديد من التقنيات المطبقة التي تعتمد على البحث والتطوير حيث يركز اهتمامها على ابتكار أدوات مالية جديدة تمثل حلول إبداعية لمشاكل الإدارة والتي يجري توظيفها في مجال التحوط وإدارة المخاطر، فهي تسعى إلى قيام المؤسسات المالية برسم سياسات الاستثمار وابتكار منتجات مالية جديدة واستراتيجيات مالية مرنة تتفاعل وتستفيد من التغيرات المستمرة في أسواق المال العالمية والإقليمية والمحلية من حيث أسعار الفائدة، أسعار الصرف وأسعار الأوراق المالية. ولذلك سيتم التطرق في هذا الجزء إلى الإطار المفاهيمي للهندسة المالية التقليدية، أسباب ظهورها، أهدافها، استراتيجياتها ومجالاتها ثم نتعرض إلى استخدامات الهندسة المالية وأثارها.

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي للهندسة المالية التقليدية.

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

الفرع الأول: نشأة الهندسة المالية التقليدية.

ترجع نشأة الهندسة المالية إلى الطريقة التي تغيرت فيها الأسواق المالية عام 1960 من فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية التي شهدت استقرار نسب المبادلات، ونسب الفائدة المنخفضة الثابتة والصدمات القليلة للنظام الاقتصادي حيث انتقل العالم بأسره إلى حالة من المخاطر الحقيقية للتصرفات غير المسؤولة التي كان يطلقها الساسة وأصحاب القرار، مما أدى إلى حركة كبيرة في الأسعار الموجودة في الأسواق المالية وبشكل يتسم بعدم الاستقرار، كما أن تآرجحات الأسعار والتصرفات غير المسؤولة من قبل الاقتصاديين أو حتى أصحاب السوق المالية أدت إلى زيادة التقلب، مما أدى إلى إيجاد بيئة غير مستقرة بعكس تصورات لاعبي السوق الذين يبحثون عن الحماية أو أولئك الذين يبحثون عن الربح قصير الأجل⁽¹⁾.

بالإضافة إلى ذلك فقد ركنت المؤسسات المالية والمصرفية بشكل خاص إلى التقليد وعزفت عن التطوير، مكتفية بما قدمته المنظومة المالية والمصرفية من أدوات تقليدية لم تعد تستجيب ولا تتواءم مع احتياجات العصر والتطور المذهل في تقنية المعلومات، الأمر الذي دفع بالعديد من الاقتصاديين إلى المناداة بضرورة إعادة روح الابتكار والتجديد⁽²⁾.

(1) هاشم فوزي دباس العبادي، "الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية"، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص 28.

(2) محاببية نصيرة، مرجع سبق ذكره، ص 139.

ويمكن تلخيص الظواهر التي شهدتها أسواق المال العالمية منذ بداية الستينيات من القرن العشرين والتي هي عبارة عن ثورة في مجال الابتكارات المالية في أربع عناصر هي⁽¹⁾:

أولاً: اتساع وتعدد أدوات الاستثمار المتاحة في أسواق المال.

ثانياً: إيجاد أدوات إدارة المخاطر.

ثالثاً: تطوير أدوات المراجعة بين الأسواق مما مكن من تحسين التكاليف وزيادة العائد والانفتاح على الأسواق العالمية.

رابعاً: تعدد وتنوع استراتيجيات الاستثمار.

وفي مطلع الثمانينيات بدأت بورصة وول ستريت (بورصة نيويورك للأوراق المالية) بالاستعانة ببعض الأكاديميين ذوي الشهرة الواسعة لتطوير منتجات أسواق المال، وكلما زادت هذه المنتجات تعقيدا كلما زادت الاستعانة بالأكاديميين وكثيرا من هؤلاء الأكاديميين كانوا حائزين على درجات علمية متقدمة في العلوم، وفي منتصف الثمانينيات أصبحت هذه العملية الوليدة إسما أكثر قبولا وانتشارا وهو "الهندسة المالية"، وقد ساهمت العديد من العوامل في نمو الهندسة المالية، وبينما كانت المخاطرة حاضرة دائما، فإن تقلب أسعار الفائدة وأسعار الصرف زاد زيادة محسوسة في السنوات الأخيرة.

وعلى الرغم من كون المهندسين الماليين يعملون غالبا في مؤسسات مالية كالبنوك وصناديق الاستثمار وشركات إدارة المحافظ الاستثمارية وغيرها، إلا أن ممارسة الهندسة المالية ليست ذات جانب واحد، وذلك لأن أي مؤسسة مالية قد تطور منتجا جديدا، ولكن عليها أن تبيع هذا المنتج لعملائها، وهؤلاء العملاء إما شركات أو صناديق استثمار أو مؤسسات حكومية، ولكي يقوم هؤلاء العملاء بتقييم هذا المنتج لغرض اتخاذ قرار الشراء، يجب أن يكون لديهم أفراد ذو مهارة في مجال صناعة الهندسة المالية، ولذلك فإن الهندسة المالية يجب أن تصبح يوما ما جزءا مهما ورئيسيا في قاعدة المعلومات لمن يشغلون وظائف الإدارة أو يشتغلون في مجالات التمويل والاستثمار⁽²⁾.

الفرع الثاني: تعريف الهندسة المالية التقليدية.

لاشك أن المدخل لدراسة أي موضوع يكون من خلال عرض وتحليل إطاره النظري ومعرفة مفهومه ومنطقاته الفكرية لهذا سنورد عدة تعاريف أساسية قدمت للهندسة المالية.

فمن المعلوم أن الهندسة المالية مفهوم قديم قدم التعاملات المالية لكنه يبدو حديثا نسبيا من حيث المصطلح والتخصص، فقد استخلصت تعاريفها من وجهات نظر الباحثين الذين يطورون النماذج والنظريات أو مصممي المنتجات المالية في المؤسسات المالية لهذا نجد اختلاف تعريفات هذا

(1) عبد الكريم احمد قندوز، "الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي"، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الرابع حول الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الإدارية والاجتماعية، الكويت، يومي 15-16 ديسمبر 2010، ص 03.

(2) خالد محمد نصار، "آليات تشييط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية"، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2006، ص ص 103، 102.

المصطلح بحسب الزاوية التي يمكن النظر منها إليه كما يلي (1):

فمن وجهة نظر الأسواق المالية فإن مصطلح الهندسة المالية يستعمل لوصف تحليل البيانات المحصلة من السوق المالية بطريقة عملية، يأخذ مثل هذا التحليل عادة شكل الخوارزميات الرياضية أو النماذج المالية، وتستخدم الهندسة المالية كثيرا في السوق المالية (مع إجراء تعديلات عليها) خاصة في تجارة العملات، تسعير الخيارات وأسهم المستقبلات...

ويسمح استعمال أدوات وتقنيات الهندسة المالية للمهندسين الماليين بفهم أفضل للسوق المالية وبالتالي فهم أفضل من طرف المتعاملين في السوق ويعتبر هذا مهما جدا بالنسبة للمتعاملين لأن دقة المعلومات وسرعتها أساسية في اتخاذ القرارات.

أما من وجهة نظر منشآت الأعمال فهي تعني تصميم وتطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة وتقديم حلول خلاقة ومبدعة للمشكلات المالية.

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

كما يرى البعض أن: "الهندسة المالية هي القدرة على الخلق والابتكار من جانب بنوك الاستثمار في تصميم ورقة مالية" ويقصد بالابتكار جلب منتج جديد إلى السوق يكون متميزا عن غيره وله وزنه في الأهمية كذلك تقديم فن إنتاجي متقدم (3).

وتعرف الهندسة المالية على أنها "التحول النهائي للمنتج المالي الموجود لتحسين إراداته أو التقليل من مخاطره مما يجعل له دورا في تغيير أوضاع السوق المالي" (4).

كما عرفت أيضا على أنها: "عملية تطبيق أساليب رياضية وإحصائية وحاسوبية مختلفة لحل المشكلات العملية في مجال المال".

وبالتالي فهي تعمل على تطوير وابتكار منتجات مالية جديدة وتقديم خدمات وحلول مبدعة للمشكلات التي تواجه منشآت الأعمال بل وأنها ظهرت لأول مرة لمواجهة المخاطر المالية التي تتعرض لها تلك المنشآت (5).

في حين ذهب البعض إلى تعريف الهندسة المالية بأنها: "عملية خلق منتجات مالية جديدة ويشار إليها أحيانا بالهندسة المالية، وهو الابتكار الذي أدى إلى تحسين فرص إدارة المخاطر" (6).

(1) عبد الكريم احمد قندوز، "الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي"، مرجع سبق ذكره، ص 02.

(2) محاببية نصيرة، مرجع سبق ذكره، ص 142.

(3) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 90.

(4) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص 40.

(5) منير إبراهيم هندي، "الإدارة المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 13.

(6) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 91.

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.

الفرع الثالث: أهمية الهندسة المالية.

تعتبر الهندسة المالية أداة من أدوات التحوط المالي، ذلك أن الحاجة إليها كانت إما استجابة لفرص استثمارية وفقا لتطلعات المستثمرين والمؤسسات معا وإما للتعامل مع قيود المنافسة الدولية ودرء المخاطر واليقين المحيط بالأنشطة الاستثمارية، وتكمن أهمية الهندسة المالية وخصوصا في عالمنا المعاصر بأنها تقوم بالموازنة بين عدة أهداف ومن ثم تصميم أدوات مبتكرة تستوعب كل هذه الأهداف معا وهي مهمة ليست باليسيرة حيث تحتاج إلى تضافر جهود الاقتصاديين والمحاسبين والبنكيين للخروج بمبدأ كرات فعالة (1). حيث نجد أن المؤسسات المالية (البنوك، شركات التأمين، صناديق الاستثمار، الإدارات المالية) تقوم برسم سياسات مالية قوية وابتكار منتجات وأدوات مالية جديدة وآليات

واستراتيجيات مالية مرنة تتفاعل وتستفيد من التغيرات المستمرة في أسواق المال العالمية والإقليمية والمحلية (أسعار الفائدة على السندات، أسعار الصرف، أرباح الأسهم، حجم التداول...) وذلك من خلال قيام الإدارات المالية والمنشآت المالية الحديثة بإنشاء أقسام للبحوث والتطوير في حقل المنتجات والأدوات المالية وتحقيق الكفاءة في هذه المنتجات وتطويرها⁽²⁾.

بهذا يمكن القول أن الهندسة المالية أصبحت تشكل اليوم حلقة وصل بين جميع الفاعلين على الساحة المالية الدولية، ذلك أن منتجاتها ساهمت بشكل كبير في تبسيط وتطوير أسواق المال الحديثة من خلال ما منحته من أدوات مالية لم تكن تتداول من قبل، الأمر الذي نتج عنه تنوع في أدوات الاستثمار المتاحة وبالتالي تقليل أكبر للمخاطرة، كما خلقت جواً جديداً من المنافسة في الأسواق المالية بعد دخول المستثمرين⁽³⁾.

وأياً كان نوع النشاط الذي تشمله الهندسة المالية فهي تركز أساساً على الابتكار الذي لا يقصد به مجرد الاختلاف عن السائد فحسب، بل يجب أن يكون هذا الاختلاف مميزاً إلى درجة تحقيقه لمستوى أفضل للكفاءة والمثالية مما يؤدي إلى خلق وابتكار أدوات تمويلية تحقق ما لم تستطع الأدوات والآليات السائدة تحقيقه، حيث يرى الكثير من المحللين أن الابتكار المالي والهندسة المالية هما القوة الدافعة للنظام المالي العالمي لرفع مستوى الكفاءة الاقتصادية وذلك من خلال زيادة فرص اقتسام المخاطرة وتخفيض تكاليف العمليات وتكاليف المعلومات والوكالات، فتلك المؤسسات المالية والمصرفية والشركات والحكومات بحاجة دائمة إلى ما تقدمه الهندسة المالية من ابتكارات في صورة أدوات وآليات مالية جديدة تفي باحتياجات المجتمعات وتسيطر على المخاطر المالية، وكما قدمت قبلاً حلولاً

(1) عبد الحميد احمد العلي، "الهندسة المالية"، مقالة منشورة على موقع: www.iefpedia.com تاريخ الاطلاع: 2011/01/23.

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

(3) عبد الحميد احمد العلي، مرجع سبق ذكره.

لمشاكل التمويل وإدارة المخاطر والتحوط ضد تقلبات أسعار الفائدة والصرف، فهي اليوم قادرة على تقديم حلول إبداعية توائم ظروف العصر والتطورات التي تشهدها المجتمعات لتؤكد بذلك أن عملية الهندسة المالية يمكن النظر إليها كعملية بناء لأدوات مالية معقدة لا تختلف في مضمونها عن قوالب البناء وتشديد المباني ولكن عناصر البناء هنا هي الأدوات المالية الموجودة⁽¹⁾.

المطلب الثاني: أسباب ظهور الهندسة المالية، أهدافها ومرتكزاتها.

لقد ارتبط ظهور الهندسة المالية بعدة عوامل كانت سبباً في إحداث تغيير في المنتجات المالية وابتكار طرق وأساليب حديثة من أجل تحقيق أهداف معينة، يكون أسماً تلك الأهداف هو حماية المستثمرين من بعض المخاطر المالية إضافة إلى تقليل تكاليف ذلك النشاط. وسيتم التطرق من خلال هذا المطلب إلى أسباب ظهور الهندسة المالية وأهم أهدافها ومرتكزاتها.

الفرع الأول: أسباب ظهور الهندسة المالية.

يمكن إبراز أهم العوامل التي ساعدت على ظهور مفهوم الهندسة المالية وإنزاله على أرض الواقع فيما يلي⁽²⁾:

أولاً: الحاجات المختلفة للمستثمرين وطالبي التمويل: بعد ظهور الاحتياجات الجديدة والمتطورة لوسائل تمويل مختلفة من حيث التصميم وتواريخ الاستحقاق جعل من العسير على الوسائط المالية بصورتها التقليدية ومهامها القديمة من إشباع رغبات المستثمرين والمشاركين في أسواق المال عموماً، ولذلك ظهرت الحاجة لابتكار وإبداع وسائل جديدة لمقابلة هذه الاحتياجات.

ثانياً: زيادة المخاطر والحاجة إلى إدارتها: إن التقلبات الكبيرة وغير المتوقعة في المحيط الاقتصادي العالمي ككل شكلت خطراً كبيراً على مؤسسات الأعمال، إذ هدد وجودها وترتب على ذلك بالتبعية ضرورة إنتاج منتجات مالية جديدة وتطوير القدرات للسيطرة على المخاطر المالية، وأدى ذلك إلى تداول تلك المنتجات والأدوات المالية الجديدة في الأسواق الحالية وكذلك الأسواق الجديدة.

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

رابعاً: تقنية المعلومات ومفهوم السوق العريض: مما لا شك فيه أن تقنية الحاسوب قد أثرت على القطاع المالي بصورة كبيرة، وظهرت شبكات الاتصال بشكل خاص ساعدت على تحويل الأسواق العالمية المتعددة والمنفصلة إلى سوق مالي كبير، تنعدم فيه الحواجز الزمنية والمكانية، هذا ما أدى إلى توسيع قاعدة المشاركين في هذه الأسواق، وبالطبع كلما زاد عدد المشاركين كلما تمكنوا من ابتكاروا

(1) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 95.

(2) عبد الكريم أحمد قندوز، "الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي"، مرجع سبق ذكره، ص 4، 5.

ومصمموا الأوراق والأدوات المالية من العمل بصورة اقتصادية مقبولة، أي أنهم يجدون مساحة واسعة للحركة وكلما صمموا أو ابتكروا أداة جديدة وجدوا من يطلبها ويقلها.

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

سادساً: زيادة عدد الأسواق المنظمة الجديدة: أدت زيادة عدد الأسواق المنظمة الجديدة للأسهم والمقايضات والابتكارات في الاتصالات وتقنية الحاسبات خلال السنوات الأخيرة إلى تخفيض تكاليف التجارة والأدوات المالية النمطية بشكل كبير جداً، ومن ثم زيادة مجالات استخدام الهندسة المالية بشكل واسع، وكنتيجة لذلك أصبح من الممكن إنتاج عقود مالية حسب الطلب وبتكاليف معقولة، بشكل يشمل تشكيلة واسعة من الحاجات الاستثمارية والحاجة إلى إدارة المخاطر التي تواجه منشآت الأعمال، الحكومات وحتى قطاع العائلات.

الفرع الثاني: أهداف الهندسة المالية.

إن الهندسة المالية تعتبر شريان الحياة للإبداع المالي، وذلك من خلال اعتمادها كوسيلة ضبط للمنتوج المالي القائم من أجل تحسين عائداته أو تحسين خصائص المخاطرة في ظل تغير السوق، أو اعتبارها كعملية تسمح للمنتجات المالية القائمة بالفحص وإعادة الهيكلة للحصول على ميزة تغير المناخ الضريبي أو القانوني أو الاقتصادي العام، أي أنها تمثل العملية التي تسعى لتكييف الأدوات المالية القائمة والعمليات وتطوير أدوات جديدة لتمكين المشاركين بالأسواق المالية من التعامل بفاعلية مع العالم المتغير الذي نعيش فيه.

إن الغرض الأساسي للهندسة المالية هو التحوط ونقل المخاطرة إلا أن استعمالها توسع بصورة كبيرة خلال السنوات الأخيرة ليشمل أغراض الاستثمار والمضاربة ومازالت عملية تطوير الأدوات الجديدة واستعمالها مستمرة وبصورة متزايدة النمو حتى الآن، وعلى الرغم من التعقيد الواسع لأدوات الهندسة المالية إلا أنها لا تقدم حلولاً قاطعة لتجنب المخاطرة وإنما قد تكون طريقة مفيدة جداً لإدارتها والتي قد تمكن المتعاملين من إلغاء وتجنب أغلب المخاطر⁽¹⁾، وبذلك يمكن القول أن الهندسة المالية تهدف إلى خفض حجم المخاطر المالية وذلك من خلال⁽²⁾:

أولاً: إعادة هيكلة التدفقات النقدية لإدارة مالية أفضل مثل استخدام المبادلة لتغيير معدلات الفائدة المتغيرة للقروض إلى معدلات ثابتة لأغراض ضريبية أو لقدرة أفضل على التنبؤ بالتدفق المالي.

ثانياً: توسيع حجم وعدد أدوات الاستثمار بالأسواق المالية لزيادة سيولة السوق وإتاحة المزيد من

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

(2) أحمد العزافي، "الهندسة المالية"، مقالة منشورة على الموقع: www.shathat.net/vb/showthread.php تاريخ الاطلاع: 2011/02/16.

التمويل من خلال جذب مستثمرين جدد وتقديم فرص جديدة للباحثين عن التمويل.

ثالثاً: ابتكار أدوات لإدارة المخاطر من أجل تمكين المستثمرين من إعادة توزيع المخاطر المالية وفق تفضيلاتهم للمخاطر.

رابعاً: تطوير أدوات المراجعة بين الأسواق للتمكن من تحسين التكاليف وزيادة العائد والانفتاح على الأسواق العالمية.

خامساً: تنويع استراتيجيات الاستثمار من خلال تنويع وابتكار أدوات استثمار جديدة.

الفرع الثالث: مرتكزات الهندسة المالية.

تقوم الهندسة المالية على مبادئ أساسية يمكن اعتبارها بمثابة مرتكزات أهمها(1):

أولاً: إيجاد وتطوير مجموعة متنوعة من الأدوات المالية المستحدثة التي يمكن عن طريق هندستها بتوليفات معينة بناء مراكز التعرض للمخاطرة وإدارة هذه المخاطر بأفضل صورة ممكنة، وقد يساعد على تطوير تلك الأدوات المستحدثة وجود قاعدة بيانات مالية تسمح بالمحاكاة والتجارب بغرض تحقيق الربحية والنمو والاستقرار المالي إلى جانب تقليل المخاطر المالية.

ثانياً: تقليل تكاليف المعاملات من خلال إمكانية الدخول بتعاملات معينة وخلق مراكز كبيرة الحجم بتكلفة قليلة نسبياً، إذ أن كلف التعامل من خلال أدوات الهندسة المالية تكون غالباً أقل من كلف التعامل بالطرق التقليدية.

ثالثاً: تعزيز فرص تحقيق الأرباح من خلال إيجاد الأدوات الجديدة التي يمكن استعمالها في عمليات الاستثمار والمضاربة والتحوط وبصيغ مختلفة تعد بإمكانيات كبيرة لتحقيق الأرباح التي قد تصل إلى 100% من المبالغ المستثمر فيها.

رابعاً: تحسين سيولة السوق المالية بصورة عامة والمتعاملين بأدوات الهندسة المالية بصورة خاصة من خلال إفساح المجال للتعامل مع مجموعة واسعة من الأدوات الجديدة التي تتميز بالسيولة العالية نسبياً سواء أكانت في الأسواق النظامية أم الأسواق الموازية.

ونظراً لزيادة حجم البيانات والمعلومات المالية التي تواجه المدير المالي اليوم يجب استخدام الأدوات اللازمة لتشغيل منظومات الهندسة المالية (الأنية، قصيرة الأجل، طويلة الأجل) فالتغيرات الفورية المستمرة في أسعار الصرف وأسعار الفائدة والمؤشرات المالية، بالإضافة إلى تقلبات الأسعار في الأسواق السلعية وشروط الائتمان تتطلب معالجة مستمرة ومساندة لصناع السوق المالي والقرارات المالية وذلك من خلال(2):

- 1- إنشاء قاعدة بيانات مالية وإدخالها بالكمبيوتر.
- 2- إعداد مؤشرات مالية للشركة ومقارنتها بالمؤشرات المالية في أسواق المال.

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

(2) فريد النجار، مرجع سبق ذكره، ص 236.

3- إعداد تنبؤات مالية للمستقبل.

4- مراجعة النشرات المالية للبورصات باستمرار ومعرفة اتجاهات أسعار الأسهم والسندات وأسعار الفائدة وأسعار الصرف.

إنشاء نظام للمعلومات المالية يضم الحسابات الختامية والموازنات التخطيطية والنسب المالية والتنبؤات المالية.

إضافة إلى أن الهندسة المالية تتطلب وجود مهندسين ماليين من أجل القيام بهذه الوظيفة، والمهندس المالي يجب أن يكون شخصاً واسع الاطلاع والمعرفة وأن يتميز بالمهارات التالية(1):

1- معرفة واسعة وواضحة بالأدوات وتطبيقاتها وفوائدها ومساوئها ودورها في التقليل من المخاطر وزيادة العوائد.

2- فهم جيد للنظرية المالية. أي أن تكون له خلفية واسعة في علم الرياضيات والإحصاء والاقتصاد والطريقة التي من خلالها يتم اعتماد هذه العلوم في موضوعات مالية متقدمة مثل بناء المحفظة والأمثلية وتسعير الخيارات ومقاييس التحوط وغيرها.

3- معرفة واسعة بالقانون الدولي والمحلي فيما يرتبط بالآليات المالية والأسواق.

4- خلفية قوية في معرفة قانون الضريبة العالمي والمحلي.

5- معرفة واسعة ببرمجيات الحاسوب والبيانات المختصة بتطوير تقنيات جديدة في علم المالية.

6- عقل مدرك واهتمام بحل الإرباك الذي قد يحصل.

وتقع على عاتق الهندسة المالية مسؤوليات جسيمة من بينها(2):

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

(1) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص 50.

(2) محاجبية نصيرة، مرجع سبق ذكره، ص 147.

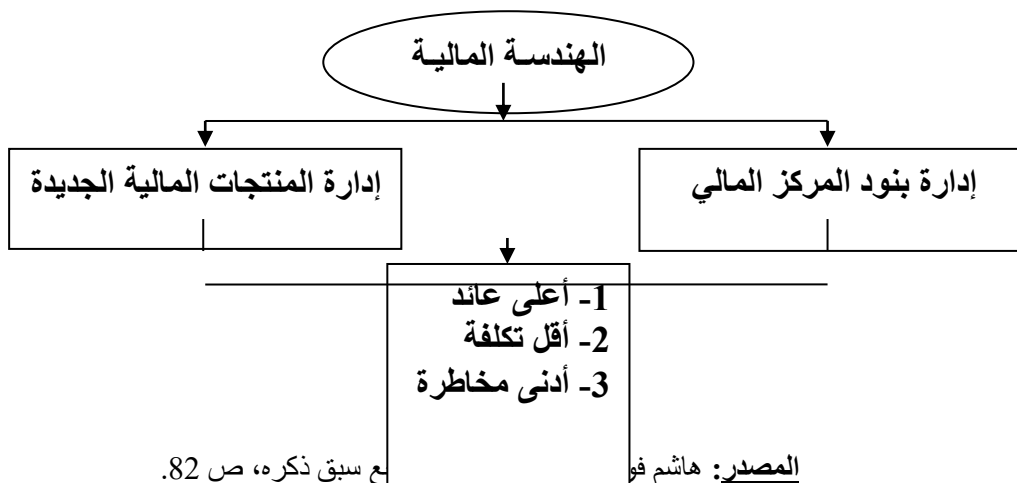
المطلب الثالث: الهندسة المالية فلسفتها، إستراتيجيتها و مجالاتها.

إن الهندسة المالية كأسلوب للتحويل والابتكار تمتاز بفلسفة خاصة واستراتيجيات معينة من أجل تحقيق أهدافها، إضافة إلى أنه هناك عدة مجالات للاستفادة من هذا الابتكار المالي في مجال تقليل المخاطر المالية، ويمكن التعرف على ذلك من خلال هذا المطلب.

الفرع الأول: فلسفة الهندسة المالية.

تتجسد فلسفة الهندسة المالية في تطوير مجموعة من الأدوات المالية الجديدة تساعد المتعاملين في الأسواق المالية على التكيف مع الظروف فائقة التعقيد وسريعة التغير التي تتسم بها هذه الأسواق في الوقت الحاضر، وتؤدي هذه الظروف إلى فقدان الدقة والموضوعية في إمكانية التنبؤ باتجاه ومقدار تحرك المتغيرات المالية المؤثرة في عمل المنشآت، ومن ثم زيادة حالة عدم التأكد والتي تعني زيادة المخاطرة التي تواجهها هذه المنشآت، وترتكز فلسفة الهندسة المالية على التحليل والقرارات الدورية الخاصة بالأدوات المالية (المنتجات المالية) والتباديل والتوافيق المختلفة التي تحقق أعلى عائد بأقل مخاطر، ومحاولة تغيير الأدوات المالية وتعديلها لتجنب المخاطرة وزيادة العائد، أي بمعنى آخر تبديل أسهم بأسهم أو سندات بسندات أو عملة بأخرى حسب تقلبات أسواق المال⁽¹⁾.
ولتوضيح فلسفة الهندسة المالية يمكن أن نجسدها بالشكل الآتي:

الشكل رقم (02): فلسفة الهندسة المالية.



مع سبق ذكره، ص 82.

المصدر: هاشم فوزي

(1) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص 31.

يتضح لنا من خلال الشكل السابق أن الغرض الأساسي للهندسة المالية هو تحقيق أعلى قيمة للمشروع بالتركيز على الاستثمارات المادية والمالية بأقل تكلفة تمويل وأدنى مخاطر محتملة.

الفرع الثاني: إستراتيجية الهندسة المالية.

تعرف إستراتيجية الهندسة المالية على أنها خطة طويلة الأجل تأخذ بالحسبان كافة المقومات الداخلية من نقاط قوة وضعف في المراكز المالية التي تتعدد مداخل أنواعها وكذلك تأخذ البيئة الخارجية بكل متغيراتها وبالتركيز أساساً على الجوانب والمؤثرات المالية⁽¹⁾.

ولوضع إستراتيجية للهندسة المالية يتوجب أخذ العناية بالتشغيل الفعال لمصادر واستثمارات الأموال فضلاً عن التشغيل الديناميكي للمنتجات المالية الجديدة عن طريق الصفقات التي تعقد لأوامر تنفيذ في المستقبل وتركز إستراتيجية الهندسة المالية على⁽²⁾:

أولاً: تحديد عناصر القوة الداخلية للمشروع (الأصول المادية والمالية قصيرة الأجل وطويلة الأجل: أصول متغيرة وأصول ثابتة، وحقوق الملكية والخصوم قصيرة الأجل وطويلة الأجل).

ثانياً: تحديد فرص الاستثمار والتمويل في أسواق المال وخارج أسواق المال والتي تحقق جذب وربط إمكانيات المشروع بتلك الفرص.

ثالثاً: تجنب التهديدات والمخاطر المالية في الأدوات المالية مثل تذبذب أسعار الفائدة على السندات والقروض وتخيرات أسعار الصرف والمخاطر الأخرى.

رابعاً: الاستفادة من تغيرات الأسعار في أسواق المال في تعديل محفظة الاستثمار لزيادة العائد وخفض المخاطر.

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

1- **إدارة المنظومة المالية اليومية:** وتخص الأوراق المالية والنقدية وأوراق القبض وأوراق الدفع والمقاصة وتبديل السندات والأسهم والفائدة العالية بأقل منها وفرق أسعار العملات، وتهدف المنظومة المالية اليومية إلى الاستفادة من القيمة الزمنية للنقود وتذبذبات أسعار الصرف وأسعار الفائدة والتسويات والمقاصات بما يزيد من التدفقات المالية الداخلية عن التدفقات الخارجية.

2 - **إدارة المنظومة المالية قصيرة الأجل:** تهدف إلى ربط تمويل الأصول المتداولة من مصادر تمويل قصيرة الأجل، والإدارة المثالية لكل بنود الأصول المتداولة والخصوم المتداولة، كما تهدف تلك المنظومة أيضاً إلى الاستفادة من اتجاهات التغير في أسعار الفائدة وأسعار الصرف ومعدلات التضخم خلال العام الواحد.

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

(2) فريد النجار، مرجع سبق ذكره، ص ص 234، 235.

3- **إدارة المنظومة المالية طويلة الأجل:** لضمان تمويل الأصول الثابتة من مصادر تمويل طويلة الأجل، فالاستثمارات في الأصول الثابتة كالألات والمعدات والأراضي والمباني والسيارات وغيرها تحتاج إلى إدارة فعالة في اختيار فرص الاستثمار وقياس العائد، تحديد تكلفة التمويل وتحديد مخصصات الاندثار.

كما أن إستراتيجية الهندسة المالية لا تركز فقط على إدارة الأدوات المالية خارج المركز المالي، ولكن تهتم أيضاً بالإدارة المالية المتكاملة أي بالتنسيق بين المنتجات والأدوات المالية داخل وخارج المركز المالي، وأن الهدف هو تحقيق أقصى الأرباح بأقل المخاطر، وتتم السيطرة والرقابة على المخاطر المالية عن طريق السياسات المالية والمناهج المالية والتكنولوجيا المالية الجديدة التي تختارها الإدارة المالية للاستفادة من أسواق المال المفتوحة على العالم، ويحدد هذا التنسيق خط الائتمان وتسعير الخيارات المالية عن طريق:

- أساليب تحديد قيمة محفظة الاستثمار (أي الأوراق المالية الجديدة).

- استخدام مخاطر الائتمان ضمن التوريق.
- اتخاذ قرارات مالية مرحلية (إضافة أو حذف).
- استعمال أساليب تحديد القيمة (الدفترية أو السوقية).

الفرع الثالث: مجالات الهندسة المالية.

يمكن استخدام الأدوات الكمية والكمبيوتر والنماذج الاقتصادية والمحاسبة لاتخاذ القرارات المثالية في تصميم وتشغيل ومراقبة التدفقات النقدية وشبه النقدية، وتغطي الهندسة المالية المجالات التالية⁽¹⁾:

- أولاً:** الخدمات المالية بالبنوك ومؤسسات الادخار والإقراض.
- ثانياً:** تخطيط الخدمات المالية للأفراد وإعداد المخطط المالي القانوني.
- ثالثاً:** نشاط الاستثمارات، مدير محفظة الأوراق المالية والمحلل المالي القانوني.
- رابعاً:** تقديم الخدمات المالية للمكاتب من الأعمال والشركات العقارية وأمناء الاستثمار والتأمين ومكاتب التأمين.

خامساً: إدارة الأعمال المالية لأي نوع من الأعمال المالية والتجارية- الخاصة والعامة- المحلية والدولية لغرض الربح أو لغير ذلك.
ومن أجل الفهم الجيد لمجالات الهندسة المالية سنقوم بتوضيح علاقة هذه الأخيرة بالوظائف المالية الأخرى.

• علاقة الهندسة المالية بالوظائف المالية الأخرى:

مع التقدم الهائل في عالم المال والأعمال على مدى عشرين عاما ظهرت منتجات مالية جديدة في تسعير وتغطية وتداول الأوراق المالية مما أدى إلى ظهور علم الهندسة المالية (أي بناء وإعادة بناء المنظومات المالية مع كل تغير طفيف في أسواق المال).

⁽¹⁾ محاجبية نصيرة، مرجع سبق ذكره، ص 147.

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

- 1- التخطيط المالي.
 - 2- آليات بنوك الاستثمار.
 - 3- تمويل الشركات المساهمة.
 - 4- وظائف البنوك التجارية.
 - 5- جدولة رأس المال (الميزانية التقديرية).
 - 6- الاستثمارات المالية.
 - 7- إدارة محفظة الأوراق المالية.
 - 8- الرقابة على المخاطر.
 - 9- بحوث العمليات المالية.
 - 10- استخدامات الكمبيوتر والانترنت ونقاط الاتصال بالبورصات العالمية في اتخاذ القرارات المالية.
 - 11- رسم السلاسل الزمنية للمتغيرات والمنتجات المالية.
 - 12- التنبؤات المالية.
 - 13- بناء واستعمال المؤشرات المالية للبورصات والعملات وأسعار الفائدة وأسعار الصرف والأسهم والسندات والمشتقات المالية الأخرى.
 - 14- سيناريوهات التنبؤ بالأزمات المالية.
- فاستعمال التغطية وتقلبات سوق الأسهم وسوق العملات وقياس المخاطر كل ذلك يتطلب تطبيق أدوات التحليل المالي في المخاطر الأربع عشرة السابقة حيث يتم قياس⁽²⁾:
- أ- الاتجاهات والتغيرات والسيولة لكل منتج مالي.
 - ب- قياس عدم الكفاءة والخطورة في القيم المالية.
 - ج- حساب قيمة الأوراق المالية والإصدارات الجديدة في دلالة بعض الأوراق المالية الأخرى.
- وتستخدم برامج الكمبيوتر لمحاكاة المواقف المالية المختلفة وكوسيلة مساندة للهندسة المالية مثلا: برامجيات نماذج تقييم وتسعير الأوراق المالية وعوائد الأسهم والسندات والعملات والمشتقات المالية

وإدارة محفظة الاستثمار في الأوراق المالية وطرق تقدير المخاطر المالية، وتساعد تلك البرامجيات في اتخاذ قرارات تتمثل في:

- 1- مصادر التمويل.
- 2- تخطيط الأرباح.
- 3- تقدير التكاليف.

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

(2) فريد النجار، مرجع سبق ذكره، ص ص 246، 247.

4- حساب المخاطر (مخاطر الائتمان، مخاطر السوق، المخاطر السياسية، مخاطر التسويات).

المطلب الرابع: استخدامات الهندسة المالية التقليدية وآثارها.

نظرا لأهمية الهندسة المالية التي تزايدت في السنوات الأخيرة فهي تستخدم في عدة مجالات، مما يجعلها ذات أثر بالغ على بعض الجوانب الاقتصادية.

الفرع الأول: استخدامات الهندسة المالية.

تتمثل في النقاط التالية(1):

أولاً: الهندسة المالية وإدارة الأصول والخصوم: تحظى إدارة الأصول والخصوم بأهمية بالغة في مجال الهندسة المالية حيث عرفت الهندسة المالية بأنها بناء هيكل مبتكرة لإدارة الأصول والخصوم باعتبار أنها ذلك الفن والعلم من أجل اختيار أفضل مزيج من الأصول لمحفظة الأصول في المنشأة وأفضل مزيج من الخصوم لمحفظة خصوم المنشأة.

ولما كانت محفظة خصوم أية منشأة منذ وقت طويل تخرج عن نطاقها فقد ركزت هذه الأخيرة على اختيار مزيج محفظة الأصول، لكن نظرا للتطورات الراهنة فإنه منذ عقد السبعينيات أعطت الأدوات المالية الجديدة والاستراتيجيات الحديثة انطلاقة جديدة للمنشأة لإدارة خصومها.

ثانياً: الهندسة المالية واستراتيجيات التحوط وإدارة المخاطر: يعتبر التحوط ذلك الفن في إدارة مخاطر الأسعار من خلال أخذ مراكز عكسية عند التعامل في أدوات المشتقات إذ يمكن استخدامه من خلال العقود المستقبلية والعقود الآجلة والخيارات والمبادلات، وعلى المتحوط إذا استعمل إحدى هذه الأدوات أن يتأكد من انخفاض أو تقليل نسبة التحوط إلى المخاطرة، ويتمثل ذلك في عدد الوحدات لأداة التحوط اللازمة لتغطية وحدة واحدة من الأداة النقدية.

إلا أن المتحوط معرض لمواجهة مشاكل في التحوط ضد مخاطرة معينة وتتمثل أساسا في نوع الأداة التي تعد مناسبة تماما في موقف ما، ويمكنه الاعتماد لمواجهتها على ما يلي:

1- جانب المخاطرة الملازم للمركز النقدي المرغوب في تغطيته.

2- نوع المخاطرة التي يرغب المتحوط في تغطيتها.

3- تكلفة التحوط.

4- فعالية أدوات التحوط المختلفة.

ثالثاً: الهندسة المالية ومخاطر عمليات المراجعة: تعرف عملية المراجعة على أنها فرصة الشراء والبيع في نفس الوقت وفي أسواق مختلفة ولنفس الأداة المالية مع تحقيق هامش من الربح.

ويحاول الكثير من المهندسين الماليين ابتكار فرص مراجعة خالية من المخاطرة والتي يطلق عليها البعض مصطلح الموازنة باعتبار النتائج التي تترتب عليها من إعادة التوازن في الأسعار بين مختلف الأسواق، وتعد هذه المحاولة بمثابة حلم نظرا لعدم قدرة عمليات المراجعة على التحقق في ظل وجود

(1) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص ص 93، 100.

أسواق عالية الكفاءة على فرض أن الأسعار هي نفسها في كل الأسواق.

وكما نعلم فإن ذلك يعد شيئا نادرا لهذا يعتبر سميث أن النظر في مخاطر المراجعة يعد بحثا عن وسيلة أكثر كفاءة للتحوط ضد المخاطر.

رابعاً: الهندسة المالية وقوالب البناء: يؤكد بعض الاقتصاديين أن فهم الهندسة المالية يتطلب تحليلها إلى جانب تحليل مجموعة من الأدوات الأساسية لأسواق رأس المال وتعد هاته الأخيرة بمثابة قوالب البناء للهندسة المالية.

حيث يرون أنه على الرغم من أن الأدوات المالية التقليدية كسندات الدخل الثابت والسندات الصادرة بخضم إصدار يعتبران قوالب البناء الأساسية للهندسة المالية، إلا أن أدوات مالية جديدة في صورة أنشطة خارج الميزانية كالعقود المستقبلية ومبادلات أسعار الفائدة والعقود الآجلة وغيرها قد أضيفت خلال العقود الثلاثة الماضية وهي كذلك قوالب بناء للهندسة المالية.

كما ذهب البعض الآخر إلى اعتبار أن جوهر الهندسة المالية يتضمن قوالب بناء بسيطة يمكن التحامها سوياً لبناء هيكل مالي معقد ويرى أن الأدوات الضرورية للوصول إلى ذلك هي العقود الآجلة والاختيارات.

الفرع الثاني: آثار الهندسة المالية.

لا بد من الإشارة إلى أن الدراسات التطبيقية حول آثار الهندسة المالية أو الابتكار المالي على المتغيرات الاقتصادية تعتبر قليلة، إلا أننا سنسلط الضوء على آثارها على كل من السياسة النقدية، المؤسسات المالية والاستقرار الاقتصادي.

أولاً: آثار الهندسة المالية على السياسة النقدية: يرى الدارسين لآثار الابتكار المالي على السياسة النقدية أن أدوات هذه الأخيرة مثل نسبة الاحتياطي الإلزامي أو معدل الفائدة سوف لا تجدي كثيراً على المدى المتوسط نظراً لقدرة المؤسسات المالية على ابتكار أدوات مالية تمكنها من تجاوز قيود السياسة النقدية، على سبيل المثال استخدمت المؤسسات المالية عملية " إعادة الشراء " لحل مشكلة الاحتياطي الإلزامي حيث يبيع البنك سندات حكومية بثمن محدد على أن يشتريها من نفس الطرف بثمن أعلى فهاتان البيعتان في الحقيقة قرض بفائدة تساوي الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء مع رهن السندات، لكن البنك هنا لا يحتاج إلى حجز احتياطي نظامي مقابل السيولة التي يحصل عليها.

كما يمكن للبنوك الاقتراض من سوق الأورو دولار أو اللجوء إلى غيرها من الأدوات التي تمكنها من الحصول على السيولة دون حجز احتياطي نظامي، وبالتالي فالنتيجة هي نقص فعالية السياسة النقدية وضعف أثرها الاقتصادي⁽¹⁾.

(1) سامي السويلم، "صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي"، مركز البحوث شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، الكويت، 2004، ص 6.

عموماً يمكن إيجاز أهم آثار الإبداع المالي أو ما يعرف بالهندسة المالية على السياسة النقدية فيما يلي⁽¹⁾:

- 1- صعوبة إدراك كل ما يحيط بالإبداع المالي والأصعب توقع نتائجه من الناحية العملية لأنه عملية مستمرة فهو يضيف عنصر عدم اليقين إلى البيئة الاقتصادية التي تعمل فيها البنوك المركزية.
- 2- حتمية تتبع التطورات التي تحدث في الإبداعات المالية حيث أن بعضها يمكن أن تغير من الطريقة التي يتأثر بها الاقتصاد نتيجة عمل السياسة النقدية كما يمكن أن تؤثر على محتوى ومدلول المؤشرات التي يستخدمها البنك المركزي للرقابة أو لاتخاذ قراراته بخصوص السياسة النقدية. وكننتيجة فإن الهندسة المالية يمكن أن تساعد على زيادة كفاءة النظام المالي الأمر الذي يسهل عمل السياسة النقدية لكنها في نفس الوقت تعقد البيئة التي تعمل فيها السياسة النقدية. وللتعامل مع هذا التعقيد تحتاج البنوك المركزية إلى مراقبة الوضع المالي بمتابعة التطورات مباشرة ومحاولة توقع نتائج الابتكارات وتصميم إستراتيجية للتعامل مع هذه التحديات.

ثانياً: أثر الهندسة المالية على المؤسسات المالية: كما أدى الابتكار المالي إلى تضائل السياسات الاقتصادية فإنه أدى إلى تلاشي الحدود الفاصلة بين المؤسسات المالية المختلفة، وإلى زوال الحاجة إلى بعضها البعض في مقابل بروز الحاجة إلى أنواع أخرى، حيث ساهم التطور المستمر في الأدوات والآليات التمويلية مع التقدم المذهل في تقنية المعلومات إلى تراجع الفوارق بين المؤسسات المالية

المختلفة ويتأكد ذلك من خلال الاتجاه إلى الاندماجات بين أنواع مختلفة من المؤسسات المالية، حيث تصبح مصلحة الدمج ذوبان الفوارق بين المؤسسات قبل الاندماج ومن جهة أخرى أدى هذا التقدم والتطور إلى تراجع الدور التقليدي للبنوك وهو قبول الودائع تحت الطلب ثم إقراضها لأجل مختلفة أو ما يسمى "تحويل الأجل" حيث كان هذا التناقض بين آجال الأصول والمطلوبات مصدر خطر وقلق للنظام المصرفي فترتب عليه إنشاء البنوك المركزية لنظام التأمين على الودائع، وبسبب ذلك وأيضا القيود التنظيمية المتعددة التي فرضت على البنوك نشأت الحاجة والفرصة للابتكار المالي لتجاوز هذه القيود وترتب على ذلك أن تصبح هذه القيود والأنظمة من الناحية العملية عديمة الجدوى. مما يستدعي مراجعة الأنظمة من جديد، وتبعاً لذلك صارت البنوك تعتمد على أنشطة مالية تغيّر أصل نشاطها المصرفي، كالخدمات المالية مقابل رسوم مقطوعة أو بطاقات الائتمان ونحوها من المنتجات.

ومن خلال التطور التقني والابتكار المالي، تبدو الحاجة لعمل البنوك تتناقض مع الزمن فمن ناحية أصبح بإمكان ذوي الفائض الاتصال مباشرة مع ذوي العجز من خلال سوق الأوراق المالية وآلية التوريق وانحسر من ثم دور البنوك في تحقيق الوساطة بين الطرفين وهو ما أدى إلى ما يسمى "انكماش الوساطة" ومن ناحية أخرى ساهم التطور التقني والمالي في إمكانية الموازنة بين آجال

(1) عبد الكريم أحمد قندوز، "الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي"، مرجع سبق ذكره، ص 10.

الأصول والمطلوبات المالية للأفراد والمؤسسات بحيث تقلص دور المصارف حتى في هذا الجانب(1).

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

ويزداد الأمر سوءاً حينما تتبنى البنوك المركزية موقفاً محابياً لهذا النوع من التعاملات على غرار موقف الاحتياطي الاتحادي الأمريكي من صندوق التحوط الذي تعثر سنة 1998 حيث قرر التدخل لإنقاذه والتضافر مع 14 من المؤسسات المالية لضخ نحو 3.6 مليار دولار لمنعه من السقوط. في هذه الحالة تصبح المؤسسات المسؤولة عن الاستقرار الاقتصادي هي نفسها التي تقدم الدعم لهذه التعاملات والمنتجات المالية التي تعرقل أهدافها وتعيق تحقيق مقاصدها الأساسية(2).

(1) سامي السويلم، مرجع سبق ذكره، ص 8.

(2) عبد الكريم أحمد قندوز، "الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي"، مرجع سبق ذكره، ص 14.

المبحث الثاني: منتجات الهندسة المالية التقليدية.

كما رأينا سابقاً فإن الأوراق المالية التقليدية تمثل عصب سوق رأس المال الحاضرة التي يتم فيها تسليم وسداد قيمة الصفقات خلال أيام معدودة إضافة إلى نقل ملكيتها، بالإضافة إلى تلك الأسواق الحاضرة والأدوات المالية المتداولة بها نجد أسواقاً آجلة تتداول بها عقود آجلة تدعى المشتقات المالية والتي هي وليدة ابتكارات الهندسة المالية.

المطلب الأول: نشأة منتجات الهندسة المالية التقليدية ومفهومها.

من أجل فهم وإدراك منتجات الابتكار المالي الجديد يجدر بنا التطرق أولاً إلى كيفية ظهور هذه الأدوات ومن ثم التعريف بها.

الفرع الأول: التطور التاريخي لمنتجات الهندسة المالية.

شهدت صناعة المشتقات خلال السنوات الماضية نمواً كبيراً ومتسارعاً، سواء على صعيد حجم تجارة هذه الأدوات الجديدة، أو على صعيد تنوع هذه الأدوات بحيث شملت مجموعة واسعة من العقود المالية لكافة أنواع الأوراق المالية والسلع وغيرها من الموجودات الأخرى، وكذلك على صعيد توسع قاعدة المشاركين في أسواق المشتقات.

وتشير الدراسات إلى أن ملاك الأراضي الإقطاعيين من منتجي الأرز في اليابان هم أول من استخدم أدوات الهندسة المالية (العقود الآجلة) بشكل منظم إذ طوروا أسلوباً يسمح بموجبه بتداول إيصالات إنتاجهم من الأرز وفقاً لمواعيد مستقبلية، وكان التعامل في العقود الآجلة يتم في الأسواق غير النظامية لمساعدة السماسرة الذين كانوا يلعبون دور الوسيط بين المتعاملين، ولكن القرن التاسع عشر شهد الولادة الحقيقية لاستخدام العقود الآجلة بشكل منظم ومؤطر في شكل قائمة وكان ذلك في الولايات المتحدة عام 1865، إذ تم فيه صياغة القواعد والتشريعات التي تضم التعامل الآجل لمزارعي الحبوب والمضاربيين والمستهلكين.

وتشير الأدبيات أيضاً إلى أن التعامل بأدوات الهندسة المالية بصورة تجارية بدأ في الولايات المتحدة في عام 1973 عندما افتتح أول سوق للخيارات في شيكاغو وعمل ذلك السوق منذ افتتاحه على إدخال تعديلات جوهرية على الأسس التي يقوم عليها التعامل في السوق، ومن أهم هذه التعديلات شروط التعاقد التي تتضمن تنميط الكميات وتواريخ التنفيذ وقيمة الهوامش المبدئية وكذلك دار المقاصة التي تقوم بالتسوية اليومية لهذا الهامش⁽¹⁾.

الفرع الثاني: مفهوم منتجات الهندسة المالية.

لقد قدمت عدة تعاريف لهذا المصطلح نذكر البعض منها:

عرفها صندوق النقد الدولي على أنها: "عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول الثابتة محل التعاقد

(1) عدنان هندي، "المشتقات المالية: ماهيتها وأنواعها وطرق إدارة مخاطرها"، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 1996، ص 13.

ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري"⁽¹⁾.

كما عرفت بأنها: "عبارة عن عقود مالية تتعلق ببند خارج الميزانية (حسابات نظامية) وتتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها"⁽²⁾.

وهناك من عرف أدوات الهندسة المالية أو المشتقات المالية بأنها: "عقود تعطي لأحد الطرفين الحق في أصل معين في تاريخ محدد وتلزم الطرف الآخر التزام مماثل، العقد قد يتعلق بأصل مالي أو بمبلغ من العملات أو كمية من المواد الأولية كما قد يتعلق بمؤشر من المؤشرات، كما قد يربط العقد الطرفين بطريقة ملزمة أو قد يعطي لواحد منهما إمكانية تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه ويعتمد السعر السوقي للمشتقات على سعر الأصل المتعاقد عليه منذ نشأة العقد"⁽³⁾.

وقد عرفت أيضاً الأدوات المالية المشتقة على أنها: "نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي أو المرتبط كالأسهم أو السندات أو السلع، ومن أبرز أشكالها عقود

المستقبلات، العقود الآجلة، عقود المقايضة، عقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة⁽⁴⁾.

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

كما تعرف المشتقات المالية بأنها: "أدوات مالية تشتق قيمتها من الأوراق المالية محل التعاقد، يمكن استخدامها للتحوط ضد المخاطر أو المضاربة، إلا أنها قد تؤدي إلى زيادة مخاطر الائتمان وأساليب الاحتيال فضلا عن المخاطر السوقية"⁽⁶⁾.

من خلال هذه المفاهيم للمشتقات المالية يمكن استخلاص ما يلي:

- هي عبارة عن عقود.
- تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي، وكذا تسليمها.
- لا تتطلب استثمارات مبدئية، أو تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقود.
- تعتمد قيمتها أي المكاسب أو الخسائر على الأصل المعني، أي الأصل موضوع العقد (أي تشتق

(1) سيد سالم عرفة، مرجع سبق ذكره، ص 141.

(2) عدنان هندي، مرجع سبق ذكره، ص 15.

(3) سحنون محمود، "مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات"، مقالة منشورة على الموقع: www.iefpedia.com ، تاريخ الاطلاع: 2011/01/29.

(4) بلحسن فيصل وآخرون، "مخاطر المشتقات المالية"، مقالة منشورة على الموقع: www.iefpedia.com ، تاريخ الاطلاع: 2011/02/02.

(5) Shelagh Heffer nan, « **Modern Banking in Theory and Practice** », New York, 1998, P172.

(6) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 58.

قيمتها من الأصل محل العقد لذلك سميت بالمشتقات).

إضافة إلى أن العقود المشتقة تتضمن ما يلي:

- تحديد سعر معين للتنفيذ في المستقبل.
- تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر.
- تحديد الشيء محل العقد والذي قد يكون سعر فائدة محدد، سعر ورقة مالية، سعر سلعة، سعر صرف أجنبي، مؤشر أسعار، تقييم أو مؤشر ائتماني، تغيرات مماثلة.

المطلب الثاني: أسباب ظهور منتجات الهندسة المالية وأهميتها.

أدت التغيرات التي حدثت على الساحة الاقتصادية في الفترة الأخيرة إلى نشوء حاجة كبيرة لأدوات تمكن من تقليل المخاطر المالية التي تصاحب التعامل بالأوراق المالية التقليدية.

الفرع الأول: أسباب ظهور منتجات الهندسة المالية.

مما ينبغي الإشارة إليه أن هناك عدة أسباب دفعت المهندسين الماليين إلى تطوير أدوات الهندسة المالية وكذا تزايد استعمالها، يمكن تلخيصها فيما يلي⁽⁴⁾:

أولاً: العولمة: وما أدت إليه من الاتجاه العالمي المتزايد نحو إلغاء القيود المالية والاستثمارية أو الحد منها الذي أدى بدوره إلى تسهيل تدفق الأموال بين الأسواق المالية والاستثمارية وتحسين مستوى الخدمات المالية والمصرفية المقدمة إلى الزبائن.

ثانياً: الثورة المعلوماتية والإلكترونية: التي أدت إلى تسهيل وتوسيع عمليات الاتصال بين مختلف المتعاملين في أنحاء مختلفة من العالم والتوسع في التجارة الإلكترونية وإيجاد البرمجيات الجاهزة للحاسوب والتي يتم استخدامها في العديد من المجالات المالية والمصرفية ومنها استخدامات أدوات الهندسة المالية.

ثالثاً: تزايد الطلب على منتجات مالية جديدة: من الزبائن ولاسيما فيما يتعلق بالمنتجات المالية التي تقدم فرصاً أوسع لتحقيق الإيرادات وإدارة المخاطر.

رابعاً: المنافسة الشديدة: بين المصارف والمؤسسات المالية والاستثمارات الذي جعلها تفكر في توسيع نشاطاتها وتقديم المنتجات المالية الجديدة وبصورة مستمرة للزبائن.

خامسا: زيادة سرعة التغير في البيئة المالية والتقلب الشديد في أسعار الفائدة والعملات والسلع الأخرى بصورة عامة.

سادسا: المساهمات الأكاديمية: للكتاب والباحثين في حقل الإدارة المالية وإدارة المصارف التي سهلت من عملية الفهم الصحيح لهذه الأدوات وكيفية استخدامها بفاعلية.

سابعا: التشريعات المالية الجديدة: وإزالة القيود الخاصة باستخدام أدوات الهندسة المالية في بلدان عديدة والتي سمحت بتوسيع التعامل بهذه الأدوات.

(4) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص 60.

وعموما يمكن القول بأنه قد بدأ تزايد المنتجات المالية للأسباب الرئيسية التالية(1):

- 1- تذبذب أسعار الصرف للعملات المختلفة تجاه بعضها البعض.
- زيادة المخاطر البيئية المحيطة بالمؤسسات والتي يصعب السيطرة عليها.
- 2- زيادة مخاطر الأعمال التي يجب أن تعرف المؤسسات كيفية السيطرة عليها.
- 3- تغير أسعار المعادن الثمينة (الذهب- الفضة) وأسعار السلع الأساسية والمواد الخام.

الفرع الثاني: أهمية منتجات الهندسة المالية.

كما أشرنا سابقا، فقد أدى التغير المستمر في البيئة الاقتصادية والمالية والاستثمارية إلى ضرورة البحث عن أدوات ومنتجات مالية جديدة أقل تكلفة وأدنى مخاطرة وأعلى عائد الأمر الذي جعل أدوات الهندسة المالية تكتسي أهمية واسعة كما يلي(2):

أولا: التغطية ضد المخاطر: إذ يتم استخدام هذه الأدوات بغرض تقليل مخاطر الاستثمار فما من شك أن جميع المستثمرين يرغبون في الحفاظ على استثماراتهم عند مستوى مقبول من المخاطرة وبالتالي يصل المستثمرون إلى تحقيق رغبتهم في أسواق المشتقات والمتمثلة في تقليل المخاطر وتحويلها إلى أولئك الراغبين في زيادة المخاطرة وبالتالي فإن منتجات المشتقات لها دور أساسي وهو نقل المخاطرة من أحد المستثمرين إلى آخر أو من مجموعة إلى أخرى دون أن يقتضي ذلك بيع الأصول المالية محل التعاقد وبالتالي فإن المستثمر المالي الذي قد يتجنب استثمارات معينة أو يقوم بتصفية بعضها بسبب ما تسببه المخاطر من قلق أو إزعاج أو بسبب التقلب المتزايد في أعمال المتاجرة قد يقع اختياره على استخدام أدوات الهندسة المالية كآلية لها تأثيرها على إستراتيجية الاستثمار الشامل.

ثانيا: أداة لاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر: من أبرز وظائف عقود المشتقات المالية أنها تقوم بتزويد المتعاملين بالمعلومات كما سيكون عليه سعر الأصل المالي الذي أبرم عليه العقد في السوق الحاضر في تاريخ التسليم لذا تعتبر أداة جيدة لاستكشاف السعر، بمعنى التطلع على المستوى الذي يمكن أن يكون عليه السعر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم ومن أجل توضيح ذلك نأخذ المثال التالي: نفرض أن بلدا يعاني احتمال وقوع كساد خلال هذه الفترة ويتوقع انخفاض أسعار الأوراق المالية إذن هناك حالتين لاتخاذ القرار: إما التعامل في السوق الحاضر من خلال البيع على المكشوف، أو التعامل في سوق المشتقات ببيع عقد مستقبلي أو خيار على مؤشر السوق وباعتبار أن تحقيق أكبر عائد هو هدف كل مستثمر فإن سوق المشتقات هي السوق التي تحقق عائدا أكبر بفضل الرفع المالي الذي سيتم التعامل به فضلا عن انخفاض تكلفة المعاملات التي يتميز بها السوق.

(1) هاشم فوزي دباس العبادي، نفس المرجع، ص 61.

(2) انظر في ذلك: - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 68، 69.

- محاببة نصيرة، مرجع سبق ذكره، ص 176.

- خالد محمد نصار، مرجع سبق ذكره، ص 132، 133.

وبالتالي يتضح جليا أفضلية التعامل في أسواق المشتقات المالية بالنظر إلى مختلف المزايا التي تتمتع بها مما يؤدي إلى زيادة عدد المتعاملين العارفين بالظروف الاقتصادية المستقبلية والذين يساهمون في زيادة العقود المبرمة لبيع الأسهم، الشيء المؤدي إلى انخفاض أسعارها مع الوقت حتى تصل إلى المستوى الذي يعكس السعر الذي سيكون عليه الأصل في السوق الحاضر في تاريخ التسليم حيث يبدأ سعر الأصل المالي في السوق الحاضر بالتغير متأثرا بأسعار المشتقات المالية.

ثالثا: إتاحة فرص استثمارية للمضاربين: يدخل المضارب طرفا في عقود المشتقات المالية بغرض تحقيق الربح من خلال الاستفادة من ميزة المتاجرة بالهامش أو الرفع المالي إذ يكفي أن يدفع المضارب

في عقود المستقبلات المالية سواء كان مشتريا أو بائعا قيمة الهامش المطلوب وفي عقود الخيارات المالية أن يدفع المشتري قيمة علاوة الخيار.

رابعا: تسيير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد: يتميز التعامل في بورصات المشتقات المالية بانخفاض تكلفة المعاملات إلى مستوى يستحيل على البورصات الحاضرة أن تنافسها فيه، وهذا الانخفاض له أثره على سيولة البورصة حيث تصبح البورصة أكثر كفاءة مما يتيح فرصة أفضل لإبرام الصفقة بسعر مقارب للسعر العادل، وأيضا يساهم التعامل بعقود المشتقات المالية في تنشيط بورصة الأصل المتعاقد عليه وذلك بزيادة حجم التداول عليه.

خامسا: سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية: نظرا لمرونة عقود المشتقات المالية وسيولتها الجيدة فهذا يجعلها أكثر جاذبية في تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية.

سادسا: إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية: تتميز عقود المشتقات المالية بكون تكلفة الاستثمار فيها منخفضة جدا ولا تتجاوز نسبة الهامش المنصوص عليها وهذا يتيح للمتعاملين فرصة أكبر لتخطيط التدفقات النقدية مستقبلا وتحقيق التوازن المنشود بين السيولة والربحية.

سابعا: تحقيق سمة الكمال للبورصة: يتحقق الكمال للبورصة لو أنه وفر للمتعاملين كافة الأصول المالية التي تتناسب مع أهدافهم ورغباتهم سواء من حيث العائد أو المخاطرة وبالرغم من كون الكمال على الصورة السابقة أمر يستحيل تحقيقه فإن عقود المشتقات المالية أصبح من الممكن الاعتماد عليها في تكوين تشكيلات من عقود المشتقات المالية وأوراق مالية متداولة في البورصة الحاضرة في ظلها يتحقق للمستثمر مستويات فريدة من العائد والمخاطرة لا تحققها أي ورقة متداولة في البورصة الحاضرة.

المطلب الثالث: مميزات منتجات الهندسة المالية.

قبل التطرق إلى الخصائص العامة لأدوات الهندسة المالية تجدر الإشارة إلى أهم النقاط التي تفرق بين عقود المشتقات المالية وعقود التأمين، على أساس أن الهدف من إنشاء كل منهما هو درء المخاطر أو التحوط ضدها أو تقليلها إلى أدنى حد ممكن.

الفرع الأول: أوجه الشبه والاختلاف بين عقود التأمين والمشتقات المالية.

يمكن تعريف التأمين على أنه⁽¹⁾: "هو اتفاق بين طرفين يتعهد بمقتضاه الطرف الأول بأن يدفع إلى شخص ما مبلغ من المال في حالة وقوع خطر معين خلال مدة معلومة، مقابل أن يدفع الطرف الثاني للطرف الأول مبلغ أو عدة مبالغ تكون قيمتها في مجموعها أقل نسبيا من المبلغ الذي يتعهد الطرف الأول بدفعه".

ومن التعريف المتقدم يمكن استخلاص أهم خصائص عقد التأمين والتي سيتم مقارنتها بعقود المشتقات المستخدمة في إدارة المخاطر كما يلي⁽²⁾:

أولاً: عقد التأمين هو عقد ملزم للجانبين: أي أن التزام المؤمن في عقد التأمين هو التزام معلق على شرط، وهنا الشرط هو التزام الطرف الآخر بسداد الأقساط، والأمر ليس كذلك في عقود المشتقات المالية، ذلك أن الثمن المدفوع من قبل المؤسسة أو الشخص المتحوط ضد الخطر إنما يتم الوفاء به دفعة واحدة عند تحرير العقد، ومن ثم فلا وجه لتعليق التزام طرف على آخر.

ثانياً: التأمين عقد معاوضة: يقصد بذلك أن عقد التأمين هو عقد يحصل فيه كل طرف على مقابل لما يعطي، وفيما يتعلق بهذا الركن فلا وجه للخلاف بين عقود التأمين وعقود المشتقات المستخدمة في التحوط ضد المخاطر، حيث يقوم الطرف المتحوط بنقل المخاطرة إلى آخر نظير مبلغ معين، فإذا وقع الخطر قام الطرف الثاني بتعويض الطرف الأول، وإذا لم يقع فلا شيء على الطرف الثاني.

ثالثاً: عقد التأمين عقد احتمالي أو من عقود الغرر: يمكن القول أن كل الأخطار هي احتمالية الوقوع، حيث أن كل طرف من طرفي العقد لا يعرف مقدار ما يأخذ أو مقدار ما يعطي عند إبرام العقد، وبتطبيق ذلك على أدوات المشتقات المالية نجد أن الخطر فيها غير مؤكد الوقوع، كما أنه غير مستحيل الوقوع، لذلك تتفق عقود المشتقات مع عقود التأمين من حيث كون كل منهما من العقود الاحتمالية أو عقود الغرر.

رابعا: عقد التأمين من عقود الإذعان: يوصف عقد التأمين بأنه من عقود الإذعان تأسيسا على أنه ليس للمؤمن له إلا أن يقبل الوثيقة كما هي أو يرفضها كما هي، وبتطبيق ذلك على المشتقات المستخدمة في

التحوط ضد مخاطر تقلب الأسعار، فالأمر على خلاف ذلك تماماً حيث أن تفصيل العقود يتم وفقاً لرغبة ومشية المتعاقدين وتفضيلاتهم.

ومن خلال ما سبق تم التوصل إلى:

1- إن الغرض من استخدام عقود التأمين أو عقود المشتقات هو درء المخاطر، أو التحوط ضد مخاطر تقلب الأسعار.

2- سواء كنا بصدد عقود التأمين أو عقود المشتقات، فإن المؤسسة أو الشخص الذي لا يرغب في

(1) محمد الكيلاني، "عقود التأمين من الناحية القانونية"، الموسوعة التجارية و المصرفية، المجلد السادس، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 146.

(2) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص ص 299-307.

تحمل المخاطرة يقوم بدفع مبلغ من المال للطرف الآخر نظير تحمل هذا الأخير تبعات المخاطرة في حالة وقوعها.

3- إن الخطر احتمالي في جميع الحالات، فلو كان الخطر مؤكداً لوقع ما كان هناك من يتحمله، ولو كان مستحيل الوقوع ما كان هناك حاجة أصلاً للمشتقات أو عقود التأمين.

4- لا يوجد فرق جوهري واحد للخلاف بين عقد التأمين وعقود المشتقات المستخدمة كأدوات للتحوط.

5- يمكن القول أن عقود المشتقات المستخدمة للتحوط ضد مخاطر الأسعار ما هي إلا امتداداً طبيعياً لعقد التأمين فرضته مقتضيات التطور، وسيطرة أسواق المال وهيمنة الاقتصاد المالي على الاقتصاد العيني.

الفرع الثاني: الخصائص العامة لمنتجات الهندسة المالية.

على الرغم من تعدد واختلاف أدوات الهندسة المالية إلا أنها تشترك في مجموعة من الخصائص يمكن استنتاجها من الأبحاث التي تناولت هذه الأدوات ومن أبرز هذه الخصائص⁽¹⁾:

أولاً: أدوات الهندسة المالية هي عبارة عن عقود مالية تصبح شروطها ملزمة للمتعاقدين حال الاتفاق عليها.

ثانياً: تشتق قيمتها من قيمة مرجعية (موجود ضمني) كأن يكون ورقة مالية أو مؤشر مالي يكون محلاً للتعاقد ولذلك سميت بالمشتقات أي أن هذه الأدوات لا تمتلك قيمة فعلية بحد ذاتها وإنما تستمد هذه القيمة أساساً من قيمة الموجود الذي يتم التعاقد عليه ثم تبدأ العوامل الأخرى في التأثير على قيمة هذه الأدوات مثل العرض والطلب وتاريخ الاستحقاق وغيرها من العوامل.

ثالثاً: تكون قيمتها أكثر تقلباً من قيمة الموجود الضمني وذلك بسبب أن قيمتها هي انعكاس لقيمة الموجود الضمني في مدة مستقبلية قادمة، فضلاً عن العوامل الأخرى المؤثرة في قيمة الأداة ذاتها أي أن قيمتها تكون أكثر تقلباً من قيمة الموجود الضمني محل التعاقد وذلك لتعلقها بمدى زمنية قادمة، فضلاً عن أن العوامل الأخرى المؤثرة على قيمتها تكون من العوامل المؤثرة في قيمة ذلك الموجود.

رابعاً: يمكن استعمالها لأغراض متعددة كالتحوط والاستثمار والمضاربة.

خامساً: أنها أدوات مرنة، أن تكون أغلب هذه الأدوات ذات قابلية للتصميم وفق متطلبات الزبائن أو من ناحية الحجم وتواريخ الاستحقاق ويمكن الدخول بمراكز متعددة وبناء تشكيلات فائقة التعقيد من خلال الجمع بين أداة واحدة متعددة الأشكال أو الأدوات المتعددة منها.

سادساً: أن هذه الأدوات تتميز بإمكانية تحقيق أرباح عالية تصل إلى 100% من حجم الأموال المستثمرة وكذلك قد تحقق خسائر كبيرة يمكن أن تؤدي إلى الإفلاس وذلك يعني تميزها بالمخاطرة المرتفعة.

سابعاً: تتعلق بالتزامات الجهة المتعاملة بها أو حقوقها.

(1) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص ص 104، 105.

بالإضافة إلى مجموعة الخصائص العامة التي تتصف بها أدوات الهندسة المالية نجد عدة متطلبات يجب توافرها عند بدء التعامل في هذه الأدوات المشتقة تتمثل فيما يلي⁽¹⁾:

وجود تنظيم خاص ودقيق لدى المؤسسات والبنوك والمستثمرين وكل المتعاملين بها من أجل قياس حجم المخاطر.

- 1- وضع الضوابط الرقابية الملائمة، مثل وضع حد أقصى لحجم التعامل في مجال المشتقات المالية.
 - 2- التزام المؤسسات المالية بمعايير المحاسبة والإفصاح عن المعلومات المتعلقة بنشاط المشتقات المالية.
 - 3- قيام البنوك وكل أنواع المتعاملين بهذه الأدوات بتكوين مخصصات لتغطية المخاطر المترتبة عن تلك المعاملات.
 - 4- توفير بنية تكنولوجية متطورة لتيسير إتمام عمليات التسوية والمقاصة الخاصة بالمشتقات والتي تنسم بالتعقيد.
 - 5- رفع الوعي بأهمية هذه الأدوات في السوق والتعريف بالعقود القانونية الخاصة بها.
 - 6- توفير الكوادر البشرية المتخصصة في تلك الأدوات.
- وعموماً يمكن القول بأن توظيف أدوات الهندسة المالية بالسوق يكون بشكل مبدئي من خلال استخدام المشتقات البسيطة إلى أن يصل السوق إلى المستوى الراشد لاستخدام الأدوات الأكثر تعقيداً والتي تسمح بإدارة وتقليل المخاطر المالية.

المطلب الرابع: مستخدمو منتجات الهندسة المالية.

يختلف مستخدمو أدوات الهندسة المالية (المشتقات المالية) باختلاف أهدافهم واحتياجاتهم، ويمكن إيضاح تلك الفئات كما يلي (2):

الفرع الأول: تجار التجزئة.

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

الفرع الثاني: صناديق المعاشات.

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

الفرع الثالث: بنوك الاستثمار.

تستخدم هذه البنوك المشتقات بغرض المحافظة على سعر البيع لكمية كبيرة من أحد الأصول

(1) سيد سالم عرفة، مرجع سبق ذكره، ص 142.

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

المالية حيث يبدو أن السوق الحاضرة لن تكون قادرة على استيعاب المعروض بأسعار السوق.

الفرع الرابع: الشركات العقارية.

وهي تلك التي تبيع المباني والأراضي أو تعطي للغير في استخدامها بتأجيرها لعدد من السندات وتستخدم هذه الشركات المشتقات للحماية ضد تحركات سعر الفائدة على قروض السندات التي تمثل ديناً في ذمة الشركة.

الفرع الخامس: الشركات.

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

الفرع السادس: المصدرون والمستوردون.

ويستخدم هؤلاء المشتقات المالية ضد تقلبات أسعار الصرف على المقبوضات أو المدفوعات. وعموماً يمكن تقسيم هذه الفئات المستخدمة لأدوات الهندسة المالية إلى الأصناف الثلاثة الآتية (1):

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

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

ثالثاً: المراجحون: وهم الذين يدخلون السوق عندما يكون هناك فرق لأصل معين بين سوقين أو أكثر وذلك بالشراء من السوق منخفض السعر والبيع في نفس الوقت في السوق مرتفع السعر وبالتالي يحققون ربح عديم المخاطرة.

(*) طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)"، مرجع سبق ذكره، ص 8.

المبحث الثالث: تحليل منتجات الهندسة المالية التقليدية.

أدى التغير المستمر في البيئة الاقتصادية والمالية والاستثمارية إلى ضرورة البحث عن أدوات ومنتجات مالية جديدة، فالتغير في الأسعار والتضخم وأسعار الفائدة وأسعار الصرف تطلب البحث عن منتجات مالية جديدة أقل تكلفة وأدنى مخاطر وأعلى عائد، وكما هو الحال في مفهوم الهندسة المالية فإن أدواتها أخذت حيزاً كبيراً من تفكير الكتاب والباحثين، وتضم أدوات الهندسة المالية مجموعة واسعة ومتعددة من الأنواع، حيث تختلف هذه الأخيرة باختلاف طبيعتها، مخاطرها، آجالها ودرجة تعقيدها، وتشتمل هذه الأدوات على عقود الخيارات، العقود المستقبلية، العقود الآجلة وعقود المبادلة.

المطلب الأول: عقود الخيارات.

تمثل عقود الخيارات أحد أدوات الاستثمار الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة الحد من المخاطرة التي يتعرض لها.

الفرع الأول: نشأة عقود الخيارات ومفهومها.

أولاً: نشأة وتطور عقود الخيارات.

تعود البداية الأولى للتعامل في عقود الاختيار إلى دولة الإغريق القديمة (550 سنة قبل الميلاد)، فقد تنبأ أحد الرياضيين بأن بلاده سوف تشهد ندرة في ثمار الزيتون، فقام بشراء عقود تعطيه الحق في شراء ثمار الزيتون في تاريخ معين بسعر محدد مسبقاً، وهو الأمر الذي ترتب عليه إحراج السوق⁽¹⁾. وفي العصور الوسطى كانت المضاربات على بصيالات النباتات ذات الفصائل الزيتية أمراً معتاداً، فقد ارتفعت أسعار شجيرات وبصيالات هذه النباتات ولم تكن تتوقف عن الصعود، الأمر الذي أشعل حمى المضاربة عليها، فأنشأت سوقاً نشطة لعقود اختيار الشراء على شجيرات وبصيالات نبات التبوليب، أما الذين كانوا يقومون بشراء هذه العقود فهم "الديلرز"، وأما خيارات البيع فكانت تشتري من قبل الموردين، وأما السوق التي كانت تباع وتشتري من خلالها هذه العقود فقد أنشئت في هولندا عام 1634.

ومع نهاية القرن السابع عشر وبداية القرن الثامن عشر أنشئت سوق الخيارات في إنجلترا إلا أنه بنشوب الحرب لم تعد عقود المشتقات تحظى بالقبول، وصارت غير مشروعة واستمر الأمر على هذا النحو قرابة مئة عام.

وبدأت عقود الاختيار في الظهور في الولايات المتحدة الأمريكية قبل نهاية القرن الثامن عشر بقليل، وبعد عقد اتفاقية "شجرة الدلب"، وكان يطلق على عقود الخيار في ذلك الحين بعقود الامتياز، حيث تم بموجب هذه الاتفاقية إنشاء بورصة نيويورك.

ومع نهاية القرن التاسع عشر تم إنشاء سوق غير رسمية للاختيارات.

(1) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 145.

وفي نهاية 1934 صدر قانون يسمح بالتعامل في الخيارات ولكنها كانت تخضع لنظم ولوائح لجنة البورصة والأوراق المالية، إلا أن سوق الخيارات لم تجد في البداية إقبالا بسبب بعض القيود والتي اعتبرت من العيوب أو النقص في السوق ومنها أن هذه العقود لم تكن نمطية، وكانت غير قابلة للتحويل، وكانت تقتضي التسليم الفعلي وأنها تنفقر إلى الضمان.

بينما شهد عام 1973 تغيرا كبيرا في عالم الاختيارات فقد قامت بورصة شيكاغو للتجارة -وهي أقدم وأكبر بورصة للتجارة في عقود السلع المستقبلية- بتأسيس بورصة للتعامل في الخيارات على الأسهم فقط، وفتحت هذه البورصة أبوابها للمتاجرة في عقود اختيارات الشراء في السادس والعشرين من أبريل عام 1973، بينما بدأ التعامل على عقود خيار البيع قبل جانفي 1977.

ومنذ ذلك الحين فإن العديد من البورصات وأغلبها من بورصات التجارة في السلع المستقبلية بدأت التعامل في عقود الخيارات⁽¹⁾.

ثانيا: تعريف عقود الخيارات.

تمثل عقود الخيار أحد الأدوات الحديثة التي تعطي فرصة لمستخدميها للحد من المخاطر التي يتعرضون لها وعلى وجه الخصوص مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكونها أو التي سيشترونها أو يبيعونها في المستقبل وتسمى هذه العقود "حقوق أو عقود اختيار" لأنها تعطي مشتري العقد الحق وليس الالتزام في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه. وقد سلط الكثير من الباحثين الضوء على هذا المصطلح الجديد من خلال تقديم عدة تعاريف لإيضاح معناه نذكر منها:

الخيارات في اللغة جمع خيار، والخيار اسم مشتق من الاختيار، والاختيار هو الاصطفاء وخير بين الشئين أي فرض إليه الخيار⁽²⁾.

أما اقتصاديا وحسب آراء الباحثين فالخيارات هي عقود مالية، وقد اختلفت التعاريف المقدمة لها حسب وجهات النظر.

فهناك من عرفها على أنها: "عقود تعطي لحاملها حقا لشراء أو بيع موجود معين بسعر معين يطلق عليه سعر التنفيذ وذلك في تاريخ محدد"⁽³⁾.

وهناك من يرى أنها عبارة عن: "اتفاق للتعامل في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد، ولكن فقط إذا رغب مشتري العقد في حدوث هذا الاتفاق"⁽⁴⁾.

كما يعرف حق الاختيار بأنه "اتفاق يعطي لطرف ما الحق في بيع أو شراء عدد من الأوراق المالية وربما العملات أو المؤشرات، من طرف ثاني بسعر محدد متفق عليه مقدما، على أن يتم التنفيذ في أي وقت خلال المدة التي تنتهي بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ الانتهاء أو التنفيذ في التاريخ

(1) محاسبية نصيرة، مرجع سبق ذكره، ص ص 182، 183.

(2) محمد بن أبي بكر الرازي، "مختار الصحاح"، دار الكتاب العربي، بيروت، 1981، ص 194.

(3) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص 92.

(4) خالد وهيب الراوي، "الاستثمار مفاهيم تحليل إستراتيجية"، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 1999، ص 309.

المحدد لانتهاء العقد"⁽¹⁾.

وقد ذهب البعض لتعريف عقد الخيار بأنه: "عقد يبرم بين طرفين مشتري ومحرر، يعطي للمشتري الحق في شراء أو بيع عدد وحدات من أصل ما بسعر يحدد لحظة التعاقد على أن يتم التنفيذ لاحقا، كما يعطي العقد للمشتري الخيار في أن ينفذ العقد أو لا ينفذه وذلك حسب رغبته على أن يدفع المشتري للمحرر في مقابل حق الخيار مكافأة عند التعاقد"⁽²⁾.

نلاحظ أن هذه التعاريف تتفق جميعها في نفس المعنى لذلك يمكن صياغة تعريف للخيارات بأنها عقد بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري، يعطي الشاري حقا - وليس التزاما عليه- أن يشتري أو أن يبيع شيئا ما في تاريخ لاحق بسعر متفق عليه عند تحرير العقد. والملاحظ هنا أنه رغم تعدد تعاريف عقود الخيارات إلا أنها تتفق جميعا في نفس المعنى والمضمون ولو تباينت تباينا محدود التفاصيل. ويتكون عقد الخيار من عدة أركان هي⁽³⁾:

- 1- **مشتري الحق:** وهو الذي له حق الخيار شراء أو بيع من المحرر، مقابل دفع مبلغ يتفق عليه، وهو الذي يملك الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاقية.
- 2- **محرر حق الخيار:** يقوم ببيع حق الخيار للمشتري مقابل حصوله على المبلغ المتفق عليه (المكافأة) ويجب عليه التنفيذ إذا رغب مشتري الحق ذلك.
- 3- **سعر التنفيذ:** هو سعر الورقة المالية وقت إبرام العقد وعادة يكون السعر الجاري للورقة في السوق.
- 4- **السعر السوقي:** هو سعر الورقة المالية في تاريخ انتهاء أو ممارسة الاتفاق.
- 5- **تاريخ التنفيذ:** وهو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الحق بتنفيذ الاتفاق سواء كان يوم محدد أو خلال فترة محددة.
- 6- **المكافأة:** هو مبلغ متفق عليه يقوم مشتري حق الخيار بدفعه إلى محرر الخيار نظير أن يكون لمشتري الخيار الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق (أي التحرر من الإلزامية).
ومما سبق يمكن تلخيص خصائص عقود الخيار فيما يلي⁽⁴⁾:
 - أن عقد الخيار غير ملزم لصاحبه وإنما يعطيه الحق في أن يختار بين تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها ونظير هذا الحق فإن المشتري أو يبيع عقد الخيار يدفع نظير ممارسته لهذا الحق ثمن معين، حيث يسمى هذا الأخير بالعلو أو المكافأة أي ثمن الخيار.
 - إن ثمن الخيار يدفع للجهة التي حررت عقد الخيار والتزمت بتنفيذه وبذلك يعتبر هذا مقابل

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

(2) منير إبراهيم هندي، "إدارة المخاطر: عقود الخيارات"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2007، ص 5.

(3) جلال إبراهيم العبد وآخرون، "الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 311.

(4) عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 409.

المخاطرة التي يتحملها الطرف الآخر عندما يمارس الطرف الأول هذا الحق مهما كانت الظروف السائدة في السوق والتي يمكن أن تؤثر على الأصل محل العقد.

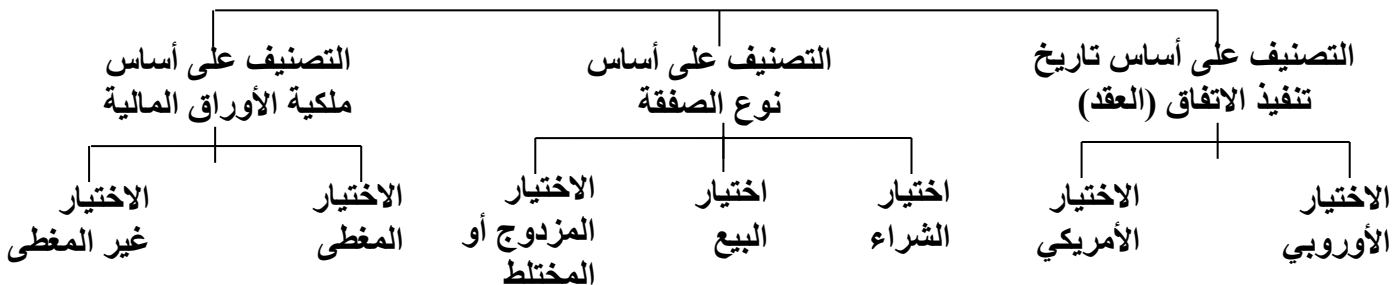
- ثمن الخيار قابل للزيادة أو الانخفاض والذي يتوقف على مدة العقد، نوع الأصل محل العقد وظروف السوق المالية.

الفرع الثاني: أنواع عقود الخيارات.

كما عرفنا في عناصر سابقة فإن عقود الاختيار سميت هكذا لأنها تعطي مشتري العقد الحق (وليس التزام) في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، وذلك نظير مبلغ معين غير قابل للرد يدفع للطرف الثاني (محرر العقد) على سبيل التعويض أو المكافأة.

ويمكن تقسيم حقوق الاختيار كما يلي:

الشكل رقم (03): أنواع حق الخيار.



لمصدر: أوي، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص 331.

وستتناول كل نوع من هذه الأنواع بالتفصيل كما يلي:

أولاً: عقد الاختيار الأوروبي: هو حق اختيار (شراء أو بيع أو هما معا)، غير أن هذا الحق يتم ممارسته أو تنفيذه في الموعد المحدد لانتهاء الحق⁽¹⁾.

ثانياً: حق الاختيار الأمريكي: هو حق اختيار (شراء أو بيع أو هما معا)، غير أن هذا الحق تتم ممارسته أو تنفيذه في أي وقت خلال الفترة التي تنتهي بين إبرام العقد وتاريخ انتهائه⁽²⁾.

ثالثاً: اختيار الشراء: وفقاً لاختيار الشراء يقوم المستثمر الذي لديه توقع بارتفاع السعر مستقبلاً بشراء حق اختيار من مستثمر آخر يعرف باسم محرر حق الاختيار، وغالباً ما يكون هذا الأخير لديه

(1) جلال البنا، "ماذا تعرف عن الاستثمار في الأوراق المالية والبورصات والمشتقات"، شركة الندى للطباعة، مصر، 2007، ص 218.

(2) أسعد حميد عبيد العلي، "استراتيجيات الاستثمار في الخيارات المالية"، المكتبة الوطنية، المملكة الأردنية الهاشمية، 2005، ص 27.

توقع بانخفاض السعر فيقوم المستثمر الأول بدفع مبلغ معين يسمى المكافأة، هذا المبلغ يعطيه الحق في أن يقوم بشراء أصل معين مستقبلاً بسعر التنفيذ أو أن يرفض عملية الشراء⁽¹⁾.

رابعاً: اختيار البيع: عقد اختيار البيع هو الصورة المرآة لاختيار الشراء، فشراء اختيار بيع يعطي الحق لحامله في بيع ورقة مالية يملكها بسعر تنفيذ معين، إذا ما توقع انخفاض في قيمتها السوقية، فإذا ما تحققت توقعاته فهو يكون قد حقق عائداً، أما إذا لم تتحقق (إذا ارتفع سعر الأصل المالي) فاختيار البيع يصبح عديم الفائدة لحامله⁽²⁾.

خامساً: الاختيار المزدوج: هو عقد يجمع بين خيار البيع وخيار الشراء وبمقتضاه يصبح لحامله الحق في أن يكون شارياً للأوراق المالية محل التعاقد أو بائعاً لها وذلك رهناً بمصلحة الشاري حيثما كانت، فإذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة العقد كان شارياً وإذا انخفضت كان بائعاً، ومع تعاضد المخاطرة التي يتعرض لها بائع الخيار، فلا بد أن يتقاضى ضعف ثمن شراء خيار البيع أو خيار الشراء⁽³⁾.

سادساً: الاختيار المغطى: يوصف الخيار بأنه مغطى عندما يكون لدى البائع رصيماً من الأصل محل التعاقد، يكفي للوفاء بالتزاماته إذا ما طوّل بتنفيذ العقد وتسليم الأصل محل التعاقد—إذا كان العقد شراء— أو لديه السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزاماته إذا ما طوّل بتنفيذ العقد— إذا كان العقد خيار بيع—، وكون العقد مغطى لا يعني أن ذلك سبباً لدرء المخاطر التي قد تطرأ إذا ما صعدت الأسعار، ولكنها يقينا أدنى مخاطرة من عقود الخيار غير المغطاة⁽⁴⁾.

سابعاً: الاختيار غير المغطى: هو حق اختيار شراء أو بيع أو هما معا لا يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنه.

بخلاف الأنواع التقليدية لعقود الاختيار فهناك ما يسمى بعقود خيار صناديق الاستثمار والتي قدمتها مراكز البحث والابتكار كإضافة جديدة إلى عالم المشتقات والجديد في الموضوع أن صناديق الاستثمار تقوم بإنشاء عقود خيار شراء مقابل الأسهم المملوكة لها، وعند التعاقد يقوم الصندوق بقبض ما يسمى بثمن الخيار أو علاوة المخاطرة ويلتزم ببيع الورقة المالية محل التعاقد وفقاً لسعر التعاقد المسمى في العقد إذا ما رغب مشتري حق الخيار في تنفيذ العقد⁽⁵⁾.

الفرع الثالث: آلية عمل أسواق الخيارات.

يوجد عدد لا بأس به من بورصات الخيارات في مختلف دول العالم، حيث أنها تتميز بالتنظيم عبر ضبطها بمجموعة من اللوائح والإجراءات التي تضمن حسن سير عملها وهي متشابهة بين هذه

(1) محمد صالح الحناوي وآخرون، "الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص 215.

(2) حسين بني هاني، "الأسواق المالية"، دار الكندي، الأردن، 2002، ص 175، 176.

(3) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 168.

(4) نفس المرجع، ص 191.

(5) نفس المرجع، ص 190.

الأسواق، فهذه الأخيرة هي بمثابة مكان يلتقي فيه البائعون والمشترون لإبرام مجموعة من العقود، مما يوفر للبورصة الانضباط في الأداء وتدقق سريان المعاملات بانسيابية تامة، فمثلاً لا حالة رغبة أحد التجار في إبرام عقد خيار شراء فإن هذا التاجر أو المستثمر يتوجه إلى أحد شركات السمسرة أو الوساطة ذات العضوية في البورصة لكي يقوم بفتح حساب لديها باسمه.

فعمليات إبرام العقود والتداول تتم بواسطة السمسرة العاملين في بورصة الخيارات كما هو متبع في البورصة الحاضرة، فالمشتري يدفع قيمة الخيار في وقت إبرام العقد أو التداول، فلماذا لا يوجد قلق فيما يتعلق بالسيولة النقدية فيضمن السمسار التزام المشتري، أما بالنسبة للبائع فالمسألة تكون معقدة بعض الشيء، حيث أن البائع سيوافق على تسليم الأصل محل الخيار بسعر الممارسة المتفق عليه، إذ رغب

المشتري بتنفيذ العقد، وهذا يتطلب من البائع أن يكون لديه مصادر تمويل كثيرة لجذب التجار لإبرام عقود الخيارات.

فهذا يتوخى السمسار الحرص في تحري إمكانات البائع المالية وامتلاكه للمصادر المالية الكافية لضرورة ذلك في الوفاء بكل الالتزامات التي عليه تجاه المشتريين، ولكي يحمي السمسار نفسه من البائع يطلب ضمانات مالية، ففي حالة خيار الشراء فالمحرر قد يقوم بتغطية العقد من محفظته الاستثمارية التي يملكها، وهذا يشكل حماية للسمسار لضمان التنفيذ فهذه الأصول توضع في حوزة السمسار لكي يتم تسليمها عند التنفيذ، أما المحرر الذي لا يملك الأصل محل الخيار فإن السمسار في هذه الحالة قد يطلب من محرر الخيار إيداع نقدية كافية أو أوراق مالية توضع في حيازته وذلك كضمان للسمسار وللتاجر عند الرغبة في التنفيذ، لذلك فالمصادر المالية ومدى توفرها تعتبر عنصر ضروري في الوفاء بالالتزامات تجاه التجار والسماسرة وتضمن للسوق حسن الأداء.

شركة مقاصة الخيارات تتولى مهمة الإشراف والرقابة على إدارة السوق وضبط أدائه وسلوكه وجعله أكثر تنظيماً، فالمشتري وبائع الخيار لا تسوى الالتزامات بينهم مباشرة بل عبر شركة المقاصة، فمثلاً إذا تمت ممارسة خيار شراء فسوف تقوم شركة المقاصة بإتمام تسوية العملية بين المشتري والبائع، حتى تضمن تسلم النقود والأوراق المالية⁽¹⁾.

المطلب الثاني: العقود الآجلة والمستقبلية.

إضافة إلى عقود الخيارات المالية هناك منتجات وأدوات جديدة قام المهندسون الماليون باستحداثها من أجل التقليل من المخاطر المالية التي يتعرض لها كل مستخدم للأدوات المالية ومتعامل في سوق رأس المال في المستقبل ومنها نجد العقود الآجلة والعقود المستقبلية.

الفرع الأول: العقود الآجلة.

رغم أن العقود الآجلة ظهرت منذ أمد طويل وهناك العديد من الدلائل التاريخية على ذلك لاسيما فيما يخص العمليات الآجلة إلا أنها كانت أقل ألفة عكس الخيارات، والجدير بالذكر أن أسواق العقود

(1) خالد محمد نصار، مرجع سبق ذكره، ص ص 147، 148.

الآجلة للصرف الأجنبي قد وجدت منذ زمن طويل لكن لم يجري التعامل على الأدوات الأخرى بشكل كبير في ذلك الحين ومع النمو السريع لأسواق المشتقات حدثت طفرة هائلة في الأسواق الآجلة للأدوات الأخرى وأصبح من السهل التعامل في عقود آجلة لمؤشرات الأسهم خاصة.

أولاً: تعريف العقود الآجلة.

عرف العقد الآجل بأنه: "اتفاقية تعاقدية بين مشتري وبائع لمبادلة أصل بنقد في تاريخ لاحق والمشتري والبائع يحددان السعر والكمية عند التعاقد، لكن التسليم والتسلم يتحقق لاحقاً"⁽¹⁾.

ويقصد كذلك بالعقود الآجلة أو الأمامية "تلك العقود التي يلتزم فيها البائع أن يسلم للمشتري السلع محل التعاقد في تاريخ لاحقاً بسعر يتفق عليه وقت التعاقد"⁽²⁾.

ويعرف أيضاً العقد الآجل بأنه: "عقد يبرم بين طرفين مشتري وبائع للتعامل على أصل ما، على أساس سعر يتحدد عند التعاقد، على أن يكون التسليم في تاريخ لاحق"⁽³⁾.

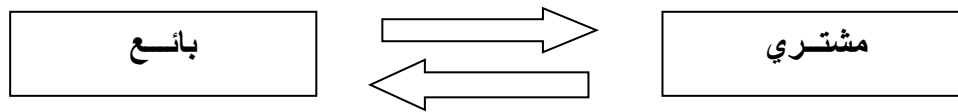
ومنه فإن معظم الباحثين والاقتصاديين قد اتفقوا على تعريف - أو إعطاء مفهوم واحد- للعقود الآجلة، ومن كل تلك التعاريف يتضح لنا جلياً أن العقد الآجل هو من أدوات التحوط الرئيسية ضد المخاطر حيث يستعمل لتثبيت سعر فائدة أو سعر أصل معين في وقت محدد تجنباً لخسارة محتملة في المستقبل. وكما يبدو فإن العقود الآجلة هي في حقيقتها عقود شخصية يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتلاءم مع ظروفهما التي قد تلائم غيرهما لذلك لا يكون لها سوقاً ثانوياً، هذا فضلاً عن أن مثل هذه العقود لا يجد فيها المضاربون مكاناً لهم حيث أن غرضهم ليس الأصل محل التعاقد بل ما يهمهم هو اغتنام فرص وجود تغيرات سعرية مؤقتة ليقوموا بالبيع أو الشراء لتحقيق الربح.

بينما قام صندوق النقد الدولي بتعريف العقد الآجل كالاتي: "بمقتضى هذا العقد يتفق الطرفان على تسليم الأصل محل التعاقد سواء كان حقيقياً أم مالياً بكميات معينة وفي تاريخ معين وبسعر تعاقد متفق عليه، والعقود الآجلة ليست عقوداً مالية شرطية لأنها تنطوي على التزام بتسوية العقد في تاريخ معين"⁽⁴⁾. والشكل التالي يوضح التعامل بالعقود الآجلة في السوق غير الرسمية.

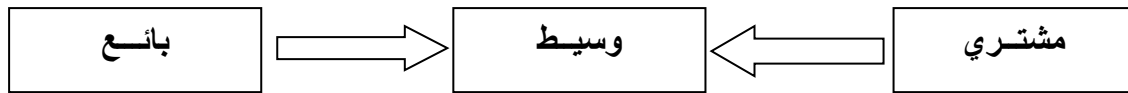
- (1) محاجبية نصيرة، مرجع سبق ذكره، ص 199.
 (2) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص 81.
 (3) منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في إدارة المخاطر"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003، ص 6.
 (4) محاجبية نصيرة، مرجع سبق ذكره، ص 199.

الشكل رقم (04): التعامل بالعقود الآجلة في السوق غير الرسمية.

دون استخدام وساطة مالية (تعامل مباشر)



أما باستخدام وسيط أو صانع سوق (تعامل غير مباشر)



المصدر: سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 210.

ثانياً: مكونات العقود الآجلة (أركانها).

تتكون العقود الآجلة من عدة بنود رئيسية من بين هذه البنود ما يلي⁽¹⁾:

- 1- **القيمة:** تعد قيمة هذه العقود نظرية فقط حيث لا يتم تبادل هذه المبالغ في الاستحقاق ولكن تستعمل فقط لاحتساب الفائدة التي سوف تدفع أو تقبض.
- 2- **سعر فائدة العقد:** وهو سعر الفائدة الذي يتم الاتفاق عليه بين الطرفين (المشتري والبائع) وهو يشبه إلى حد كبير سعر التنفيذ في عقود الخيار ويتم احتساب الفائدة المدفوعة بين الطرفين بقيمة الفرق بين سعر العقد وسعر فائدة مؤشر معين.
- 3- **تاريخ تسوية العقد:** يتم تسوية العقد قبل يومي عمل من تاريخ بداية الفترة التي تغطي العقد وبهذا التاريخ يتم تحديد سعر الفائدة حسب المؤشر الذي نص عليه العقد والذي تتم مقارنته مع سعر فائدة العقد المذكور في أعلاه ومنه احتساب الفائدة المدفوعة وبالتالي فتاريخ تسوية العقد هو الذي يحدد الفائدة التي سوف تدفع أو تقبض مع اعتبار قيمة العقد ومدة العقد.
- 4- **مدة العقد:** حيث تبدأ مدة العقد في المستقبل بعد فترة معينة من تاريخ إجراء العقد ويتم تحديدها عادة بين ثلاثة شهور إلى سنة.

ثالثاً: آلية التعامل بالعقود الآجلة: إن تحديد سعر التنفيذ أو الممارسة في العقود الآجلة يجعل من قيمة هذه الأخيرة مساوية للصفر لحظة التعاقد وبذلك فإن سعر العقد وسعر التنفيذ سيكونان متساويان لحظة التعاقد وبمرور الزمن فإن سعر العقد سيتغير بينما يبقى سعر التنفيذ ثابتاً، ويكون هذا التغير استجابة لتغير سعر الموجود محل التعاقد الذي يعد العامل الأكثر تأثيراً في سعر العقد الآجل، وخلال المدة المتبقية للتنفيذ قد يرتفع سعر الموجود محل التعاقد وبذلك ترتفع قيمة المركز الطويل وتقل

(1) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص 85، 86.

قيمة المركز القصير، أما إذا انخفض سعر الموجود الضمني فسيحدث العكس تماماً⁽¹⁾.

ولأن العقود الآجلة يتم التعامل بها في الأسواق الموازية فقط فإن أحجام وتواريخ هذه العقود تكون مرنة، وغالبا ما تكون أقياما كبيرة، ولذلك فإن الأفراد والمشتريين الصغار عادة لا يتعاملون في هذا

النوع من العقود. ويمكن أن يتم التعاقد على بيع أو شراء أي موجود سواء أكان سلعة أم مادة أولية أو مصنعة أم مؤشرا ماليا وغيرها وعند موعد التنفيذ يتحدد ربح وخسارة كل طرف تبعا لسعر التنفيذ المحدد مسبقا والقيمة السوقية للموجود محل التعاقد لحظة تنفيذ العقد، فبالنسبة للطرف الذي أتخذ مركزا طويلا ربحه أو خسارته عبارة عن الفرق بين القيمة السوقية للموجود الضمني وسعر التنفيذ كما في المعادلة الآتية:

$$P = S_t - E$$

حيث أن: P: الربح أو الخسارة.

S_t : القيمة السوقية للموجود t محل التعاقد.

E: سعر التنفيذ.

وبالمقابل فإن الطرف الثاني ستكون خسارته مساوية تماما لربح الطرف الآخر وبالعكس، ومن الجدير بالذكر أنه ليس من الضروري أن يتم تسليم الموجود محل التعاقد إذ توجد أنواع من العقود الآجلة تسمى العقود الآجلة غير قابلة للتسليم وهو نوع جديد من العقود الآجلة يستخدم عادة في العقود الآجلة للعملات الأجنبية ولا يتضمن تسليمها حقيقيا للموجود محل التعاقد وإنما يتم فقط دفع الفرق بين سعر التنفيذ وسعر السوق، فإذا كان سعر التنفيذ أعلى من سعر السوق فإن مشتري العقد الآجل يتسلم الفرق بين السعرين.

الفرع الثاني: العقود المستقبلية.

إضافة إلى استخدام العقود الآجلة في تقليل المخاطر المالية نجد أنواع أخرى من المشتقات المالية التي لا تقل أهمية عن عقود الخيارات وهي العقود المستقبلية إلا أنها تختلف من حيث المضمون رغم تشابهها في كون تنفيذ الصفقة يكون مستقبليا وكلاهما تمكن من تقادي المخاطر المستقبلية.

أولاً: نشأة ومفهوم العقود المستقبلية: العقود المستقبلية هي أداة أخرى من أدوات الهندسة المالية وهي لا تخرج عن كونها أداة الاستثمار الذي يتم في البورصة.

1- نشأة وتطور العقود المستقبلية: تعد العقود الآجلة هي أول صورة من صور هذه العقود المستقبلية، حيث ظهرت تلك العقود لتسهيل حصول الإمبراطورية الرومانية على احتياجاتها من الحبوب من مصر، ثم تطورت تلك الأسواق لتشمل العديد من السلع الزراعية وكذلك البترول والنحاس

(1) Madura Jeff, «**International Financial Management**», 6th Edition, South Western college Publishing, USA, 2000, P117

(2) هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص 84 .

وغيرها من المعادن، والجدير بالذكر أن تلك الأسواق في بدايتها كانت لا تخرج عن كونها أسواق حاضرة حيث كان يتم التعاقد والتنفيذ أي تسليم السلعة محل التعاقد ودفع الثمن فوراً.

وتعد سوق شيكاغو للعقود المستقبلية هي أول سوق منظمة لتلك العقود، ولقد نشأت تلك السوق في عام 1848 مع افتتاح مجلس شيكاغو للتجارة، ولقد أدى وجود تلك السوق إلى تطور في عقود المستقبل الآجلة وأصبحت نمطية وذات شروط موحدة متفق عليها بين جميع المتعاملين بالسوق وهو ما أطلق عليه العقود المستقبلية.

ولقد أدى هذا التطور إلى دخول الأوراق المالية مجال التعامل في تلك الأسواق وذلك منذ السبعينات، بل لقد أصبحت عقود المستقبل للأوراق المالية تمثل الجزء الأكبر من حجم التعامل في أسواق العقود المستقبلية للأوراق المالية في عام 1996 بالولايات المتحدة الأمريكية حوالي 50% من إجمالي حجم التعامل في تلك الأسواق(1).

2- تعريف العقود المستقبلية وأركانها:

أ-تعريف العقود المستقبلية: يعرف العقد المستقبلي بأنه "اتفاق بين طرفين الطرف الأول يدعى البائع والطرف الآخر المشتري حيث يقضي هذا الاتفاق بتسليم البائع للمشتري أصل حقيقي أو مالي في تاريخ لاحق متفق عليه وذلك على أساس سعر يتفق عليه عند التعاقد بينهما، وعلى الطرفين أن يودع كل منهما لدى السمسار الذي يتعامل معه مبلغا نقديا أو أوراقا مالية حكومية، تمثل نسبة من سعر التعاقد ويسمى هذا بالمهامش المبدئي"(2).

وقد عرف العقد المستقبلي أيضا كما يلي: "هو التزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر أو يستلم منه وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان محدد وزمان محدد وبموجب سعر محدد"⁽³⁾.

كما ذهب البعض لتعريفه على أنه "اتفاق بين طرفين لتداول أصل معين بتاريخ مستقبلي محدد، حيث يحدد هذا العقد نوع الأصل المتداول، كمية الأصل التي يتم تداولها، التاريخ الذي يتم فيه التبادل بين الأصل والمبلغ والسعر الواجب دفعه للأصل"⁽⁴⁾.

بينما يرى البعض الآخر أن "العقد المستقبلي يجري الترتيب له من خلال سوق منظمة وهو اتفاق بين مشتري وبائع على تبادل أصل مقابل نقد في تاريخ لاحق"⁽⁵⁾.

ومن خلال هذه التعاريف يتضح لنا جليا الفرق بين هذا العقد والعقد الآجل رغم اتفاقهما في عدة نقاط وتتمثل هذه الفروق كون سعر العقد الآجل ثابت طول مدة العقد في حين العكس في العقود المستقبلية التي تخضع للتسويات اليومية ويتم تعديل قيمتها وفقا لسعر التسوية ويستفاد من ذلك أن

(1) محمد صالح الحناوي، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات"، مرجع سبق ذكره، ص 414.

(2) خالد محمد نصار، مرجع سبق ذكره، ص 137.

(3) فايز تيم، محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 270.

(4) خالد وهيب الراوي، "إدارة المخاطر المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 298.

(5) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 213.

التسويات النقدية الحقيقية تتم بصفة يومية بين الشاري والبائع استجابة لعمليات التسوية اليومية. إضافة إلى أن العقد المستقبلي يختلف عن الآجل كونه يتسم بالتمطية ويتم التعامل عليه من خلال سوق منظمة.

وعموما يمكن تلخيص أهم خصائص العقد المستقبلي في النقاط التالية⁽¹⁾:

- ✓ نمطية شروط التعاقد فلا تخضع لرغبة المتعاقدين من حيث الحجم والجودة ومدة الصفقة، يجري التعامل عليها في سوق رسمية (البورصة) لذلك فهي قابلة للتداول تحرر المتعاقد من التزاماته.
 - ✓ المتعامل بها يودع تأمينا يتمثل في هوامش مبدئية وخاضع للتسوية اليومية.
 - ✓ الغرض من التعامل بها عادة يكون المضاربة أو نقل المخاطرة أو المراهنة على اتجاه الأسعار.
- ب- أركان العقد المستقبلي: يتضمن العقد المستقبلي الأركان التالية⁽²⁾:
- ✓ **السعر في المستقبل:** وهو السعر الذي يتفق عليه الطرفين في العقود المستقبلية لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل.

- ✓ **تاريخ التسليم أو التسوية:** هو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام عملية التبادل.
- ✓ **محل العقد:** يقصد به الشيء المنفق على بيعه وشرائه، قد يكون أوراق مالية أو مؤشرات أو عملات...

- ✓ **مشتري العقد:** هو الطرف الملتزم باستلام محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه.
- ✓ **بائع العقد:** هو الطرف الملتزم بتسليم الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه في التاريخ المحدد في المستقبل.

- ✓ **الهامش:** وهو ذلك المبلغ الواجب على الطرفين إيداعه لدى غرفة المقاصة وينقسم إلى:

- **هامش مبدئي:** يمثل نسبة من قيمة العقد عادة تكون (5 إلى 18%).
- **هامش الوقائية:** يمثل الحد الأدنى لما يمكن أن يصل إليه رصيد الهامش، وهو نسبة من الهامش المبدئي، عادة يكون (75 إلى 80%).

ثانيا: أنواع العقود المستقبلية. تنقسم العقود المستقبلية إلى عدة أنواع من العقود وفقا لنوع الأصل محل التعاقد وفيما يلي عرض لكل من هذه الأنواع:

- 1- **العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم:** تمتاز هذه العقود أنه يتم تسويتها على أساس نقدي عكس العقود المستقبلية على السلع التي يتم تسويتها على أساس فعلي، وهي عبارة عن: "عقود لتسليم مؤشر مفترض في تاريخ وبسعر محدد مسبقا"⁽³⁾. حيث يتحدد حجم العقد بضرب قيمة

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

(2) محمد صالح الحناوي، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات"، مرجع سبق ذكره، ص 418.

(3) عبد الباسط وفا محسن، "بورصة الأوراق المالية"، دار النهضة العربية للنشر، مصر، 1996، ص 40.

المؤشر في رقم معين (مثلا في مؤشر استندر أند بورز هو 250 دولار) وبالتالي فحجم عقد مؤشر الأسهم يختلف من مؤشر لآخر حسب قيمة المؤشر نفسه والرقم المضروب فيه، وتجنب عملية التسوية النقدية لمؤشر الأسهم التكاليف المرتبطة بالشراء والبيع الفعلي للأسهم، فأرباح المشتري عبارة عن الفرق بين قيمة المؤشر في تاريخ الاستلام والسعر المستقبلي المتفق عليه أما البائع فأرباحه تمثل الفرق بين السعر المستقبلي المتفق عليه وقيمة المؤشر في تاريخ الاستلام⁽¹⁾.

2- **العقود المستقبلية على أسعار الصرف:** باعتبار سعر الصرف من أهم المتغيرات التي تعرض المصدر والمستورد لمخاطر التغير في سعر الصرف، فإنه بالإمكان تغطية هذه المخاطر من خلال العقود المستقبلية للصرف الأجنبي حيث نجد عدة أسواق رسمية تمكن من ذلك من أكبرها سوق النقد الدولي التابع لبورصة شيكاغو أين تتداول عقود نمطية يتم تسويتها وفقا لأسعار السوق بالإضافة إلى المعايير والقواعد التي تسمح للمتعاملين بالدخول في هذا السوق بيعا أو شراء لعقود تحميهم من التغيرات المستقبلية في أسعار الصرف عكس مصالحهم⁽²⁾.

3- **العقود المستقبلية على أسعار الفائدة:** حيث يتداول في سوق العقود المستقبلية عقود على أسعار الفائدة لحماية الأفراد، المؤسسات أو المؤسسات المالية من مخاطر التغيرات في أسعار الفائدة، حيث تعتبر العقود المستقبلية على أذونات الخزنة وسندات الخزنة والأوراق المالية ومؤشرات السندات العقود الرئيسية في سوق العقود المستقبلية حيث أن اختلاف آجالها (الأوراق المالية) يعطي فرصة للتغطية من مخاطر سعر الفائدة. وهناك العديد من الأمثلة التي يمكن فيها استخدام العقود المستقبلية لتغطية مخاطر سعر الفائدة مثل⁽³⁾:

أ- مستثمر لديه تشكيلة استثمارات أوراق مالية ذات عائد ثابت ويهدف إلى تحقيق مكاسب رأسمالية، غير أنه يجد صعوبة في تغيير التشكيلة بأوراق مالية أقصر أجلًا بسبب تكاليف المعاملات وكذلك تحقيق المكاسب الرأسمالية التي سيدفع لسندات عليها ضرائب.

ب- إحدى الشركات تخطط لإصدار عام للسندات وتعتقد أن الوقت مناسب لذلك ولكنها لا يمكنها ذلك إلا بعد ثلاثة أشهر بسبب قواعد التسجيل بالبورصة وبالتالي تقوم بحماية نفسها من مخاطر تغير العائد عندما تكون قادرة على الإصدار.

ج- صندوق معاشات سيحصل على مبالغ مالية كبيرة الشهر القادم ويخطط لاستثمارها في سندات طويلة الأجل ويتوقع انخفاض معدل الفائدة بعد شهر أي عند حصوله على الأموال التي يمكن استثمارها ويريد أن يحصل على العائد المتاح حاليا على السندات.

(1) محمد صالح الحناوي وآخرون، "الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر"، مرجع سبق ذكره، ص 265.

(2) نفس المرجع، ص ص 267، 268.

(3) نفس المرجع، ص 271.

ثالثا: ميكانيزم التعامل في العقود المستقبلية.

يمكن شرحه كالتالي⁽¹⁾:

بعد قيام العميل بإيداع الهامش المبدئي لدى شركة الوساطة التابع لها -كما ذكرنا سابقا- يقوم بإصدار أمر للاتصال بممثلها ببورصة العقود الذي يتوجه فور تلقيه للأمر إلى القاعة التي يتم التعامل فيها على هذا النوع من العقود، وتحتوي هذه القاعة على إشارات يدوية أو أنشطة شفوية التي يتم استخدامها عند إعطاء الأوامر بعروض البيع أو طلبات الشراء، ويطلق على هذا الأسلوب بنظام المناذاة، فإذا تم أمر العميل يقوم ممثلو شركة الوساطة المالية بإخطار الشركة بتنفيذ الأمر الصادر إليهم ومن ثم تقوم الشركة بالاتصال بالعميل لتعزيز عملية التعاقد.

■ **دور غرفة المقاصة:** تقوم هذه الغرفة بتعزيز العميل لعملية التعاقد، يبدأ دور غرفة المقاصة(*) التي تعد وسيطا ضامنا لكل عملية تعاقد نظرا لأنها تقوم بضمان قيام البائع بالوفاء بالتزاماته للمشتري وتضمن للبائع التزام المشتري في الوفاء بالتزاماته وتقوم بتسجيل جميع العمليات.

التسويات اليومية: كما رأينا سابقا فإن غرفة المقاصة تعتمد على الهامش الابتدائي بهدف تأمين المتعاقدين وضمان وفاء أطراف التعاقد بالتزاماتهم حيث يودع ذلك السعر في حساب العميل لدى غرفة المقاصة وإذا اتجهت الأسعار في صالح العميل فإن فارق السعر يضاف بطريقة آلية إلى حسابه وإذا

اتجهت الأسعار في غير صالحه يخضم الفرق من حسابه ويودع في حساب الطرف الآخر وقد يتلقى الطرفان ما يسمى رصيد الهامش من شركة الوساطة المالية التابعين لها لإيداع تأمين إضافي للحفاظ على رصيد التأمين عند الحدود المطلوبة (الهامش الوقائي).

لهذا نجد أن أحد السمات المميزة للعقد المستقبلي أنه يخضع للتسوية اليومية.

ويوضح الشكل الآتي ميكانيزم العقود المستقبلية ودور كافة الأطراف التي تشارك في صناعة هذه العقود بدءاً من لحظة إنشائها إلى أن تتم التسوية حسب الخطوات التالية:

- 1- يعطي كل من البائع والمشتري تعليماته لشركة الوساطة المالية التابع لها لتنفيذ الأمر.
- 2- تطلب شركة الوساطة لكلا الطرفين من ممثليها بالبورصة تنفيذ الأوامر الصادرة إليها.
- 3- يلتقي الوسيط المنفذ للمشتري مع الوسيط المنفذ للبائع بالقاعة المخصصة ببورصة العقود.
- 4- يتم إرسال تقرير بعملية التعاقد من بورصة العقود لغرفة المقاصة والتسوية.
- 5- يقوم الوسيطان المنفذان اللذان قاما بتنفيذ عملية التعاقد بإخطار شركة الوساطة بالسعر الذي تم التعاقد به.
- 6- تقوم شركة الوساطة للطرفين بإخطار كل من البائع والمشتري بسعر التعاقد.
- 7- يودع كل من البائع والمشتري تأميناً لدى شركة الوساطة التي يتبعانها ما بين 5% إلى 18% من القيمة الكلية للعقد.

(* غرفة المقاصة عبارة عن هيئة منفصلة عن كل بورصة ولكن مرتبطة بها تمارس دوراً هاماً في كل معاملة عمليات آجلة التي يلزم تصنيفها بواسطة غرفة المقاصة التي تضطلع بمهام ومسؤوليات أكبر من عضوية البورصة.

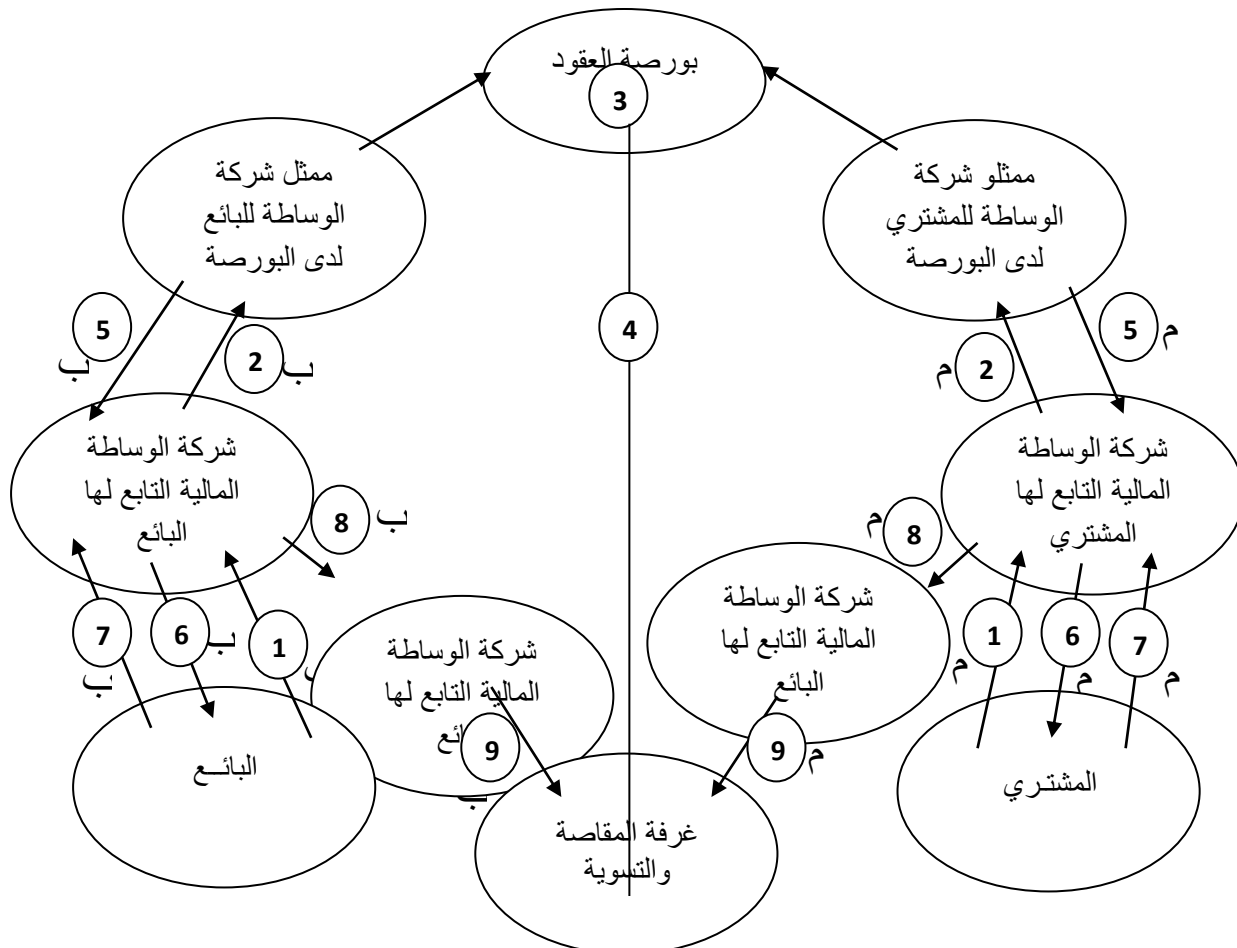
(1) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص ص 219، 220.

8- تودع كلا الشركتين التأمين المودع لديها في شركة التسوية التي تتبع كل منها.

9- تقوم شركتنا التسوية بإعادة إيداع التأمين المودع لديها لدى غرفة المقاصة والتسوية.

الشكل رقم (05): ميكانيزم العقود المستقبلية.

البائع يرمز له بالرمز م المشتري يرمز له بالرمز م



المصدر: سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 221.

المطلب الثالث: عقود المبادلة.

رغم أن المبادلات من العقود الآجلة، إلا أنه لم يجر تصنيفها كذلك على أساس أنها من غير جنسها، ولما لها من خصوصية تنفرد بها عن سائر العقود، ولقد نمت هذا النوع من المنتجات في السنوات الأخيرة نمواً سريعاً ذلك أن هذه المنتجات أو بالأحرى الاتفاقيات إنما هي عبارة عن محصلة نهائية لمفاوضات خاصة بين الأطراف حيث أن هدف كل طرف هو استخدامها في إدارة المخاطر والتحوط. وهناك نوعان أساسيان من المبادلات النمطية التي يجري التعامل عليها يومياً من خلال أغلب صناع السوق وهما مبادلات سعر الفائدة ومبادلات العملة.

الفرع الأول: مفهوم عقود المبادلة.

يمكن إرجاع منشأ عقود المبادلات إلى عام 1970، عندما طور تجار العملة مبادلة العملة كوسيلة لتجنب الرقابة البريطانية على تحركات العملات الأجنبية، أما أول عقد مبادلة لأسعار الفائدة فقد حدث في عام 1981 نتيجة اتفاق بين شركة IBM مع World Bank، ومنذ ذلك التاريخ نمت هذه السوق بسرعة⁽¹⁾.

تستخدم عقود المبادلات في الرقابة على مخاطر سعر الفائدة مثل الاختيارات والعقود المستقبلية - خاصة- لذلك فهي من بين أدوات تغطية المخاطر المالية التي اكتسبت أهمية بالغة في السنوات الأخيرة. وتعرف عقود المبادلات على أنها: "اتفاق تعاقدى يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الحقوق أو الالتزامات ويتعهدان بموجبه إما على مبادلة الدفعات التي تترتب على الالتزامات التي كان قد قطعها كل منهما لطرف آخر أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يمتلكها وذلك دون إخلال بحق كل منهما لتلك الأصول"⁽²⁾.

كما عرفت بأنها: "التزام تعاقدى يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو موجود معين مقابل نقدي أو موجود آخر بموجب شروط تنفيذ معينة يتفق عليها عند التعاقد"⁽³⁾. وقد ذهب البعض لاعتبارها "اتفاقية بين طرفين على تبادل مدفوعات على أساس مقدار معياري أو قياسي متماثل"⁽⁴⁾.

بينما يرى البعض الآخر أن عقود المبادلات هي عبارة عن: "تبادل المدفوعات بين طرفين بغرض نقل المخاطرة من طرف إلى آخر سواء يقصد التحوط أو لأسباب المضاربة"⁽⁵⁾.

(1) طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 213.

(2) محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 285.

(3) عرفان هندي، مرجع سبق ذكره، ص 17.

(4) سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 238.

(5) نفس المرجع، ص 239.

من خلال هذه التعاريف يتضح أن عقد المبادلة يتحدد بشروط رئيسية هي:

- طرفي العقد.
- الالتزام أو العقد المشمول بعقد المبادلة.
- قيمة المدفوعات أو المقبوضات محل المبادلة.
- السعر الأجل للمبادلة المتفق عليها.
- مدة سريان العقد.

أما عن خصائص هذا النوع من العقود فتتمثل في الآتي⁽¹⁾:

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

الفرع الثاني: أنواع عقود المبادلة.

تستعمل المبادلات أساسا للتحوط من المخاطر ولاسيما مخاطر تغير أسعار الفائدة ومعدلات صرف العملات الأجنبية، وتشمل المبادلات أنواع عديدة منها:

أولاً: مبادلة أسعار الفائدة: يشير الكثير من الباحثين إلى أن أسباب مولد هذه الأداة ونموها بصورة فاقت كل التصورات تعود إلى الحاجة لإدارة التقلبات المتزايدة في أسعار الفائدة بعد صدور قرار مجلس إدارة بنك الاتحاد الفيدرالي عام 1977 بالسماح بانطلاق أسعار الفائدة دون قيود، فضلا عن المرونة الكبيرة التي يحظى بها الهيكل الأساسي للمبادلات.

وتعرف مبادلة سعر الفائدة على أنها: "عقد بين طرفين يوافق بموجبه كل طرف منهما على أداء سلسلة من مدفوعات الفائدة إلى الطرف الآخر في تواريخ مجدولة مستقبلية"⁽²⁾.

كما يتضمن هذا النوع من المبادلات عدة أنواع نذكر منها:

1 - مبادلة سعر فائدة ثابت بسعر فائدة معوم: وفقا لهذا النوع من المبادلات يوافق أحد الأطراف على أن يؤدي مدفوعات فائدة ثابتة إلى الطرف الآخر على مقدار معين من المال بينما يوافق الطرف

(1) Frank David, « Capital Market: Risky Business but worth it », The Banker, vol 138, N°754, 1988, p 16.
(2) محاببية نصيرة، مرجع سبق ذكره، ص 219.

الآخر على أن يؤدي مدفوعات فائدة بسعر متغير متفق عليه يطلق عليه السعر المعوم، وهذه المدفوعات تتم في تواريخ مجدولة وتنتهي في تاريخ معين، ويعد هذا النوع من المبادلات هو الأكثر شيوعاً⁽¹⁾.

2- عقود مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير وغير المقيد: في هذا النوع من عقود المبادلة يحصل المشتري على الفرق بين معدل الفائدة المتغير ومعدل الفائدة على الأوراق ذات معدلات الفائدة المتغيرة وغير المقيدة، حيث يكون معدل الفائدة على هذه الأوراق بمثابة سعر تنفيذ كما هو الحال في حق اختيار الشراء، وإذا حدث وكان معدل الفائدة المتغير أعلى من معدل الفائدة على الأوراق ذات معدل الفائدة المتغير، فإن المشتري لهذه الأوراق يحصل على الفرق، أما إذا كان معدل الفائدة المتغير أقل من معدل الفائدة على الأوراق ذات معدل الفائدة المتغيرة فإنه يتم تبادل نقدية في هذه الحالة⁽²⁾.

3- عقود المبادلة على الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير والمقيد: الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير والمقيد هي أوراق مالية ليس لها معدل فائدة ثابت، وإن كان هذا المعدل يمكن أن يتأرجح بين حد أدنى وحد أعلى، ويحصل مشتري عقد المبادلة على هذا النوع من الأوراق المالية على الزيادة في سعر الفائدة على هذه الأوراق عن معدل الفائدة المتغير، فإذا كان معدل الفائدة المتغير أعلى من معدل الفائدة على الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير والمقيد، في هذه الحالة لا يتم تبادل نقدية (أي لا توجد مدفوعات)، أما المحرر لعقد الفائدة على الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير والمقيد ملتزم بدفع الزيادة في معدل الفائدة على الأوراق المالية عن معدل الفائدة المتغير⁽³⁾.

4- عقود المبادلة المختلطة: يتكون عقد المبادلة المختلط من اتخاذ موقف طويل الأجل (أي شراء) عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد، واتخاذ موقف قصير الأجل (أي بيع) عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد، ولذلك ففي ظل عقود المبادلة المختلطة فإن ارتفاع معدل الفائدة

المتغير عن معدل الفائدة على عقد المبادلة سيتمكن مشتري عقد المبادلة المختلط من الحصول على تدفق نقدي يمثل الفرق بين معدل الفائدة المتغير ومعدل الفائدة على عقد المبادلة، أما إذا كان معدل الفائدة المتغير أقل من معدل الفائدة على عقد المبادلة فإن مشتري عقد المبادلة المختلط سوف يدفع الفرق بين معدل الفائدة على عقد المبادلة ومعدل الفائدة المتغيرة⁽⁴⁾.

ثانياً: عقود مبادلات العملات.

تهدف عقود مبادلة العملات إلى تغطية مخاطر التقلبات المحتملة مستقبلاً في أسعار صرف العملات وفي ظل هذه العقود عادة ما يتم شراء أو بيع عملة مقابل عملة أخرى في السوق الحاضرة، في نفس الوقت تجري عملية متزامنة في السوق الآجل وذلك لبيع العملة التي سبق شراؤها أو شراء

(1) محاببية نصيرة، نفس المرجع، ص 219.

(2) محمد صالح الحناوي وآخرون، "الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر"، مرجع سبق ذكره، ص 387.

(3) محمد صالح الحناوي، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات"، مرجع سبق ذكره، ص 402.

(4) نفس المرجع، ص 404.

العملة التي سبق بيعها.

ولتوضيح ذلك نفترض أن أحد المستثمرين اقترض مبلغاً بالدولار الأمريكي يسدد بعد 06 أشهر، ثم قام ببيع هذه الدولارات الآن لسداد التزامات عليه بالين الياباني فمن الواضح أن هذا المستثمر سوف يحتاج إلى دولارات بعد 06 شهور لسداد قرض الدولار الأمريكي، وحتى يتجنب المستثمر احتمال شراء الدولارات مستقبلاً بأعلى من السعر الذي باع به الآن، فإنه (أي المستثمر) سيقوم بشراء الدولارات في السوق الحاضر (الآن) شراءً آجلاً بمعنى أن يشتري الدولارات الآن على أساس أن الدولارات بعد 06 شهور وبالطبع فالمستثمر سوف يتحمل فائدة نظير ذلك، حيث يتوقف سعر الفائدة على ظروف الطلب والعرض على العملات وكذلك على ضوء المخاطر المحتملة لتقلب أسعار الصرف في المستقبل⁽¹⁾.

المطلب الرابع: عملية التوريق.

يمثل التوريق منتجاً من منتجات الهندسة المالية، ولذلك فهو يعتبر صورة من صور الإبداعات المالية التي عرفها النظام المالي العالمي، وسرعان ما اكتسب التوريق أهمية بالغة، لأنه وجد أساساً لحل مجموعة من المشاكل التي يعاني منها القطاع المالي بصفة عامة والمصرفي بصفة خاصة.

الفرع الأول: نشأة التوريق وتعريفه.

أولاً: نشأة التوريق.

ظهرت فكرة التوريق كإحدى الآليات في الثمانينيات من القرن الماضي في أمريكا لتفعيل قانون الرهن العقاري، وذلك لتحويل أصول مالية مرهونة غير سائلة إلى أصول مالية سائلة أو قابلة للتسييل في البورصات، وقد تطورت الأسواق المالية وبخاصة أسواق السندات منذ السبعينيات من القرن الماضي، ولكن بداية الثمانينيات منه شهدت أزمة المديونية الخارجية لمعظم الدول النامية، حيث بدأ تعثرها في سداد ديونها في مواعيدها، فظهرت الحاجة إلى جدولة ديونها بطرق مباشرة أو غير مباشرة عن طريق التوريق والتجديد ونحوهما.

غير أن سقوط الاتحاد السوفياتي في بداية التسعينيات وظهر ما سمي بالنظام العالمي الجديد المنذف نحو العولمة، وزوال الحواجز الجغرافية بين البنوك والأسواق المالية على مستوى العالم، وتحرير أسعار الصرف... كل ذلك دفع إلى زيادة القروض والديون والاندفاع نحو المشتقات وبالتالي التوجه الملفت لتحويل هذه القروض إلى أوراق مالية تستخدم مرة أخرى كأداة مصرفية تؤمن السيولة من خلال توريق الديون⁽²⁾.

ثانياً: تعريف التوريق.

يعرف التوريق المصرفي على أنه: "تحويل الحقوق المالية التي تمثل مجموعة من الديون إلى

(1) محمد صالح الحناوي، نفس المرجع، ص ص 408، 409.

(2) علي محي الدين القرّة داغي، "الصكوك الإسلامية - التوريق - وتطبيقاتها المعاصرة"، مقال منشور على موقع:

<http://iefpedia.com/arab/> ، تاريخ الاطلاع: 2011/04/01.

أوراق مالية مضمونة بتلك الديون قابلة للتداول"⁽¹⁾.

ويعرف التوريق على أنه: " أداة مالية تتمثل في تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول، أي تحويل الديون من المقرض الأساسي إلى مقترضين آخرين"⁽²⁾. كما يعرف التوريق على أنه: "عملية تحويل الأصول المالية غير السائلة مثل القروض والأصول الأخرى إلى أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال"⁽³⁾. من خلال التعاريف السابقة يمكننا التوصل إلى أن التوريق هو أداة مالية مستحدثة، تفيد قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول، ووضعها في صورة دين واحد معزز انتمايا، ثم عرضه على الجمهور من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية.

الفرع الثاني: أهمية التوريق وأساليبه.

أولاً: أهمية التوريق: يمثل التوريق منتجاً من منتجات الهندسة المالية، يسمح بتحويل القروض البنكية الممنوحة للزبائن إلى أوراق مالية قابلة للتداول، تعرض على المستثمرين، وتستعمل خاصة من قبل البنوك والمؤسسات المالية بهدف تسهيل جزء من أصولها غير السائلة مثل القروض وأصول أخرى⁽⁴⁾. ويمكن إبراز أهمية التوريق في النقاط التالية⁽⁵⁾:

- 1- رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها، عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرة أخرى.
- 2- تسهيل تدفق التمويل لعمليات الائتمان بضمان رهون العقارية وبشروط وأسعار أفضل وفترات سداد أطول.
- 3- تقليل مخاطر الائتمان للأصول، من خلال توزيع المخاطر المالية على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة.
- 4- تخفيض وطأة المديونية، مما يساعد في تحقيق معدلات أعلى لكفاية رأس المال.
- 5- تنشيط سوق المال من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة، وتنويع المعروض فيها من منتجات

(1) عجبل جاسم النمشي، "التوريق والتصكيك وتطبيقاتهما"، مقالة منشورة على موقع: <http://iefpedia.com/arab/>، تاريخ الاطلاع: 2011/04/26.

(2) لحوّل عبد القادر، "دور الصيرفة الإسلامية والسوق المالية الإسلامية في الحد من أثر تدويل الخلل المالي على الأنظمة المالية العربية"، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي واقع...وراهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المركز الجامعي غرداية، يومي 23-24 فيفري 2011، ص 10.

(3) شعابنية رزيقة، "التوريق المصرفي للديون: الإطار النظري والممارسة"، مذكرة ماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945، قالمية، 2006، ص 81.

(4) Jean Claude Aougros et Michel Queruel, « **Risque de Taux d'intérêt et gestion bancaire** », Ed. Economica, Paris, 2000, p 33.

(5) عجبل جاسم النمشي، مرجع سبق ذكره. مالية.

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

ثانياً: أساليب التوريق.

يتم التوريق بأحد الأساليب الثلاثة الآتية⁽¹⁾:

- 1- **استبدال الدين:** إن تحقيق عملية التوريق من خلال هذا الأسلوب يسمح باستبدال الحقوق والالتزامات الأصلية بأخرى جديدة، غير أنه يقتضي الحصول على موافقة جميع الأطراف ذات الصلة بالقرض على إمكانية تحويله كلياً أو جزئياً إلى ورقة مالية.
- 2- **التنازل:** ومواده التنازل عن الأصول لصالح الدائنين أو المقترضين، ويشيع استخدام هذا الأسلوب في توريق الذمم الناشئة عن بيع بعض الأصول أو إيجارها، ففي عقدي الإيجار والبيع يتم الاستمرار في دفع الأقساط إلى الممول الأصلي الذي يقوم بدوره إما بتحويلها إلى مشتري الذمم المدينة أو تسديدها ضمن سلسلة من الحوالات متفق عليها عند التعاقد على التوريق، وبالمقابل يقوم باسترداد المبلغ من المؤجرين.
- 3- **المشاركة الجزئية:** يتضمن هذا الأسلوب بيع الذمم المدينة من قبل الدائن الأصلي إلى مصرف متخصص بشراء الذمم وتمويلها، ولا يتحمل بائع الدين بعدها أي مسؤولية فيما لو عجز المدين عن

التسديد، لذلك يجب على مشتري الدين التأكد من أهلية المدين وجدارته الائتمانية، ويلاحظ أن هناك طرقاً عديدة لحماية هذا المشتري تتراوح بين حصوله على ضمانات عقارية وحقوق إدارة الدين كوصي عليها.

الفرع الثالث: إجراءات عملية التوريق.

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

أولاً: عند زيادة بنك لرأس ماله لغرض أو لآخر، أو حين يحتاج لسبولة نقدية فإنه - من بين طرق حصوله على التمويل- يقوم ببيع بعض أصوله المضمونة، بسعر مخفض لمنشأة متخصصة، غالباً ما تكون في صورة بنك متخصص في ذلك النشاط، يطلق عليها وسيلة ذات غرض خاص Special Purpose Vehicle (SPV)، من المستبعد تعرضها للإفلاس من خلال دعمها ائتمانياً، فتدخل الأصول في الذمة المالية للبنك المتخصص وتتبع عن مخاطر إفلاس البنك الراغب في التوريق.

(1) عجبل جاسم النمشي، نفس المرجع.

(2) حسين فتحي عثمان، "التوريق المصرفي للديون الممارسة والإطار القانوني"، مقالة منشورة على موقع:

<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads>، تاريخ الاطلاع: 2011/04/26.

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

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

رابعاً: المستثمر الذي يشتري الأوراق المالية المصدرة من المنشآت ذات الغرض الخاص يكون

شاغله الأساسي ما تدره هذه الأوراق من فوائد دون أن يعنى كثيراً بائتمان البنك البائع لسندات المديونية.

خامساً: الفصل بين البنك البائع لعملية التوريق من خلال سندات مديونياته وبين هذه السندات ذاتها، يمكنه بسرعة وقبل حلول تاريخ استحقاق مديونياته لدى المدينين الأصليين (المقترضين غالباً) من زيادة قدرته التمويلية بكلفة منخفضة عن طريق ما تصدره الـ SPV من أوراق مالية أكثر مما لو كان البنك هو الذي أصدر هذه الأوراق المالية وتجشم مصاريف إصدارها وما يرتبط بذلك بالإصدار من عمليات الترويج والدعاية والاكتتاب... الخ.

سادساً: يتعين على البنك البائد للتوريق والـ SPV ضرورة الاتفاق بشكل بالغ الأهمية ومحدد على التوفيق ما بين تواريخ استحقاق المتحصلات النقدية من المدينين وتواريخ استحقاق المستثمرين لفوائد ديونهم.

سابعاً: يجب أن يحرص أطراف صفقة التوريق على التوفيق ما بين سعر الفائدة على الديون الأصلية وسعر الفائدة على الأوراق المالية الموجودة بحوزة المستثمرين.

المبحث الرابع: تقييم دور منتجات الهندسة المالية التقليدية.

لقد كانت أدوات الهندسة المالية بشكل أو بآخر متاحة بشكل كبير في السنين الماضية حيث أن المهندسين الماليين دأبوا على تطوير المنتجات المشتقة الجديدة والمعقدة والتي تبدو صعبة إن لم تكن مستحيلة الفهم حيث أن فقدان التفهم العام لهذه الأدوات لم يحل دون تورط المستعملين في معاملات المضاربة بالمشتقات وبالتالي التعرض لمستويات من المخاطر لا يمكن تحملها حيث أنها قد تصبح أزمة مالية سرعان ما تنتقل بين الأسواق ولذلك فالدعوة الآن ليست لفهم هذه الأدوات ولكن لمحاولة الاستفادة منها وتجنب مخاطرها من خلال العديد من السبل المتاحة التي تجعلها في صالح المستعملين.

المطلب الأول: دور منتجات الهندسة المالية في تقليل المخاطر.

تعد المشتقات المالية من أهم منتجات الهندسة المالية لما تساهم به في تحقيق الأهداف الإستراتيجية للمؤسسات المالية والمستثمرين، وذلك خاصة من خلال قدرتها على إدارة التقلبات في أسعار الفائدة، أسعار الصرف وأسعار الأوراق المالية بمعنى آخر من خلال قدرتها على تغطية وتقليل المخاطر المالية، وتختلف طرق التحكم في هذه الأخيرة باختلاف نوع العقود المستخدمة ويمكن إيضاح ذلك من خلال التعرف على كل نوع من أدوات الهندسة المالية وكيفية مساهمته في تقليل المخاطر.

الفرع الأول: تقليل المخاطر المالية باستخدام حقوق الاختيار.

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

أولاً: الإستراتيجية الأولى: التغطية ضد المخاطر باستخدام حق اختيار الشراء.

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

ثانياً: الإستراتيجية الثانية: التغطية ضد المخاطر باستخدام حق اختيار البيع.

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

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

ثالثاً: الإستراتيجية الثالثة: تحرير حقوق اختيار شراء وبيع مغطاة.

تستخدم هذه الإستراتيجية بشكل خاص لتلائم الاستثمار في أصل معين لا يتوقع أن تحدث لأسعارها تغيرات في الأجل القصير، أو أن تكون هذه التغيرات محدودة، مثال ذلك أن يعتقد أحد المستثمرين أن الاستثمار في الأصل يمثل موقفاً جيداً لاستثماراته في الأجل الطويل، كذلك يتوقع أن تغيرات أسعار هذا الأصل في الأجل القصير سوف تكون محدودة، وعلى هذا الأساس فإن قيام المستثمر بتحرير حقوق اختيار مغطاة يمكنه من زيادة عائد المحفظة في الأجل القصير، غير أن هذا المستثمر لن يفيد من هذه الإستراتيجية إذا كانت التغيرات في أسعار الأصل كبيرة، لأنه ببساطة سيقوم المستثمر بتنفيذ الاختيار، أو بمعنى آخر فإن المستثمر سوف يحتاج إلى القيام بعملية مبادلة عكسية.

الفرع الثاني: تقليل المخاطر المالية باستخدام العقود المستقبلية.

هناك إستراتيجيتان تستخدمان بصفة رئيسية في سوق العقود المستقبلية هما إستراتيجية التغطية وإستراتيجية المضاربة يمكن إيضاحهما كما يلي⁽¹⁾:

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

1- تغطية الشراء: وهي قيام المستثمر بشراء عقد على أصل في سوق العقود المستقبلية بتواريخ تسليم تتفق مع توقيت الحاجة إلى ذلك الأصل بما يمكن من مواجهة مخاطر تغير الأسعار.

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

3- التغطية الكاملة: وهي امتلاك المستثمر لعقد بيع وعقد شراء بنفس السعر والكمية وبنفس تاريخ التسليم في المستقبل، وبالتالي لا يتعرض هذا المستثمر لأية خسائر في حالة حدوث تغيرات سعرية مستقبلية.

4- التغطية باستخدام أصل مختلف: وهي عبارة عن عملية شراء أو بيع لأصل "مختلف" يشابه الأصل "الأصلي" في عمل التغطية، أو بعبارة أخرى استخدام أصل بديل كأساس لتغطية عقد أبرم على أصل آخر وهو ما يمكن أن يطلق عليه "التغطية عبر أصول مختلفة" أو "التغطية المتقاطعة".

ثانياً: إستراتيجية المضاربة.

تستخدم في سوق العقود طريقتين للمضاربة:

1- المضاربة على شراء عقد مستقبلي لأصل ما تشير التوقعات إلى تصاعد في أسعار عقودهم ثم

(4) فرج عبد العزيز عزت، "اقتصاديات البنوك (الصناعة المصرفية والمالية الحديثة)"، لبيان للطباعة والنشر، مصر، 2002، ص 31، 32.

يقوم المضارب بإصدار أمر إيقاف الخسائر للسماح في حالة انخفاض السعر إلى مستوى معين، مما يعني أن السمسار يقوم بإقفال مركز المضارب وذلك ببيع عقد مماثل إذا ما انخفض الثمن إلى ذلك المستوى.

2- المضاربة على بيع عقد مستقبلي لأصل يتوقع اتجاه تنازلي في أسعاره.

الفرع الثالث: تقليل المخاطر باستخدام عقود المبادلة.

على غرار حقوق الاختيار والعقود المستقبلية فإن عقود المبادلة يمكن استخدامها كأداة من أدوات الهندسة المالية لإدارة أو تقليل المخاطر المالية التي قد يتعرض لها المتعامل بأدوات مالية ويخاف من احتمال خسارته، إذا ما تغير سواء سعر الفائدة أو سعر العملة، في الوقت المستقبلي لذلك يمكن إيضاح دور عقود المبادلة في تقليل المخاطر المالية من خلال النقاط التالية⁽¹⁾:

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

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

ثالثاً: كذلك يمكن استعمال عقود المبادلة لخلق وضع أجل مقابل وضع أجل، مثل بيع إسترليني مقابل دولار تسليم أجل لثلاثة أشهر، وشراء إسترليني مقابل دولار تسليم أجل لشهر واحد، وذلك عند توضيح اتجاه فرق الفائدة لصالح المتعامل وبالتالي هنا يكون قد احتاط من التغير في سعر الفائدة في غير صالحه.

رابعاً: إضافة إلى أنه يمكن استعمال عمليات المبادلة كجزء من عمليات الاستثمار وإدارة الأموال بقصد الربح وتحقيق إدارة أفضل للموجودات وحمايتها من التقلبات التي قد تؤدي إلى الوقوع في خسائر مالية، من خلال مبادلتها بأخرى تجنبها تلك المخاطر ويمكن أن تحقق من جراء استعمالها أرباحاً معتبرة.

(1) ماهر كنج شكري، مروان عوض، "المالية الدولية، العملات الأجنبية والمشتقات المالية"، الدراسات المصرفية، عمان، 2004، ص 357، 358.

المطلب الثاني: مخاطر منتجات الهندسة المالية.

قد يترتب على التعامل بأدوات الهندسة المالية مخاطر كبيرة، والسبب في ذلك يعود إلى حالة عدم التأكد المحيطة بأسعارها كونها لا تتعامل مع الحاضر وإنما مع المستقبل، حيث أن هذه المخاطر قد تؤدي إلى إفلاس الشركات وتدهور أسواق المال مما يتسبب في خلق الأزمات وانتقالها بسرعة بين مختلف الأسواق المالية (في ظل وجود ترابط بينها).
تتمثل المخاطر التي يمكن أن تواجهها أدوات الهندسة المالية أساساً في:

الفرع الأول: مخاطر السوق.

تتعلق هذه المخاطر أساساً بالتقلبات غير المتوقعة في أسعار عقود المشتقات، والتي ترجع في معظم الأحيان إلى تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد، كما قد تنجم تلك المخاطر من نقص السيولة الذي يؤدي بدوره إلى تدهور أسعار بعض الأصول، وعدم إمكانية إبرام عقود مشتقات الاحتياط ضد احتمال استمرار هذا التدهور، إلى جانب ذلك هناك مخاطر التسوية، فقد تصل الأصول المتعاقد عليها إلى حدها الأدنى يوم التسوية الذي قد يشهد تقلبات حادة، مما يؤثر على القيمة التي يتم على أساسها التسوية.
ويزيد احتمال التعرض لمخاطر السوق كلما كان هناك احتكارية من صانعي السوق، حيث يقومون بعمليات الشراء والبيع على نطاق واسع، ولذلك يمكنهم التأثير بدرجة أكبر على أسعار الأوراق المالية وعلى توقعات المتعاملين بشأن الاتجاهات المستقبلية لهذه الأسعار، الأمر الذي قد يفضي إلى تقلب أسعار بعض تلك الأوراق بشكل حاد.

ومما يزيد من هذه المخاطر هو ترابط الأسواق المالية بدرجة كبيرة، وسهولة انتقال المخاطر التي قد تتعرض لها سوق مالية معينة إلى الأسواق المالية الأخرى، ويؤكد ذلك إلى حد كبير تداعيات أزمة المكسيك، حيث اقترن تخفيض سعر صرف البيزو المكسيكي في ديسمبر 1994 بانخفاض حاد غير متوقع في أسعار الأوراق المالية متوسطة الأجل التي أصدرت في المكسيك في أواخر العام المذكور، وامتد هذا الانخفاض ليشمل أسعار الأصول المالية المكسيكية الأخرى، مما أدى إلى إلحاق خسائر كبيرة بالمتعاملين في العقود الخاصة بتلك الأصول، كما امتد هذا الانخفاض ليشمل أيضاً أسعار السندات في باقي دول أمريكا اللاتينية، فضلاً عن امتداده إلى أسعار السندات في الأسواق الآسيوية التي تراجعت إصدارات السندات فيها بدرجة كبيرة⁽⁴⁾.

الفرع الثاني: المخاطر الائتمانية.

ترتبط هذه المخاطرة بالخسائر الاقتصادية التي سينكبدها المستخدم النهائي إذا أخفق الطرف الآخر في العقد (أي الطرف المقابل) في الوفاء بالتزاماته المالية المنصوص عليها في العقد، وتقوم

(4) سحنون محمد، مرجع سبق ذكره.

المنشآت في الغالب بإجراء حصر كمي لمخاطرة الخسارة هذه باعتبارها تكلفة استبدال الأداة المشتقة، ويخفف الاشتراط الخاص بقيام المشاركين بتسوية التغيرات في قيمة مراكزهم يوميا من المخاطرة الائتمانية المرتبطة ببعض الأدوات المالية المشتقة (مثل العقود المستقبلية)، تتم هذه التسوية وفقاً لقواعد محددة ومن بورصة منظمة، ومخاطر التسوية ترتبط باحتمال فشل الطرف المقابل في الأداء بموجب عقد ما بعد أن يكون المستخدم من خلال اتفاقيات تصفية رئيسية، أما مخاطرة الطرف المقابل فتعني إمكانية التعرض لمخاطرة ائتمانية كلية نابعة من كل المعاملات المؤداة مع طرف مقابل واحد⁽⁴⁾.

الفرع الثالث: المخاطر الرقابية.

ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الناتجة عن فشل (أو غياب) ضوابط الرقابة الداخلية في منع أو اكتشاف المشكلات (مثل الخطأ البشري، الغش والتزوير أو قصور النظم) وهو ما يؤدي إلى إعاقة مستخدم المشتقات عن تحقيق أهدافه التشغيلية أو تلك المتصلة بإعداد التقارير المالية أو الالتزام أو الإذعان. ومثل هذا الإخفاق يمكن أن ينتج عنه - مثلا- فشل مستخدم نهائي ما في فهم الخصائص الاقتصادية لعقد ما، كذلك فإن انعدام الرقابة الكافية يمكن أن يؤثر على ما إذا كانت المعلومات المالية المنشورة عن المشتقات قد أعدت بشكل موثوق يعتمد عليه، وأخيرا فإن المستخدم النهائي يمكن أن يتأثر سلبا إذا فشلت الضوابط في منع أو رصد حالات عدم الالتزام بالعقود أو القوانين أو اللوائح ذات الصلة، وعدم فهم المشتقات المستخدمة قد يؤدي إلى عدم كفاية تصميم ضوابط الرقابة على استخدامها(2).

الفرع الرابع: المخاطر القانونية.

ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الراجعة لتصرف قانوني أو تنظيمي، يبطل صلاحية العقد أو يحول دون أداء المستخدم النهائي أو الطرف المقابل له وفقا لشروط العقد أو ترتيبات التصفية ذات الصلة. مثل هذه المخاطرة يمكن أن تنشأ مثلا عن عدم كفاية توثيق العقد أو عدم القدرة على ترتيب تصفية للعقد في حالة الإفلاس، أو إدخال تغييرات مناوئة أو عكسية في قوانين الضرائب، أو وجود قوانين تحظر على منشآت الاستثمار في أنواع معينة من الأدوات(3).

الفرع الخامس: أثر الرفع المالي.

من بين مخاطر الأدوات المشتقة أيضا، أثر الرفع المالي العالي المشترك بين جميع هذه الأدوات، فالمستثمر يودع ببساطة 10% (في بعض الأحيان 5 أو حتى 2%) من قيمة العقود التي يشتريها أو

(1) طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية"، مرجع سبق ذكره، ص ص 264، 265.

(2) نفس المرجع، ص ص 266، 267.

(3) سحنون محمد، مرجع سبق ذكره.

بييعها ويمكنه أن يربح أو يخسر 10 مرات أكبر من لو أنه اشترى أو باع الأصل محل التعاقد(4).

المطلب الثالث: المنتجات المالية التقليدية ودورها في خلق الأزمات.

قبل التطرق إلى الدور الذي تمثله المنتجات المالية في خلق الأزمات المالية تجدر الإشارة إلى تعريف الأزمة المالية.

تعرف الأزمة المالية على أنها "حدوث انخفاض حاد في أسعار الأصول المالية الناتج عن عدم وجود تفاعل وانسجام بين السياستين المالية والنقدية وسياسة الاستثمار الأمر الذي ينجر عنه حدوث فوضى اقتصادية ويتسبب في إفلاس العديد من البنوك وشركات الوساطة الأخرى، وينخفض عن ذلك انخفاض معدلات النمو الاقتصادي"(2).

كما تعرف الأزمة المالية على أنها "الانهيار المتزامن لمجموعة من الأسواق المالية المترابطة، بسبب تغير توقعات المستثمرين من متفائلة إلى متشائمة، كما أن الحوادث الخارجية كالحرب مثلا يمكن أن تهدد استقرار الأسواق، وهذه الأزمة قد تحدث في اقتصاد واحد أو في عدة اقتصاديات"(3).

وكما هو معروف فإن أسباب الأزمات المالية كثيرة ومتنوعة، ولكن يمكن القول أن أهم هذه الأسباب هي المشتقات المالية، حيث تسببت هذه الأخيرة في العديد من الأزمات، ومن الممكن هنا أن نذكر أزمة يوم الاثنين الأسود حيث وجهت الاتهامات إلى سوق المشتقات المالية، بأنها السبب الرئيسي للأزمة، إضافة إلى مأساة بنك بارنجز الذي كانت المشتقات المالية سببا في تدميره، هذا فضلا عن تحطم المجموعة الألمانية "Mellallgesellschaft" عام 1994 بسبب تداول المستقبلات وتتوسع القائمة لتشمل منشآت أخرى.

يمكن القول أن الخطر الحقيقي الذي تتسبب فيه المشتقات المالية والذي يؤدي إلى حدوث الأزمات يكمن أساسا في سوق المشتقات المالية، حيث أنها سوق قائمة على المعاملات الافتراضية، وترتبط بمضاربات مستقبلية آجلة لتعاملات شبه وهمية على النفط والمعادن النفيسة وغير النفيسة والسلع، بالإضافة إلى نوعيات مستحدثة من المعاملات المالية وتديرها أساسا المؤسسات الكبرى، وتدقيق عمق الأزمة العالمية لسنة 2008 يكشف عن ضخامة سوق المشتقات المالية، وارتفاع قيمتها إلى 480 ترليون

دولار أمريكي، بما يعني أن قيمتها تبلغ 10 أضعاف الناتج المحلي الإجمالي العالمي، وتصل إلى 35 ضعف الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي البالغ 14 ترليون دولار، وهي بذلك تساوي ثمانية أضعاف قيمة الأسهم المتداولة لكافة البورصات الدولية، وتكاد السوق المالية الأمريكية والبريطانية أن تحتكرا معاملات سوق المشتقات المالية وتدار من خلال المؤسسات المالية والبنوك العملاقة في البلدين

(1) سحنون محمد، نفس المرجع، ص 7.

(2) شوقي الجباري، "دور الهندسة المالية في تأجيج شرارة الأزمة"، مقالة منشورة على موقع: www.iefpedia.com/arab، تاريخ الاطلاع: 2011/02/16.

(3) أحمد يحيى القراع، "الأزمة المالية وأثرها على الاقتصاد العربي"، مقالة منشورة على موقع:

www.dmhsr.blogspot.com/2011/02/blog-spot-05.html، تاريخ الاطلاع: 2011/03/01.

وغيرهما من البلدان عميقة الاندماج في النظام المالي العالمي ولا تعبر هذه السوق عن أموال حقيقية، بل تعكس معاملاتهما أموال افتراضية بحكم أن عمليات الشراء للمشتقات المالية يتم سداد جزء قليل من قيمتها، مما أسهم في تضخم قيمتها كمشتقات دون علاقة مع الأموال المدفوعة فعلا. وتتجاوز قيمة المشتقات المالية قيمة الفوائض المالية العالمية وتراكماتها عبر السنوات الطويلة الماضية بمراحل، سواء بالنسبة للبنوك المركزية، الشركات الكبرى أو حتى بالنسبة للفوائض البترولية والصناديق السيادية وغيرها من الجهات الحائزة للمال.

إلا أن موقف الشريعة الإسلامية كان واضحا منذ البداية فيما تتعلق بالتعامل بأدوات الهندسة المالية التقليدية، حيث يرى أن النظام المصرفي الربوي الذي يقوم على نظام الفائدة أخذا وعتاءا ويعمل في إطار منظومة تجارة الديون شراءا وبيعا ووساطة هو في حد ذاته سببا في حدوث الأزمات المالية، وهذا ما توصل إليه العديد من الاقتصاديين الذين يرون أن التنمية الحقيقية والاستخدام الرشيد لعوامل الإنتاج لا يتحققان إلا إذا كان سعر الفائدة صفريا، وبالتالي فالبدل هو نظام المشاركة في الربح والخسارة لأنه يحقق الاستقرار والأمن للمستثمرين، على عكس النظام المالي الربوي الذي يقوم على نظام المشتقات المالية التي تعتمد اعتمادا أساسيا على معاملات وهمية ورقية شكلية تقوم على الاحتمالات ولا يترتب عليها أي مبادلات فعلية للسلع والخدمات(1).

وباعتبار أن التوريق المصرفي يعمل أساسا بالديون حيث يعمل على بيعها بتقسيم الدين الواحد إلى صكوك أو سندات كثيرة تطرح على الجمهور ليكتتبوا فيها، ثم يتم تجميع ما تشابه منها في محفظة واحدة لتباع لممول جديد، وتكرر هذه العملية مرات متتالية والتي تكون في الأصل قد بنيت على دين واحد وفوائد تعد المحرك لكل عمليات التوريق المتعاقبة عليه، والتي يتسابق المورقون والمستثمرون والمقرضون من خلالها على اقتسامها، ومن المنطقي في أن يتسبب التوريق بهذا الأسلوب في وقوع الأزمات لأنه أفضى إلى سوق وهمية لا إنتاجية فيها، ويعتقد أن حل ذلك لا يكون بهجر أسلوب التوريق كلية، إذ أنه لو أحسن استخدامه وفقا للتقويم الإسلامي لاستفدنا من إيجابياته وتجنبنا سلبياته(2).

المطلب الرابع: سبل تقليل مخاطر منتجات الهندسة المالية التقليدية.

ينبغي الإشارة إلى طرق إدارة المخاطر المرتبطة بأدوات الهندسة المالية التي كان من المفترض أنها هي التي تقوم بتقليل المخاطر المالية المرتبطة بالتعامل بكل من أنواع الأوراق المالية ومن بين هذه الطرق -كما يرى بعض الباحثين- أن المشتقات المالية لا يتم تسعيرها حسب علاقتها بالأدوات المالية الأساسية المرتبطة بها وإنما حسب آلية السوق الذي يتم فيه تداولها. كما أكدت العديد من الدراسات أنه من الضروري توفر جملة من العناصر الأساسية للإدارة السليمة لمخاطر أدوات الهندسة المالية من بينها ما يلي(3):

(1) سحنون محمود، مرجع سبق ذكره، ص 8-13.

(2) لحول عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 10.

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

✓ الإشراف المناسب سواء من قبل الإدارات العليا للمنشآت المالية أو من المستثمر نفسه.

✓ إدارة كفاءة للمخاطر تجمع بين الحذر من المخاطر، واتخاذ الإجراءات السليمة للقياس والمراقبة المباشرة للمخاطر ونظم المعلومات السليمة وتقارير الإدارة.

كما تم تقديم العديد من الإرشادات والأساليب لتحسين إدارة مخاطر هذه الأدوات مثل تكوين لجنة من مديري الاستثمار لمراجعة مستوى المخاطرة التي تتحملها الشركات أو المستثمر الفرد، وكذلك استخدام

بعض البرامج الجاهزة التي تقوم بتطويرها شركات متخصصة في إدارة الاستثمارات التي يمكن الحصول عليها عبر الانترنت أيضا والتي تعتمد على أساليب إحصائية معقدة لإدارة المخاطر، ويمكن كذلك الاعتماد على تحليل طبيعة وخصوصيات كل عقد يتم الدخول فيه وجمع المعلومات الكافية عنه والطرف الآخر لاسيما بالنسبة للعقود كبيرة الحجم.

كما يرى البعض الآخر من الباحثين أنه بالإمكان إتباع مجموعة من الأساليب العملية لتخفيض المخاطر وإمكانية التعرض للخسائر الكبيرة ومن أبرزها(1):

- ✓ تحديد السقوف العليا المسموح بها في مجال التعرض للمخاطرة بصورة مسبقة.
 - ✓ الحذر من المعاملات والعقود المعقدة وصعبة الفهم.
 - ✓ الاستعانة بأشخاص ذوي خبرة ومهارة لإدارة النشاطات المتعلقة بهذه الأدوات والرقابة عليها.
- وفي هذا السياق فقد سعى المهندسون الماليون في السنوات الأخيرة إلى تطوير أساليب متنوعة لتحسين إدارة مخاطر المشتقات ومن بين هذه الأساليب الآتي(2):

- تشكيل لجنة من مديري الاستثمار لمراجعة درجات المخاطرة التي تتحملها المنشأة حيث يتم مراجعة المخاطرة التي تتحملها كل إدارة من قبل إدارة أخرى غير مرتبطة بها ومن ثم عرض نتائج جميع المخاطر المالية على اللجنة.
- تطوير برنامج (Risk Metrics) الذي يتضمن تحليلا إحصائيا معاصرا حيث يتم أولا تسعير كل موجودات المحفظة بأسعار السوق فعلى سبيل المثال إذا كان التقلب المقدّر بـ (1%) في اليوم فإن الأداة التي سعرها (100) وحدة من عملة معينة فإن سعرها سوف يتراوح بين (99-101) من الوحدة نفسها في الغد، حيث أنه إذا تم تطبيق هذا الأسلوب على كل موجود ثم مقابلة الزيادات مع الانخفاضات في أسعار الموجودات المختلفة فإنه يمكن التوصل لقيمة المحفظة ككل.
- تطوير نظام الإفصاح المالي والشفافية وذلك بهدف تحسين وتطوير درجة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأدوات المشتقة، فقد أصدر مجلس المعايير المحاسبية المالية سنة 1994 معيار يقضي بالزام المتعاملين بالفصل بين أدوات الهندسة المالية التي تستخدم لأغراض التداول أو المتاجرة والتي تستخدم في إدارة المخاطر المالية، إذ يتوجب على المتعامل

(1) هاشم فوزي دباس العبادي، نفس المرجع، ص 125.

(2) نفس المرجع، ص 126

الإفصاح عن القيمة الحقيقية العادلة لهذه الأدوات، أما بالنسبة للأدوات التي تستعمل للتحوط أو إدارة المخاطر المالية فعلى المتعامل ذكر الأهداف من استعمالها والاستراتيجيات المستعملة لتحقيق هذه الأهداف، كما يتوجب ذكر القيمة العادلة لكل من الأدوات المستعملة في التحوط أو إدارة المخاطر المالية والقيمة العادلة للعناصر أو الفقرات التي يجري التحوط بها.

وقد استجابت البنوك لهذه التعليمات ولاسيما فيما يتعلق بأدوات الهندسة المالية المستعملة لأغراض التحوط من مخاطر أسعار الفائدة حيث تفصح عن: قيمة رأس المال الأساسي، الأجل، أسعار الفائدة المقبوضة أو المدفوعة في حالة عقود المبادلة.

خلاصة:

توصلنا من خلال هذا الفصل إلى أن الهندسة المالية هو مصطلح ظهر نتيجة التغير المستمر في البيئة المالية والاستثمارية، فهي تقوم أساسا على البحث عن أدوات ومنتجات مالية جديدة، تتمتع بأقل تكلفة وأدنى مخاطر وأكبر عائد، حيث أن الهندسة المالية هي عملية تركز على عنصري الابتكار والتطوير، وتعمل على إيجاد الحلول والخروج عن كل ما هو تقليدي فهي بذلك تحقق مزايا للمستثمرين وأيضا تمكنهم من التحوط وتقليل المخاطر.

ويمكن إبراز أهم النقاط التي توصلنا إليها من خلال هذا الفصل فيما يلي:

- ✓ الهندسة المالية هي التصميم والتطوير لأدوات وآليات مبتكرة وصياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل.
- ✓ تعتمد المؤسسات المالية على الهندسة المالية في رسم سياسات مالية قوية من أجل الاستفادة من المتغيرات.
- ✓ أدوات الهندسة المالية هي عقود كسائر أنواع العقود المتعارف عليها، فهي تمثل ترتيبات بين طرفين، وينتج عنها حقا لطرف والتزاما لطرف آخر.
- ✓ تتمثل منتجات الهندسة المالية التقليدية في عقود الخيارات المالية، العقود المستقبلية، العقود الآجلة، عقود المبادلات، إضافة إلى عملية التوريق.
- ✓ تستخدم أدوات الهندسة المالية في إدارة المخاطر والتحوط منها، إلا أنها في حد ذاتها تتسم بقدر من المخاطرة، لذلك فالمتعاقدان يكون أحدهما بائع للمخاطرة والآخر مشتري لها.
- ✓ تساهم المشتقات المالية وكذا التوريق المصرفي في خلق الأزمات المالية رغم أنها ابتكرت أساسا لتقليل المخاطر.
- ✓ مع زيادة المشاكل التي تواجه النظام المالي التقليدي وفقدان الثقة به، ظهرت الحاجة إلى إيجاد سبل لتقليل تلك المشاكل، وذلك من خلال تطوير وابتكار منتجات مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

تمهيد:

يعد التفاهم الكبفر للأزمات المالية العالمية وما رافقها من انعكاسات سلبية على اقتصاديات جميع الدول دون استثناء، دافع لبدء رجال السياسة وعلماء الاقتصاد بالتفكير ماليا في البحث عن البدائل الكفيلة بتخطي هذه الآثار باعتبارها وليدة النظام الربوية خاصة، مما يستوجب طرح آليات جديدة. ويعتبر النظام الإسلامي القائم على المشاركة البديل الأفضل لما يتوفر لديه من آليات من شأنها كبج المخاطر العالية للمنتجات المالية الربوية التي كانت نتاجا للهندسة المالية وابتكرت أساسا لغرض إدارة المخاطر وتقليلها، إلا أنها أصبحت سببا رئيسيا في زيادتها وتفاقمها. وبالتالي فالحاجة ماسة إلى ابتكار وتطوير أدوات مالية تجمع بين المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية تحت غطاء ما سمي بالهندسة المالية الإسلامية. إلا أن الحديث عن الهندسة المالية الإسلامية يدفعنا للحديث عن مجموعة من العناصر المترابطة، أولها وجود مؤسسات مالية إسلامية تتولى توفير منتجات مالية إسلامية وتستجيب لمتطلبات الاقتصاد والشرية في نفس الوقت ثم إيجاد سوق مالي إسلامي يعمق الاعتماد عليها ويرسخ وجودها. ومن أجل الفهم الجيد لموضوع الهندسة المالية الإسلامية لا يجدر بنا الاكتفاء بالسرد النظري، بل ينبغي التطرق إلى بعض الحالات العملية للهندسة المالية الإسلامية وذلك للتعرف على واقعها العملي، وقد وقع اختيارنا على التجربة الماليزية في مجال الصناعة المالية الإسلامية كأحد التجارب الرائدة، ولهذا جاء الفصل الثالث مقسم إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: الهندسة المالية الإسلامية.

المبحث الثاني: دور الهندسة المالية الإسلامية في إقامة سوق مالي إسلامي وتطوير أدواته.

المبحث الثالث: منتجات الهندسة المالية الإسلامية.

المبحث الرابع: التجربة الماليزية في مجال الهندسة المالية الإسلامية.

المبحث الأول: الهندسة المالية الإسلامية.

استجابة إلى المتطلبات التي تفرضها التغيرات الاقتصادية، تسعى المؤسسات المالية الإسلامية إلى تطوير صناعتها من خلال الاعتماد على الهندسة المالية الإسلامية، التي تعنى بابتكار أدوات مالية جديدة، تجمع بين المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، إضافة إلى أنها تقوم على مجموعة من الأسس والمبادئ والمداخل التي تختلف تماما عن نظيرتها التقليدية.

المطلب الأول: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية.

إن مصطلح الهندسة المالية الإسلامية يعد من المستجدات في الصناعة المالية العالمية الأمر الذي يستوجب علينا التعرف على مفهوم ومدلول الهندسة المالية في إطار الشريعة الإسلامية وتاريخها إضافة إلى محاولة تحديد أسباب ظهورها.

الفرع الأول: تعريف الهندسة المالية الإسلامية.

يقصد بالهندسة المالية الإسلامية "مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل، وكل ذلك في إطار موجبات الشرع الحنيف"⁽¹⁾.

ويلاحظ أن هذا التعريف مطابق لتعريف الهندسة المالية التقليدية غير أنه أضاف عنصرا جديدا وهو أنه يأخذ بعين الاعتبار ضرورة أن يكون موافقا للشريعة الإسلامية. وهذا التعريف يشير إلى أن الهندسة المالية الإسلامية تتضمن العناصر التالية⁽²⁾:

أولاً: ابتكار أدوات مالية جديدة.

ثانياً: ابتكار آليات تمويلية جديدة.

ثالثاً: ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع.

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

وإجمالا يمكن تعريف الهندسة المالية الإسلامية بأنها ابتكار لحلول مالية وفق قواعد الشرع الإسلامي وتوجيهاته.

(1) فتح الرحمان علي محمد صالح، "أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية"، مجلة المصرفي، العدد 26، ديسمبر 2006.
(2) بلعزوز بن علي، عبد الكريم قندوز، "استخدام الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر بالمصارف الإسلامية"، بحث مقدم في المؤتمر العلمي الدولي السابع حول إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزيتونة الأردنية، أيام 16-18 أبريل 2007، ص 03.

الفرع الثاني: تاريخ الهندسة المالية الإسلامية.

من حيث الواقع فالصناعة المالية الإسلامية وجدت منذ أن جاءت الشريعة الإسلامية بأحكامها المطهرة، وربما كان توجيه النبي (ص) لبلال المازني (رضي الله عنه)، حين أراد أن يبادل التمر الجيد بالتمر الرديء، فقال له رسول الله (ص) "لا تفعل، بع الجمع بالدرهم، واشتر بالدراهم جنيبا" إشارة إلى أهمية البحث عن حلول تلبي الحاجات الاقتصادية دون إخلال بالأحكام الشرعية، لكن الملاحظ أن الشريعة الإسلامية لم تأت بتفصيل هذه الحلول وإنما جاءت بتفصيل ما لا يحل من المعاملات المالية، وهذا يتفق مع القول بأن الأصل في المعاملات الحل إلا ما عارض نصا أو حكما شرعيا ثابتا، وعليه فالشريعة الإسلامية لم تحجر دائرة الابتكار، وإنما على العكس، حجرت دائرة الممنوع، وأبقت دائرة المشروع متاحة للجهد البشري في الابتكار والتجديد⁽¹⁾.

إن ظاهرة الهندسة المالية، بصورة من الصور، قد ظلت موجودة منذ القدم ولاشك أن المخارج الفقهية التي اقترحها رواد المذاهب الفقهية في محاولة التيسير عن المسلمين في تعاقدهم المالية وفقا لضوابط الشرع الإسلامي لا تخرج عن دائرة الهندسة المالية الإسلامية، ويمكننا من خلال تتبع التاريخ الإسلامي الوصول إلى أنه تم استخدام الهندسة المالية في كثير من المعاملات المالية الإسلامية⁽²⁾.

الفرع الثالث: أسباب الحاجة للهندسة المالية الإسلامية.

تعتبر معظم الأدوات الإسلامية المستخدمة حاليا هي تلك التي تم تطويرها منذ قرون مضت، وهو ما يعني أنه تم تطويرها لتنمائها وحاجات تلك المجتمعات، ومع ذلك يمكن أن تكون مفيدة في ابتكار وتطوير العقود الإسلامية المعاصرة، خاصة أنه لا يوجد سبب للالتزام بتلك العقود، فالأسواق المالية أصبحت أكثر تعقيدا، وأكثر تنافسية، ولاستغلال التغيرات السريعة التي تحدث في بيئة الأسواق ولمواجهته المنافسة المتصاعدة، وتبرز الحاجة إلى البحث عن حلول مالية إسلامية من عدة جوانب نوردها فيما يلي⁽³⁾:

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

- (1) إبراهيم سامي السويلم، مرجع سبق ذكره، ص 09.
 (2) أحمد محمد نصار، "استراتيجيات الابتكار المالي في المصارف الإسلامية"، مقالة منشورة على الموقع: www.kantakji.org/fiqh/Files/Finance/95.txt، تاريخ الاطلاع: 2010/12/25.
 (3) عبد الكريم قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، مؤسسة الرسالة ناشرون، دمشق، 2008، ص ص 167، 168.

استيفاء متطلبات القواعد الشرعية.

ثانياً: تطور المعاملات المالية: من المعلوم أن المعاملات في الإسلام تجمع بين الثبات والتطور أو المرونة، فالربا والغش والاحتكار من الأشياء التي حرمها الإسلام منذ أربعة عشر قرناً، ومهما اختلفت الصور والأشكال فليس لأحد أن يحل صورة مستحدثة أو شكلاً جديداً مادام في جوهره يدخل تحت ما حرّمته الشريعة الإسلامية، فالبيع حلال، لكن نقود اليوم ليست كنقود عصر التشريع، ومن سلع اليوم ما لم يعرفه العالم من قبل، واستحدثت أشكال يتعامل بها الأفراد في بيوتهم، وما دام البيع يخلو من المحظور، فيمكنه أن يأخذ الكثير من الأشكال، لهذا كان لابد لمن يدرس فقه المعاملات المعاصرة أن يميز بين الثابت والمتطور، وأن ينظر إلى التكيف الشرعي للصور المستحدثة حتى يمكن بيان الحكم الشرعي، ومن ثم إيجاد البدائل إن أمكن ذلك.

إذن فتطور المعاملات المالية في العصر الحاضر وتزايد عوامل المخاطر واللا يقين، وتغير الأنظمة الحاكمة للتمويل والتبادل الاقتصادي، جعل الاحتياجات الاقتصادية معقدة ومتشعبة، وزاد من الحاجة إلى البحث عن حلول ملائمة.

ثالثاً: المنافسة مع المؤسسات المالية التقليدية: يعد وجود المؤسسات المالية الرأسمالية، ونموها إلى درجة فرضت قدراً كبيراً من التحدي على الاقتصاد الإسلامي، فالحلول التي يقدمها المسلمون لا تكفي أن تكون عملية فحسب، بل يجب مع ذلك أن تحقق مزايا مكافئة لتلك التي تحقّقها الحلول الرأسمالية. ويترتب على هذه الجوانب صعوبة إيجاد حلول اقتصادية إسلامية قادرة على منافسة البدائل السائدة في الاقتصاد المعاصر، ومن هنا برزت الحاجة لتطوير الهندسة المالية الإسلامية وتأسيسها.

رابعاً: مواجهة التحديات التي تواجه المؤسسات المالية الإسلامية.

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

المطلب الثاني: مميزات الهندسة المالية الإسلامية عن التقليدية.

إن الهندسة المالية الإسلامية تشمل كل العمليات المالية المبتكرة ولكن شرطها الأساسي هو إتباع المنهج الإسلامي في كل عمليات البحث والتطوير. وتعتمد هذه الهندسة على مجموعة من الباحثين والمتخصصين في تصميم ابتكاراتها، وللتوصل إلى الفهم الجيد للفرق بين الهندسة المالية الإسلامية ومثيلتها التقليدية يجدر بنا التطرق أولاً إلى أسس الهندسة المالية الإسلامية بالإضافة إلى خصائصها.

الفرع الأول: أسس الهندسة المالية الإسلامية.

يمكن توضيح الأساس الإسلامي لمفهوم الهندسة المالية في الإسلام من خلال حديث النبي (ص): "من سنّ في الإسلام سنة حسنة فله أجرها وأجر من عمل بها إلى يوم القيامة، لا ينقص ذلك من أجورهم شيئاً، ومن سنّ في الإسلام سنة سيئة فعليه وزرها ووزر من عمل بها إلى يوم القيامة، لا ينقص من أوزارهم شيئاً"، ويستدل من هذا الحديث الدعوة للابتكار وإيجاد الحلول للمعضلات المختلفة المالية وغير المالية طالما كانت في مصالح العباد، وإذا كان الحديث يشير إلى أهمية الابتكار، إلا أنه نبه كذلك إلى خطورة الابتكار الضار غير المشروع، ومنه يمكن تفصيل الأسس التي تقوم عليها الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي إلى أسس عامة وأسس خاصة كما يلي: (1)

أولاً: الأسس العامة للهندسة المالية الإسلامية.

1- تحريم الربا والغرر: الربا في اللغة الزيادة، والمقصود به هنا هو الزيادة على رأس المال، قلت أو كثرت⁽²⁾، يعتبر بحث الربا مشبعاً من النواحي الشرعية ومؤصلاً ومسنداً في كتب الفقه، لكن الغوص فيه ليس سهلاً للكثيرين خاصة غير المختصين بالعلوم الشرعية، لهذا نجد من الاقتصاديين من حاول إيجاد نماذج لإعادة تقديم الربا، بأسلوب يتناسب واللغة العلمية المعاصرة⁽³⁾.

أما الغرر هو ما كان على خطر الحصول، وعرفه السرخسي بأنه ما كان مستور العاقبة، والحديث عام يشمل كل البيوع التي يدخلها الغرر، وهذه قاعدة مهمة تنبني عليها الهندسة المالية الإسلامية، حيث أن فساد العقود في المعاملات يرجع أساساً إلى أمرين هما الربا وما يؤدي إليه، والميسر وما يؤدي إليه وما في معناه، ولاشك أن هذه القاعدة مهمة جداً وينبغي أن تكون أساساً يركز عليه المهندسون الماليون بالمؤسسات المالية الإسلامية عند تطويرهم لأدوات ومنتجات التمويل الإسلامي⁽⁴⁾.

2- حرية التعاقد: المقصود بحرية التعاقد إطلاق الحرية للأعوان الاقتصاديين في أن يعقدوا في العقود ما يرون، وبالشروط التي يشترطون غير مقيدتين إلا بقيد واحد، وهو ألا تشتمل عقودهم على أمور قد نهى عنها الشرع الإسلامي، فما لم تشتمل تلك العقود على أمر محرم بنص أو بمقتضى القواعد العامة المقررة التي ترتفع إلى درجة القطع واليقين، فإن الوفاء بها لازم، والعائد مأخوذ بما تعهد به، وإن اشتملت العقود على أمر حرمه الشرع فهي فاسدة، أو على الأقل لا يجب الوفاء بالجزء المحرم منها⁽⁵⁾.

3- التيسير ورفع الحرج: يعني من غير عسر أو حرج أي بدون مشقة، والمراد من الحرج الضيق، وتتضح أهمية هذه القاعدة كذلك في أن تقييد الأفراد والمتعاملين بالعقود القديمة فيه حرج وتضييق

(1) بلعزوز بن علي، عبد الكريم قندوز، مرجع سبق ذكره، ص 03.

(2) سيد سابق، "فقه السنة"، الجزء الثالث، دار الفكر للطباعة والنشر، بيروت، ط2، 1998، ص 162.

(3) مطهر سامر قنطججي، "نموذج الربا الرياضي"، مقالة منشورة على الموقع: www.kantakji.org، تاريخ الاطلاع: 2011/01/01.

(4) عبد الكريم قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سبق ذكره، ص 170، 171.

(5) محمد أبو زهرة، "الملكية ونظرية العقد في الشريعة الإسلامية"، دار الفكر العربي، القاهرة، 1977، ص 232، 233.

عليهم، لأنها لا تفي بكل احتياجاتهم وهي متنوعة ومتزايدة، من هنا برزت ضرورة الهندسة المالية الإسلامية وأهميتها في تطوير تلك العقود كالمزج بين أكثر من عقد أو استحداث أخرى، كل ذلك في إطار موجبات الشرع الإسلامي بما يلي الحاجات المتزايدة التمويل هنا من جهة، ومن جهة أخرى فإن ما تقوم به المؤسسات المالية التقليدية من تطوير مستمر لصيغ وطرق وأساليب التمويل بشكل قد يؤدي حتى بالمسلم إلى اللجوء إليها، خاصة في حالة عدم وجود بدائل، وأهمية الهندسة المالية الإسلامية هنا تكون طبعاً في إيجاد تلك البدائل⁽¹⁾.

4- الاستحسان والاستصلاح (المصالح المرسلّة): والاستحسان هو باب لحرية التعاقد وهو سريان المصالح التي يقرها الشرع، أما المصالح المرسلّة أو الاستصلاح فهو الأخذ بكل أمر فيه مصلحة يتلقاها العقل بالقبول، ولا يشهد أصل خاص من الشريعة بإلغائها ولكن لا بد من الأخذ بعين الاعتبار بأن مبدأ المصالح لا يؤدي إلى المفساد هذا من جهة، ومن جهة أخرى أن المصالح المرسلّة تختلف باختلاف أحوال الشخص الواحد، فإذا جعلنا كل مصلحة تقتضي حكماً يناسبها، فقد تتناقض أحكام الشريعة، وذلك لا يجوز في الشرع⁽²⁾.

5- 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، لأن رسول الله (ص) 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، وباختصار فإن أي بيعتين بين طرفين تكون محصلتها بيعة من نوع ثالث، ينبغي النظر إليها بمقياس البيعة الثالثة، وفي هذه الحالة يكون الحكم تابعاً لحكم البيعة الثالثة فإذا الحانت (أي البيعة الثالثة) ممنوعة شرعاً، كانت البيعتان كذلك، وإذا كانت البيعة الثالثة مقبولة شرعاً لم يكن هناك حاجة للبيعتين، وأمكن تحصيل المقصود من خلال البيعة الثالثة مباشرة، وهذه القاعدة أي النهي عن بيعتين في بيعة واحدة هي أهم أسس الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي، وترجع أهميتها إلى أنها هي التي تضمن بالإضافة إلى السلامة الشرعية، الكفاءة الاقتصادية للمعاملات المالية⁽³⁾.

ثانياً: الأسس الخاصة للهندسة المالية الإسلامية.

يوجد أربعة مبادئ أو أسس خاصة للهندسة المالية الإسلامية، يمكن تقسيمها إلى مجموعتين متجانستين(4):

(1) محمد البلتاجي، "الضوابط الشرعية للعمل المصرفي الإسلامي"، مقالة منشورة على الموقع: www.baltaji.com/dawabet-eltamweel.html، تاريخ الاطلاع: 2011/01/01.

(2) محمد أبو زهرة، مرجع سبق ذكره، ص ص 240-242.

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

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

1- الوعي بالسوق: ونقصد بالوعي بالسوق أن تكون الحاجات التي يتطلبها السوق معروفة لمن يقوم بالابتكار والتطوير للأدوات والأوراق المالية بالإضافة إلى تحقيق التراضي بين جميع الأطراف، لأن الهندسة المالية تهدف إلى تلبية الاحتياجات المختلفة لجميع الأعوان الاقتصاديين مع استفادة جميع هؤلاء الأعوان.

2- الإفصاح: والمقصود بالإفصاح، بيان المعاملات التي يمكن أن تؤديها تلك الأدوات التي يتم ابتكارها أو تطويرها وذلك لسد الثغرات التي يمكن أن ينفذ منها المتلاعبون أو المضاربون لاستخدام تلك الأدوات لتحقيق غايات لم تكن تهدف إليها أصلاً أو التحايل على الربا أو القمار، مع الإشارة إلى أن الالتزام بالشرعية الإسلامية أي ميزة المصادقية الشرعية للهندسة المالية الإسلامية، تشكل بهذا الخصوص صمام أمان بسبب انضباط قواعد الشريعة الإسلامية.

3- المقدرة: ونقصد بالمقدرة أو القدرة وجود قدرة رأسمالية تمكن من الشراء والتعامل، والمقصود بالالتزام هو الالتزام بالشرعية الإسلامية.

4- الالتزام: إذا كان من الممكن للهندسة المالية الإسلامية أن تشترك مع الهندسة المالية التقليدية في الوعي والإفصاح والمقدرة، فإن الالتزام بالشرعية الإسلامية يعتبر أساساً خاصاً بالأولى، كما أنها ميزة لها.

الفرع الثاني: خصائص الهندسة المالية الإسلامية.

صناعة الهندسة المالية الإسلامية تهدف إلى إيجاد منتجات وأدوات مالية تجمع بين المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، فالمصادقية الشرعية هي الأساس في كونها إسلامية، والكفاءة الاقتصادية هي الأساس في قدرتها على تلبية الاحتياجات الاقتصادية ومنافسة الأدوات التقليدية، وهذا ما سنتناوله فيما يلي(1):

أولاً: المصادقية الشرعية: تعني المصادقية الشرعية أن تكون المنتجات الإسلامية موافقة للشرع بأكبر قدر ممكن، وهذا يتضمن الخروج من الخلاف الفقهي قدر المستطاع، إذ ليس الهدف الأساسي من الصناعة المالية الإسلامية ترجيح رأي فقهي على آخر، وإنما التوصل إلى حلول مبتكرة تكون محل اتفاق قدر الإمكان، وعليه ينبغي التفريق بين ما هو جائز شرعاً، وبين ما تطمح إليه الصناعة المالية الإسلامية، فهي تطمح لمنتجات وآليات نموذجية، حيث أن الشرع جاء لكل زمان ومكان، أي أن الحلول التي تقدمها الهندسة المالية الإسلامية ينبغي أن تكون نموذجاً للاقتصاد الإسلامي.

ثانياً: الكفاءة الاقتصادية: تتميز الهندسة المالية الإسلامية بالإضافة إلى المصادقية الشرعية بخاصية أخرى مناظرة لتلك التي تتميز بها الهندسة المالية التقليدية وهي الكفاءة الاقتصادية، وينبغي

(1) عبد الكريم قندوز، "الهندسة المالية بين النظرية والتطبيق"، نفس المرجع، ص ص 164، 163.

لمنتجات صناعة الهندسة المالية الإسلامية أن تكون ذات كفاءة اقتصادية عالية مقارنة بالمبتكرات المالية التقليدية وأن تتجنب المساعدة في زيادة الآثار الاقتصادية السلبية، ويمكن لمنتجات الصناعة المالية الإسلامية زيادة الكفاءة الاقتصادية عن طريق توسيع الفرص الاستثمارية في مشاركة المخاطر، وتخفيض تكاليف المعاملات وتكاليف الحصول على المعلومات وعمولات الوساطة والسمسة.

ثالثا: العلاقة بين الكفاءة الاقتصادية والمصدقية الشرعية: حيث أن الكفاءة الاقتصادية والمصدقية الشرعية هما خاصيتين غير منعزلتين عن بعضهما، بل في غالب الحالات نجد أن البحث عن إحداها يؤدي إلى الأخرى.

الفرع الثالث: الفرق بين الهندسة المالية الإسلامية والهندسة المالية التقليدية.

بالرغم من اشتراك المدرستين الإسلامية والتقليدية في الحاجة للابتكار في ظل وجود قيود تنظيمية، لكن الابتكار في الصناعة المالية الإسلامية لا يؤدي إلى تجاوز الأحكام الإسلامية على النحو الذي يجري في الصناعة المالية التقليدية، ويمكن التماس السبب في ذلك في الجوانب التالية⁽¹⁾:

أولا: ضرورة الانضباط بالنظم الإسلامية: إن حوافز الانضباط بالنظم الإسلامية أكبر من تلك المتعلقة بالنظم غير الإسلامية، فحافز التدين حافز عميق لدى المسلمين، ومن شأنه أن يحد من محاولات الالتفاف على الأحكام الشرعية الصريحة، بينما نجد الهندسة المالية التقليدية لا تملك حوافز ذاتية للالتزام بروح الأحكام واللوائح القانونية، وعليه فمجرد بروز الفرصة للربح يتم الالتفاف عليها.

ثانيا: انضباط الأحكام الشرعية: إن الأحكام الشرعية نفسها أكثر انضباطا وإكاما وتناسقا من الأنظمة الوضعية، ويترتب على ذلك أن المحافظة على الأحكام الشرعية أيسر من المحافظة على الأنظمة الوضعية، نظرا لتطرق هذه الأخيرة للخلل والتناقض بما لا يسمح للمتعاملين بالمحافظة عليها خلافا للأحكام والقواعد الشرعية.

ثالثا: تحقيق مصلحة جميع المتعاملين: إن الأحكام الشرعية تهدف إلى تحقيق مصلحة المتعاملين بها، فالالتزام يحقق هذه المصالح بما يجعل المتعاملين أكثر رضا وقناعة بها، بينما الأنظمة الوضعية لا تفرق بين المصالح الجزئية والمصالح الكلية، وتبعاً لذلك ينشأ التنافر بين المتعاملين وبين هذه الأنظمة.

المطلب الثالث: الهندسة المالية الإسلامية: المبادئ، المحددات والمدخل.

إن الشريعة الإسلامية لم تضيق الخناق على الأفراد بل فتحت لهم مجال الابتكار والتجديد وشجعت عليه، ولكنها في الوقت نفسه حددت حدودا ورسمت خطوطا يجب أن يكون الابتكار داخلها وأي خروج عنها أو مجاوزة لتلك الحدود يعتبر مخالفة يخشى على مرتكبها بقدر ابتعاده عن المنهج

(1) إبراهيم سامي السويلم، مرجع سبق ذكره، ص 10.

المرسوم، ومن هنا سنحاول إيضاح أهم الضوابط والمبادئ التي تحكم الهندسة المالية الإسلامية، وأهم المناهج التي تعتمد عليها من أجل ابتكار منتجات مالية جديدة تتوافق مع الشريعة الإسلامية.

الفرع الأول: مبادئ الهندسة المالية الإسلامية.

وتتمثل مبادئ الهندسة المالية الإسلامية في ما يلي⁽¹⁾:

أولا: التوازن: يرجع هذا المبدأ إلى أن الشريعة الإسلامية تمتاز عن غيرها من التشريعات والقوانين بقدرتها وتمكنها من التوفيق بين كافة الثنائيات التي تسود الحياة، ما بين المصالح العامة والمصالح الخاصة، تحقيق الربح والعمل الخيري، المنافسة والتعاون، وعليه يجب أن يكون كل ابتكار أو تجديد مالي مراعى لهذا المبدأ، ومحافظة عليه، ولتقييم أي منتج مالي جديد يجب الأخذ بعين الاعتبار مدى تحقيقه لهذا التوازن، فإن تحقق فيه التوازن والتوفيق، مثلا بأن يكون موازنا ومراعى لمصلحة الطرفين المتعاقدين أو كان مراعى لمصلحة الفرد ومصلحة الجماعة في آن واحد فإن ذلك عامل يساهم في قبوله بعد النظر في الجوانب الأخرى ذات العلاقة.

ويتطلب هذا المبدأ وجود العدالة في تحمل كل من طرفي العقد لالتزاماته مقابل الحصول على حقوقه فلا ينبغي أن يتحمل طرف التزامات الطرف الآخر ولا ينقص من حقوقه. ويجب كذلك مراعاة الالتزام بالشروط، وموجب ذلك كله إلى حكمة الشريعة ورغبتها في قطع الطريق على النزاع والخصومة.

ثانيا: التكامل: يقصد به عدم الفصل بين التقضيات الشخصية والاعتبارات الموضوعية، بين تقضيات الزمن والمخاطرة وبين توليد الثروة الحقيقية، فالربا عزل لتقضيات الزمن عن توليد الثروة بينما الغرر عزل لتلك المتعلقة بالمخاطرة، وحيث أن الزمن والخطر لهما نفس المعنى لم يكن غريبا أن

تحرهما الشريعة الإسلامية، فالتكامل بمعناه الذي يعني عدم العزل أو الفصل بين ما يجب أن تكون مترابطة ليؤدي وظيفة مبدأ أصيل يجب أن يراعي في عملية الابتكار والتطوير المالي في إطار الهندسة المالية، وأي ميول إلى جانب الفصل يؤدي إلى نتائج غير محمودة، وعندما تقرر الشريعة الإسلامية تحريم الفصل بين الزمن أو المخاطر عن النشاط الحقيقي لتوليد الثروة فإن ذلك هو الصواب، فالزمن له قيمة في أي نشاط اقتصادي. ونجد فصل الزمن عن توليد الثروة في الربا يجلب كوارث تتمثل في الآثار السلبية للربا، وكذلك عندما يتم الفصل بين النشاط الحقيقي المولد للثروة والمخاطرة تقع في مشاكل المشتقات المالية التقليدية، التي تقوم على فصل المخاطرة عن الملكية الحقيقية الأمر الذي يؤدي إلى انحراف القطاع المالي عن القطاع الحقيقي.

(1) انظر في ذلك - علي أحمد السالوس، "الاقتصاد الإسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة"، مؤسسة الريان للتوزيع والنشر، الدوحة، 1998، ص 30-33.

- بو عافية رشيد، "الهندسة المالية كمدخل لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية"، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية: النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009، ص 18، 19.

ثالثاً: الإباحة أو الحلال: أما هذا المبدأ فالمقصود به تقرير أو تأكيد ما قرره فقهاء الشريعة من أن الأصل في المعاملات الحل فلا يمنع أو يحرم منها إلا ما يبين الدليل منعه، فإذا تبين المنع فهي غير مباحة وإذا لم يوجد دليل منع فلا حاجة لدليل إباحة، وهذا المبدأ يحدد للهندسة المالية في مجال الابتكار المالي والتطوير، الأسس والمنطلقات التي يجب الانطلاق منها، فيوضح لها أن المعاملات في الأصل حلال، وذلك يقتضي أن يكون الاعتناء والاهتمام بالبحث في أصول المحرمات التي تقضي قاعدة الحل السابقة بمحدوديتها، فإذا اجتنبت المحرمات بمراعاة الضوابط الشرعية فالمنتج المالي الذي نتوصل إليه الهندسة المالية مباحاً بناءً على هذه القاعدة.

رابعاً: المناسبة: تعني ملاءمة شكل المنتج المالي مع مضمونه، وتوافق الوسائل مع المقاصد فالصورة لا تكفي لتقييم المنتج، كما أن الهدف وحده لا يكفي، لأن الغاية تبرر الوسيلة، كما أن الوسيلة لا تكفي لتبرير الغاية بل لابد من جواز الأمرين معاً، وبالتالي فإنه في كل عملية ابتكار أو تطوير مالي يجب التناسب والتوافق بين صورة أو شكل المنتج الذي نبتكره مع الهدف والغاية التي نتوخاها منه، وعليه يمكن القول بأن تقييم أي منتج مالي يجب أن يمر بمرحلتين:

- 1- النظر في الهدف والغاية منه، فإن كانت مقبولة ننظر في الإجراءات فإن لم تكن مقبولة فالمنتج المالي غير مقبول من البداية.
- 2- النظر في الإجراءات التعاقدية فإن كانت صحيحة كان المنتج مقبولاً، وإلا لزم مراجعة الإجراءات.

الفرع الثاني: محددات الهندسة المالية الإسلامية.

تحتاج الأسواق المالية إلى مؤسسات مالية متطورة تستفيد من نتائج الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي في إبداع وابتكار الطرق والعمليات التمويلية التي تضمن لها التميز في تقديم منتجاتها المالية، وتحقق لها التفوق والأسبقية على مثيلتها التقليدية، هذا من جهة ومن جهة أخرى ضمان تدخل فعال لهذه المؤسسات المالية في تلك الأسواق سواء من خلال التحوط أو إدارة المخاطر. وتجدر الإشارة إلى أنه لا يمكن اعتبار المنتجات التي يتم ابتكارها أو تطويرها ذات طبيعة إسلامية من خلال الهندسة المالية الإسلامية، إلا إذا كانت تخضع للمحددات الثلاث التالية(1):

أولاً: المحدد الأول وهو الالتزام بشرط المشاركة في الربح أو الخسارة في نص واضح، كامل، لا يقبل التأويل، وذلك على أساس قواعد الشريعة المعمول بها في العقود المالية الإسلامية، وهذا الشرط يعتبر ضرورياً ولكن غير كاف، بمعنى أن الالتزام به ضرورة إسلامية لا تقبل الجدل، ولكنه لا يكفي لاعتبار الورقة أو الأداة المالية المبتكرة إسلامية فعلاً في مجال التطبيق.

ثانياً: المحدد الثاني وهو ألا يعاد دفع الموارد المعبأة عن طريق الأوراق والأدوات المالية التي

(1) عبد الرحمن يسري أحمد، "قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل"، دار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 426.

أصدرت على أساس التخلي عن شرط الفائدة الربوية إلى شركات تتعامل بنظام الفائدة في كل تعاملاتها، كما لا يجب استثمار الموارد النقدية للأوراق والأدوات المالية الإسلامية في مشروعات تدر عوائد متفقا عليها مسبقا على سبيل التأكيد، مع عدم المشاركة في مخاطرة النشاط الذي يدر هذه العوائد، فمثل هذه العوائد لا تختلف عن الفوائد وإن سميت أرباحا.

ثالثا: المحدد الثالث هو ضرورة استثمار الموارد التمويلية للأوراق المالية في مشروعات لها أولويات واضحة في مجال المصلحة العامة للمجتمع الإسلامي.

الفرع الثالث: مداخل الهندسة المالية الإسلامية.

يمكن أن يكون لصناعة الهندسة المالية الإسلامية عدة مداخل، وهي تتعدد تبعا للطرق الممكن استخدامها من طرف المؤسسات المالية الإسلامية في إقامة هذه الصناعة لكن في الغالب لا تخرج عن أحد المنهجين التاليين⁽¹⁾:

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

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

2- أن المنتجات المالية الهادفة إلى تحقيق الفائدة الربوية تناسب الصناعة المالية التقليدية وتحاول معالجة مشكلاتها في حين أن محاكاة هذه المنتجات يستلزم التعرض لنفس المشاكل وهذا بدوره يفرض على المؤسسات المالية الإسلامية محاكاة المزيد من المنتجات التقليدية بحيث تصبح الهندسة المالية الإسلامية في النهاية تعاني من المشكلات والأزمات التي ترهق الصناعة المالية التقليدية.

(1) عبد السلام زابدي، "الصناعة المالية الإسلامية"، مقالة منشورة على الموقع: www.iefpedia.com تاريخ الاطلاع: 2011/03/27.

3- أن منتجات الهندسة المالية التقليدية هي جزء من منظومة متكاملة من الأدوات والمنتجات المالية القائمة على فلسفة ورؤية محددة، ومحاولة تقليد جوهر هذه المنظومة وأسسها يدفع الهندسة المالية الإسلامية إلى محاكاة سائر أدوات المنظومة وعناصرها، وهو ما يجعلها مهددة بأن تفقد هويتها وتصبح تابعة بالجملة للهندسة المالية التقليدية، وبذلك فإن كل المشاكل والأزمات التي تعاني منها هذه الأخيرة ستنتقل بدورها إلى الإسلامية، فبدلا من أن يكون التمويل الإسلامي هو الحل للمشكلات الاقتصادية التي يعاني منها عالم الأعمال اليوم، يصبح مجرد صدى وانعكاس لهذه المشكلات، وهذا التصور لا يعني أن جميع المنتجات التي تقدمها الهندسة المالية التقليدية غير مناسبة للتمويل الإسلامي ولكن الهدف هو تنبيه المؤسسات المالية الإسلامية إلى ضرورة التمييز بين اقتباس ما يتلاءم مع فلسفة التمويل الإسلامي ومبادئه، وبين محاكاة الأساس الذي تقوم عليه المنظومة التقليدية.

ثانيا: منهج الأصالة والابتكار: ويعني هذا المدخل بالبحث عن الاحتياجات الفعلية للعملاء والعمل على تصميم المنتجات المالية المناسبة لها، شرط أن تكون متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وهذا المنهج يتطلب دراسة مستمرة لاحتياجات العملاء والعمل على تطوير الأساليب الفنية والتقنية اللازمة لها وذلك

لضمان الكفاءة الاقتصادية للمنتجات المالية، كما يتطلب وضع أسس واضحة لهندسة مالية إسلامية مستقلة عن الهندسة المالية التقليدية، ولاشك أن هذا المنهج أكثر كلفة من منهج التقليد والمحاكاة، لكنه في المقابل أكثر جدوى وأكثر إنتاجية، ومن جهة ثانية فإن هذا المنهج يحافظ على أصالة المؤسسات المالية الإسلامية كما يسمح لها بالاستفادة من منتجات الهندسة المالية التقليدية ما دامت تلبي متطلبات المصادقية الشرعية، كما يساعد ذلك على استكمال المنظومة المعرفية للصناعة المالية الإسلامية.

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

المطلب الرابع: أهمية الهندسة المالية الإسلامية ومزاياها.

لا يختلف مفهوم الهندسة المالية الإسلامية عن التقليدية من حيث الجوهر وهو الحث على الابتكار والاعتماد عليه لخلق قنوات وأدوات جديدة تناسب التغيرات السريعة في الأسواق المالية العالمية، بينما يختلف عنها من حيث الوسيلة والغاية والأهداف التي يجب أن تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، حيث أن هذه الأخيرة هي التي تحدد أهداف الهندسة المالية الإسلامية ومزاياها.

الفرع الأول: أهمية الهندسة المالية الإسلامية.

تتلخص أهمية الهندسة المالية الإسلامية في جانبين أساسيين هما الأهمية العلمية والأهمية العملية، ويمكن إيضاح تلك الأهمية من خلال التطرق إلى كلا هاتين الأهميتين.

أولا: الأهمية العلمية للهندسة المالية الإسلامية: يمكن إيجاز الأهمية العلمية للهندسة المالية فيما يلي (1):

يؤدي البحث والتطوير اللذان هما موضوع الهندسة المالية إلى استكمال المنظومة المعرفية للاقتصاد الإسلامي ومواكبته للتطورات الحاصلة في العلوم المالية، لذلك فإن وجود علم للهندسة المالية الإسلامية يساعد في إيجاد الكوادر الإدارية التي يتطلبها العمل المصرفي الإسلامي والتي تجمع بين المعرفة الشرعية والخبرة المصرفية الإسلامية.

إن الأصل في المعاملات الإباحة، فلا يجوز المسارعة إلى تحريم صورة من صور المعاملات المستحدثة حتى يتبين أن الشريعة قد حرمتها، فالعبرة في المعاملات المالية للعلل والمقاصد، حيث أن أحكام فقه المعاملات معقدة وعللها مرتبطة بالحكم الشرعي وجودا وعدما بعكس فقه العبادات التي يجب التوقف فيها عند حدود النص لذلك فعلمية إلحاق العقود المالية المستجدة بأصول لها في الفقه الإسلامي مسترشدين بالعلة.

إضافة إلى أن الإسلام لم ينشئ العقود المالية وإنما وجهها الوجهة الصحيحة عن طريق تنقيتها من المحرمات وتشريع الأحكام العامة وتقرير القواعد الكلية المنظمة لها.

ثانيا: الأهمية العملية للهندسة المالية الإسلامية: أما بالنسبة للأهمية العملية للهندسة المالية الإسلامية يمكن إيضاحها فيما يلي (2):

إن معظم الأدوات التمويلية الموجودة هي تلك التي تم تطويرها منذ قرون مضت، وقد كانت تعنى بحاجات المجتمعات آنذاك، لكن الحاجات التمويلية للأفراد والمؤسسات في الوقت الحاضر تتزايد بشكل مستمر، وهو ما يتطلب إيجاد ما يلبي تلك الحاجات التمويلية وذلك في إطار الالتزام بالحلال، وهنا تبرز أهمية الهندسة المالية الإسلامية في تحقيق ذلك.

1- الاستفادة من التطورات التي تشهدها الأسواق العالمية ومحاولة الاستفادة منها بدلا من اتخاذ مواقف حيادية تجاهها.

2- ضمان استمرارية النظام المالي الإسلامي ككل مع استفادة كل أجزائه مع الحفاظ في ذات الوقت على أصالته من خلال الالتزام بالضوابط الشرعية التي تقوم مسيرته.

- (1) أحمد محمد محمود نصار، "التكييف الفقهي للعقود المالية المستجدة وتطبيقاتها على نماذج التمويل الإسلامية المعاصرة"، مجموعة الاقتصاد الإسلامي العالمية، 2005، ص 4 عن الموقع: www.kantakji.org/fiqh/Files/law/takyef.doc تاريخ الاطلاع: 2011/04/10.
- (2) أحمد عبد الله بن محمد الضويحكي، "ضوابط الاجتهاد في المعاملات المالية"، بحث مقدم الى المؤتمر الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، مارس 2005، ص 33، 34.

- 3- رفع الحرج والمشقة عن المتعاملين من المسلمين الذين يتعاملون بالعقود المالية بمستجداتها الحديثة، ولكي يكون للفقهاء الإسلامي حضور قوي على الساحة الاقتصادية، حيث أن المعاملات المالية وإن كانت مقاصد القائمين بها لا تخرج عن معاني الاكتساب وطلب الرزق وتنمية المال وقضاء الحوائج الدنيوية والأخروية، إلا أن سمة وسائلها التطور والتغير بحسب المكان والزمان، والأحوال والعادات والأعراف الجارية وغيرها، وهذا ما يستدعي عدم غلق باب الاجتهاد في تكييف العقود الموجودة أو تطويرها أو إيجاد أخرى مستحدثة لما في ذلك من رفع المشقة والحرج على الناس.
- 4- إذا اعتبرنا التكييف الفقهي جزءا من الهندسة المالية، فإنه قد يكون أساسا لتطوير كثير من العقود المالية وذلك للابتعاد عما لا يجوز في الشريعة الإسلامية.
- 5- طبيعة عمل المؤسسات التي تقوم بإجراء العقود المالية، وخاصة العمل المصرفي الذي يعمل وفق نموذج الوساطة المالية بألياتها المختلفة تستوجب استحداث مستجدات ملحقه لها أو أفكار جديدة تمكنها من أن تكون قابلة للتطبيق على اعتبار أن الكثير من العقود المالية التقليدية لا يمكن للمصارف التعامل معها.

الفرع الثاني: مزايا تطبيق الهندسة المالية الإسلامية.

- إن تطبيق الهندسة المالية الإسلامية سيوفر للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية عدة مزايا أهمها(1):
- أولاً: توفير البدائل للمنتجات المالية التقليدية:** فالهندسة المالية الإسلامية هي وسيلة للإبداع والتطوير وإيجاد المنتجات الإسلامية البديلة للمنتجات التقليدية، وهذا يتطلب توافر القدرة على إيجاد المنتجات المالية البديلة لتلك التقليدية في بيئة تفتقر إلى محفزات الإبداع، بالإضافة إلى ندرة المبدعين والحاجة إلى ثقافة المؤسسات المالية الإسلامية وتفهمها للإبداع ومدى اهتمامها بعمليات البحوث والتطوير ومدى إلمام المبدعين المختصين بالمفاهيم الشرعية التي من شأنها تعزيز الإبداع الأصيل وغيرها، فهي إذن بيئة متكاملة يجب النظر إليها من خلال كل مكوناتها دون إغفال أهمية كل منها، ويكفي أن نشير أن التقارير السنوية لأكثر 12 مؤسسة مالية إسلامية في منطقة الخليج العربي لم تحمل أي إشارة تفيد أنه هناك مخصصات تنفقها تلك المؤسسات على البحوث والتطوير في الوقت الذي أنفقت فيه 09 بنوك أوروبية ما يزيد عن مليار دولار على عمليات البحث والتطوير فبالتالي فإن الهندسة المالية الإسلامية يمكن أن توفر عدة مزايا وفوائد للمؤسسات المالية الإسلامية التي تقوم بالإبداع والتطوير لتوفير بدائل للمنتجات المالية التقليدية.

(1) عثمان ظهير، "نتائج الهندسة المالية ترتبط بتفهم المصارف الإسلامية للإبداع والبحث والتطوير"، مقالة منشورة على الموقع: <http://www.isegs.com/Forum/showthread.php> تاريخ الاطلاع: 2011/04/13.

ثانياً: تجنب التقليد لمنتجات البنوك التقليدية.

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

المبحث الثاني: دور الهندسة المالية الإسلامية في إقامة سوق مالي إسلامي.

إن تزايد المؤسسات الإسلامية يجعلها دوماً بحاجة إلى تشكيلة متنوعة ومتوافقة من الأدوات والمنتجات المالية الإسلامية ذات جودة عالية تمتاز بالمصادقية الشرعية ومتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وتعتبر بديلاً شرعياً للمنتجات المالية التقليدية، وتعتبر الهندسة المالية الإسلامية ذات أهمية كبيرة في اقتصاديات دول العالم، حيث تملك دوراً بارزاً في توفير الأدوات المالية التي تعمل على نقل الأموال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز، لذلك فقد أنشأت حاجة ماسة لوجود سوق مالية مضبوطة بالشريعة الإسلامية وذات كفاءة عالية وقادرة على مواجهة المخاطر.

المطلب الأول: ضرورة إيجاد سوق مالي إسلامي.

تعد ظاهرة الأسواق المالية الإسلامية الحدث الأبرز على صعيد الساحة المصرفية العربية والإسلامية بل والدولية في ربع القرن الأخير، وذلك للفرق الجوهرية في الأساس الذي تستند عليه كل من التقليدية والإسلامية، ويمكن القول أن هذه التجربة لم تكن لتستمر لولا جهود العلماء والباحثين وتواصلهم في سبيل النهوض بالعمل المصرفي الإسلامي تحت غطاء ما سمي بالهندسة المالية الإسلامية.

الفرع الأول: مفهوم السوق المالي الإسلامي ومبادئه.

تختلف الأسواق المالية وفق المنهج الإسلامي عن نظيرتها في المنهج الربوي، فكل منهما أسس وركائز ومبادئ تختلف تماماً عن الأخرى حسب القواعد التي تبنى عليها، وبالتالي فإن مفهوم ومبادئ السوق المالية الإسلامية يمكن إيضاحها من خلال ما يأتي:

أولاً: مفهوم السوق المالي الإسلامي: لكي نحدد مفهوم السوق المالية الإسلامية الذي يعطي دلالة المعنوية والموضوعية، يتطلب الأمر منا استقراء تعاريف الباحثين فيه، فهناك عدة تعاريف لمفهوم السوق المالية الإسلامية لكن قبل ذلك تجدر الإشارة إلى فكرة إنشاء سوق مالية إسلامية أولاً.

إن فكرة إنشاء سوق مالية إسلامية في إطار الاقتصاد الإسلامي ظهرت منذ حوالي عقدين من الزمن، ولعل أول من طرح هذه الفكرة هو سامي محمود وذلك في ندوة البركة الثانية في تونس سنة 1984، حيث اقترح تداول الحصص الاستثمارية في حالات السلم والإيجار والمرابحة، وذلك لغرض الربح فيها، واقترح فكرة إنشاء شركة مساهمة تابعة لبنك البركة البحريني الإسلامي تكون مخصصة في تمويل المرابحة وتكون أسهمها قابلة للبيع والشراء وفق أسعار معلنة مسبقاً. وقد استجاب وزير التجارة والصناعة البحريني للفكرة بإصدار القرار رقم 17 لسنة 1986 الذي يسمح بتأسيس شركات مساهمة إسلامية، لتسجل البحرين بذلك فضل السبق في هذا المجال، ثم تجسدت الفكرة بعد ذلك بتأسيس شركة التوفيق للصناديق الاستثمارية في 05/01/1987، ثم شركة الأمين للأوراق المالية في 28/06/1987، حيث طرحت كل منهما أول إصدار لها سنة 1988. ولقد تواصلت النداءات بعد ذلك مطالبة بضرورة إنشاء سوق رأسمال إسلامي لتكون بمثابة سوق ثانوية مكمل للسوق الأولية التي بدأت تظهر بوادرها في إصدار عدد من البنوك الإسلامية لبعض أنواع الصكوك والشهادات، فقد جاء في توصيات المؤتمر الثالث للمصرف الإسلامي الذي عقد بدبي سنة 1985 ما يلي:

يوصي المؤتمر المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية بالتعاون لإيجاد أدوات مالية مستمدة من الشريعة الإسلامية تشكل أساساً لسوق مالية إسلامية.

ثم طرحت الفكرة أيضاً في المؤتمر الدولي الأول للبنوك الإسلامية الذي عقد في اسطنبول سنة 1986⁽¹⁾.

وقد عرفت السوق المالية الإسلامية بأنها: "سوق تقوم على الالتزام الشرعي في كل عناصر السوق، من بضاعة وحقوق للمتعاملين، وأساليب إجراء الصفقات والمعاملات دون التقيد بوجود مكان معين"⁽²⁾. وهناك من عرف السوق المالية الإسلامية بأنها: "سوق منظمة، تتعقد في أوقات دورية للتعامل الشرعي بيعاً وشراءً بمختلف الأوراق المالية". ويقصد بسوق منظمة أنها 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⁽³⁾.

وعموماً يمكن تعريف السوق المالية الإسلامية بأنها: "الحيز الذي يتم فيه تدفق الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز، وذلك بشكل مباشر أو غير مباشر عن طريق المؤسسات المالية ويكون

- (1) شوكمال عبد الكريم، براهيمى سمير، "انهيارات الأسواق المالية وحلول اقتصاد المشاركة"، مداخلة مقدمة الى المنتدى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع... ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، يومي 23-24، فيفري 2011، ص ص 11، 12.
- (2) عمر محمد عبد الحليم، "سوق المال في مصر ومدى الاستفادة من السوق المالية الإسلامية"، ورقة مقدمة لندوة السوق المالية الإسلامية: الواقع والمأمول، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، القاهرة، 2006، ص 01.
- (3) شوكمال عبد الكريم، براهيمى سمير، مرجع سبق ذكره، ص 13.

ذلك على شكل أوراق وأدوات مالية، وينظم السوق قوانين وأنظمة وتعليمات وأعراف وتقاليد ملتزمة بالشريعة بهدف حماية حقوق جميع الأطراف وتوفير المعلومات والشفافية في السوق للوصول إلى تحقيق عائد عادل لكافة المستثمرين⁽¹⁾.

من خلال التعاريف السابقة للسوق المالي الإسلامي يمكن استنتاج الخصائص التالية:

- إنها سوق لا تتعامل بأدوات الدين إنما تشجع وتحفز على تداول أدوات الملكية بشكل واسع وتستحدث من الصيغ الاستثمارية كل ما يخدم عملية التبادل الحقيقي للسلع والخدمات بما يحقق النفع العام.
- سوق خالية من الاحتكارات والمعلومات المضللة التي تؤثر سلبا على أسعار الأوراق المالية لأنها تعمل وفق شفافية عالية.
- يتم الاهتمام بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ، وتعتبر أن معيار كفاءة السوق المالية هو مدى تمويلها للمشروعات المنتجة.
- هي سوق تنعدم فيها المضاربة والإشاعات الكاذبة وذلك بسبب المنع الشرعي لكثير من المعاملات التي تعد مجالا لعمليات المضاربة.
- تعمل السوق المالية الإسلامية على مقاومة الجشع وتشجيع الربح العادل والحلال.

ثانيا: مبادئ السوق المالي الإسلامي.

اهتم الباحثون في السوق المالي الإسلامي بالأسواق المالية، وذلك من خلال استحداث أدوات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، لكي يتسنى لجمهور المتعاملين المسلمين التعامل بهذه السوق بدلا من حرمانهم من فوائدها ومميزاتها، ونعرض فيما يلي أهم مبادئ هذه الأسواق⁽²⁾:

1- الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية.

بشكل عام تدخل الإسلام بهيكل السوق حيث حرم كل عقد يؤدي إلى الربا والظلم والغرر والغبن والتدليس، وفلسفة الإسلام في ذلك شروط أساسية للمنافسة الكفاءة 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.

2- الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي.

في الأسواق المعاصرة تكثر المضاربات غير الأخلاقية من بعض المتعاملين بالسوق المالي، فيقومون بشراء الأوراق المالية وبيعها، ليس بغرض الاستثمار أو تحقيق الربح، ولكن بغرض التأثير على

(1) محمد زياد سلامة البخيت، "السوق المالي: صمام أمان لأزمات المستقبل المالية"، بحث مقدم الى المؤتمر الدولي الرابع حول الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الإدارية، جامعة الكويت، يومي 15-16 ديسمبر 2010، ص ص 06، 07.

(2) أحمد محمد محمود نصار، "الأسواق المالية الإسلامية: مبادئها وأدواتها"، مقال منشور على موقع: www.iefpedia.com تاريخ الاطلاع: 2011/03/06.

الأسعار لصالحهم، وهذا ما يؤدي إلى ظهور ميول احتكارية 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 والإيجارات وغيرها من العقود، بالإضافة إلى ذلك فإن الإسلام يحرم الاحتكار.

3- المساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية.

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

بالإضافة إلى المبادئ السابقة الذكر، نجد أن الاقتصاديين الإسلاميين أعطوا اهتماما كبيرا للقيم الأخلاقية في المعاملات المالية، على أساس أن الاقتصاد في الإسلام يقوم على العقود الشرعية الحاكمة، وهذه العقود الحاكمة تحكمها مجموعة من المبادئ والقيم الأخلاقية منها التراخي وطيب النفس، حسن النية، وبيوع الأمانة مما يثبت ذاتية هذا الاقتصاد واستقلاله ويؤكد صلاحيته لكل زمان ومكان، ويعطيه أولوية في التطبيق العملي في معاملات الناس، ومن أهم المبادئ الأخلاقية في المعاملات المالية الإسلامية حسن المطالبة وحسن القضاء والتيسير على المعسر⁽¹⁾.

الفرع الثاني: أهمية وجود سوق مالي إسلامي.

إن وجود سوق مالي إسلامي يتمتع بكافة العناصر والأوراق والأدوات الاستثمارية التي يمكن تسهيلها بشكل سريع يعد ضرورة هامة في الحديث عن الآفاق المستقبلية للعمل المالي والمصرفي الإسلامي، حيث أن توفر أدوات استثمارية شرعية لاستثمار فوائض الأموال وسد الفجوات في السوق المالية الإسلامية قد أصبح ضرورة ملحة، حيث أن أسواق المال النشطة لها دور فعال ومهم في تقليل المخاطر وتحفيز النمو الاقتصادي. وبما أن البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية لا تستطيع دخول أسواق المال التقليدية وذلك لعدم انضباطها بالضوابط الشرعية، فإن وجود سوق مالي خاص بها يصبح في غاية الأهمية، إضافة إلى أن المحاولات لإصدار صكوك إسلامية رغم نجاحها فقد واجهت معضلة غياب السوق الثانوية التي تسمح بتداول تلك الأوراق المالية⁽²⁾.

وترجع أهمية السوق المالي الإسلامي إلى أنه يمثل فرصة هامة جدا لكل مستثمر مسلم، حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته، وذلك من خلال تنويع محفظته المالية واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحا ومشروعية، كما يمثل السوق المالي الإسلامي محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال وتمويل المشروعات البناءة والناجحة مما يؤدي إلى أن السوق المالي الإسلامي

(1) محمد زيد سلامة البيخيت، مرجع سبق ذكره، ص 07.

(2) بشير عمر محمد فضل الله، "تجربة البنك الإسلامي للتنمية في دعم التنمية في الدول الإسلامية والتحديات المستقبلية التي تجابه الصناعة المصرفية الإسلامية"، مجمع الفقه الإسلامي، المملكة العربية السعودية، 11 أبريل 2006، ص 22.

بما يمكن أن يتضمنه من أدوات إسلامية متقدمة مثل عقود الخيارات والمستقبليات والعقود الآجلة بعد تطويرها بما يتفق والشرعية الإسلامية سوف يساهم في تطوير نوعية العمل المصرفي الإسلامي مما يؤدي إلى زيادة الكفاءة والعدالة وبالتالي زيادة معدلات النمو والرفاهية. إذا على المؤسسات المالية الإسلامية أن تضع في اعتبارها التطورات التي حدثت في الأسواق المالية الدولية، ففي جميع أنحاء العالم يهجر آلاف المدخرين حسابات المصارف التقليدية والسندات الحكومية ذات العائد المنخفض متجهين إلى أسواق الأسهم التي تشهد معدلات مرتفعة من النمو، وبالتالي فهذا التحدي الذي تمثله تلك التطورات للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية يقتضي منها إيجاد سوق مالية إسلامية توفر لها كل متطلبات الاستثمار الشرعي⁽¹⁾.

الفرع الثالث: دور الهندسة المالية الإسلامية في إقامة سوق مالي إسلامي.

لقد تبين لنا أنه لن توجد أسواق أوراق مالية إسلامية ما لم توجد أوراق مالية إسلامية، ولن توجد هذه الأوراق ما لم توجد مؤسسات مالية إسلامية تصدرها، وبنك مركزي إسلامي يمنح ترخيصا بإصدارها. ومن هنا يمكننا تبيان مكانة الهندسة المالية الإسلامية في إقامة السوق المالية الإسلامية وتطويرها وذلك من خلال الجوانب التالية⁽²⁾:

أولاً: تحتاج السوق المالية إلى تنوع الأوراق المالية المتداولة بها وتعددتها، ودور الهندسة المالية الإسلامية هنا هو ابتكار الأدوات التي تسهل التعاملات من جهة، كما تطور وتبتكر أوراق مالية تتوافق مع الشريعة الإسلامية وتحقق الكفاءة الاقتصادية من جهة أخرى.

ثانياً: يتطلب السوق المالي الإسلامي وجود مؤسسات مالية متطورة، ودور الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي سيكون إبداع وابتكار الطرق والعمليات التمويلية التي تضمن لهذه المؤسسات المالية القدرة التنافسية من جهة، ومن جهة أخرى ضمان تدخل فعال لهذه المؤسسات في هذه الأسواق، سواء من خلال التحوط أو إدارة المخاطر.

ثالثاً: إنشاء مؤشر مالي إسلامي.

المطلب الثاني: التكيف الشرعي للأدوات المالية التقليدية.

لقد تناولنا في الفصل الأول كل ما يتعلق بالأوراق المالية التقليدية المتمثلة في الأسهم والسندات، وقبل التطرق للأدوات المالية الإسلامية، يجدر بنا تبيان التكيف الشرعي للأسهم والسندات وموقف الشريعة الإسلامية منها.

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

(2) عبد الكريم أحمد قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإعدادها بالأدوات المالية الشرعية"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، أيام 06-08 مارس 2007، ص ص 18، 19.

الفرع الأول: التكيف الشرعي للأسهم.

يمكن التطرق إلى أهم النقاط المتعلقة بالأسهم من منظور شرعي فيما يلي⁽¹⁾:

أولاً: الإسهام في الشركات.

1- بما أن الأصل في المعاملات الحل فإن تأسيس شركة مساهمة ذات أغراض وأنشطة مشروعة أمر جائز.

2- لا خلاف في حرمة الإسهام في شركات غرضها الأساسي محرم، كالتعامل بالربا أو إنتاج المحرمات أو المتاجرة بها.

3- الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحياناً بالمحرمات، كالربا ونحوه، بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعة.

ثانياً: ضمان الإصدار.

ضمان الإصدار هو الاتفاق عند تأسيس شركة مع من يلتزم بضمان جميع الإصدار من الأسهم، أو جزء من ذلك الإصدار، وهو تعهد من الملتزم بالاكتتاب في كل ما تبقى مما لم يكتتب فيه غيره، وهذا لا مانع منه شرعاً، إذا كان تعهد الملتزم بالاكتتاب بالقيمة الاسمية بدون مقابل لقاء التعهد، ويجوز أن يحصل الملتزم على مقابل عن عمل يؤديه - غير الضمان - مثل إعداد الدراسات أو تسويق الأسهم.

ثالثاً: تقسيط سداد قيمة السهم عند الاكتتاب.

لا مانع شرعاً من أداء قسط من قيمة السهم المكتتب فيه، وتأجيل سداد بقيمة الأقساط، لأن ذلك يعتبر من الاشتراك بما عجل دفعه والاتفاق على زيادة رأس المال ولا يترتب على ذلك محذور لأن هذا يشمل جميع الأسهم، وتظل الشركة بكامل رأس مالها المعلن بالنسبة للغير، لأنه هو القدر الذي حصل العلم والرضا به من المتعاملين مع الشركة.

رابعاً: السهم لحامله.

بما أن السهم لحامله هو حصة شائعة في موجودات الشركة وان شهادة السهم هي وثيقة لإثبات هذا الاستحقاق في الحصة، فلا مانع شرعاً من إصدار أسهم في الشركة بهذه الطريقة وتداولها.

خامساً: محل العقد في بيع السهم.

إن محل المتعاقد عليه في بيع السهم هو الحصة الشائعة من أصول الشركة، وشهادة السهم عبارة عن وثيقة للحق في تلك الحصة.

سادساً: الأسهم الممتازة.

لا يجوز إصدار أسهم ممتازة لها خصائص مالية تؤدي إلى ضمان رأس المال أو ضمان قدر من

(1) قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي، المؤتمر السابع، المملكة العربية السعودية، ماي 1992، منشورة على الموقع: <http://www.islamway.com/?iw-s=Fatawa&iw-a=view&Fatawa-id>، تاريخ الاطلاع: 2011/04/30.

الربح أو تقديمها عند التصفية، أو عند توزيع الأرباح ولايجوز إعطاء بعض الأسهم خصائص تتعلق بالأموال الإجرائية أو الإدارية.

سابعاً: التعامل بالأسهم بطريقة ربوية.

لا يجوز شراء السهم بقرض ربوي يقدمه السمسار أو غيره للمشتري لقاء رهن السهم، ولا يجوز كذلك بيع سهم لا يملكه البائع لأنه من بيع ما لا يملك البائع.

ثامنا: بيع الأسهم أو رهنها.

يجوز بيع السهم أو رهنه مع مراعاة ما يقضي به نظام الشركة.

تاسعا: إصدار أسهم مع رسوم إصدار.

إن إضافة نسبة معينة من قيمة السهم لتغطية مصاريف الإصدار لا مانع منها شرعا ما دامت هذه النسبة مقدرة تقديرا مناسباً.

عاشرا: إصدار أسهم بعلاوة إصدار أو حسم (خصم) إصدار.

يجوز إصدار أسهم جديدة لزيادة رأس مال الشركة إذا أصدرت بالقيمة الحقيقية للأسهم القديمة أو بالقيمة السوقية.

الفرع الثاني: التكييف الشرعي للسندات.

إن السندات تحمل عناصر الربا، وعليه فهي غير جائزة شرعا، ولقد قام مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي بعقد العديد من الندوات كان الهدف من ورائها تبصير المفكرين بضرورة البحث عن البدائل نظرا لأهمية هذه السندات في المساق المالي، وحاجة الحكومات إليها، وقد اصدر المجمع قرارات حول هذا الموضوع منها(1):

أولا: أن السندات التي تمثل التزاما بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إليه أو نفع مشروط محرمة شرعا من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول، لأنها قروض ربوية سواء كانت الجهة المصدرة لها خاصة أو عامة ترتبط بالدولة ولا اثر لتسميتها شهادات أو صكوكا استثمارية أو ادخارية، أو تسمية الفائدة الربوية الملتزم بها ربحا أو ريعا أو عمولة أو عائدا.

ثانيا: تحرم أيضا السندات ذات الكوبون الصفري(*) باعتبارها قروضا يجري بيعها بأقل من قيمتها الاسمية، ويستفيد أصحابها من الفروق باعتبارها خصما لهذه السندات.

ثالثا: تحرم السندات ذات الجوائز باعتبارها قروضا اشترط فيها نفع أو زيادة بالنسبة لمجموع المقرضين أو لبعضهم لا على التعيين فضلا عن شبهة القمار.

(*) هي سندات ليست لها فائدة تدفع دوريا ولذلك يتم بيعها بقيمة تقل عن القيمة الاسمية ويتم استردادها بكامل قيمتها الاسمية عند حلول تاريخ استحقاقها، والتي تعادل سعر الشراء بالإضافة إلى إجمالي الفوائد المستحقة.

(1) عبد اللطيف عبد الرحيم جناحي، "الصكوك الإسلامية بدائل للسندات التقليدية"، مقالة منشورة على الموقع: <http://www.iefpedia.com/arab/>، تاريخ الاطلاع: 2011/04/29.

المطلب الثالث: مفاهيم حول الصكوك الإسلامية.

يقوم سوق الأوراق المالية بتحريك أمواله وفق آليات وأدوات مختلفة، منها ما هو قائم على الاشتراك 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. لذلك قام بايجاد بدائل شرعية لتلك السندات واعتمداها في السوق المالية الإسلامية وسميت بالصكوك الإسلامية.

الفرع الأول: مفهوم الصكوك الإسلامية وأهميتها.

من خلال تعرفنا على السندات ومعرفة خصائصها وبيان أنواعها يتبين لنا حقيقة، هي أن هذه المعاملات ما هي إلا قروض، فصاحب السند هو المقرض والمصدر له هو المقترض وذلك أن المصدر للسند يستخدم قيمته ويتصرف فيها خلال مدة السند ويكون ضامنا لها بحيث يرد لها في المدة المتفق عليها، وهذا هو القرض، إلا أن اشتراط الفائدة الزائدة على قيمة القرض تجعل هذا القرض ربويا. وعلى اعتبار أن هذا القرض يجر نفعاً فإنه يحرم إصدار جميع أنواع السندات التي تتضمن اشتراط رد المبلغ المقترض والزيادة عنه أيا كان نوعها(1).

وحسب ما جاء في الفتوى التاريخية التي أصدرها بالإجماع في المؤتمر الثاني لمجمع البحوث الإسلامية فإن إصدار السندات محرم تماما، حيث جاء في نصها التالي: "الفائدة على أنواع القروض كلها ربا محرم، لا فرق في ذلك بين ما يسمى بالقرض الاستهلاكي وما يسمى بالقرض الإنتاجي لأن نصوص الكتاب والسنة في مجموعها قاطعة بتحريم النوعين وكبير الربا في ذلك وقليله حرام"(2).

أما عن تعريف أدوات السوق المالي الإسلامي والتي رأينا حصرها في الصكوك الإسلامية على اعتبار أن الأسهم لا تختلف عن تلك التقليدية إلى في مشروعية مصدرها وكيفية تداولها فقط.

فهناك عدة تعاريف للصكوك الإسلامية.

فالسك لغة يعني "الضرب الشديد" وهو "كتاب وقيل الصك ما يكتب فيه عن المال مؤجل أو نحوه"⁽³⁾.

اصطلاحاً: "الصك عند أهل الاختصاص من القانونيين والاقتصاديين قريب من معناه اللغوي، حيث يطلق على الوثيقة التي تتضمن إثباتاً لحق من الحقوق، كما يطلق أيضاً على الكتاب الذي يكتب فيه

(1) بن الصيف محمد عدنان، ربيع المسعود، "أدوات الدين وبيدائها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية"، مداخلة مقدمة الى الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي الواقع..ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، يومي 23-24 فيفري 2011، ص 08.

(2) علي أحمد السالوس، "موسوعة القضايا الفقهية المعاصرة والاقتصاد الإسلامي"، الجزء الثاني، دار الثقافة، الدوحة، 1998، ص 153.

(3) ابن منظور، "لسان العرب"، المجلد الرابع، الجزء الثامن والعشرون، دار المعارف، القاهرة، 1981، ص 2474.

وقائع الدعوى وما يتعلق بها من الإقرارات"⁽⁴⁾.

وقد تعددت تعاريف الباحثين في النظام المالي الإسلامي لتحديد مفهوم الصكوك الإسلامية نذكر بعضها: الصك هو: "ورقة مالية ذات قيمة نقدية معينة تصدرها الشركة الإسلامية كالتزام عليها اتجاه كل من يسد لها قيمتها نقداً وتتعهد بتسديدها والوفاء بكافة حقوقها، وذلك وفقاً لما هو منصوص عليه في هذه الورقة"⁽²⁾.

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 باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس المال وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه"⁽³⁾. ومنه يمكن تعريف الصكوك على أنها عبارة عن أوراق مالية تثبت لصاحبها حقاً شائعاً في ملكية المال المراد تقليبه في مشروع تجاري من أجل الحصول على الأرباح وهي قريبة من الوحدة الاستثمارية في الصناديق الاستثمارية. فكلاهما وثيقة لإثبات تملك حاملها جزءاً من موجودات صندوق الاستثمار أو موجودات وعاء الصكوك.

أما عن أهمية الصكوك الإسلامية فتكمن في أنها تعد من أفضل وسائل التمويل الاقتصادية المتفقتة مع الشريعة الإسلامية، والتي يقصد منها تنمية الاقتصاد الإسلامي من ناحية، وتحقيق أرباح كبيرة من ناحية أخرى. فمن المعلوم أن الهيكل المؤسسي لقطاع التمويل في المشاريع الاقتصادية داخل الدولة يتكون من ثلاثة مكونات رئيسية هي: البنوك والمؤسسات المالية وأسواق النقد والمال، سلطات الإشراف والرقابة، والأدوات المالية والنقدية التي منها الصكوك. ففي الوقت الذي ساد فيه النظام الربوي في العالم واتخذت السندات كأحدى أهم الأدوات المالية والنقدية في التمويل الاقتصادي تتجلى أهمية الصكوك الإسلامية كبديل عن هذه السندات يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية في تمويل المشاريع الضخمة. بالتأكيد في إطار وجود مؤسسات مالية إسلامية وسوق مالي إسلامي تتداول فيه هذه الصكوك. فهي أداة مالية ظهرت على أيدي علماء التمويل الإسلامي كنتيجة حتمية لعمليات الابتكار والتطوير لأدوات السوق المالي تحت غطاء الهندسة المالية الإسلامية⁽⁴⁾.

(1) عبد الله بن محمد المطلق، "الصكوك"، بحث مقدم الى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقديم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، يومي 24، 25 ماي 2010، ص 02.

(2) بن الصيف محمد عدنان، ربيع المسعود، مرجع سبق ذكره، ص 09.

(3) أشرف محمد دوابية، "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية"، مقالة منشورة على الموقع: www.iefpedia.com، تاريخ

الإطلاع: 2011/02/27.

(4) عبد الله بن محمد المطلق، مرجع سبق ذكره، ص 03.

الفرع الثاني: خصائص الصكوك الإسلامية وما يفرقها عن الأدوات المالية الأخرى.

هناك عدة خصائص تمتاز بها الصكوك الإسلامية كغيرها من الأدوات المالية، ورغم أنها تتفق مع بعض الأدوات المالية في خصائص معينة، إلا أنها تختلف عنها في نفس الوقت في عدة نقاط.

أولاً: خصائص الصكوك الإسلامية: من أهم الخصائص المميزة للصكوك الإسلامية ما يلي⁽¹⁾:

- 1- يتكون رأس مال الصكوك من وحدات استثمارية متساوية القيمة، يخول لصاحبها حصة شائعة في موجودات العملية أو المشروع مضمون التمويل بنسبة ملكيته من صكوك إلى إجمالي قيمة الصكوك.
- 2- قد تكون الموجودات أعياناً أو حقوقاً معنوية أو نحو ذلك ولا يكون أغلبها نقوداً.
- 3- يتم تداول الصكوك بأي وسيلة من وسائل التداول الجائزة شرعاً ونظاماً، 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.
- 4- يتم الاتفاق بين الأطراف على تحديد عائد الصك بنسبة شائعة من الربح.
- 5- تقوم الصكوك الإسلامية على المشاركة في الغنم والغرم وذلك في حدود مساهمة حامل الصك في المشروع.

ثانياً: الفرق بين الصكوك والأوراق المالية: يمكن تبيان أوجه الشبه وأوجه الاختلاف بين الصكوك والأسهم من جهة، وبين الصكوك والسندات من جهة أخرى كما يلي⁽²⁾:

- 1- **الصكوك والأسهم:** يطلق الاقتصاديون السهم تارة على الصك، وتارة على الحصة والنصيب، وبناء عليه فالسهم يطلق على أمرين:
الحصة التي يقدمها الشريك في رأس مال شركة مساهمة.
الصك الذي يعطي للمساهم ثباتاً لحقه، لأن السهم يعطي للمساهم حقوقاً تجاه الشركة كما يترتب عليه التزامات نحوها.

وتشترك الصكوك مع الأسهم في خاصية أن كليهما يمثل حقوقاً مشاعة في موجودات متنوعة، اقتنيت بغرض الاستثمار، ومن ثم توزيع الأرباح على حاملها كما أن الموجودات تدار من جانب جهة معينة تكون مسؤولة من قبل حملة الأسهم والصكوك، وأن كلا من حاملي الأسهم والصكوك لهم الحق في بيع ما يملكون من الأسهم والصكوك إلى غيرهم متى أرادوا ذلك.

وتتميز الأسهم عن الصكوك في أن السهم يمثل في العادة ملكية مشاعة في شركة معينة، وفي أن حامل السهم له حقوق مباشرة على إدارة الشركة، فله الحق في تعيين الإدارة وعزلها، وفي إقرار الحسابات الختامية وتوزيع الأرباح؛ فضلاً عن أن السهم قد يمثل حصة على المشاع في موجودات أكثر من شركة مساهمة.

(1) أشرف محمد دوبابة، "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 07.

(2) عبد الله بن محمد المطلق، مرجع سبق ذكره، ص ص 05-07.

وأما الصك فيمثل عادة حقوقاً في موجودات متنوعة، بعضها قد يكون حقوقاً مشاعة في شركات (أسهم) وبعضها أعيان تشتغل مباشرة بمعرفة مدير الاستثمار، وعلاقة حامل الصك بمدير الصكوك تختلف عن علاقة حامل السهم بإدارة الشركة، فحامل الصك ليس له الحق في تعيين إدارة الصكوك ولا عزلها، وإن كان له الحق في بيع صكه الغير، تماماً كما يحق لحامل السهم بيعه إلى الغير.

- 2- **الصكوك والسندات:** تتفق الصكوك مع السندات في أن كلا منهما أداة تمويل لمشروع اقتصادي، إلا أنهما يختلفان من نواح عدة، فحق صاحب الصك هو حق عيني يتعلق بموجودات المشروع أو الشركة، في حين أن حق صاحب السند يمثل ديناً في ذمة الشركة التي تصدره، ولا يتعلق بموجودات عينية، فالسند شهادة يلتزم المصدر بموجبها أن يدفع لحاملها القيمة الاسمية عند الاستحقاق مع دفع فائدة متفق عليها منسوبة إلى القيمة الاسمية للسند أو ترتيب نفع مشروط، والفائدة تقدر عادة بنسبة رأس المال لا بنسبة الربح الفعلي، وقد تكون النسبة محددة ومعينة، كما أن السندات تضمن استرداد رأس المال عند إطفائها سواء ربح المشروع فعلاً أم لا، ومصدر السندات لا يجب عليه إلا رد رأس المال والفائدة المتفق عليها، وما زاد على ذلك فهو له، لا يحق لحاملي السندات المطالبة به، وهذه الأمور كلها ليست في الصكوك الإسلامية، إذ أن حامل الصك يتأثر بنتيجة أعمال المشروع ويشارك في تحمل المخاطر، فله نصيب من الغنم الذي يحققه المشروع من أرباح، وعليه جزء من الغرم الذي يتعرض له إذا خسر المشروع.

وهناك بعض الصكوك لا يتأثر فيها حامل الصك بنتيجة أعمال المشروع مثل صكوك الأعيان المؤجرة، وهي تمثل نسبة كبيرة من إصدارات الصكوك، حيث تكون موجودات الصكوك مؤجرة على المصدر، أي أن عوائد الصكوك هي الأجرة، ثم يقوم المصدر بتأجير موجودات الصكوك لا حملة الصكوك الذين ليس لهم إلا عوائد الصكوك، والتي أصبحت أيضا في ذمة مصدر الصك المستأجر بغض النظر عن ربحه أو خسارته.

كذلك فإن كثيرا من إصدارات الصكوك كصكوك المضاربة وصكوك المنافع وغيرها قد تشتمل على شرط تنازل حملة الصكوك عما زاد عن نسبة معينة، وعليه فإن حامل الصك لن يتأثر بأعمال موجودات الصكوك.

والخلاصة أن السند يمثل قرضا بفائدة، لذا فهو محرم، لما فيه من ربا القرض الذي هو نوع من ربا الجاهلية، بينما يمثل الصك حقا على الشبوع في موجودات مستثمرة يكون بعضها أعيانا وبعضها ديونا ونقودا، ويقوم على أساس قاعدة الغرم بالغنم، حيث يتم تحديد الربح والخسارة بالنسبة. ويمكن تلخيص الفرق بين الصكوك الإسلامية والأوراق المالية التقليدية في الجدول التالي:

الجدول رقم (03): الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم والسندات.

عناصر المقارنة	الصكوك	الأسهم	السندات
الطبيعة والشكل القانوني.	حصة شائعة للموجودات طبقا لمبدأ المشاركة بالربح والخسارة.	جزء من رأس مال شركة ما.	قرض ربوي بفوائد دورية.
آلية الإصدار.	الاكتتاب العام مع مراعاة الضوابط الشرعية.	الاكتتاب مغلق أو مفتوح.	الاكتتاب العام.
التداول.	قابليتها للتداول مع مراعاة حالة الموجودات باستثناء 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 دورية ومحددة سلفا.
التزامها بالضوابط الشرعية.	من شروط التعاقد التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية.	لا يوجد التزام بأحكام الشريعة وإنما يكون التزام بما يخدم المصالح.	لا يوجد التزام بأحكام الشريعة وإنما يكون التزام بما يخدم المصالح.
الإطفاء.	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 حملة الصكوك.	هو جزء من رأس مال الشركة وهذه الشركة في الغالب ليس لها تاريخ محدد للتصفية، ومنه فالسهم ليس له تاريخ استحقاق.	يمكن أن يكون كليا في نهاية مدة الإصدار، أو جزئيا بالتدرج خلال سنوات الإصدار وفق المنصوص عليه في نشرة الإصدار.

المصدر: من إعداد الطلبة.

الفرع الثالث: أهم الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية. هناك مجموعة من الضوابط الشرعية التي تحكم عملية إصدار وتداول الصكوك الإسلامية نذكر منها(1):

(1) عبد الله بن محمد المطلق، مرجع سبق ذكره، ص 15.

أولاً: أن يحكم الصك عقود الاستثمار الإسلامية كالمشاركة، السلم، الاستصناع والإجارة، ونحو ذلك من العقود التي تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

ثانياً: أن تضبط الصكوك أحكام المشاركة ومنها خلط الأموال والمشاركة في الربح والخسارة وذلك تطبيقاً لمبدأ الغنم بالغرم.

ثالثاً: أن يكون للشركة المصدرة للصكوك الإسلامية شخصية اعتبارية مستقلة عن الأشخاص المشتركين في الصكوك، وهي المسؤولة عن إدارة الصكوك.

رابعاً: يتولى إدارة هذه الصكوك الشركة المصدرة لها وذلك مقابل نسبة من العائد وفقاً لفقه المضاربة، وأحياناً قد يتفق المشاركون في الصكوك مع الشركة المصدرة (التي تقوم بالإدارة) على أن تقوم هذه الأخيرة بالإدارة نظير عقد وكالة باجر معلوم بصرف النظر عن تحقيق الأرباح ويكون ذلك مستقلاً عن عقد المضاربة.

خامساً: يجب أن ينص صراحة في نشرة الاكتتاب طريقة توزيع العائد بين المشاركين في الصكوك وبين الشركة المصدرة للصكوك، ولا يجوز تأجيل ذلك لما بعد انتهاء المشروع أو العملية الممولة من الصكوك.

سادساً: إذا حدثت خسارة بدون تقصير أو تعدي أو إهمال من الشركة المصدرة التي تقوم بالإدارة، فتكون على عاتق المشاركين في الصكوك وليس على الشركة، لأنها تكون قد خسرت جهدها.

سابعاً: لا تثبت ملكية الأرباح الموزعة الدورية تحت الحساب إلا بعد سلامة رأس المال وفقاً لمبدأ: "الربح وقاية لرأس المال" أو وفق المفهوم المحاسبي "لا ربح إلا بعد سلامة رأس المال".

المطلب الرابع: أنواع الصكوك الإسلامية.

باعتبار أن السندات الربوية محرمة شرعاً والتعامل بها من المعاملات التي نهى عنها الله ورسوله (ص)، وقد تم اقتراح الصكوك الإسلامية كبديل شرعي عنها. فهناك عدة صيغ مطروحة للتداول في السوق المالية الإسلامية. وبعد تأملها ودراستها وجد انه يمكن تقسيمها إلى ثلاثة أقسام: أوراق مالية قائمة على عقود المشاركة، أوراق مالية قائمة على عقود البيع، وأخرى قائمة على عقود الإجارة.

الفرع الأول: 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:

أولاً: صكوك المقارضة (المضاربة): قبل التطرق إلى مفهوم صكوك المقارضة أو المضاربة يجدر بنا تعريف صيغة المضاربة كأحد الصيغ التمويلية المعتمدة في البنوك الإسلامية والتي ينتج عنها هذا النوع من الصكوك. فقد عرفت بأنها: "نوع من الشركة على رأس المال من طرف، والسعي والعمل من الطرف الآخر". وتسمى كذلك القراض أو المقارضة أي من القرض أو القطع، باعتبار أن مالك المال يقطع أي يقرض للمضارب قطعة أي جزء من ماله يتصرف فيه، كما يقطع المضارب قطعة أي جزء من الأرباح التي يحققها نتيجة مضاربه بالمال من خلال ممارسة النشاط الذي يقوم به⁽¹⁾.

وتعرف المضاربة إذن بأنها: "اتفاق يتم بموجب اشتراك طرفين يسهم أحدهما بالمال ويسهم الآخر بالعمل، وتكون أرباح ممارسة عمل أو نشاط المضاربة بينهما، وحسب اتفاقهما"⁽²⁾.

1- تعريف صكوك المقارضة: صكوك المقارضة أو المضاربة هي صكوك اقترحت بديلاً عن سندات القرض بفائدة للبنك الإسلامي في الأردن وذلك سنة 1987. ولقد جاء تعريفها على أنها: "الوثائق الموحدة القيمة المحررة بها وذلك على أساس المشاركة في نتائج الأرباح الصافية"⁽³⁾.

وقد عرفها مجمع الفقه الإسلامي بأنها: "أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال المضارب بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه من أرباح وذلك بنسبة ملكية كل مستثمر"⁽⁴⁾.

2- خصائص صكوك المقارضة: تتميز صكوك المقارضة أو المضاربة بمجموعة من الخصائص يمكن إيجازها فيما يلي (5):

أ- تعتبر أداة مناسبة لاستدرار المال، وهي قائمة على تقسيم رأس المال المضارب به إلى حصص متساوية تسجل بأسماء مالكيها لتمويل مشروع استثماري معرف بوضوح في نشرة الإصدار.

ب- تمثل صكوك المقارضة حصصاً في رأس مال المضاربة، تتيح لحاملها فرصة الحصول على أرباح المشروع إن وجدت، وبصورة غير محددة مقدماً، وبحسب مساهمات حملة الصكوك المختلفة.

ج- قابلة للتداول طالما أنها تمثل محلاً لأصل معروف يعمل في نشاط معلوم غير مخالف للشرع.

3- أنواع صكوك المقارضة: يمكن أن تختلف هذه الصكوك باختلاف نوع المضاربة، فيمكن أن تكون كالتالي (6):

أ- صكوك المضاربة المطلقة: وتعني المضاربة المطلقة أي غير المقيدة ألا يتم فرض أي قيود أو محددات تحدد المضارب، إنما تترك له حرية التصرف بمال المضاربة، سواء حرية ممارسة النشاط

(1) محمود عبد الكريم أحمد إرشيد، "الشامل في معاملات وعمليات المصارف الإسلامية"، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2001، ص 41.

(2) فليح حسن خلف، "البنوك الإسلامية"، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص 225.

(3) وليد خالد يوسف الشابيبي، عبد الله يوسف الحجري، "صكوك الاستثمار الشرعية"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، أيام 15-17 ماي 2005، ص 907.

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

(5) نادية أمين محمد علي، "صكوك الاستثمار الشرعية خصائص وأنواع"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، أيام 15-17 ماي 2005، ص 988. (6) محي الدين القرعة داغي، مرجع سبق ذكره، ص 138، 139.

الذي يراه مناسباً، وللفترة التي يراها كافية لانجاز المشروع وكذا حرية التعامل مع من يمكن أن يسهم في تحقيق المصلحة العامة.

لذلك فإنه في هذا النوع من الصكوك لا يكون المستثمر مقيداً أي لا تكون صكوكه مخصصة لمشروع معين بل يخول للمضارب الحق في استثمارها في أي مشروع.

ب- صكوك المضاربة المقيدة: عكس المضاربة المطلقة فإنه في هذا النوع من المضاربة يتم وضع قيود أي محددات تحدد حرية تصرف المضارب بأموال المضاربة، كأن تحدد له فترة زمنية يؤدي خلالها المضاربة أو أن تحدد له المجالات أو النشاطات أو المناطق التي يتم استخدام مال المضاربة فيها.

وبالتالي فإن المستثمر في صكوك المضاربة المقيدة يكون مقيداً بمشروع معين، كالاستثمار في العقارات أو في مصانع لسيارات أو غيرها.

ج- صكوك المضاربة المستمرة: وهي الصكوك التي لا يستحق رأس مالها إلا بعد انتهاء المشروع، وبالطبع مع الربح وبقاء رأس ماله.

د- صكوك المضاربة المحدودة أو المستردة بالتدرج: في هذه الصكوك تحدد الجهة المصدرة لها تواريخاً بمثابة محطات يمكن لأصحابها أخذ أرباحهم إن وجدت واسترجاع قيمة صكوكهم.

وتتطوي تحت هذا النوع كل الأوراق المالية القائمة على أساس المضاربة مهما اختلف اسمها من سندات أو شهادات، نذكر بعض الأمثلة عنها وهي (4):

- شهادات الاستثمار الإسلامية: وهي شهادات استثمار مخصصة لتمويل تجارة الدول الإسلامية، قام البنك الإسلامي للتنمية بإصدارها حيث يقوم البنك بدور المضارب وله من صافي الأرباح 5% وتبقى 5% لدعم المركز المالي له، أما 90% المتبقية فهي لأصحاب الشهادات كل بنسبة ما يملك.

- شهادات ودائع الاستثمار: تصدر هذه الشهادات عن بيت التمويل الكويتي، حيث يعتبر هو المضارب وصاحب الشهادة هو رب المال، وهي تقوم على أساس عقد مضاربة مطلق أو مقيد، ويتفق على مدتها مع مشتريها بشرط ألا تقل عن سنة واحدة ويجوز تجديد مدة الشهادة بناء على رغبة صاحبها فتكون بهذا محدودة الأجل.

ثانياً: صكوك المشاركة: تعتمد صكوك المشاركة بصورة أساسية على عقد المشاركة الجائز شرعاً والتي هي عبارة عن عقد يثبت له حق شائع في شيء لمتعدد، فهي مشاركة يساهم فيها البنك الإسلامي في رأسمال شركة أو مؤسسة أو أي مشروع، مع شريك أو أكثر، عندئذ يستحق كل طرف نصيب من الربح بموجب الاتفاق الوارد في العقد⁽²⁾.

(1) بن الضيف محمد عدنان، ربيع المسعود، مرجع سبق ذكره، ص 10.

(2) وائل عربيات، "المصارف الإسلامية والمؤسسات الاقتصادية"، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص 37.

أما عن صكوك المشاركة فهي مشابهة كثيراً لصكوك المقارضة أو المضاربة ولكن الاختلاف 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⁾، وهي على نوعين هما:

1- صكوك المشاركة الدائمة: وهي تشبه كثيراً الأسهم الدائمة مع إمكانية دخول المصدر بنسبة معينة في رأس مال المشروع وطرح الباقي على شكل صكوك للاكتتاب سواء كانت الإدارة للمصدر أو لحملة الصكوك أو لطرف ثالث محدد، وتقوم مقام طرح أسهم جديدة، حيث يقوم المصدر بالتوسع أو إنشاء مشروع موازي فيقوم باعتباره شخصية معنوية بالتكفل بقسط من المال والباقي يطرح للاكتتاب⁽²⁾.

2- صكوك المشاركة المحدودة: وهي الصكوك المؤقتة بفترة زمنية محددة والتي تحدد بفترة متوسطة وتكون بانتهاء المشروع أو بانتهاء الموسم أو انتهاء الدورة الصناعية وتكون نهايتها وفقاً لإحدى الصورتين التاليتين⁽³⁾:

أ- صكوك المشاركة المستردة بالتدرج: حيث تسترد قيمة هذه الصكوك وفق أقساط دورية ويصرف لحاملها من الأرباح إن وجدت ما بقي له من رصيد لم يستحق بعد.

ب- صكوك المشاركة المستردة في نهاية المدة (المنتهية بالتمليك إلى المصدر): وهنا في نهاية المشروع يقوم المصدر بإعادة شراء هذه الصكوك من أصحابها بالسعر الحقيقي ويكون ذلك في حالة التصفية الإجبارية، مثلاً عند قيام مشروع حفر منجم ففي نهاية المشروع يقوم المصدر بإعادة تقييم الآلات والتجهيزات المستعملة وإعطاء قيمتها إلى أصحاب الصكوك في حين يمتلك هو هذه الآلات والتجهيزات.

ثالثاً: 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.

المزارعة في الاصطلاح الفقهي هي شركة بين طرفين أو أكثر، لدى أحدهما الأرض التي لا يستطيع زراعتها ويقدم الآخر الجهد والعمل والخبرة والقدرة في زراعتها، ومن ثم فإن طرفي عقد المشاركة من خلال صيغة المزارعة هما صاحب الأرض الذي يساهم بالأرض كرأس المال والمزارع الذي يساهم بجهد و يتم توزيع الناتج عن عملية المزارعة بين الطرفين⁽⁴⁾.

أما صكوك المزارعة فهي تمثل ملكية مشاعة لأرض زراعية مرتبطة بعقد مزارعة مع شركة للإنتاج الزراعي تحدد فيه حقوق والتزامات الطرفين، حيث تقوم هذه الشركة بشراء مجموعة من

(1) سليمان ناصر، "السوق المالي الإسلامي كيف يكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي"، بحث مقدم للدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، جامعة سطيف، أيام 25-28 ماي 2003، ص 11.

(2) نفس المرجع، ص 12.

(3) بن الضيف محمد عدنان، ربيع المسعود، مرجع سبق ذكره، ص 11.

(4) فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص 364.

الأراضي وتتكفل بشراء البذور معها من جهة وتجهيزها بالأدوات من جهة أخرى، ثم تطرح صكوك المزارعة بقيمة الأرض وتجهيزاتها، وتبرم الشركة اتفاقاً مع من يستصلح الأرض حيث يفرغ هذا الاتفاق في عقد مزارعة تتولى بموجبه الشركة أعمال الإدارة والمتابعة والمراقبة مقابل جزء من الربح، أما عائد مالك الصك فهو حصة من غلة، وهي تزيد وتنفص حسب الموسم الزراعي وأساليب الزراعة وأسعار السوق وعوامل أخرى عديدة، وتستعمل هذه الصكوك من أجل استصلاح الأراضي الكبيرة التي لا تستطيع إصلاحها مجموعة قليلة من الأفراد وإعمارها بالأساليب الزراعية الحديثة، ويمكن تطبيق هذا النوع من الصكوك على الأراضي التي تستصلحها الدولة أو شركة استصلاح الأراضي، وترغب بتوزيعها على الأفراد ضمن برنامج للتنمية الزراعية، فتستصلح الحكومة أرضاً مثلاً مساحتها عشرة آلاف هكتار وتتعاقد مع شركة زراعية على زراعتها بنصف ما تنتج من محصول وفي الوقت نفسه

تصدر الحكومة ألف صك أرض مزروعة كل منها يمثل عشرة هكتارات، وتبيع هذه الصكوك في السوق إلى المستثمرين فتحصل الحكومة على ثمن الأرض لتستعمله في مشروعاتها الإنمائية أو في دعم ميزاتها، وتتوزع الأرباح بحسب نتاج الأرض⁽¹⁾.

ويمكن أن تقاس أيضا عليها صكوك المساقاة إلا أن الاختلاف بين صك المزارعة وصك المساقاة يكمن في أن الأرض في هذه الأخيرة تكون مزروعة بشجر مثمر، حيث تقوم مثلا مؤسسة تمويل ما بشراء مزرعة شجر مثمر ويقسم ثمنها على حصص تصدر بها صكوكا، تباع إلى الجمهور ثم تتعاقد هذه المؤسسة مع طرف آخر لقوم بسقي الأشجار والقيام عليها بجزء مشاع معلوم من الثمر، ويمكن لهذه المؤسسة أن تكون إما شريكة في رأس المال وإما هي العامل بعد بيعها جميع الحصص أو أن تكون قائمة على المشروع مقابل أجر معلوم⁽²⁾.

الفرع الثاني: الصكوك الإسلامية القائمة على أدوات البيوع.

وفيها يكون العقد قائم بين جهة الإصدار والطرف الآخر لحملة الصكوك على عقد البيع من مزايا وسلم واستصناع وغير ذلك و هي:

أولاً: 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"⁽³⁾. وقد اقترحت صكوك السلم كبديل لأذونات الخزنة، التي تصدرها الدولة للتحكم في حجم السيولة، أو لتغطية عجز مؤقت في موازنة الدولة، وهي صكوك منبثقة من عملية قائمة على عقد سلم، حيث

(1) منذر قحف، "سندات الاستثمار المتوسطة والطويلة الأجل"، بحث مقدم للندوة الفقهية الخامسة لبيت التمويل الكويتي، أيام 02-04 نوفمبر 1998، ص 08.

(2) بن الصيف محمد عدنان، ربيع المسعود، مرجع سبق ذكره، ص 11.

(3) حسين بلعجوز، "مخاطر صيغ التمويل في البنوك الإسلامية والبنوك الكلاسيكية: دراسة مقارنة"، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 53.

تمثل هذه الصكوك ملكية جزئية من رأس مال عملية السلم، حيث يكون هنا رأس مال السلم مقسما إلى أجزاء، كل جزء يعبر عنه بصك⁽¹⁾.

إن آلية عمل هذه الصكوك تكون بأن يدفع رأس مال السلم من طرف حملة الصكوك لشراء سلعة بسعر متفق عليه، على أن تكون هناك جهة ثالثة تقوم بإعادة بيعها (وهي هنا وكيل لحملة الصكوك تكتب في الصك)، والفرق بين السعر المتفق عليه وسعر البيع هو الربح أو الخسارة لحملة الصكوك، ومن أمثلتها ما يتم بين الجمهور والدولة⁽²⁾.

ومثال عن ذلك صكوك البترول: وهي صكوك تقوم على بيع السلم المعروف، فهي تمثل كمية محددة من البترول تبيعه الدولة لحامل الصك، ويستحق تسليمه في أجل محدد، وتدفع قيمة الصك عند البيع⁽³⁾. كما يمكن للدولة استعمال السلم في أي إنتاج قومي كالقمح أو البترول أو المطاط، وغير ذلك من المعادن وغيرها، وذلك من أجل سد حاجياتها أو من امتصاص الفائض المالي.

ثانياً: صكوك الاستصناع: يعرف الاستصناع على أنه: "عقد يتعهد بموجبه شخص هو الصانع، بأن يصنع شيئاً (المصنوع) لصالح شخص آخر هو المستصنع، بناء على طلب هذا الأخير، وطبقاً للمواصفات التي يحددها، وعلى أن يقدم الصانع المواد الأولية وغيرها مما يلزم المصنوع من عنده، وذلك مقابل ثمن يؤديه المستصنع"⁽⁴⁾.

صكوك الاستصناع هي صكوك منبثقة عن عملية قائمة على عقد الاستصناع، حيث تمثل هذه الصكوك ملكية جزئية من رأس مال عملية الاستصناع، إذ يكون هنا رأس مال الاستصناع مقسم إلى أجزاء كل جزء يعبر عنه بصك، ويتم إصدار هذه الصكوك وفق آلية معينة⁽⁵⁾، ولتبسيطها نأخذ المثال التالي⁽⁶⁾:

إذا أرادت شركة بحرية (النقل البحري) زيادة أسطولها من السفن، فإنها تبرم بعقد استصناع مع من يصنع السفن، هذا الأخير الذي يحدد لها المبلغ (المادة الأولية+ الأتعاب) فتقوم هذه المؤسسة بإصدار صكوك الاستصناع التي تمثل رأس مال العملية الاككتاب لدى الجمهور، وبعد الاككتاب والحصول على الأموال اللازمة، يتم انجاز المشروع (مشروع بناء السفن) وتتعهد هي بشراء المصنوع وفق سعر متفق عليه.

ويمكن تحويل عقود الاستصناع إلى سندات ذات استحقاقات متتالية، وقد بدأ هذا النوع من المعاملات يظهر في السوق المالي الإسلامي تدريجياً خاصة في استثمارات البنوك الإسلامية طويلة

(1) وليد خالد يوسف الشابيبي، عبد الله يوسف الحجي، مرجع سبق ذكره، ص 912.

(2) بن الصيف محمد عدنان، ربيع المسعود، مرجع سبق ذكره، ص 12.

(3) نفس المرجع، ص 12.

(4) جلال وفاء البدر محمددين، "البنوك الإسلامية"، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2008، ص 100.

(5) وليد خالد يوسف الشابيبي، عبد الله يوسف الحجي، مرجع سبق ذكره، ص 913.

(6) بن الصيف محمد عدنان، ربيع المسعود، مرجع سبق ذكره، ص 12.

الأجل، وظهرت تجاربه في استثمارات البنوك الخليجية منها على وجه الخصوص(1).

ثالثاً: صكوك المرابحة: تعرف المرابحة على أنها: "بيع بزيادة ربح على الثمن الأول، وصيغ المفاعلة المشاركة، وهي هنا اشتراك البائع والمشتري في قبول الأرباح بالقدر المحدد، والمرابحة نوع من أنواع بيوع الأمانة التي يقوم فيها التبايع على أساس (رأس المال) وهو ثمن شراء السلعة (التكلفة) وهي ما قامت به السلعة على البائع"(2).

اقترحت صكوك المرابحة في ندوة البركة الثانية في تونس سنة 1984، وذلك بطلب إنشاء شركة مساهمة إسلامية، تمارس أعمال الإصدار المختلفة في صناديق المرابحة والإيجار والسلم، على أن يكون الإصدار الأول لصندوق المرابحة.

وتعرف بأنها صكوكا متساوية القيمة منبثقة من عملية قائمة على عقد المرابحة (المرابحة بأمر الشراء)، حيث تمثل هذه الصكوك ملكية جزئية من رأسمال السلعة المباعة والمرابحة، إذ يقسم رأسمال المرابحة إلى أجزاء متساوية، كل جزء يمثل حصة معبر عنها بصك، ويتم إصدارها وفقاً للآلية التالية(3):
تتقدم بالوعد بالشراء للبنك بمواصفات الشيء المراد شراؤه، فيقوم البنك بالبحث عن هذا الشيء وتحديد قيمته (قيمة شرائه) فيطرح بنك صكوك المرابحة مجموعها بقيمة هذا الشيء المراد شراؤه، فتمك هذه السلعة لأصحاب الصكوك وبعد ذلك تقوم ببيعها (حملة الصكوك ممثلين في من يوكلهم) عن طريق أقساط للواعد بالشراء وفق ربح معلوم ومحدد، والقائم على العملية يكون هو البنك الذي يأخذ ذلك أجراً من طرف حملة الصكوك لكونه وكيلاً عنهم.

الفرع الثالث: الصكوك الإسلامية القائمة على عقود الإجارة.

أولاً: تعريف صكوك الإجارة:

يعرفها البعض على أنها: "وضع موجودات دارة للدخل كضمان أو أساس مقابل إصدار صكوك تعتبر في حد ذاتها أصولاً مالية"(4).

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

ومنه فصكوك المضاربة هي صكوك متساوية القيمة منبثقة من عملية قائمة على عقد إيجار، حيث

(1) لحو بوخاري، وليد عايب، "آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وأثر الأزمة المالية على سوق الصكوك الإسلامية"، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي الواقع.. ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، يومي 23-24 فيفري 2011، ص 08

(2) سليمان ناصر، "تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية"، سلسلة بحوث منهجية مختارة، جمعية التراث، غرداية، 2002، ص

(3) بن الصيف محمد عدنان، ربيع المسعود، مرجع سبق ذكره، ص 13، 12.

(4) لحو بوخاري، وليد عايب، مرجع سبق ذكره، ص 05.

تمثل هذه الصكوك ملكية جزئية من رأس مال العين المؤجرة، إذ يقسم رأسمالها إلى حصص متساوية تعرف كل حصة باسم صك، وهي تنتج لحاملها الحصول على دخل الإيجار بمقدار المساهمة التي دفعها(1)، ولقد أقرها مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي المنعقد في دورته الخامسة عشر بمسقط (سلطنة عمان) من 14 إلى 19 محرم 1415 هـ الموافق لـ 6 إلى 11 مارس 2004(2)، حيث جاء في النقطة الثالثة من هذا القرار أنه يمكن أن تكون هذه السندات لحاملها.

ثانياً: صور صكوك الإجارة: ويمكن لصكوك الإجارة أن تتخذ صور متعددة، نذكر أهمها(3):

1- الصورة الأولى: وهي أبسط صورة لهذه الصكوك، وهي تقوم على وجود عقار مملوك لشخص واحد يحمل سندا يمثل ملكيته 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 انتقال الملكية بإجراء القيد اللازم في السجل العقاري، مع تبيان أن العين مؤجرة وإظهار موصفات المستأجر.

كما يمكن أن يكون الصك أيضا لأي عين مؤجرة، تتوفر فيها الشروط الشرعية، ويمكن أن تكون الأعيان التي يمثلها الصك شيئا واحدا نحو طائرة، أو عدة أشياء متجانسة مثل خمس طائرات، أو غير متجانسة مثل مبنى بأثاثه، وفي كل ذلك يبقى أهم ما في الأمر أن الصك يمثل ملكية أعيان حقيقية وأن الأعيان مؤجرة، وتد عاندا هو الأجرة منقوصا منها ما يترتب على المؤجر من نفقة.

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

3- 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.

4- الصورة الرابعة: وهي شبيهة بسابقتها، إلا أن الوسيط هنا يصبح قائما بالوكالة عن حملة الصكوك، وذلك بالادارة وتحصيل الأجرة وتوزيع الأرباح، وذلك مقابل أجر معلوم.

5- الصورة الخامسة: وهنا تعتمد الجهة الراغبة في استئجار العين إلى دعوة الجمهور للاكتتاب بصكوك التأجير، وينصل الاكتتاب على توكيل المستأجر شراء العين وقبضها وكالة عن أصحاب الصكوك، ثم يبرم عقد الإجارة بعد القبض بالشروط المتفق عليها في الدعوة للاكتتاب، كما يمكن أن تتم هذه العملية من القبض وعقد الإجارة تحت رقابة طرف ثالث.

(1) بن الضيف محمد عدنان، ربيع المسعود، مرجع سبق ذكره، ص 13.

(2) قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي، المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي، قرار رقم (15/3).

(3) بن الضيف محمد عدنان، ربيع المسعود، مرجع سبق ذكره، ص 13، 14.

ثالثا: أنواع صكوك الإجارة: لصكوك الإجارة ثلاثة أنواع إما أعيان مؤجرة، أو منافع مؤجرة، أو خدمات مؤجرة، نبينها كما يلي(1):

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

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

3- صكوك إجارة المنافع: وهي يمثل ملكية منافع أعيان موصوفة بالذمة مستأجرة بموجب عقد إجارة، تسلم لحامل الصك في الميعاد الضروب لاستيفاء منفعه المملوكة له، وهي تشبه السابقة، إلا أن المملوك هنا هو منفعة، كمنفعة عقار مستأجر والمملوك في النوع السابق خدمة، وهنا يملك حامل الصك استيفاء هذه المنافع في وقت محدد في المستقبل، وينتفع بائع الصك بقيمته مقابل تسليم العقار لحامل السند في المستقبل لاستيفاء منفعه، ويستطيع مالك الصك بيعه لطرف آخر فيكون بذلك مؤجرا لما استأجر.

المبحث الثالث: منتجات الهندسة المالية الإسلامية.

يؤكد الكثير من الخبراء والمحللين الاقتصاديين أن منتجات الهندسة المالية الإسلامية، تطرح نفسها بقوة وذلك لمواجهة مختلف المخاطر التي يتعرض لها النظام الرأسمالي، ويطلب الاقتصاديون بضرورة توسيع قاعدة استخدام منتجات الهندسة المالية الإسلامية من أجل التقليل من المخاطر المالية، خاصة وأن هذه المخاطر أصبحت سريعة الانتشار لعدة أسباب أهمها الترابط الموجود بين مختلف الأسواق المالية العالمية، من هنا تم تسليط الضوء على منتجات تختلف من - حيث أساس بنائها- عن المنتجات التقليدية في

نقطة جوهرية تتمثل في اعتمادها على مبادئ الشريعة الإسلامية، ولكنها تحقق فوائد ومزايا لمستخدميها لا تقل أهمية عن تلك التي تحققها منتجات الهندسة المالية التقليدية.

المطلب الأول: المشتقات المالية الإسلامية.

تبرز ضرورة الاستفادة من المشتقات المالية في النظام المالي الإسلامي في أنها تقدم أدوات فعالة لإدارة المخاطر، وستناول في هذا المطلب التكيف الشرعي لكل منتج من منتجات الهندسة المالية.

الفرع الأول: التكيف 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

(1) بن الضيف محمد عدنان، ربيع المسعود، مرجع سبق ذكره، ص ص 14، 15.

يشتمل على عاقدان، وصيغة ومحل العقد، وهو حق معنوي والتزام وليس محله أسهم أو سندات أو أعيان(1).

ومع ذلك فإن للعلماء في عقود الخيارات رأيان، الأول: التحريم والثاني الجواز، يرى بعض الباحثين في الاقتصاد 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 والتكيفات الفقهية منها(2):

أولاً: 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 مثلاً)، ويقول للبائع إذا لم أشتري منك غداً فالدنانير العشرة لك، ويعد هذا العقد ملزماً في حق البائع أي أنه لا يستطيع أن يمتنع عن تنفيذه، أما المشتري فله الخيار خلال المدة المتفق عليها.

ثانياً: عقد خيار البيع هو التزام أو ضمان كفالة: السؤال المطروح هنا هو الالتزام أو الضمان يصلح لأن يكون مادة لعقود المعاوضات؟ الأرجح من آراء الفقهاء جواز أخذ الأجرة على الالتزام أو الضمان أو الكفالة، لقوة الأدلة خاصة مع وجود معاملات مالية تبعد بالكفالة عن عقود التبرعات، ويتحقق من خلالها مصالح ومكاسب لطرفي المعاملة، وبما لا يخالف المقاصد الشرعية، وقياساً على هذا الحكم يمكن القول بجواز خيار العرض أو الدفع إذا خلا من المخالفات الشرعية الأخرى فمالك الأوراق المالية الذي يدفع العمولة مقابل أن يكون له حق البيع في الفترة المتفق عليها يقوم بحماية ممتلكاته (من الأوراق المالية) بشراء التزام من الطرف الآخر بضمان هذه الأوراق بشرائها إذا رغب الطرف الأول.

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 الاطلاع على البحوث الواردة إلى المجمع بخصوص موضوع الخيارات وبعد الاستماع إلى المناقشات التي دارت حوله تقرر أن الاختيارات التزام 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 أن عقود الخيارات- كما تجري 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 الاعتياض عنه فإنه غير جائز شرعا وبما أن هذه العقود لا تجوز ابتداء فلا يجوز تداولها.

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

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

وقد جاء عدم جواز التعامل بعقود الخيار وعدم تداولها من قبل جمهور العلماء معتمدين على الأدلة التالية(1):

إن التعامل في هذه العقود قائم على الغرر والغرر هو مجهول لو مستور العاقبة وهذا المعنى موجود في عقود الخيار، حيث أن أسعار العقد أثناء التنفيذ مجهولة بالنسبة لبائع الخيار فقد يخسر خسارة كبيرة إذا

كانت الأسعار في صالح المشتري وكذلك بالنسبة لمشتري الخيار فإذا كانت الأسعار في صالحه فانه يخسر أموال الخيار (لأنه لا يستعمله).

إن التعامل في هذه العقود قائم على القمار، والقمار هو ما يكون فاعله مترددا بين أن يغمم أو أن يغرّم وهذا المعنى موجود في عقود الخيار في الحالة التي تنتهي فيها الصفقة بالتسوية النقدية التي يكتفي فيها المتعاقدان بقبض فرق السعرين أو دفعه (الفرق بين سعر التنفيذ وسعر السوق). سواء كان غرض المتعاقدين المضاربة على فروق الأسعار أو الاحتياط ضد تقلبات الأسعار وذلك لتردد كل واحد منهم بين الغنم والغرّم، حيث يرون هذه العقود على إنها توسيع في صور القمار واستنباط طرائق جديدة تمكن من الحصول على الكسب أو تحمل الخسارة تبعاً للحظ وأن ربح أحدهما يكون على حساب خسارة الآخر وهذا ما يكون في الميسر الحرام.

انه من قبيل بيع الإنسان ما لا يملك: إذ أن بائع خيار الشراء قد لا يملك الأسهم المباعة بل انه عندما يتحقق البيع يذهب ويشتريه من السوق وربه أو خسارته من الفارق السعري بين الشراء والبيع. تعارض عقود الخيار مع قصد الشرع من إباحة خيار الشرط؛ حيث أن خيار الشرط شرع لحماية المتعاقد من التزامه بعقد تكون الرغبة فيه لم تتأكد بعد، إذن فهو لم يرد به تأكد المستقبل من تطور سعر الورقة المالية، فإذا كانت في صالحه ينفذ وإلا فلا، وإن مدة الخيار ثلاثة أيام بلياليها كما ذكر حديث الرسول (ص) "المتبايعان كل واحد منهما بالخيار على صاحبه ما لم يتفرقا إلا بيع الخيار" أما عن المدة فقد أجمعت الأمة على جواز خيار الشرط ثلاثة أيام، وهذه المدة للتأكد من الرغبة في الشراء وحيازة المبيع.

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

- أن هذا الشرط لا يفهم من صيغة العقد إذا لم يرد ذكره بالعقد.

- أن الثمن المدفوع مقابل حق الخيار إنما جرى دفعه من جانب مشتري هذا الحق على محض المراهنة على ارتفاع الأسعار أو انخفاضها في السوق أثناء فترة العقد وهذا ما ينافي مقصود العقد

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

الذي يعتبر بدوره مقصود الشرع.

تعارض عقود الخيار مع قاعدة العدل المطلوبة في المعاملات؛ حيث انه يتيح لأحد الطرفين الفرصة الواسعة لان يحقق مكاسب كبيرة على حساب الطرف الثاني وفي هذا ظلم وجور، فنتيح له الفرصة في معرفة الأسعار من خلال مدة الخيار ثم المقارنة إما التنفيذ أو عدمه.

الفرع الثاني: التكييف الشرعي للعقود المستقبلية.

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

أولاً: تأخير تسليم العوضين - الثمن والمثمن- إلى اجل محدد فهو بيع الكالئ بالكالئ المجمع على تحريمه لقول ابن القيم: "ورد النهي عن بيع الكالئ بالكالئ، والكالئ هو المؤخر الذي لم يقبض، كما لو اسلم شيئا في شيء في الذمة وكلاهما مؤخر فهذا لا يجوز بالاتفاق وهو بيع كالئ بكالئ".

ثانياً: أن السلعة محل العقد تباع قبل قبضها وهذا محرم إذا بيع بأكثر من قيمته لأنه يتضمن ربح ما لم يضمن، وقد نهى النبي (ص) عن ربح ما لم يضمن أي يقبض، ومن المعلوم أن المضارب يبيع الأصل المنمط في العقود المستقبلية إذا ضمن تحقيق ربح له من ذلك البيع.

ثالثاً: ولأن ما يجري في العقود المستقبلية هو مجرد عقد صفقات وهمية على كميات خالية من السلع المؤجلة بأسعار وأثمان مؤجلة لا يقصد بها إنتاج ولا تسليم، بل مجرد مضاربة بالأسعار ثم المحاسبة في الموعد المحدد على فرق السعر الذي يربحه احد الطرفين في حالة ارتفاع السعر أو هبوطه، وهي عملية أشبه بالمقامرة، والإسلام بهدف تحقيق المصالح الصحيحة فيفتح لها الأبواب التي تنتج نفعاً للمجتمع ويغلق أبواب المضاربة بالحظوظ التي تغري بالكسل وتقعّد الفرد عن العمل.

وربما يكون عقد الاستصناع من اقرب العقود الجائزة في الفقه الإسلامي بتأخير تسليم الثمن والمبيع في مجلس العقد، حيث جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي انه يجوز في الاستصناع تأجيل الثمن كله أو تقسيطه إلى أقساط معلومة لأجل محددة⁽²⁾.

الفرع الثالث: التكيف الشرعي للعقود الآجلة.

إذا كانت السلع طيبة مباحة، وكانت العقود تمثلها أو الأسهم المتداولة تمثل شركات مشروعة فان العقود الآجلة في هذه الحالة هي أشبه ما تكون بعقود السلم الجائزة شرعا، حيث انه هناك تشابه كبير بين عقد السلم والعقود الآجلة، فهناك عقد بيع يتفق فيه الطرفان على التعاقد على بيع بثمن معلوم يتأجل في تسليم السلعة الموصوفة في الذمة وصفا مضبوطا إلى أجل معلوم، وع ذلك فهي تختلف عن عقد السلم في عدة أمور هي⁽³⁾:

(1) كمال توفيق، "نحو سوق مالية إسلامية"، مقالة منشورة على الموقع: www.Kantakji.com ، تاريخ الاطلاع: 2011/02/10.

(2) كمال توفيق، نفس المرجع.

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

أولاً: أن المسلم فيه (السلعة) يباع قبل قبضه.

ثانياً: أن رأس المال في العقود الآجلة لا يدفع معجلاً بل يقتصر على دفع نسبة منه، فكأن البديلين فيه مؤجلان .

ثالثاً: انه لا غرض للبايع أو المشتري بالسلعة إنما غرضهما تحقيق الربح.

وقد جاء ضمن توصيات مجمع الفقه الإسلامي في شأن هذه البيوع ما يلي⁽¹⁾:

1- أن العقود الآجلة بأنواعها التي تجري على المكشوف أي على السلع والأسهم التي ليست في ملك البايع بالكيفية التي تجري في السوق المالية غير جائزة شرعا تشتمل على بيع الشخص ما لا يملك، اعتماداً على أنه سيشتريه فيما بعد ويسلمه في الموعد، وهذا منهي عنه شرعا بما صح عن الرسول (ص): "لا تبع ما ليس عندك". إضافة إلى أنه (ص) نهى أن تباع السلع حيث تبتاع حتى يحوزها التجار إلى رحالهم.

2- ليست العقود الآجلة في السوق المالية من قبيل بيع السلم الجائز في الشريعة الإسلامية وذلك للفرق بينهما من وجهتين:

أ- في السوق المالية لا يدفع الثمن في العقود الآجلة في مجلس العقد وإنما يؤجل دفع الثمن إلى موعد التصفية بينهما، بينما الثمن في بيع السلم يجب أن يدفع في مجلس العقد.

ب- في السوق المالية تباع السلعة المتعاقد عليها وهي ذمة البايع الأول وقبل أن يحوزها المشتري الأول عدة بيوعات وليس الغرض من ذلك إلا قبض أو دفع فروق الأسعار، بينما لا يجوز بيع المبيع في عقد السلم قبل قبضه.

3- إن عقود البيع وضعت شرعا لإفادة التمليك والتملك في الحال فهذا أثرها والحكمة منها. فإذا كانت الصيغة غير مؤدية لذلك كانت غير محققة لهذا المقتضى، وبالنظر إلى العقود الآجلة التي يتم إنشاؤها في أسواق البيوع يتبين أن هذه العقود لا تترتب عليها آثارها فور إنشاؤها رغم أن عقد البيع من العقود التي تفيد التمليك في الحال، حيث لا يتم عند إنشاء هذه العقود تسليم الثمن ولا المثمن وإنما تتأجل آثار العقد وأحكامه إلى يوم التصفية، لذلك كانت صيغة العقد الآجل غير مؤدية لإحداث آثاره وأحكامه التي رتبها الشرع وكانت غير محققة لهذا المقتضى.

4- على اعتبار أن البيوع التي تجرى في أسواق العقود الآجلة يتأجل فيها تسليم المبيع كما يتأجل تسليم الثمن فه من قبيل النسبية بالنسبة وبالتالي تدخل في معنى بيع الكالئ بالكالئ المنهي عنه شرعا بإجماع الفقهاء.

5- تنتهي غالبا العقود المستقبلية على الأسهم بالتسوية النقدية بين المتعاقدين وهذا قمار ظاهر إذا كان مشروطاً في العقد.

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

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

الفرع الرابع: التكيف الشرعي لعقود المبادلة.

لقد جاءت عقود المبادلات المالية على نوعين لذلك سنحاول توضيح مدى تطابق هذه العقود مع مبادئ الشريعة الإسلامية لكل نوع على حدى.

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

غير أن الذي نحن بصدد هنا ليس هذا ولا ذلك وإن كان ظاهره يشير إلى أنه عقد مصارفة لما ينطوي عليه من حصول كل من التعاقدين على احتياجاته من عملة الطرف الآخر، ولكن بإمعان النظر في هذا النوع من العقود، يلفت انتباهنا أن كلا من التعاقدين ملتزم أمام الآخر بأن يرد العملة التي حصل عليها من الطرف الآخر وهو ما لا يتحقق في عقد المصارفة والذي ينتهي فيه التزام كل طرف قبل الآخر يتقاضهما قبل أن يفترقا لما صح عن رسول الله (ص) أنه قال: "الذهب بالذهب، والفضة بالفضة، والبر بالبر، والشعير بالشعير، والتمر بالتمر والملح بالملح مثلاً بمثل، سواء بسواء، يدا بيد، فإذا اختلفت هذه الأصناف فبيعوا كيف شئتم إن كان يدا بيد"⁽¹⁾.

وبالتالي فإن بيع عملة بعملة أخرى بيعاً حلالاً وهذا لا إشكال فيه بحد ذاته إذا حصل التقايض في مجلس العقد لأنه صرف توفرت فيه شروط الحلول والتقايض، أما إذا كان غير ذلك فإنه يخرج من نطاق الجواز لما فيه من هدم لإحدى هذين الشرطين⁽²⁾.

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

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

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

(2) مبارك بن سليمان، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، الجزء الثاني، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، 2005، ص 961. وأمر آخر يقتضي تحريم هذا النوع من العقود هو اشتغالها على القمار وذلك لدخول الطرفين في العقد على أن يدفع أحدهما للآخر الفرق بين المبلغين في الأجل المحدد بحسب ما تكون عليه أسعار الفائدة في ذلك الأجل على النمو الذي سبق توضيحه فكان كل واحد من المتعاقدين إما غانماً وإما غارماً وهذه هي حقيقة القمار⁽¹⁾، إضافة إلى أن هذه العقود هي من قبيل عقود الغرر المنهي عنه شرعاً وهو عقد أجل يتأجل فيه تسليم العوضين فكان من بيع الدين بالدين أو الكالئ بالكالئ المجمع على حرمة وكذلك هو من العقود التي لا يترتب عليها شرعاً أحكامها وأثارها⁽²⁾.

المطلب الثاني: التوريق الإسلامي.

يعتبر التوريق من العمليات الحديثة التي نتجت عما سمي بالهندسة المالية ذلك أنه عبارة عن حل تم ابتكاره لتقليل المخاطر المرتبطة بأصول مالية معينة، وقد اعتمدت هذه العملية كذلك في النظام الإسلامي فكان من بين منتجات الهندسة المالية الإسلامية عمليات التصكيك للأصول المالية.

الفرع الأول: مفهوم التوريق.

تمثل عمليات التوريق للأصول المختلفة التي تتمتع بها المؤسسات المالية الإسلامية أحد الأدوات المالية الهامة قصيرة الأجل والتي يمكن الاستفادة منها على مستوى إدارة المطلوبات والموجودات بصورة مثلى.

وعليه فالتوريق أو التصكيك الإسلامي يختلف عن التوريق السالف ذكره والمتعارف عليه في الصيرفة التقليدية، ويقصد بالتصكيك هنا 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⁽³⁾.

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 طريق التوريق ولذلك يسمى التوريق من التفعيل، فالدائن في هذه المعاملة يصبح ذا نفوذ سائلة بعد أن كان مجرد صاحب دين مؤجل في ذمة الغير، وتوريق الديون تصكيكها على أساس خلق أوراق مالية قابلة للتداول ولما كان الدين هو ما ثبت في الذمة فيشمل النفود والأشياء الموصوفة في الذمة⁽⁴⁾.

(1) مبارك بن سليمان، نفس المرجع، ص ص 1104، 1105.

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

(3) عمر ياسين محمود خضيرات، "دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمة الاقتصادية والمالية المعاصرة"، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع... ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، يومي 23-24 فيفري 2011، ص 21.

(4) إبراهيم فاضل الديوب، "التوريق حقيقته، أنواعه"، مقالة منشورة على الموقع: www.kantakji.com تاريخ الاطلاع: 2011/04/27.

الفرع الثاني: أهمية التوريق الإسلامي.

إن عملية التوريق الإسلامي من الحلول العملية لتفعيل الأسواق المالية، وأداة احترازية كذلك، حيث يمكن الاستفادة منها لتطوير الأسواق المالية، وتقليل المخاطر، وبالتالي حمايتها من الأزمات، ويعتبر التوريق عملية تمويلية متطورة، أعطيت لها صيغة متماشية مع مبادئ الشريعة الإسلامية⁽¹⁾. والتوريق الذي يتم في السوق المالية الإسلامية يكون في صورة الإجارة والمشاركة والمضاربة، أما الديون فيمكن توريقها عند الإنشاء ولا تتداول، وهو ما يتم في السوق المالي الإسلامي بصكوك المرابحة، السلم والاستصناع⁽²⁾.

ونظرا لزيادة حجم التعامل بالتوريق الإسلامي، وتوسعها يوم بعد يوم، ولذلك فعلى الهيئات الشرعية للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية أن تقوم بدراسة هذه الصيغة وتطويرها، حيث تمثل عمليات التوريق الأصول التي تقوم بها المؤسسات المالية الإسلامية إحدى الأدوات المالية قصيرة الأجل الهامة، التي يمكن الاستفادة منها في سوق النقد لتوفير متطلبات السيولة، إضافة إلى إدارة المخاطر بالصورة التي تحقق أهداف هذه المؤسسات⁽³⁾.

الفرع الثالث: حكم التوريق وبديله الشرعي.

يختلف الحكم الشرعي للتوريق حسب الأصل المورق فيما إذا كان ديناً نقياً أو ديناً موصوفاً في الذمة. **أولاً: الدين النقدي:** وهذا النوع من التوريق لا يكون إلا إذا كان الدين الثابت في الذمة المؤجل نقدياً، وتوريق مثل هذا الدين هو بمثابة بيع الدين لغير من هو عليه، لأن الدائن بتوريق الصك يكون قد باعه لغير من عليه الدين بثمن معجل أجل من القيمة المدفوعة بالصك سواء تم بيعه بثمن من جنس الدين أو من غير جنسه، ففي توريق الدين بثمن معجل أقل ومن جنس الدين (أي نقدياً) يكون عبارة عن ربا الفضل وربا النسيئة، وعند توريقه بثمن من غير جنسه يكون ربا النسيئة، وبالتالي يكون توريق الدين النقدي ممنوعاً لاشتماله على الربا.

والبديل الشرعي للتوريق هو حوالة الحق، يؤيد ذلك ما جاء عن الإمام مالك حيث نهى عن بيع الرجل الحنطة يذهب إلى أجل ثم يشتري بالذهب تمراً قبل أن يقبض الذهب، بل يشتري بالذهب الذي باع منه الحنطة قبل أن يقبضه ويحيل الذي اشتري منه التمر إلى الذي باعه الحنطة بالذهب التي له عليه في ثمن التمر فلا بأس بذلك.

- (1) عبد الكريم فندوز، "الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سبق ذكره، ص 198.
- (2) خنيوة محمد الأمين، حنان علي موسى، "منتجات الهندسة المالية الإسلامية: الواقع والتحديات ومناهج التطوير"، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع... ورهانات المستقبل، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، يومي 23-24 فيفري 2011، ص 19.
- (3) محمد زياد سلامة البخيت، مرجع سبق ذكره، ص 10.

وحالة الحق هي حلول دائن محل دائن آخر بحيث يحل محله في هذا الحق ويكون بذلك دائنا جديدا للمدين، والحوالة في الشريعة الإسلامية عقد مشروع قائم بذاته وليست ببيعاً، لأنها شرعت لتكون وسيلة لتسهيل الوفاء بالديون والالتزامات، ويشترط فيها بعض الفقهاء رضا جميع الأطراف وقيام المصدر بإعلام المدين بالحوالة⁽¹⁾.

ثانياً: 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 صكوك المضاربة والتي سبق الإشارة لها. وإذا كان صك المضاربة أو السهم يمثل حصة شائعة من وعاء المضاربة، ونظراً لأن وعاء المضاربة قد يكون خليطاً من سلع عينية وديون مرابحات فإنه لكل حالة من هذه الحالات حكماً شرعياً 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 انطوائه على شيء من الغرر أو شبهة الربا.

الحالة الثالثة: إذا كان وعاء المضاربة خليطاً من سلع عينية وديون مرابحات مؤجلة، ونظراً لأنه قد تكون السلع أكثر من ديون المرابحات المؤجلة أو العكس 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 ما لا يفقر في غيرها.

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

وإذا كان توريق الدين النقدي الثابت في الذمة المؤجل ممنوعاً فيمكن سلوك طريق حوالة الحق الذي سبق وأن تكلمنا عن جوارحه.

ثالثاً: بديل آخر: إذا كان على المؤسسة ديون في ذمتها للغير وترغب في عدم وفائها بالتزامها نقداً لعدم توافر السيولة لذلك أو غيرها من الأسباب الأخرى يمكنها تتبع أحد الطرق التالية⁽³⁾:

1- تحويل تلك الديون إلى أسهم خاصة عندما تقوم بإصدار جديد ضمن ما تتيحه لوائحها وأنظمتها فتصبح تلك الديون عبارة عن أسهم يمتلكها الدائنون وتمثل حصصاً من موجودات تلك المؤسسة

(1) إبراهيم فاضل ديو، مرجع سبق ذكره، ص 09.

(2) نفس المرجع، ص 10.

(3) خنيوة محمد الأمين، حنان علي موسوي، مرجع سبق ذكره، ص ص 19، 20.

ويسري عليها ما يسري على بقية أسهم الشركة.

2- إذا كانت الشركة أو المؤسسة المالية تمتلك سلفاً ممتلكات عينية كالسيارات أو آلات أو غيرها وتريد التملص منها ومن كلفة تخزينها وصيانتها، فيمكن عرضها على الدائنين لمبادلتها بديونهم التي هي على ذمة المؤسسة، ومن ثم ستحقق المؤسسة فائدتين، التخلص من مخزون سلعي يمثل عبئاً مالياً وكلفة دائمة على المؤسسة مع الوفاء بالدين وسقوط الالتزام عن ذمتها.

3- إصدار سندات ملكية لأعيان مؤجرة لتشجيع الدائنين على مبادلة ديونهم مقابل تلك السنوات وهي تختلف عن سندات الملكية العادية، وإنما عين مملوكة مؤجرة تدر عائداً محددًا معروفاً.

الفرع الرابع: الفرق بين التورق والتوريق.

بما أننا بصدد الحديث عن التوريق الإسلامي، تجدر الإشارة إلى الفرق بينه وبين مصطلح آخر وهو التورق.

حيث يعرف التورق على أنه: "أن يشتري أحدهم سلعة بثمن مؤجل، ثم يبيعها نقدا بثمن أقل ليحصل على النقد"⁽¹⁾ وبذلك فإن باعها إلى نفس بائعها الأول فهي العينة (الممنوعة شرعا) أما إن باعها إلى طرف ثالث فهي التورق، وبذلك فالتورق فيه نوع من الخطورة لقربه في الإجراءات من بيع العينة المحرم، مع اختلافه جوهريا عنه، وهذا يتطلب دقة متناهية في تنفيذه.

وبناء أعلى ما سبق يتضح أن ثمة فرق بين التورق والتوريق نوجزه فيما يلي⁽²⁾:

أولاً: التورق هو شراء سلعة بالأجل وقيام المشتري بإعادة بيعها إلى طرف ثالث نقدا (غير البائع

الأول) بهدف الحصول على النقد.

ثانياً: التوريق يتحقق من خلال قيام بنك أو مؤسسة مالية بتحويل ملكية الأصول المالية التي لديها إلى طرف آخر بهدف الحصول على سيولة.

وبذلك فالتورق يختلف عن التورق من حيث طبيعة العملية وكيفية القيام بها، إلا أن كلا منهما يهدف إلى توفير السيولة.

المطلب الثالث: المؤشرات المالية الإسلامية (مثال داو جونز لأسواق المال الإسلامية).

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

(1) رحيب حسين، علاوي عبد الفتاح، "التوريق: آلية لتجاوز الأزمات في المؤسسات المالية الإسلامية"، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، الجامعة الإسلامية الأمير عبد القادر، قسنطينة، يومي 6-7 أبريل 2009، ص 06.

(2) نفس المرجع، ص 07.

الفرع الأول: مفهوم المؤشر وتاريخ المؤشرات الإسلامية.

قبل التعرف على المؤشرات في سوق الأسهم الإسلامية يجدر بنا التعرف على مفهوم المؤشر بصفة عامة.

أولاً: مفهوم المؤشر: يعرف المؤشر على أنه: "قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطة أو أرقام قياسية تصلح لعمليات المقارنة والملاحظة والتتبع والقياس للتغيرات الزمنية أو التغيرات المقطعية بين المنشآت والصناعات والأسواق والأقاليم ودول العالم في مستوى زمني معين، والحاصلة في سوق رأس المال وبشكل رسمي سوق الأسهم سواء كانت السوق منظمة أو غير منظمة"⁽¹⁾.

كما يعرف أيضا بأنه: "عبارة عن أرقام إحصائية تصف حركة الأسهم المكونة لها في سوق ما أو جزء من السوق"⁽²⁾.

من خلال التعريفين السابقين نستنتج أن المؤشر يعكس لنا:

1-حالة سوق الأسهم.

2-حالة سوق الأسهم لصناعة معينة (قطاع معين).

3-حالة سوق الأسهم لإقليم معين.

وتتمثل أهمية المؤشر أو إيجابياته أنه:

- يلخص أداء السوق الإجمالي.

- يساعد في تلخيص حركة النشاط الاقتصادي.

- يمكن المستثمرين من مقارنة أداء مؤشر سوق المال المحلي بمؤشرات أسواق المال العالمية.

ثانياً: تاريخ نشأة المؤشرات الإسلامية: يعود ظهور وانتشار المؤشرات في الأسواق العالمية إلى نهاية القرن العشرين بإصدار داو جونز للسوق الإسلامية في تاريخ 9 فيفري 1999 وذلك في المنامة - البحرين- إذ يتكون مؤشر داو جونز من 600 شركة عالمية تستجيب لمعتقدات المسلمين وليست من الدول الإسلامية فقط ولكن من 30 دولة من العالم بما فيها الولايات المتحدة الأمريكية وتم اختيارها من 2700

سهم شركة التي تدخل في مؤشرات داو جونز العالمية، والبلد الإسلامي الوحيد الذي يضمه هذا المؤشر هو اندونيسيا وتشرف عليه لجنة شرعية تسمى بالمجلس الاستشاري الشرعي لداو جونز المكون من 06 علماء شريعة واقتصاد إسلامي من الدول (سوريا، باكستان، البحرين، المملكة العربية السعودية، ماليزيا، الولايات المتحدة الأمريكية)⁽³⁾.

(1) محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق بورصات"، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2005، ص 298.
 (2) حنان إبراهيم النجار، "آلية بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية ومتطلباته في أسواق المال العالمية"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وأفاق المستقبل، جامعة الإمارات العربية المتحدة، الإمارات، أيام 15-17 ماي 2005، ص 1374.
 (3) نفس المرجع، ص 1374.

ومن أهم العوامل التي ساهمت أيضا في ظهور المؤشرات الإسلامية ما يلي⁽¹⁾:

- 1- الانتشار الجغرافي للمستثمرين المسلمين من ذوي الدخل المتوسط الذين يعيشون في الغرب.
- 2- ظهور وانتشار البنوك الإسلامية وكذلك المؤسسات التي تقدم خدمات التمويل والاستثمار الإسلامي.
- 3- انتشار صناديق الاستثمار الإسلامية لتلبية حاجات الطلب المتزايد على التمويل والاستثمار الإسلامي، ليس في البلاد الإسلامية وحدها بل وغير الإسلامية أيضا، أدى إلى ظهور الحاجة إلى المؤشرات الإسلامية كمرجعية لتقييم أداء هذه الصناديق.
- 4- وهناك سبب آخر هو تنامي ثروة النفط وتزايد الطلب على الاستثمارات الملائمة في منطقة الخليج، إضافة إلى قدرة عدد كبير من المنتجات التي تجتذب مستثمرين مسلمين وغير مسلمين على المنافسة.

الفرع الثاني: أهم العوامل التي ساهمت في ظهور وانتشار المؤشرات المالية الإسلامية.

لقد ظهرت المؤشرات الإسلامية نتيجة لمجموعة من العوامل نذكر منها ما يلي:

أولاً: الاتجاه الأول: يدخل ضمن ظاهرة ما يسمى بالمسؤولية الاجتماعية للاستثمار، حيث ظهرت العديد من صناديق الاستثمار التي تتجنب بعض فئات من الأسهم إلا أنها حاليا لم تعد تكفي لتلبية احتياجات أصحاب العقائد، حيث يواجه المسلمون مثلا قواعد صارمة بشأن الديون التي هي لست من متطلبات المسؤولية الاجتماعية، كما أن كثيرا من المسيحيين المحافظين يرفضون وضع أموالهم في صناديق لا تستثمر وفقا للمسؤولية الاجتماعي وبرغم أن مجالات الاستثمار تبعا للتوجهات العقائدية ظاهرة عامة في كل الديانات، إلا أن الاستثمار الإسلامي كان أسرع تلك المحاولات في تلبية احتياجاته، وكثير من الصناديق والمؤشرات الإسلامية تناسب رغبة المسيحيين وأصحاب العقائد الأخرى وخاصة المحافظين منهم الذين يرفضون الاستثمار فيما يسمى بأسهم الخطيئة⁽²⁾.

ثانياً: الاتجاه الثاني: تزايد اهتمام المستثمرين بربط أصولهم بالمؤشرات بدلا من الاعتماد كليا على استراتيجيات الإدارة النشطة لأموالهم، فقد تزايدت أصول صناديق المعاشات التي ترتبط بمؤشرات الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية بنسبة 30% فيما بين عامي 1998-1999، ومع وجود أكثر من 102 بليون مسلم في العالم، وتزايد الطلب على الخدمات المالية الإسلامية حيث ساهمت المواقع الإسلامية في إظهار حجم الطلب عليها مما أدى إلى انتشار موجة التمويل الإسلامية لتحقيق الأرباح والغنائم المحتملة من تلبية هذا الطلب، وقد بلغ تقدير خبراء الخدمات المالية للسوق المالي الإسلامي في عام 2000 حوالي 100 بليون دولار تنمو بمعدل 15% سنويا⁽³⁾.

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

(3) حنان إبراهيم النجار، مرجع سبق ذكره، ص 1376.

(2) نفس المرجع، ص 1377.

الفرع الثالث: أنواع المؤشرات المالية الإسلامية.

لقد عمل المهندسون الماليون على تطوير المؤشرات المالية بما يتوافق مع الشريعة الإسلامية وتتمثل في:

أولاً: مؤشر داو جونز للسوق الإسلامي.

في 09 فيفري 1999 أعلن في المنامة (البحرين) عن إطلاق مؤشر جديد للمسلمين الذين يجدون صعوبة في الدخول إلى عالم المال الذي يعطي الأولوية للربح، حيث يأمل داو جونز وشركاؤه أن يجعلوا مهمتهم أقل صعوبة.

يتكون مؤشر داو جونز للسوق الإسلامي من 600 شركة عالمية تستجيب لمعتقدات المسلمين، ولم تكن هذه الشركات المكونة للمؤشر من الدول الإسلامية فقط ولكن من 30 دولة حول العالم بما فيها الولايات المتحدة الأمريكية، وتم اختيار هذه الشركات على أساس 2700 سهم للشركات التي تدخل في مؤشرات داو جونز العالمية، واستبعدت الشركات التي لا تستجيب لمعتقدات المسلمين، أي لا تتفق مع قوانين الشريعة الإسلامية، وتعمل الشركات التي يقيس أداؤها مؤشر داو جونز الإسلامي في الأنشطة الحلال ولا تستثمر أموالها في الصناعات المحرمة كالخمور والتبغ والصناعات التي تدخل في منتجاتها لحوم الخنزير، ولا البنوك، وتلك التي تقوم بصناعة السلاح، ويساند المؤشر هيئة شرعية من علماء مسلمين من سوريا، باكستان، السعودية، البحرين والولايات المتحدة، ويضم مؤشر داو جونز الإسلامي ما يقرب من 50 مؤشر، منها مؤشر داو جونز للسوق الإسلامي الموسع، الذي يغطي كل المناطق الرئيسية في العالم، قطاعات الشركات القائدة، مجموعة المؤشرات العالمي، مجموعة الشركات العملاقة القائدة، المجموعة الصناعية، مجموعة الولايات المتحدة، مجموعة أوروبا والاتحاد الأوروبي، مجموعة أسيا والباسيفيك ومجموعات خاصة بدول أخرى تشمل كندا والمملكة المتحدة واليابان⁽¹⁾.

ومن أهم مؤشرات داو جونز لسوق الأسهم الإسلامي في الدول الإسلامية، مؤشر داو جونز لسوق الأسهم التركي الإسلامي الذي تم الإعلان عنه في 28 سبتمبر 2004، وتمثل تركيا أرضية شراكة جيدة متطورة ضمن الدول الناشئة وبصفة خاصة المستثمرين المسلمين، حيث يدخل في المؤشر أكثر من 60 مؤشرا إسلاميا في الدول العربية والإسلامية، ويتبع مؤشر داو جونز لدول أوروبا الناشئة التي يتم تداولها في سوق اسطنبول، ويتم حساب مؤشر داو جونز لسوق الأسهم التركي الإسلامي بالليرة التركية⁽²⁾.

ثانياً: مؤشرات بورصة فاينانشيال تايمز الإسلامية العالمية.

صممت بورصة فاينانشيال تايمز البريطانية في 13 جويلية 2000 مؤشرها الإسلامي العالمي لتتبع أداء شركاتها القائدة التي تتوافق أنشطتها مع مبادئ الشريعة الإسلامية في التداول في الأسواق المالية

(1) هاشم جبر، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول حول الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، فلسطين، ماي 2005، ص 13.
(2) حنان إبراهيم النجار، مرجع سبق ذكره، ص 1379.

العالمية، ويتم حساب هذه المؤشرات على الأساس الإقليمي، وهي إضافة لمؤشرات فاينانشيال تايمز العالمية لكل الشركات الكبرى، وتوجد خمسة مؤشرات من مؤشرات فاينانشيال تايمز الإسلامية وهي المؤشر الإسلامي لكل العالم، المؤشر الإسلامي لأمريكا، المؤشر الإسلامي لأوروبا، المؤشر الإسلامي لآسيا والباسيفيك والمؤشر الإسلامي لجنوب إفريقيا، وتعطي هذه المؤشرات الخمسة 29 دولة من أسواق المال العالمية، وتستعين مؤشرات فاينانشيال تايمز الإسلامية بمجلس للإشراف التشريعي يضم أربعة من العلماء في الشريعة الإسلامية⁽¹⁾.

الفرع الثالث: أهمية مؤشر داو جونز.

تبدو أهمية هذا المؤشر الإسلامي وغيره من المؤشرات المالية الإسلامية في انه⁽²⁾:

أولاً: أنه يخدم القطاعات الأخرى في أسواق المال الإسلامية، فعلى سبيل المثال كانت هناك مشكلة عند تقييم الصناديق الإسلامية، تتمثل في لجوء من يديرونها إلى استعمال معايير قياس مشتقة من عدة مؤشرات لقياس الأداء الداخلي بهم، وبالتالي يتسبب هنا في عدم وجود نمط موحد وأساس سليم وموضوعي، لذلك فاستخدام هنا المؤشر المالي الإسلامي يخدم الأغراض المالية للصناديق الاستثمارية، ويتماشى مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

ثانياً: أصبح عدد صناديق الاستثمار بمؤشر داو جونز الإسلامي يصل إلى 100 صندوق، يبلغ إجمالي قيمتها المالية نحو 40 مليار دولار، والجدير بالذكر أن المؤشر الآن تستخدمه حوالي 28 ألف شركة على مستوى العالم لتعرف به أداء الأسواق المالية الإسلامية والعالمية، ويستخدم في 48 دولة على مستوى

العالم، كما يؤدي وجود المؤشر إلى اجتذاب جزء من الأموال العربية المستثمرة في الخارج، ليتم استثمارها داخل المنطقة العربية بشكل صناديق استثمارية أو من خلال المشاركة في الشركات التي تدرج ضمن المؤشر.

ثالثاً: يعطي المؤشر أيضاً ميزة لنظام الاستثمار المالي الإسلامي عبر الإنترنت، إذ سيكون بمثابة الحل الأمثل للمؤسسات المالية والبنوك الإسلامية، حيث سيجعل لها ميزة تنافسية، لان وجود مؤشر سوف ينشط من تلك الاستثمارات، إذ سيتيح النظام الجديد لهذه المؤسسات إمكانية الاستجابة للطلبات المتزايدة لعملائها على الاستثمارات المالية الإسلامية، وذلك من خلال ما يقدمه النظام من فرصة كبيرة للدخول إلى كبريات أسواق المال العالمية وتقديم خدماتها الاستثمارية لقاعدة عملائها. **رابعاً:** يمكن المؤشر الإسلامي من تكوين محفظة تتمتع بالسيولة ومقاومة للركود، وتتمتع بالحماية ضد التضخم، بينما تؤمن توفير عائدات مجزية في السوق مقابل رسوم إدارة مخفضة.

خامساً: المؤشر مصمم بحيث يلبي متطلبات الأدوات الاستثمارية، مثل صناديق الاستثمار.

(1) حنان إبراهيم النجار، نفس المرجع، ص 1382.

(2) عبد الكريم قندوز، مداني احمد، "الأزمة المالية واستراتيجيات تطوير المنتجات المالية الإسلامية"، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية: النموذج المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي خميس مليانة، عين الدفلة، يومي 5-6 ماي 2009، ص ص 12، 13.

المطلب الرابع: أهمية منتجات الهندسة المالية الإسلامية في تقليل المخاطر

تتعدد استخدامات الهندسة المالية الإسلامية في مجال إدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية، وعموماً لا يمكن الإقرار بوجود منهج واضح لإدارة المخاطر بهذه المؤسسات لكن هناك بعض الاستخدامات التي يطورها الباحثون والعاملون في مجال الصيرفة والتمويل الإسلامي لإدارة المخاطر.

الفرع الأول: إدارة المخاطر والتحوط منها باستخدام عقود مسماة في الفقه الإسلامي.

تحتوي عقود التمويل الإسلامية أساليب لإدارة المخاطر يمكن أن تمثل هندسة مالية إسلامية إذا تم استخدامها بطريقة تتواءم مع التطورات التي تعرفها المعاملات المالية، نذكر منها على سبيل المثال ما يلي:

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

1- قد لا تتوفر جميع الاحتياجات.

2- قد لا تتوفر السيولة لشراء الاحتياجات حالاً.

3- هناك تكاليف إضافية يتحملها المشتري مثل تكلفة الفرصة البديلة.

ثانياً: بيع السلم. وهنا يتم شراء الاحتياجات المستقبلية ولكن بثمن حال، وبالتالي يحقق بيع السلم التحوط المطلوب لتثبيت ثمن الشراء المستقبلي، ولكن فقط لمن يستطيع أن يقوم بسد حاجة البائع للتمويل، وعموماً يعتبر عقد السلم صيغة لمعالجة مخاطر الأسعار، فعند بيع ورقة مالية مثلاً، فإن البائع ينقل المخاطرة إلى من هو أقدر على التعامل معها(2).

فبيع السلم إذن يتكون من العناصر التالية(3):

1- **المسلم:** وهو المشتري أو الممول؛ بحيث يحصل على السلعة التي يريد المتاجرة بها في الوقت الذي يريده، فتشغل بها ذمة البائع، الذي يجب عليه الوفاء بما التزم به، كما أن المصرف يستفيد من رخص السعر، إذ أن بيع السلم أرخص من بيع الحاضر غالباً.

2- **المسلم إليه:** وهو البائع أو المستفيد من التمويل، حيث يحصل عاجلاً على ما يريده من مال مقابل التزامه بالوفاء بالمسلم فيه أجلاً، فهو يستفيد من ذلك بتغطية حاجياته الحالية.

3- **المسلم فيه:** وهو المبيع أو السلعة أو الإنتاج المستقبلي.

4- **رأس مال المسلم:** وهو الثمن أو مقدار التمويل.

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

(2) نفس المرجع، ص 68.

(3) ربح حسين، سلطاني محمد رشدي، "نماذج من التمويل الإسلامي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: المضاربة، السلم والاستصناع"، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، يومي 21-22 نوفمبر 2006، ص ص 13، 14.

وللمزيد من الإيضاح يمكن إبراز الخطوات العملية لبيع السلم كما يلي(1):

الخطوة الأولى: عقد بيع السلم.

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

الخطوة الثانية: تسليم السلعة في الأجل المحدد.

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

الخطوة الثالثة: عقد البيع.

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

ثالثاً: البيع مع استثناء المنفعة.

وهي من ابسط أدوات الحماية من المخاطر، فإذا أراد المستثمر الحصول على عائد من عقار مثلاً وتحديد المخاطر السوقية أو الطبيعية فيمكنه بيع عقار بثمن مؤجل مع استثناء منافع العقار مدة العقد، سواء كانت المنافع تتعلق بوحدات سكنية أو تجارية واستثناء هذه المنافع يعني أن المستثمر لا يزال يمكنه أن يؤجر هذه الوحدات والحصول على الأجرة دون التعرض لمخاطر أصل العقار(2).

الفرع الثاني: المشتقات المالية الإسلامية ودورها في تقليل المخاطر.

يمكن استخدام عقود المشتقات المالية في إدارة المخاطر، شرط أن تكون السوق المالية التي تتداول ضمنها هذه العقود سوقاً مالية إسلامية على النحو التالي(3):

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

بالنسبة لطالب الشراء: فانه يحجر عدداً من الأسهم لدى المؤسسة خلال فترة معينة، بحيث يتمكن من شراء هذه الأسهم في الوقت الذي يختاره من هذه الفترة بالسعر المتفق عليه مهما بلغ السعر وقت التنفيذ، ويكون طالب الشراء أمام خيار، فإذا ارتفع سعر الأسهم فمن مصلحته أن يقوم بالشراء، لأنه سيدفع السعر المتفق عليه منذ البداية والذي هو أقل من السعر الحالي، أما إذا انخفض سعر الأسهم فليس من مصلحة طالب الشراء تنفيذ طلبه، وفي هذه الحالة تنحصر خسارته في العمولة فقط، أما

(1) ربح حسين، سلطاني محمد رشدي، مرجع سبق ذكره، ص 14.

(2) عبد الكريم احمد قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سبق ذكره، ص 207.

(3) كمال توفيق حطاب، مرجع سبق ذكره، ص ص 25، 26.

بالنسبة للمؤسسة فإنها سوف تلتزم بالبيع في حالة ارتفاع سعر الأسهم مهما بلغ الارتفاع، أو أنها ستلتزم عميلاً كان قد التزم بنفسه بالشراء، وفي هذه الحالة فإن هذا العميل سوف تلحق به الخسارة لأنه سوف يبيع بأقل من السعر الحقيقي ولكن لا ينبغي أن ننسى أن هذا العميل كان قد اشترى هذه الأسهم بسعر أقل من السعر الحالي غالباً، وبالتالي ليس هناك خسارة، أما إذا كانت المؤسسة هي التي التزمت بالبيع فإنها ستقوم بتعويض الخسارة من العمولات التي تتقاضاها عن خيارات الشراء والدفع وغيرها.

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

أما في حالة خيار البيع (الدفع): فيكون لمالك الأسهم الحق بالبيع إن شاء مقابل عمولة يدفعها للمؤسسة ملتزمة بالشراء إذا رغب البائع خلال الفترة المتفق عليها مهما بلغ سعر الأسهم، وتكون المؤسسة ملتزمة بالشراء بنفسها بإيجاد مشتريين مقابل أجر أو عمولة فهي تتلقى طلبات الشراء وتقوم بمقابلتها بطلبات

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

الفرع الثالث: المنتجات المالية المركبة كأداة لتقليل المخاطر.

قبل التطرق إلى المنتجات المركبة يجدر بنا التعرف على المخاطر التي من الممكن أن تتعرض لها هذه الأخيرة باعتبار تمثل موجودات تحتوي على خليط من النقود والديون والأعيان والمنافع، ونظرا لآلية إصدارها القائمة على صيغ التمويل الإسلامية فإنها تتعرض للمخاطر التي تتعرض لها هذه الصيغ.

أولاً: مخاطر الصكوك الإسلامية: من خلال النظر إلى مصادر المخاطر بصفة عامة نجد أن الصكوك الإسلامية تتعرض للعديد من المخاطر الكلية، والتي يتمثل مصدرها فيما يلي⁽¹⁾:

1- مخاطر الائتمان: ترجع هذه النوعية من المخاطر إلى عدم وفاء العميل بالتزاماته التعاقدية كاملة وفي مواعيدها، سواء بعدم وفائه بالتزامات العمل المستند إليه بالنسبة لاستثمارات صكوك المشاركة والمضاربة والمزارعة والمساقاة والمغارسة والاستصناع، أو عدم رغبته في استلام السلعة المشتراة ورجوعه عن وعده في استثمارات صكوك المرابحة، أو عدم رغبته في استلام السلعة المستهدفة في استثمارات صكوك الاستصناع، أو تأخير أو عدم سداد ما عليه من التزامات بالنسبة لاستثمارات صكوك المرابحة والإجارة، أو عدم الالتزام بتوريد السلع المتفق عليها وصفا وزمانا بالنسبة لاستثمارات صكوك السلم، وبالتالي فإن هذه المخاطر كلها تقع على عاتق المؤسسة المصدرة لتلك الصكوك مما يؤثر سلبا على عوائدها.

(1) اشرف محمد دواية، مرجع سبق ذكره، ص ص 13-15.

2- مخاطر سوق الأصول الحقيقية: وهذه المخاطر مرتبطة بطبيعة الصكوك الإسلامية من حيث كونها تمثل حصصا شائعة في ملكية أصول، ونظرا لان الأصول الحقيقية من سلع وخدمات تباع في الأسواق فإنها قد تتعرض للنقص في قيمتها بفعل عوامل العرض والطلب أو السياسات الاقتصادية والحكومية مما سيؤدي حتما إلى التأثير على قيمة وعوائد تلك الصكوك.

3- مخاطر سوق المال: ويمكن تصنيف تلك المخاطر وفقا لما يلي:

أ- مخاطر سعر الصرف: كما عرفنا سابقا هي مخاطر تنتج عن التقلبات في سعر الصرف في المعاملات الأجلة، وتظهر هذه المخاطر عند إصدار الصكوك بعملة معينة واستثمار حصيلتها بعملات أخرى.

أو إذا كانت المؤسسة المصدرة للصكوك تحتفظ بمواقع مفتوحة تجاه بعض العملات الأجنبية أو التزامات الدفع خاصة في عمليات المرابحات.

ب- مخاطر سعر الفائدة: لا تتأثر الصكوك الإسلامية مباشرة بأسعار الفائدة لكونها لا تتعامل بها إلا أنها قد تتأثر بها إذا اتخذت سعرا مرجعيا في التمويل بالمرابحة، كما أن سعر الفائدة يقوم عليه النظام المصرفي التقليدي في غالبية الدول الإسلامية فإنه بلا شك سيؤثر على الصكوك الإسلامية خاصة إذا لم يكن للوازع الديني دور في توجيه المستثمرين.

ج- مخاطر أسعار الأوراق المالية: وتنشأ هذه المخاطر نتيجة تقلبات أسعار الأوراق المالية في أسواق رأس المال، سواء كانت هذه التقلبات بفعل عوامل حقيقية أو عوامل مصطنعة وغير أخلاقية كالإشاعات والاحتكار والمقامرة والبيع والشراء الصوري... وهو ما يؤثر على القيمة السوقية للصكوك.

د- مخاطر التشغيل: وهي احتمالية الخسائر التي قد تنشأ عن فشل أو عدم كفاية كل من العمليات الداخلية والأنظمة والعاملين وأحداث خارجية وذلك بسبب الاختلاس، التزوير، تزييف العملات فتؤثر هذه المخاطر على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية وذلك من خلال عدم توافر الكفاءة الإدارية للقيام بمهام الوكالة عن الملاك وتحقيق الأرباح والمحافظة على المركز التنافسي للصكوك ونحو ذلك، أو من خلال صورية أو ضعف الرقابة الشرعية مما يؤثر سلبا في ثقة المتعاملين بسمعة المنشأة.

ثانيا: المنتجات المالية المركبة:

1- تعريف العقود المالية المركبة:

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

(4) علي الرواحنة، جمانة الشديقات، "أثر العقود المركبة - المضاربة والمرابحة - في التمويل المصرفي الإسلامي والمحافظة على رأس المال من التآكل"، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الأول صبح مبتكرة للتمويل المصرفي الإسلامي، كلية الشريعة، جامعة آل البيت، يومي 5-6 أفريل 2001، ص 02.

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 أنه يمكن أن نشير إلى الضوابط الشرعية التي توصل إنشاءها:
أ- أن لا يكون أحد العقدين مخالفا لنص شرعي.

ب- أن لا يكون حيلة ربوية.

ج- أن لا يكون ذريعة إلى الربا.

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

هـ- أن تحتفظ تلك العقود باستقلاليتها وإن اجتمعت في اتفاقية واحدة، ولا بد أن تحتفظ باستقلالها العقدي ولا تترج بعضها البعض مزجا نهائيا، أي أن استخدام عقد معين مع عقد آخر يجب أن لا يؤثر على طبيعة أي منهما.

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

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

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

- يخصص الوكيل مبلغا من المال، مثلا مليون دينار، للبيع بالتقسيط، ويخصص لمصرف مليونين لنفس الغرض، ويفتح بهما حساب مشترك لدى البنك، ويستخدم هذا الحساب لتمويل السيارات المباعة بالتقسيط.

- يتولى الوكيل إجراءات البيع ونقل الملكية وما يتعلق بها، والتأكد من جودة السيارة المباعة وخلوها من العيوب، بينما يتولى البنك متابعة الأقساط ومراقبة نشاط المدين لدى المصرف.

- الأرباح التي يجنيها هذا الحساب المشترك توزع بين الوكيل والبنك بالاتفاق.

(1) علي الرواحنة، جمانة الشديقات، نفس المرجع، ص ص 3-5.

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

ج- نموذج سندات الإجارة الموصوفة في الذمة: سندات الإجارة هي نوع مبتكر من السندات الإسلامية وهي جمع بين السند كأداة مالية وعقد الإجارة وعقد السلم، وآليتها أن تكون هناك خدمة موصوفة في الذمة مثل التعليم الجامعي مثلا، بحيث يكون الوصف تفضيلا ولا يدع مجالاً للخلاف كأن يكون تعليم طالب

جامعي، تتوفر فيه شروط معينة، ويحدد له مساق دراسي معلوم بزمته ومدته ووصفه بعد ذلك تقوم الجامعة وهي مقدمة خدمة التعليم الجامعي لإصدار سندات خدمة موصوفة في الذمة تمثل تعليم طالب في الجامعة على أن تقدم هذه الخدمة الموصوفة في الذمة بعد عشر سنوات مثلاً، ويمثل السند حصة ساعية واحدة، ولحامل هذا السند الحق في الحصول على الخدمة الموصوفة في الذمة مقابل ما يدفعه الآن من ثمن السند الذي يمثل ملكيته للمنفعة وهذا ما يحقق ميزة الكفاءة في تعبئة المدخرات وميزة التخصيص الكفء للموارد، وتحقيق السيولة والربحية والضمان لكافة أطراف العلاقة بشكل كفء، وهو ما تهدف إليه الهندسة المالية الإسلامية.

المبحث الرابع: التجربة الماليزية في مجال الهندسة المالية الإسلامية.

تعتبر التجربة الماليزية جديرة بالتأمل خصوصاً وأنها تتميز بكثير من الدروس التي من الممكن أن تأخذ بها الدول النامية عامة والإسلامية منها على وجه الخصوص كي تنهض من كبوة التخلف حيث أن تجربة ماليزيا في مجال الهندسة المالية الإسلامية انتقلت إلى مدى بعيد مع مبادئ وأسس الاقتصاد الإسلامي وإذ لم يتم الإعلان صراحة عن هذا الانتماء. إضافة إلى أنها الوحيدة التي عبرت الحدود إلى أسواق مالية خارجية، وسنعالج هذه التجربة من خلال التطرق إلى اقتصادها وبداية أسلمته ثم التعرض إلى السوق المالي الإسلامي الماليزي وأهم منتجات الهندسة المالية بها ثم تقييم هذه التجربة.

المطلب الأول: نظرة على الاقتصاد الماليزي.

لقد تحولت في السنوات القليلة الماضية أنظار العالم إلى جنوب شرق آسيا إلى المعجزة الآسيوية التي تحققت على أيدي النمر الآسيوية في كافة المجالات بما فيها القطاع المالي حيث فرضت نفسها في الأسواق العالمية، ومن بين فريق النمر برزت التجربة التي حولت الأنظار من منطقة الخليج إلى جنوب شرق آسيا بالتحديد ماليزيا، وسنحاول هنا أن نلقي نظرة على ماليزيا واقتصادها وبالتحديد بداية أسلمة نظامها المالي.

الفرع الأول: معطيات عامة على ماليزيا.

تقع ماليزيا في وسط جنوب شرق آسيا قريبة من خط الاستواء، بين خطي عرض 1-7 شمالاً، وتتكون من منطقتين هما شبه الجزيرة الملايوية وهي متصلة بقارة آسيا، وسراوك وصباح وهما ضمن جزيرة برينو، يحد ماليزيا شمالاً تايلندا ون الجنوب ترتبط مع سنغفورة عبر جسر يمر فوق مضيق جوهور، ومن الشرق تطل على بحر جنوب الصين ومن الغرب مضيق مالاكا الذي يفصلها عن جزيرة سومطرة الأندونيسية⁽¹⁾.

أما المعطيات العامة والاقتصادية بماليزيا يمكن تخليصها في الجدول التالي:

(1) بن الضيف محمد عدنان، مرجع سبق ذكره، ص 171.

الجدول رقم (04): أهم المعطيات العامة والاقتصادية لماليزيا.

ماليزيا	الاسم الرسمي	معلومات عامة
كوالالمبور	العاصمة	
ملكية دستورية	نظام الحكم	
السلطان ميزان زين العابدين	الملك	
329,758 كلم ²	المساحة	
الإسلام، حيث يقدر عدد المسلمين 55% من السكان، وينص الدستور على أن ملك الدولة يجب أن يكون مسلماً.	دين الدولة	
رنجيت، رمزها RM	العملة	
- في شبه جزيرة ماليزيا: المطاط، زيت النخيل، تصنيع وتجهيز الصناعات التحويلية، صناعات الالكترونيات، التعدين قطع الأشجار، تجهيز الأخشاب. - في الصباح، الزراعة، زيت النخيل، السياحة، إنتاج النفط، قطع الأشجار. - في سراواك: تكرير النفط، قطع الأشجار.	الصناعات الرئيسية	معلومات اقتصادية
الولايات المتحدة الأمريكية، سنغافورة، اليابان، هونغ كونغ بالإضافة إلى ألمانيا، كوريا الجنوبية.	الشركاء الرئيسيون	
القصدير 35% من الإنتاج العالمي	أهم المعادن	

المصدر: بن الضيف محمد عدنان، مرجع سبق ذكره، ص 171، 172

الفرع الثاني: بداية أسلمة النظام المالي الماليزي.

في إطار الإيمان بأهمية الثنائية عند تشجيع القوانين و سنن الأنظمة، وجدت فكرة أسلمة النظام الاقتصادي وأسلمة المصارف والمؤسسات المالية التقليدية طريقها في ماليزيا، وبالرجوع إلى الدراسات الموثقة لتاريخ بروز الاهتمام بهذه الفكرة نجد أن جذورها في الساحة الاقتصادية الماليزية تعود إلى ستينيات القرن العشرين، حيث بدأ الحديث عن البنوك الإسلامية في ماليزيا سنة 1963 عندما بدأ الماليزيون المسلمون يهتمون بعمل آلية تقوم بادخار المال لتمكينهم من الحج حيث قاموا بتأسيس منظمة اسمها (تابون حجي) تهتم بادخار المال والاستثمار في طريق تتوافق مع الشريعة الإسلامية لا تدخل فيها الفوائد التي يتم الحصول عليها من البنوك التقليدية، واعتبارا لما شهده صندوق الحج هذا من نمو وإقبال منقطع النظير فقد نجم عن ذلك ارتفاع سريع في عدد المودعين وفي حجم الودائع فبعد أن كان حجم الودائع في الصندوق عند تأسيسه يقدر بحوالي 12 مليون رينجيت، فإنه أصبح نهاية السبعينيات يقدر بحوالي 338 مليون رينجيت، أما عدد الموردين فقد كان يقدر عند تأسيسه حوالي 38 ألف مودع وأصبح عددهم نهاية السبعينيات يقدر بحوالي 536 ألف مودع⁽¹⁾.

وبعد نجاح هذا النموذج للادخار الإسلامي رأى بعض المفكرين الاقتصاديين الإسلاميين في ماليزيا أهمية حث الدولة على التفكير الجاد في تأسيس بنوك ومؤسسات مالية إسلامية، وبعدها بدأ الاهتمام الحكومي بعمل بنوك إسلامية مستقلة، ترجم ذلك في عام 1981 بتأسيس هيئة عامة تتكون من عشرين خبير مصرفي لدراسة إمكانية عمل بنوك إسلامية في ماليزيا، وكانت النتائج ايجابية أي أنه يجب عمل قانون مستقل لعمل البنوك الإسلامية، وبناء على ذلك فقد تم إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي وبدأ سريانه في 1983/03/07، وتأسس بموجبه أول بنك إسلامي ماليزي هو بنك إسلام ماليزيا والذي استمر فيما بعد طيلة السنوات العشر الموالية يمثل محور العمل المصرفي الإسلامي بماليزيا، وبعد الأداء المشجع لبنك إسلام رسمت الحكومة الماليزية هدفها في أن تكون ماليزيا من أهم المراكز العالمية للصيرفة الإسلامية، فقامت الحكومة سنة 1993 بالسماح للبنوك التقليدية بفتح نوافذ إسلامية وفق اشتراطات معينة وفي عام 1999 تم تأسيس ثاني بنك إسلامي تحت اسم "بنك المعاملات"، وبعد هذه الفترة تم السماح بإعطاء رخص للبنوك الإسلامية الأجنبية بالعمل في ماليزيا فبدأ بنك الراجحي السعودي، وبنك التمويل الكويتي وغيرها من البنوك في فتح فروع والعمل في ماليزيا(2).

الفرع الثالث: واقع الصيرفة الإسلامية بماليزيا.

مما لا شك فيه أن التطور الذي حققته التجربة الماليزية في العمل المصرفي الإسلامي ما هو إلا ثمرة من ثمار التطور العام الذي حققته ماليزيا في العديد من المجالات، فقد أصبح النظام المالي الإسلامي النموذج الأمثل للاقتصاد الإسلامي المتطور، وقد ساعده على هذا التنامي الاقتصادي الكبير وجوده في بيئة تتصف بالمزيد من الحرية والتنافس وذلك تماشيا مع الاندماج المتزايد بين النظام المالي الإسلامي الماليزي والساحة المالية الإسلامية العالمية.

لذلك فإن التجربة الماليزية الخاص بالبنوك الإسلامية والأدوات المالية المستخدمة في أسواق المال في تطور مستمر من حيث الهياكل التنظيمية التي نجدها مكتملة في ماليزيا مقارنة بالدول الأخرى، وكل ذلك قد تحقق من خلال الخبرات والمهارات التي اكتسبها الماليزيون في مجال البنوك الإسلامية وأسواق المال الإسلامية، وظهر ذلك بشكل واضح خلال السنوات الأخيرة، حيث تضاعف عدد البنوك الإسلامية بها من بنكين فقط سنة 1999 إلى 9 بنوك إسلامية سنة 2006، وهو ما يشير بوضوح إلى النهضة التي تعرفها الصناعة المالية الإسلامية في ماليزيا، في المقابل قد تراجع عدد البنوك التقليدية (الربوية) بشكل كبير، فبعد أن كانت 25 بنك تجاري سنة 1998 انخفضت إلى 8 بنوك سنة 2006،

(1) عبد الكريم احمد قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سبق ذكره، ص ص 268، 269.

(2) سليمان عبد الله ناصر، "المصارف الإسلامية في اليمن تجربة ماليزيا ومقارنتها بالتجربة اليمنية"، مقالة منشورة على الموقع: <http://www.newsymen.net/printn.asp?Sub>، تاريخ الاطلاع: 2011/04/22.

ونفس الشيء بالنسبة لشركات التمويل التي لم يعد لها وجود منذ عام 2006، ويمكن تفسير ذلك بفترة الأزمة الآسيوية المالية التي نتج عنها إفلاس الكثير منها، بحيث أدى ذلك إلى زعزعة ثقة الأفراد في هذه البنوك وتوجههم نحو البنوك الإسلامية.

هذا وقد عرفت الفروع الإسلامية زيادة ملحوظة خلال السنوات الأخيرة فبعد أن كانت 80 فرع سنة 1998 هي الآن تتجاوز 130 فرع، وهو ما يؤكد قدرة البنوك الإسلامية على مواجهة الأزمات، بالإضافة إلى زيادة النوافذ الإسلامية وتوجه البنوك التقليدية إلى العمل المصرفي الإسلامي بعد إدراكها لأهميته ونجاحه(1).

المطلب الثاني: سوق رأس المال في ماليزيا.

قبل أن نتطرق إلى أهم منتجات الهندسة المالية الإسلامية في ماليزيا، يجدر بنا أولاً التعرف على سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، بالإضافة إلى أهم المراحل التي مر بها في تطوره التاريخي، هذا إلى جانب دراسة البورصة الماليزية للمشتقات والعقود المتداولة فيها.

الفرع الأول: سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.

إن إقامة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا هي خطوة من أهم الخطوات التي قامت بها الحكومة الماليزية لإصلاح سوق رأس المال المحلي.

أولاً: مفهوم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا: عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي على أنه: "السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسطة وطويلة الأجل، المتوافقة تماماً مع أحكام الشريعة الإسلامية، وخالية من الأنشطة المحرمة شرعاً كالتعامل بالربا والمقامرة، وبيع الغرر وغيرها"⁽²⁾.

وبعبارة أخرى هي: "السوق التي تتم النشاطات فيها بطريقة لا تتعارض مع مبادئ الإسلام، وهذا ما يمثل تأكيد الغرم والنية على استسقاء صفاتها من الشريعة الإسلامية، أين تكون السوق حرة أو خالية من جميع النشاطات والعناصر المحرمة"⁽³⁾.

من خلال هذين التعريفين نستنتج أن سوق رأس المال الإسلامي هو سوق تتوفر فيه فرص لتمويل الأنشطة المختلفة، ويعمل على تجميع الموارد المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، فهو يقوم بـ:

- 1- توفير فرص استثمارية متوافقة مع الشريعة الإسلامية.
- 2- توفير الأدوات المالية المتوافقة مع البعد الشرعي والقانوني.

(1) مهداوي هند وآخرون، "واقع وأفاق السوق المالية الإسلامية: دراسة تجارب لبعض البلدان الإسلامية والغربية"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السنوي الأول حول الاقتصاد الإسلامي الواقع. ورهانات المستقبل، كلية العلوم الاقتصادية التجارة وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، يومي 23-24 فيفري 2011، ص ص 07، 08.

(2) نبيل خليل طه سمور، "سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق: دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، مذكرة ماجستير في إدارة الاعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007، ص 99.

(3) بن الضيف محمد عدنان، مرجع سبق ذكره، ص 178.

1- تنمية وتعزيز قدرات الاقتصاد الماليزي.

2- العمليات والخدمات المقدمة خالية من أي محظور شرعي.

ثانياً: التطور التاريخي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا: إن التطور الحقيقي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا يعود إلى أوائل التسعينيات من القرن الماضي عندما قامت شركة "Shell MDS Bnd" بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي عام 1990م، تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واتساعه، ومع بداية تأسيس سوق رأس المال الإسلامي ظهرت تساؤلات كثيرة من قبل المتعاملين لا سيما المستثمرين المسلمين، والشركات الخاصة عن مدى التزام السوق بأحكام الشريعة الإسلامية، مما دفع وزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية الماليزية إلى تشكيل لجنة لدراسة الأنشطة والمعاملات في هذا السوق بصورة معمقة، ومن الخطوات الجوهرية التي قامت بها هذه الهيئة هي تشكيل قسم سوق رأس مال إسلامي في عام 1994، بالإضافة إلى اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية في أواخر 1994، وبعد عام تحولت إلى اللجنة الاستشارية الشرعية، وأصبحت مسؤوليتها أوسع وأشمل، وفي 17 أبريل 1999، تم وضع مؤشر لحركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية، وأطلق عليه مؤشر الشريعة⁽¹⁾.

وتعد هذه التطورات الايجابية خطوة جوهرية في بناء وتنظيم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

ثالثاً: هيئة الرقابة ودورها الشرعي: إن الحديث عن سوق مالي إسلامي يدفعها إلى البحث عن الجهات المختصة والمسؤولة على المحافظة على شرعية مختلف الأدوات والمعاملات في هذه السوق، ويمكن توضيح ذلك فيما يلي⁽²⁾:

- 1- **هيئة الأوراق المالية الماليزية:** إن 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 1 مارس 1993، بموجب قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية لعام 1993، ومن أهدافها:
 - أ- تأكيد حماية مناسبة للمستثمرين.
 - ب- تطوير النظام وجعله مرناً.
 - ج- تشجيع المنافسة بين وسطاء السوق.

(1) نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص ص 101، 100.

(2) بن الضيف محمد عدنان، مرجع سبق ذكره، ص ص 183، 182.

د- تعزيز شفافية السوق.

هـ- دعم وحدة السوق.

2- الرقابة الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

الرقابة الشرعية من الوظائف التي ظهرت مع ظهور قسم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لهيئة الأوراق المالية الماليزية، لأن بعض الأنشطة في هذه السوق تحتاج إلى الاجتهاد لذلك كانت الحاجة داعية لإيجاد هذه الرقابة.

وفي التجربة الماليزية فإن الرقابة الشرعية تنتسب إلى اللجنة الاستشارية الشرعية وهي عبارة عن أهم الأجهزة المستحدثة في هيئة الأوراق المالية الماليزية لمساعدتها في تحقيق أهدافها في بناء مكونات سوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا، وهي الأساس الذي يعتمد عليه العديد من مشاركي السوق لا سيما المستثمرين المسلمين، لمعرفة مدى التزام سوق رأس المال الإسلامي بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، كما أنها تعد إحدى السمات الأساسية المميزة لسوق رأس المال الإسلامية عن السوق التقليدية في ماليزيا.

الفرع الثاني: البورصة الماليزية للمشتقات المالية.

تجدر الإشارة هنا إلى أننا في إطار دراسة الهندسة المالية الإسلامية في ماليزيا، لذلك لا يمكننا التطرق إلى تطور النظام المالي الماليزي وسوق رأس المال الإسلامي، دون التعريف بالبورصة الماليزية للمشتقات المحدودة، ويمكن إبراز أهم المراحل التي مرت بها كما يلي⁽¹⁾:

أولاً: إن البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة هي البورصة التي يتم فيها تداول أدوات المشتقات، وتشتق قيمة هذه الأدوات من قيم الأصول الاستثمارية كالأسهم أو السلع في البورصة الماليزية المحدودة، وقد بدأت سوق المشتقات في ماليزيا بتأسيس بورصة كوالالمبور للسلع سنة 1980، وأول عقود المستقبلية المتداولة في هذه البورصة في ذلك الوقت هي عقود المستقبلية لزيت النخيل الخام، وبعد ذلك تم تداول عقود المستقبلية للمطاط في عام 1983، وعقود المستقبلية الثانية للمطاط في عام 1986، وعقود المستقبلية للتصدير في عام 1987، وعقود المستقبلية للكافور في عام 1988، وعقود المستقبلية لزيت نواة النخيل الخام في عام 1992، ولكن عقود المستقبلية لزيت النخيل الخام هي عقود المستقبلية النشطة في البورصة ويستمر التداول بها في بورصة المشتقات حتى الآن.

ثانياً: إن بورصة كوالالمبور للسلع لها القدرة على الأداء في التداول بعقود المستقبلية المالية ولكن هناك الحاجة إلى تأسيس شركة تابعة لهذه البورصة لأن التداول في المستقبلية المالية يخضع لسلطة مختلفة، ولذلك أسست في 19 أوت 1992 الشركة التابعة لبورصة كوالالمبور للسلع والمملوكة لها بالكامل مع دعم من الحكومة، وصارت تسمى بورصة كوالالمبور للمستقبلية المحدودة، وسميت بعد

(1) نورليامت سعيد جعفر، "سوق المشتقات الماليزية (تقدير اقتصادي وشرعي)"، مذكرة ماجستير في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، أربد، 2007، ص ص 34-36.

ذلك بالبورصة النقدية الماليزية في منتصف عام 1995، وفي 7 ماي 1996، وافق وزير المالية على إقامة البورصة النقدية الماليزية وعملها كبورصة المستقبلية والخيارات، وبعد ذلك في 9 نوفمبر 1998، تمت إعادة تسمية بورصة كوالالمبور للسلع لتصبح البورصة الماليزية للسلع والنقد في استعداد للاندماج مع البورصة النقدية الماليزية وتم الاندماج في 7 ديسمبر 1998.

ثالثاً: ومن ثم تمت الدراسة من قبل صندوق النقد الدولي للبنك المركزي الماليزي في عام 1990 وتدل هذه الدراسة على ضرورة وجود بعض الصيغ لإدارة المخاطر المالية في مواجهة التقلبات الحالية في الأسواق المالية، وهذه الدراسة تؤدي إلى إصلاح النظام في تقديم المشتقات المالية في ماليزيا لأول مرة وهي التي تسمى ببورصة كوالالمبور للخيارات والمستقبلية المالية، واعتبرت هذه البورصة كبورصة الخيارات والمستقبلية في 11 ديسمبر 1995 ومع ذلك تم التداول بعقود المستقبلية لمؤشر الأسهم لأول مرة في 15 ديسمبر 1995 وبعقود الخيارات لمؤشر الأسهم في 1 ديسمبر 2000.

رابعاً: وبعد تقييم الخطة الرئيسية لسوق رأس المال من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزي اندمجت بورصة كوالالمبور للخيارات والمستقبلية المالية مع البورصة الماليزية للسلع والنقد سنة 2001، لكي تصبح بورصة المشتقات الجديدة وصارت تسمى البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة.

خامسا: وفي 5 جانفي 2004 أصبحت بورصة كوالالمبور للأسهم الشركة المسيطرة على البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة، وفي 20 أبريل 2004 تمت إعادة تسمية البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة لكي تصبح بورصة المشتقات الماليزية المحدودة، وتم إعادة تسمية بورصة كوالالمبور للأسهم وتصبح البورصة الماليزية المحدودة.

الفرع الثالث: المشتقات المتداولة في بورصة ماليزيا.

إن العقود المتداولة في بورصة المشتقات المالية الماليزية تنقسم إلى قسمين هما عقود المستقبلات وعقود الخيارات، ويمكن إيضاحها كما يلي⁽¹⁾:

أولا: العقود المستقبلية: إن عقود المستقبلات المتداولة في بورصة المشتقات الماليزية تنقسم إلى ثلاثة أقسام وهي:

1- عقود المستقبلات السلع: هناك نوعان من عقود المستقبلات للسلع المتداولة في بورصة المشتقات الماليزية وهي:

أ- عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام: حيث تعتبر ماليزيا من أكبر الدول المنتجة لزيت النخيل الخام والمصدرة له أيضا حيث تساهم بـ 49% من الإنتاج العالمي و58% من الصادرات العالمية أما عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام المتداولة في البورصة الماليزية للمشتقات هي العقود الوحيدة في العالم، وتعرف على أنها عقود المشتقات بين المشتري والبائع في ترتيب تسليم زيت النخيل الخام في

(1) نورليامت سعيد جعفر، مرجع سبق ذكره، ص 46، 47.

وقت مستقبلي يحدد مسبقا وبسعر يحدد مسبقا أيضا، وأسعار هذه العقود محددة بالعرض والطلب في السوق، وتعتبر عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام هي أول العقود المستقبلية المتداولة في ماليزيا حيث بدأ التعامل بها أكتوبر 1980.

ب- عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام: لقد طرحت هذه العقود للتداول لأول مرة في فيفري 2004، وهي تلك العقود التي تسمح للبائع بتسليم زيت نواة النخيل في المستقبل وتسمح للمشتري في استلامه أيضا في المستقبل، وتتمثل هذه العقود بعقود المستقبلات لزيت النخيل الخام من حيث أنها قابلة للتسليم.

2- عقود مستقبلات الملكية: إن عقود المستقبلات الملكية المتداولة في بورصة المشتقات الماليزية هي عقود المستقبلات لمؤشر كوالالمبور المركب وقد طرحت في ديسمبر 1995، وتتداول هذه العقود في البورصة الماليزية للمشتقات مستندة إلى كوالالمبور المركب الذي يمثل سوق الأسهم الماليزية ككل، وعقود المستقبلات لمؤشر كوالالمبور المركب هي عقود المشتقات التي تسمح للبائع في التسليم والمشتري في استلام مجموعة الأسهم في المستقبل، ولكن لا يوجد تسليم حقيقي في هذه العقود في تاريخ الانتهاء لأن تسوية هذه العقود تتم بواسطة التسوية النقدية.

1- عقود المستقبلات المالية: تنقسم عقود المستقبلات المالية المتداولة في بورصة المشتقات الماليزية إلى:

أ- عقود المستقبلات للأوراق المالية الحكومية: إن الأوراق المالية الحكومية الماليزية هي الأوراق المالية ذات دخل ثابت متداولة في سوق السندات وقد أصدرت لتمويل المشاريع الحكومية التموينية طويلة الأجل ولها مدة استحقاق متوسطة وطويلة الأجل، أما عقود المستقبلات للأوراق المالية الحكومية الماليزية هي العقود التي يتم إبرامها لتسليم واستلام الأوراق المالية الحكومية الماليزية في المستقبل وفي تاريخ الاستحقاق تسدد هذه العقود على أساس التسوية النقدية وهناك ثلاث أنواع من عقود المستقبلات للأوراق المالية الحكومية حسب مدتها وهي:

- عقود المستقبلات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة ثلاث سنوات طرحت لأول مرة في سبتمبر 2003.

- عقود المستقبلات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة خمس سنوات طرحت في مارس 2002.

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

ب- عقود المستقبلات لمعدل الاقتراض بين بنوك كوالالمبور: تتمثل الأداة الأصلية لعقود المستقبلات لمعدل الاقتراض بين بنوك في الوديعة بين البنوك وهي النقود المملوكة لمؤسسة بين البنوك المصدقة التي تودع في المؤسسة المصدقة الأخرى، ومعدل الاقتراض بين بنوك كوالالمبور هو سعر الفائدة على الأموال قصيرة الأجل التي توضع في سوق المال بين البنوك.

أما عقود المستقبلات لمعدل الافتراض بين بنوك كوالالمبور فقد بدأ التداول بها في ماي 2004، والعقد مستند إلى الوديعة بين البنوك لمدة ثلاثة أشهر في سوق المال بين بنوك كوالالمبور وتكون القيمة الرئيسية له هي 1 مليون رينجيت ماليزي.

إن المستخدمين الأساسيين لهذه العقود هم: البنوك التجارية وبيت الخصم وشركة الرهن الوطنية والشركات المالية وشركات التأمين.

ثانياً: عقود الخيارات: يوجد هناك نوع واحد لعقود الخيارات المتداولة في البورصة الماليزية للمستندات المحدودة وهي عقود الخيارات لمؤشر كوالالمبور المركب، والتي طرحت لأول مرة في ديسمبر 2000. وتعرف على أنها العقود التي تعطي لصاحبها الحق في شراء أو بيع الأصل - في هذه الحالة الأسهم- ومن أمثلة هذه العقود نجد عقد الخيار لشراء مؤشر كوالالمبور المركب الذي يعطي للمشتري الحق في شراء المؤشر عند سعر تنفيذ معين، إذ ينفذ عقده في شراء مؤشر كوالالمبور المركب عندما يكون سعر التنفيذ مثلاً في مستوى 1120 ون ويستلم الفرق في النقد بين سعر التنفيذ ومستوى المؤشر عند تاريخ التنفيذ، ومن هنا يكون قد حاول تقليل مخاطر تغير مستوى المؤشر من خلال التحوط بشراء خيار الشراء لهذا المؤشر.

المطلب الثالث: الصكوك كأهم منتج إسلامي في ماليزيا.

من خلال هذا المطلب سنتعرف على الصكوك الإسلامية، كأحد أهم منتجات الهندسة المالية الإسلامية في ماليزيا، محاولين بذلك دراسة كل نوع من أنواع هذه الصكوك على حدى، حيث تنقسم هذه الصكوك من حيث نوع العقد إلى عقود المدائيات وعقود المشاركة، ومن حيث جهة الإصدار إلى صكوك مصدرية من طرف الشركات وأخرى من طرف الحكومة.

الفرع الأول: أنواع الصكوك.

تصنف الصكوك من حيث نوع العقد إلى:

أولاً: الصكوك الإسلامية "عقود المدائيات": وهي تنقسم إلى ثلاثة أنواع كما يلي(1):

1- صكوك البيع بالثمن الآجل /المرابحة(*): معظم الصكوك الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا قائمة على عقود المدائيات شراء صكوك البيع بالثمن الآجل وصكوك المرابحة، ومن الناحية التطبيقية تعرف صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة بأنها: " الوثائق أو الشهادات الممثلة لقيمة

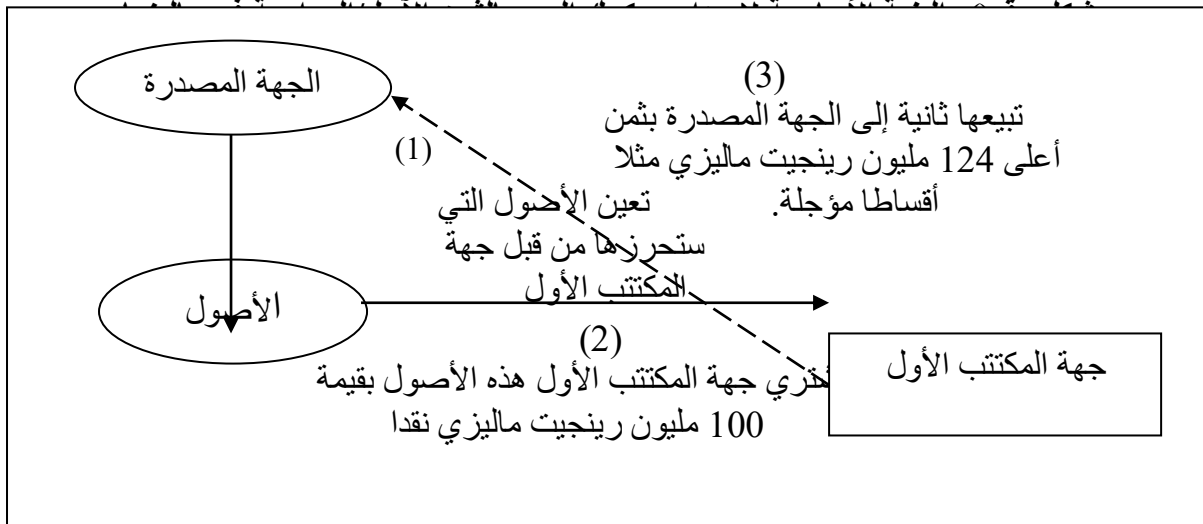
(*) يمكن الفرق بين صكوك البيع الآجل وبيع المرابحة في آجال الاستثمار ومدة الاستحقاق لتلك الصكوك فإن إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل للاستثمارات التي يكون الآجل فيها طويلاً تبدأ مدتها من 5 سنوات فما فوق، أما إصدار صكوك المرابحة للاستثمارات فتكون متوسطة وقصيرة الآجل وتكون مدة استحقاقها من ثلاثة أشهر إلى سنة تقريباً (القصيرة الآجل).

(1) نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص ص 144-162.

الأصول الصادرة عن جهة معينة لإثبات المديونية لجهة أخرى وإصدارهما قائم على أساس البيع بالثمن الآجل".

ويمكن توضيح الخطوات اللازمة لإصدار صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة في ماليزيا من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(06): البنية الأساسية لإصدار صكوك البيع بالثمن الآجل/المرابحة في ماليزيا.



المصدر: نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، 145.

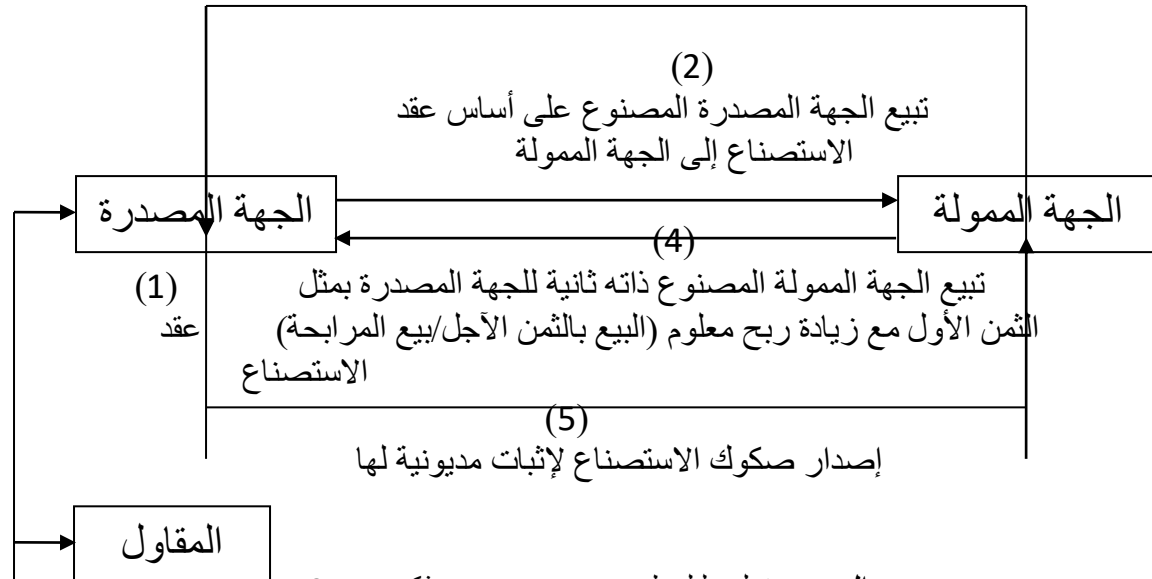
يتضح لنا من خلال الجدول السابق أن الجهة المصدرة تقوم بمعاينة الأصول التي ستحجزها من قبل جهة المكتب الأول، ثم تشتري هذه الأخيرة تلك الأصول بقيمة 100 مليون رينجيت ماليزي نقداً، ثم تقوم ببيعها مرة ثانية إلى الجهة المصدرة "الصاحب الأول للأصول" بثمان أعلى من الثمن الأول أقساطاً مؤجلة بقيمة 124 رينجيت ماليزي مثلاً على أساس البيع بالثمن الأجل أو المرابحة.

2- صكوك الاستصناع: تعرف صكوك الاستصناع حسب التجربة الماليزية بأنها: الوثائق أو الشهادات التي تمثل قيمة الأصول ويتم إصدارها على أساس بيع الاستصناع لإثبات المديونية من قبل الجهة المصدرة "للمستصنع" للجهة الممولة. والشكل التالي يمثل معاملة صكوك الاستصناع في ماليزيا:

الشكل رقم (07): معاملة صكوك الاستصناع في ماليزيا.

(3)

حصيلة من بيع الاستصناع



المصدر: نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص 158.

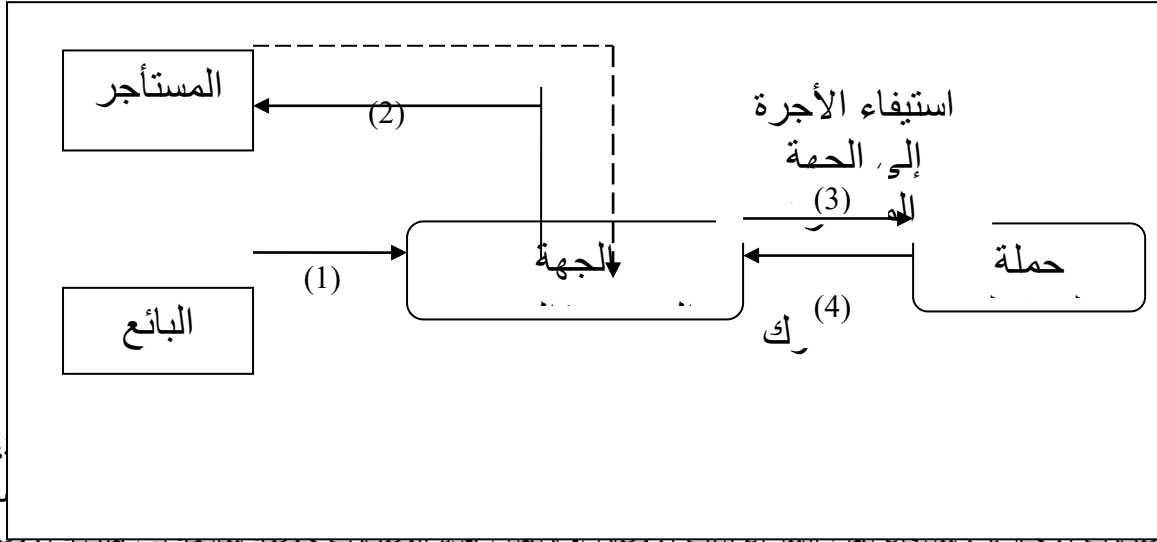
يتضح لنا من خلال الشكل السابق أن إبرام عقد الاستصناع يتم بين الجهة المصدرة (المستصنع) والمقاول (الصانع) على شيء موصوف، حيث تتبع الجهة المصدرة المصنوع إلى الجهة الممولة نقداً، وتقوم هذه الأخيرة بدفع ثمن تكلفة المصنوع إلى الجهة المصدرة عاجلاً، وفي هذه الحالة تدفع الجهة الممولة إلى الصانع نقداً ليصنع المصنوع نيابة عن الجهة المصدرة، بعدها تقوم الجهة الممولة بإعادة بيع المصنوع للجهة المصدرة فوراً بمثل الثمن الأول مع زيادة ربح معلوم، ولإثبات أن الجهة المصدرة سوف تلتزم بسداد ثمن شراء المصنوع، فإنها تصدر صكوك الاستصناع، وتسلمها إلى الجهة الممولة كإثبات مديونية لها على الجهة الممولة.

3- صكوك الإجارة: تشير صكوك الإجارة في التجربة الماليزية إلى صكوك ملكية الموجودات المؤجرة وهي: "وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة، أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط

مالي ينوب عن المالك، وتتيح لحاملها فرصة للحصول على دخل الإيجار وعائد رأس المال من العين المؤجرة، بالإضافة إلى تحمل مخاطر الخسارة والضرر على العين المؤجرة وإصدارها هذه الصكوك بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك".

والشكل التالي يمثل الصكوك الإسلامية الصادرة وفقا لمبدأ الإجارة:

الشكل رقم (08): أول الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات المحلية وفقا لمبدأ الإجارة.



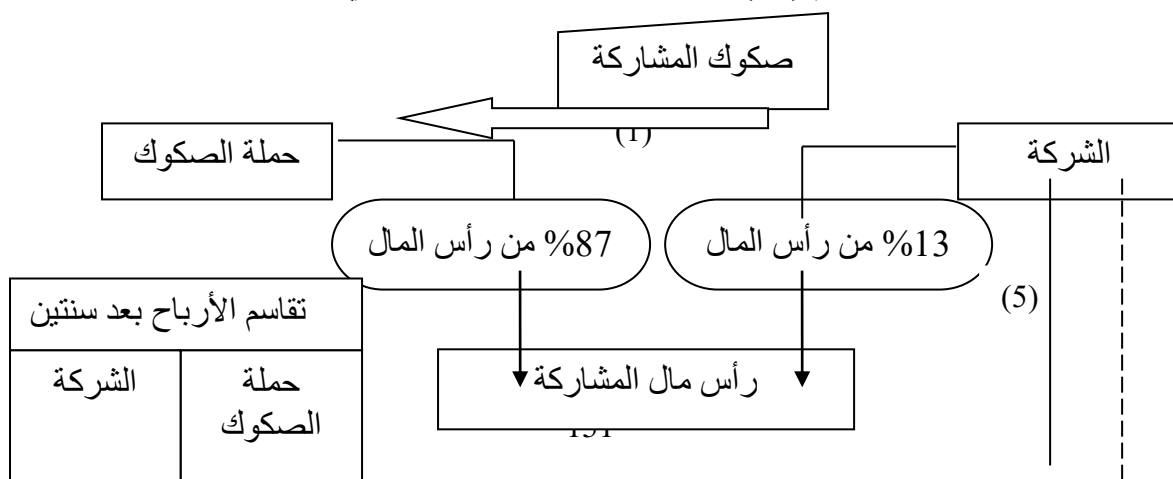
ثم،
بدرة

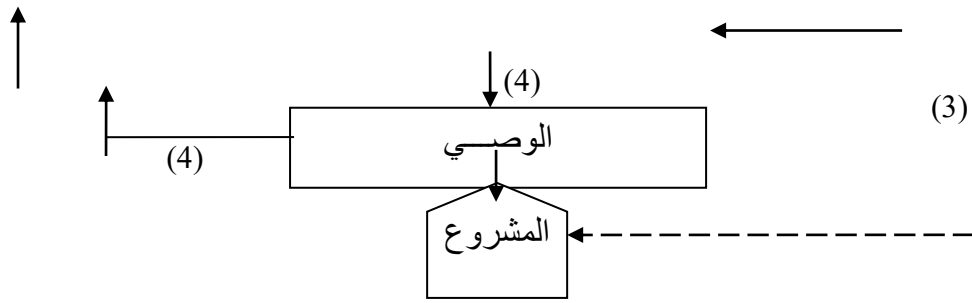
صكوك الإجارة الإسلامية من الأصول، ومن هذه الصكوك صكوك المشاركة في ملكية الأصول المؤجرة، يدفع حملة الصكوك دفعة - لشراء الصكوك- للجهة المصدرة بثمن الحال، وفي تاريخ الاستحقاق تقوم الجهة المصدرة بإعادة بيع تلك الأصول إلى المستأجر حسب القيمة الأصلية.

ثانيا: **الصكوك الإسلامية "عقود المشاركة"**: بالنسبة لعقود المشاركة فإن العمل بها في ماليزيا يعتبر حديث نسبيا، حيث كانت بداية التعامل بهذا النوع من العقود سنة 2005، ولكن رغم حداثة فقد لاقت إقبالا كبيرا من طرف المتعاملين، وسنقوم بشرح كل نوع منها كما يلي:

1- صكوك المشاركة: لم نجد تعريفا صريحا لها لدى هيئة الأوراق المالية الماليزية حيث تم الاكتفاء على مستواها بوضع تعريف للمشاركة كعقد استثمار. والشكل التالي يبين آلية إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا:

الشكل رقم (09): آلية إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا.





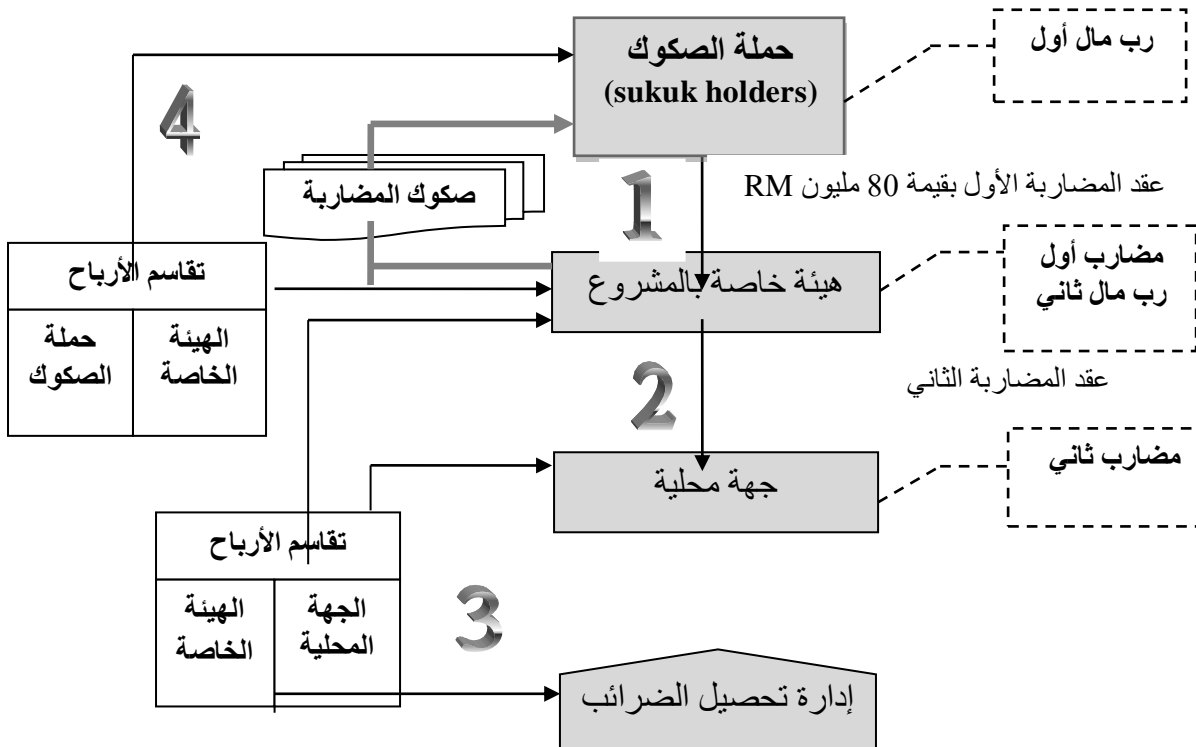
المصدر: بن الضيف محمد عدنان، مرجع سبق ذكره، ص 204.

يتضح لنا من خلال الشكل السابق أن إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا، يتم وفقا لمجموعة من المراحل:

- أ- تقوم الشركة بإصدار الصكوك ويقوم حملة الصكوك بتسديد القيمة المكتتب بها المقدرة بـ 87% من قيمة المشروع، وتقوم الشركة المصدرة بدفع 13% من قيمة المشروع، وبذلك يتشكل رأس مال المشاركة.
- ب- دفع رأس مال المشاركة إلى الوصي.
- ج- مساعدة الشركة للوصي في إدارة المشروع.
- د- إنهاء المشروع، ويقوم الوصي بتقسيم الأرباح بين الشركة والمستثمرين (حملة الصكوك) كل حسب نسبة مساهمته، ويكون هذا بعد سنتين من بدء المشروع.
- هـ- دفع أجرة الوصي من طرف الشركة.

2- صكوك المضاربة: لم يعط لها تعريفا صريحا ماعدا التعريف الموجود لعقد المضاربة الشرعية في تعليمات عرض الأوراق المالية الإسلامية الصادر من هيئة الأوراق المالية الماليزية. ويمكن إيضاح آلية إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا في الشكل التالي:

الشكل رقم (10): آلية إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا.



المصدر: بن الضيف محمد عدنان، مرجع سبق ذكره، ص 207.

يتضح لنا من الشكل أعلاه أن إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا يتم وفقا لمجموعة من الخطوات، نوضحها كما يلي:

أ- تقوم البلدية (مثلا) بإنشاء هيئة خاصة بالمشروع، وتقوم هذه الأخيرة بإصدار صكوك مضاربة بقيمة 80 مليون رينجيت ماليزي، ويقوم حملة الصكوك (جهة المكتتب الأول) بالتسديد نقدا حيث يعتبر هنا حملة الصكوك (رب المال الأول) وتكون الهيئة الخاصة (مضارب أول) والعقد بينهما مضاربة أولى.

ب- تقوم هذه الهيئة بالمضاربة بهذا المال فتصبح (رب مال ثاني) مع جهة محلية وتكون هذه الجهة المحلية في مقام (مضارب ثاني) والعقد هنا مضاربة ثانية.

ج- بعد الانتهاء تقسم الهيئة المحلية (مضارب ثاني) بينها وبين الهيئة الخاصة بالمشروع (رب مال ثاني) وذلك بعد اقتطاع الضرائب من مصلحة الضرائب.

د- تقوم الهيئة الخاصة بالمشروع باعتبارها (مضارب أول) بتقسيم الأرباح بينها وبين حملة الصكوك.

الفرع الثاني: تطور إصدار الصكوك وفقا لنوع العقد.

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 ونسب إصدارها في الفترة 2001-2008.

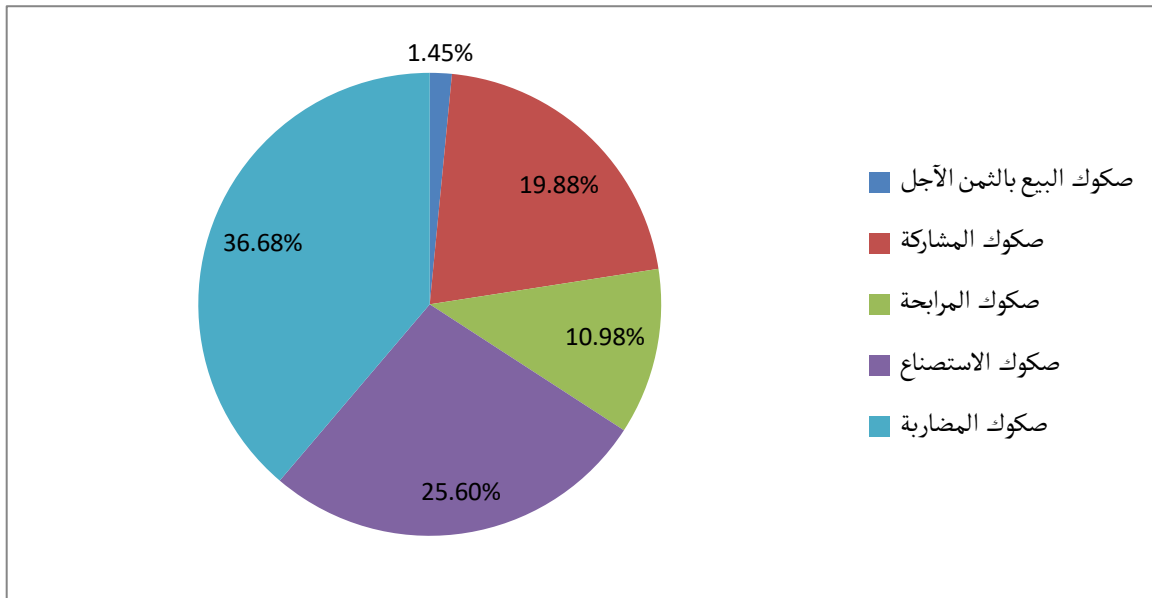
الجدول رقم (05): الصكوك المالية الإسلامية المرخصة من هيئة الأوراق المالية الماليزية وفقا لمبادئ الشريعة (نسبة الصكوك من 2001 إلى 2008).

أنواع الصكوك الإسلامية	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	نسبة الصكوك من: 2008-2001
صكوك البيع بالثمن الاجل	77%	67%	40.8%	56.88%	36.3%	6.2%	2%	7.3%	36.68%
صكوك المرابحة	10%	33%	12.7%	38.27%	33.5%	9.4%	19%	3.2%	19.88%
صكوك الاستصناع	13%	-	46.5%	2.8%	14.5%	2.1%	9%	-	10.98%
صكوك الاجارة	-	-	-	2.05%	2.9%	4.9%	11%	22.5%	5.41%
صكوك المشاركة	-	-	-	-	12.6%	70%	58%	64.2%	25.6%
صكوك المضاربة	-	-	-	-	0.2%	7.5%	1%	2.9%	1.45%

المصدر: من إعداد الطلبة باعتماد على التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية للفترة (2001-2008).

ويمكن تمثيل نسبة توزيع الصكوك حسب الصيغ في الدائرة التالية:

الشكل رقم (11): توزيع الصكوك حسب الصيغ من 2001 إلى 2008.



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الجدول رقم (05).

من خلال الجدول السابق يتضح لنا ما يلي:

من سنة 2001 إلى غاية 2003 كان السوق يقتصر على ثلاث أنواع من الصكوك وهو صكوك البيع بالثمن الآجل وصكوك المربحة وصكوك الاستصناع، حيث أنه في السنة الأولى حازت صكوك البيع الآجل على حصة الأسد بنسبة 77%، فيما تقاسمت الحصة المتبقية كل من صكوك المربحة والاستصناع، أما في سنة 2003 فقد شهدت صكوك الاستصناع زيادة وصلت لحد 46.5%، وهذا التطور جيد لكون هذا النوع يقدم قيمة مضافة للسوق، أما في عام 2004 شهد أول إصدار لصكوك الإجارة بنسبة متواضعة بلغت 2% من إجمالي الصكوك لتتطور هذه النسبة لتصل إلى 22.5% سنة 2008 وهذا ما يعكس الإقبال المتزايد على هذا النوع من الصكوك.

أما بالنسبة لصكوك المشاركة وصكوك المضاربة فكما سبق وذكرنا فإن التعامل بهما لأول مرة كان سنة 2005، حيث كانت نسبتهما على التوالي 12.6% و0.2% لتتزايد هاتين النسبتين في السنوات الثلاثة المقبلة، حيث وصلت نسبة صكوك المشاركة سنة 2006 أقصاها بـ70%.

وترجع زيادة إقبال المتعاملين على الصكوك (سواء من طرف الماليزيين أو الأجانب، ومن 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 أساسا على المشاركة في الربح والخسارة، على عكس التعامل بالمشنقات المالية التقليدية، التي يكون فيها أحد المتعاقدين بائع للمخاطرة والآخر مشتري لها، لأن 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 (أصل معين)، وليس على المعاملات الوهمية المحرمة شرعا.

أصل عن الحصة الإجمالية لمختلف أنواع الصكوك في الفترة 2001-2008، فتظهر الدائرة أن نسبة صكوك البيع بالثمن الآجل هي 36.68% من إجمالي الصكوك كأعلى نسبة، هذا يفسره الإقبال الكبير على هذا النوع من الصكوك، تليها كل من صكوك المشاركة، المربحة والاستصناع، وكانت حصة صكوك المضاربة أقل نسبة 1.45%، رغم أنها تعد من أبرز أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية التي يجب الأخذ بها ووصفها بعين الاعتبار بغية تفعيل أكبر لدورها.

الفرع الثالث: تطور إصدار الصكوك الإسلامية الحكومية والخاصة.

لا يقتصر إصدار الصكوك في ماليزيا على الشركات فقط، وإنما يمتد إلى القطاع الحكومي، والجدول التالي يبين لنا حجم الصكوك المصدرة من طرف الشركات والدولة في الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى سنة 2008.

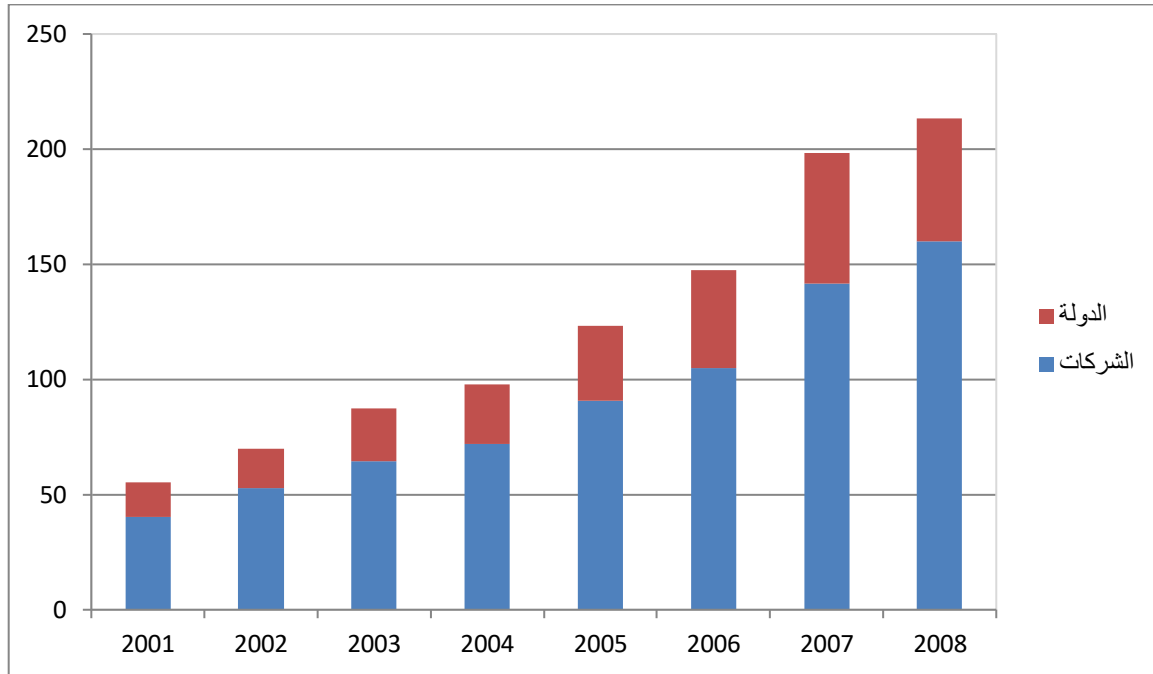
الجدول رقم (06): إصدار الصكوك حسب المصدر من 2001 إلى 2008 بالبيون (RM).

2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	السنوات المصدر
157.8	141.5	105.1	90.7	71.8	64.3	52.7	40.2	الشركات
53.2	56.9	42.5	32.5	26	23	17.4	15	الدولة
211	198.4	147.6	123.2	97.8	87.3	70.1	55.2	الإجمالي

Source: Bank Negara Malaysia and securities commission Malaysia, “Malaysian debt securities and Sukuk market”, 2009, p6, sur le site: www.bondinfo.bnm.gov.my ,date de visite: 23/12/2010.

ويمكن تمثيلها وفق الأعمدة البيانية التالية:

الشكل رقم (12): أنواع الصكوك حسب المصدر من 2001 إلى 2008.



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الجدول رقم (06).

نلاحظ من الجدول أعلاه والرسم البياني المرفق أن إصدارات الصكوك تنوعت من إصدارات حكومية وأخرى تصدرها الشركات، حيث تظهر البيانات أن إصدارات الشركات كانت تغطي على مجموع الإصدارات بنسبة الثلثين.

كما نلاحظ أن إجمالي الإصدارات في تزايد مستمر وهذا يعكس الإقبال المتزايد على هذه الأدوات.

المطلب الرابع: منتجات أخرى للهندسة المالية الإسلامية في ماليزيا.

رغم أن الصكوك الإسلامية هي أهم منتج للهندسة المالية الإسلامية في ماليزيا، على اعتبار الدور الفعال الذي مثلته في تقليل المخاطر، إلا أننا نجد منتجات أخرى كانت نتيجة لابتكارات المالية في ماليزيا لا تقل أهمية عن تلك الصكوك رغم الاختلافات الفقهية في مدى شرعيتها.

الفرع الأول: المشتقات الإسلامية في ماليزيا.

إن اللجنة الاستشارية الشرعية المنبثقة عن هيئة الأوراق المالية الماليزية تتكفل 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 بأن عقود المستقبلات لزيت النخيل جائز التعامل فيها شرعا وهي متوافقة مع الشريعة وتعتمد في إيجارها للمستقبلات على النقاط التالية(1):

(1) نورليامت سعيد جعفر، مرجع سبق ذكره، ص 105-120.

أولاً: حقيقة التعامل في عقود المستقبلات تكيف على أنها من قبيل بيع الموصوف في الذمة بصيغ البيع لذلك يجوز تأجيل المبيع والتمن إلى المستقبل ومن هنا كان رأيهم أنه ليس من بيع الدين بالدين.

ثانياً: عقود المستقبلات على السلع أيضا ليست من بيع ما ليس عند المتعاملين لأن السلعة في الحقيقة موجودة في المخازن كما حددتها البورصة في ماليزيا، حيث توجد ثلاثة مخازن متخصصة لتسليم السلعة وهي بورت كلنج (Port Kelang) وبينانج (Penang) وفي باسير كوداج جوهر (Pasir Gudang Johar) حسب اختيار البائع كما كتب في مواصفات العقد.

ثالثاً: أنه من أساسيات العقود النمطية حيث تحدد كل الأمور المؤدية إلى الفور من كمية السلعة ونوعها والسعر ووقت التسليم وكل هذه الأمور مكتوبة بدقة ووضوح في العقد، بالإضافة إلى إشراف السوق والقانون لضمان عدم حدوث الغش أو الخداع كل ذلك ينفي الغرر.

رابعاً: عقود المستقبلات على السلع لا تتضمن عنصر الربا المحرم شرعا على عكس عقود المستقبلات على السندات والعملات الأجنبية المحرمة شرعا، لقيامها على التعامل بالربا.

خامساً: أما من ناحية أنها مقامرة ومضاربة فإن المضاربة تحرم إذا صاحبها ممارسات غير أخلاقية كالكذب والإشاعات والاحتيال وتقديم المعلومات المضلّة، كما أن المستثمرين إذا كانوا يشترون ويبيعون عقود المستقبلات لغرض المقامرة فهذا لا يجوز شرعا، ولكن إذا قام المستثمرون ببيع أو شراء هذه العقود من أجل التحوط من تقلبات الأسعار ويتحقق ذلك بتسليم السلعة في مدة الاستحقاق فهي جائزة، على أساس أنها بيع موصوف في الذمة بصيغة البيع بتأجيل الثمن والتمن.

سادساً: أما من ناحية أنه بيع قبل القبض فإنهم يحتجون برأي المالكية الذي يرى فيه أنه يصح للمشتري أن يتصرف في المبيع قبل قبضه سواء كان المبيع منقولا أو غير منقول وقصر المنع على بيع الطعام قبل قبضه وذلك لغلبة تغير الطعام بخلاف ما سواه وأجازته في غير الطعام لأنه بمجرد العقد يكون المبيع في ضمان المشتري فهو في حكم المقبوض.

سابعاً: أما من ناحية التسوية النقدية فتجوز لأن القيمة النقدية مفيدة للمستثمر، فهدفه من إبرام عقود المستقبلات هو التحوط وهذه الحالة لا تجعل عقود المستقبلات للسلع من الغرر باعتبار أن الشريعة تجيز التسليم والتسوية 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 بأن عقود المستقبلات لمؤشر كوالالمبور المركب وعقود المستقبلات لمعدل الاقتراض بين البنوك كما يتم التداول في البورصة الماليزية للمشتقات غير جائزة شرعا، لأن عقود المستقبلات لمعدل الاقتراض بين البنوك هي عقود تعتمد على الفائدة التي تتضمن عنصر الربا، أما عقود المستقبلات لمؤشر كوالالمبور المركب عندما تتكون من أسهم لا تتوافق مع الشريعة الإسلامية فاللجنة الاستشارية لا توافق عليها، أما إذا كانت الأسهم متوافقة مع الشريعة بالضمان يجوز تداول مؤشراتهما، وهذا يتم التأكد منه من خلال مؤشر الشريعة، وحجتهم في تداول هذه العقود كانت كما يلي:

أولاً: إن مميزات العقد ليست مشابهة للمقامرة والجهالة والغرر وذلك لأن التداول في الكمية والتسعير واضح ولا يوجد فيه غموض ويحدد السعر في السوق بالاعتماد على العرض والطلب.

ثانياً: أن في تداول العقود مصلحة خاصة للمستثمرين ومصلحة النظام الاقتصادي عامة، اعتباراً من أن هذه العقود تعد من بين الأدوات المالية التي يستخدمها المستثمرون للتحوط وتقليل المخاطر.

ثالثاً: 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 الاستشارية الشرعية لا تجيزها وتعتبرها غير جائزة وغير متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

الفرع الثاني: المؤشرات الإسلامية في ماليزيا.

تضم سوق الأوراق المالية الماليزية عدة مؤشرات من أهمها:

أولاً: مؤشر فوتسي: تعتبر مجموعة فوتسي الرائدة عالمياً في مجال إنشاء وإدارة أكثر من 120000 سهم، ويعتمد هذا المؤشر في بناءه على القيمة السوقية، حيث صممت هذه السلسلة لتوفر للمستثمرين مجموعة متكاملة وشاملة من المؤشرات التي تقيس أداء رأس المال والصناعة وقطاعات السوق المالية الماليزية وتتمثل هذه السلسلة في مجموعة من المؤشرات فوتسي التي تقيس كل من أداء مجموعة معينة من الشركات، ومن بين مؤشرات فوتسي نجد مؤشرين إسلاميين هما⁽¹⁾:

1- مؤشر فوتسي شريعة: يتضمن هذا المؤشر الشركات التي تطبق المعايير العامة التي تنص عليها الشريعة، التي تم وضعها من طرف هيئة الأوراق المالية، حيث تتمثل الأنشطة التي يجب تجنبها فيما يلي:

أ- الخدمات المالية التي تتضمن عنصر الربا.

ب- لعبي القمار

ج- التأمين التقليدي.

د- أنشطة الترفيه غير الجائزة وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.

هـ- تصنيع أو بيع منتجات غير حلال والمنتجات المتعلقة بها.

و- تجارة أو الأوراق المالية غير المتوافقة مع أحكام الشريعة.

2- مؤشر فوتسي هجرة شريعة: وصمم هذا المؤشر ليتم استخدامه كأساس للحكم على مشروعية الأسهم، وهذا وفقاً لمبادئ وأحكام المجلس الاستشاري الشرعي التابع لهيئة الأوراق المالية الماليزية

⁽¹⁾ Bursa Malaysia, "market information", from the site: www.klse.com. date of visit: 02/05/2011.

والشركة المحدودة yasaar ولكي تدرج الشركات ضم إطار هذا المؤشر يجب عليها تجنب النشاطات التالية:

أ- النشاطات المصرفية وشركات السمسرة (باستبعاد المؤسسات المالية الإسلامية)

ب- الكحول، التبغ، الألعاب، تصنيع الأسلحة، التأمين على الحياة والإنتاج الغذائي غير الحلال.

ج- تغليف وتجهيز وأي نشاط يتعلق بلحم الخنزير والأغذية غير الحلال.

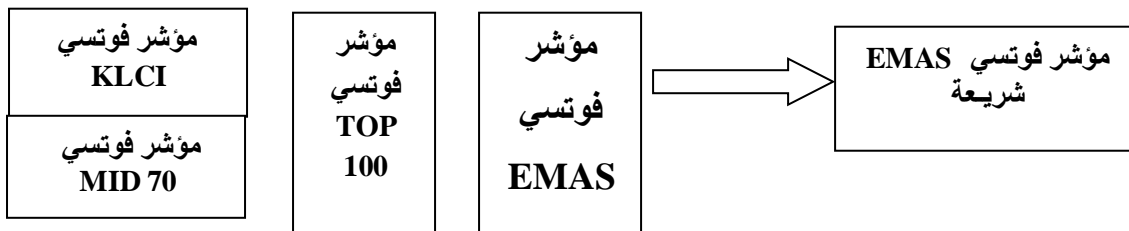
كما أن الشركات التي لديها المعايير التالية هي أيضاً غير مدرجة في المؤشر:

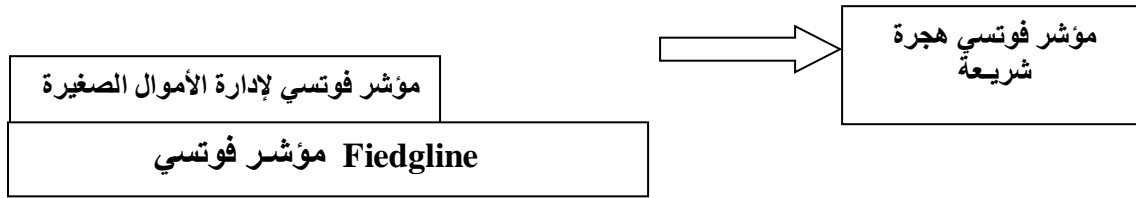
د- الشركات التي نسبة خدمة ديونها لا تتجاوز السنة المقبولة والمنصوصة لدى المجلس.

نسبة الدخل النقدي من القبض على الأصول لا تتجاوز النسبة المنصوص عليها.

والشكل الموالي يوضح مجموعة مؤشرات فوتسي لسوق الأوراق المالية الماليزية.

الشكل رقم (13): مجموعة مؤشرات فوتسي.





Source: Bursa Malaysia, “market information”, from the site: www.klse.com. date of visit: 02/05/2011.

ثانياً: مؤشر الشريعة: في البورصة الماليزية يعتمد مؤشر الشريعة لقياس حركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة، وأدائها الاستثماري، ويحسب باستخدام المتوسط المتحرك لأسعار الأسهم لهذه الشركات، فعلى سبيل المثال عندما يصعد مثلاً مؤشر الشريعة من مستوى 115 نقطة إلى 120 نقطة فهذا يعني أن متوسط أسعار أسهم الشركات الموضوع عليه قد ارتفعت بـ 5 نقاط والنقطة هنا تعني مقدار التغير بوحدة واحدة في سعر السهم صعوداً أو هبوطاً، ويوجد نوعان من مؤشر الشريعة في البورصة الماليزية هما⁽¹⁾:

1- المؤشر الشرعي كوالالمبور: تم تصميمه سنة 1999 لتلبية الطلب من قبل المستثمرين المحليين والأجانب الراغبين بالاستثمار في الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية، وهذا المؤشر يعتبر دليلاً على الوضع العام للبورصة الماليزية في إطار الأسهم المتوافقة مع

(1) نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص 109.

أحكام الشريعة، ويمكن أن يكون مفيداً للمستثمرين عند استخدامه كمقياس أداء الأسهم من أجل التخطيط الأمثل لمستقبل استثماراتهم، فالشركات التي يقاس أداؤها حسب المؤشر الشرعي كوالالمبور تكون أنشطتها في دائرة الحلال، ولا تستثمر أموالها في منتجات يدخل فيها الحرام، كما لا تتعامل مع البنوك الربوية.

2- المؤشر الإسلامي الماليزي رشيد حسين المحدودة-داو جونز-: وقد بدأ العمل به عام 1992 من شركة رشيد حسين المحدودة وطرح في 10 ماي 1996 رسمياً، وهو يسمى بالمؤشر الشرعي رشيد حسين المحدودة، ومنذ 1998 أصبح المؤشر يخضع لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، ولجنة الشريعة لرشيد حسين المحدودة بذاتها، وهذا المؤشر يعبر عن بيئة إسلامية في أنشطة الشركات المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية، ويعرف في الوقت الحالي بالمؤشر الإسلامي الماليزي رشيد حسين المحدودة-داو جونز- لأنه يخضع لمعايير داو جونز لتقييم أداء الشركات المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة والمرخصة بها من اللجنة الاستشارية الشرعية. وكما أشرنا سابقاً فإن اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية في اجتماعها الثامن عشر المنعقد بتاريخ 19 مارس 1998 قد أقرت بجواز التداول بمؤشر كوالالمبور للشريعة كلما كان متوافقاً مع الشريعة الإسلامية.

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

بعدما 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 أهن خصائصها والانتقادات الموجهة لها.

أولاً: 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 أخذت على عاتقها بداية قيام العمل المصرفي الإسلامي وقامت بتطويره بعد أن استشعرت الحاجة لوجوده استجابة لحاجيات

شريحة من مواطنيها، وهو الدور المفقود في غالبية الدول الأخرى حيث تعاني المؤسسات المصرفية الإسلامية بها من الإهمال والمعاداة أيضا.

2- 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.

3 - العالمية: حيث تعتبر التجربة الماليزية في الأدوات المالية الإسلامية هي الوحيدة التي عبرت العالم إلى أسواق خارجية بنسبة تراوحت بين 12% إلى 15% وأن حجم الصكوك الإسلامية الماليزية موزعة في 6 أقطار وأن حجم الصناديق الاستثمارية الإسلامية المشتركة أكثر من 110 صندوق.

4- من حيث الهياكل التنظيمية نجد ماليزيا مكتملة الهياكل مقارنة بالدول الإسلامية الأخرى وذلك بتوفر الخبرات والمهارات التي اكتسبها الماليزيون في مجال الصناعة المالية الإسلامية وأسواق المال.

5- المساهمة الفعالة كل من المؤسسات المالية التقليدية في تطوير الهندسة المالية الإسلامية بالسماح لها في دخول عالم المالية والصيرفة الإسلامية، والمجتمع الماليزي بجميع أطيافه من خلال الإقبال على المنتجات المالية الإسلامية، إضافة إلى إقبال الغير ماليزيين على المنتجات المالية الإسلامية حيث أن تداولها خارج ماليزيا يفوق تداولها في الداخل.

6- 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.

7- تشمل الصكوك الإسلامية أهم منتجات الهندسة المالية الإسلامية في ماليزيا حيث تصدر جميع أنواع الصكوك، صكوك المرابحة، المضاربة، المشاركة، الإجارة...

8- احتلت ماليزيا الصدارة سنة 2010 من حيث حجم إصدار الصكوك الإسلامية وذلك باستحواذها على 50% من حجم الإصدار العالمي.

9- 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، حيث أنه تمكن من جذب مستثمرين من دول مختلفة، وبالتالي زيادة نشاط وحيوية الاقتصاد الماليزي.

10- من أهم مبادئ عمل سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا هو تلبية احتياجات المستثمرين، وتقليل المخاطر التي من الممكن التعرض لها.

11- إن سوق المشتقات مفيد للصناعة المالية الإسلامية بشرط أن يكون هناك تعديلات مناسبة لكي تصبح متوافقة للشريعة مع ضرورة وجود الرقابة الشرعية لضمان سلامتها من المخالفات الشرعية.

ثانيا: انتقادات التجربة الماليزية: على الرغم من الخصائص والايجابيات التي تميزت بها التجربة الماليزية، إلا أنها لا تخلو من بعض نقاط الضعف أو المشاكل، حيث وجهت لها مجموعة من الاعتراضات منها:

1- مسألة الموافقة الشرعية على إنشاء نوافذ إسلامية لاقت اعتراضا 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.

2- أما أهم الاعتراضات التشغيلية تتعلق بالسماح للبنوك الأجنبية بهذه السرعة للعمل في ماليزيا ولم تكن البنوك الإسلامية المحلية مستعدة بأكملها للمنافسة.

3- لقد قام سوق رأس مال إسلامي في ماليزيا على أساس تقديم البديل الشرعي لسوق رأس المال التقليدي وذلك بتوفير الأدوات المالية الإسلامية لجمهور المتعاملين والمستثمرين الراغبين في الحصول على التمويل والاستثمار المتوافق على 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.

4- بعض الأدوات المالية الجديدة والقابلة للتداول في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا مثل صكوك البيع بالثمن الأجل، صكوك المرابحة وصكوك الاستصناع لا تعتبر من الأدوات المالية الشرعية

لأنها لا تتم وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية الغراء ويعزى ذلك إلى الاختلافات الفقهية بين المذاهب والهيئة الاستشارية الماليزية التي ترى أنها جائزة شرعا.

5- إن إصدار وتداول صكوك الاستصناع في التجربة الماليزية لا يتم وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية ولا يقوم على أساس شرعي لأنه يشتمل على بيع الدين الذي حرّمه كثير من العلماء كما يقوم على مبدأ تصكيك الدين النقدي المحرم شرعا.

6- تعتبر المتاجرة بالصكوك وخلق مشتقات مالية مسائل مختلف عليها، حيث أصدر فيها الكثير من العلماء تصاريح قوية بالتحفظ آخرها اعتبار 85% من الصكوك الماليزية والمشتقات المالية بها لا تتوافق مع الشريعة.

خلاصة:

تطرقنا في هذا الفصل إلى كل المفاهيم المتعلقة بالهندسة المالية الإسلامية، التي لا يختلف مفهومها عن الهندسة المالية التقليدية، أي أنها قائمة أساسا على الابتكار والتطوير وإيجاد الحلول المناسبة، ولكن جوهرها يتمثل أساسا في موافقتها لمبادئ الشريعة الإسلامية، وذلك من خلال تجنب كل ما هو محرم مثل الربا والغرر وغيرها، وتعتبر الهندسة المالية الإسلامية بكل منتجاتها 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:

- ✓ الهندسة المالية الإسلامية هي مجموعة من الأنشطة التي تتضمن عمليات تصميم وابتكار أدوات وعمليات مالية إسلامية
- ✓ تقدم الهندسة المالية الإسلامية منتجات لا تقل أهمية عن المنتجات التقليدية والاختلاف الوحيد هو كونها إسلامية.
- ✓ إن الأدوات المبتكرة والمتوافقة مع الشريعة الإسلامية مجالا موثوقا للمتعاملين الاقتصاديين حيث أنها تتمتع بالمرونة وتستجيب للتطورات الاقتصادية وأهم ما في ذلك أنها أداة لتقليل المخاطر إلى جانب تحقيق عوائد.
- ✓ تعتبر الصكوك الإسلامية البديل الشرعي للسندات.
- ✓ المنتجات المركبة هي من أحدث المنتجات المقدمة من طرف المهندسين الماليين الإسلاميين.
- ✓ التجربة الماليزية من أنجح التجارب في مجال الهندسة المالية الإسلامية، حيث أنها تحل الصدارة من حيث تقديمها لمنتجات متوافقة مع الشرع.

✓ سوق رأس المال الإسلامي الماليزي هو سوق تتوفر فيه فرص لتمويل الأنشطة الاقتصادية ولتجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع الشريعة.

هذا البحث كان محاولة لرسم معالم المنهج الإسلامي تجاه المخاطر المالية والأدوات المالية الإسلامية الملائمة له، وما تمتاز به مقارنة بالأدوات التقليدية، حيث أن هذه المخاطر المالية مثلت تحدياً للهندسة المالية التقليدية والإسلامية على حد سواء، فحاول المهندسون الماليون التقليديون ابتكار وتصميم وتطوير أدوات مالية وصياغة حلول إبداعية للمشاكل المالية، وقد تمثلت هذه المنتجات المالية أساساً في المشتقات المالية، التي هي عبارة عن عقود تهدف إلى تبادل المخاطر، ومن أشهر صورها المستقبلات، الخيارات والمبادلات، ولكن في الوقت نفسه كانت هذه المشتقات أهم أدوات المجازفة في الأسواق المالية، وهذا راجع إلى كون فلسفتها تقوم على الفصل بين المخاطرة وملكية الأصول محل هذه المخاطر، هذا الفصل أدى إلى جملة من الآثار الاقتصادية جعلت من أدوات الهندسة المالية التقليدية مصدراً للخطر بدلاً من أن تكون وسيلة لتقليل المخاطر وهو ما جعلها تناقض الهدف الأساسي الذي وجدت من أجله.

ويمكن الحل لمخاطر المشتقات المالية في تصميم وابتكار وتطوير كل من العمليات والأدوات المالية، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لتلك المشاكل المالية، وذلك في إطار موجبات الشريعة الإسلامية، مما يجعل هذه الحلول أكثر قدرة على التصدي للمخاطر المالية وتقليلها، باعتبارها تقوم على أسس ومبادئ الشرع الحنيف الذي لا يقبل بالمقامرة والمجازفات الضارة.

والابتكار المقصود في الهندسة المالية الإسلامية ليس مجرد الاختلاف عن السائد بل لابد أن يكون هذا الاختلاف مميزاً إلى درجة تحقيق مستوى أفضل من الكفاءة والمثالية، وهو ما جعل الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي تعرف انتقالاً من مرحلة التأسيس إلى مرحلة الانتشار، وذلك من خلال النمو والتوسع العلمي الذي شهدته مختلف منتجاتها، وكأبرز هذه المنتجات الصكوك المالية الإسلامية التي تقوم على مبدأ المشاركة في الربح وتحمل المخاطر واقتسامها، حيث تنوعت هذه الصكوك من حيث أغراضها مما أتاح للمستثمر زيادة عائده وتقليل الخسارة والمخاطر الممكنة التعرض لها.

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 وتأكيد العديد من الأطراف أن الحل في البديل المالي الإسلامي، وقد زاد الاهتمام بها بعد الأزمة المالية الحالية التي برهنت على قدرة المنتجات المالية الإسلامية على التصدي للاضطرابات والأزمات التي تواجه النظام المالي عامة والأسواق المالية خاصة.

أما من ناحية واقع الهندسة المالية الإسلامية في ماليزيا نجد أنه هناك اجتهاد حكومي سعت من خلاله السلطات الماليزية إلى أسلمة النظام المالي، فسمحت إلى جانب إقامة مؤسسات مالية إسلامية بأسلمة سوق الأوراق المالية وجعلته يتماشى مع الشريعة الإسلامية، فظهرت بذلك عدة أدوات مالية تتداول في هذا السوق وتتناسب مع طبيعته الجديدة، أهمها الصكوك الإسلامية التي عرفت نمواً ورواجاً واسعاً، فأصبحت ماليزيا متربعة على سوق الصكوك الإسلامية فقد استحوذت على أكثر من 60% من إصدارها عالمياً، هذا إلى جانب بعض المنتجات الإسلامية الأخرى كمؤشر الشريعة مثلاً، إلا أن هذه الاجتهادات تعاني من بعض النقائص التي رأينا ضرورة محاولة الهيئات الرقابية إصلاحها من أجل إلغاء التعارض الفقهي الذي تعانيه تلك المنتجات.

أولاً: نتائج اختبار الفرضيات.

وقد جاء اختبار فرضياتنا على النحو التالي:

بالنسبة للفرضية الأولى: كل ورقة مالية لها مجموعة من المخاطر المرتبطة بها فهناك مخاطر مرتبطة بالأسهم وأخرى بالسندات وهي فرضية صحيحة، حيث أنه هناك مخاطر مرتبطة بالأسهم باعتبارها أداة ملكية، من أهم هذه المخاطر مخاطر السوق، الصناعة والإدارة، وهناك مخاطر مرتبطة بالسندات فعلى الرغم من أن الاستثمار فيها يقدم عدة مزايا مثل ثبات العائد، إلا أنها تتعرض إلى عدة مخاطر أهمها مخاطر سعر الفائدة، ومخاطر التضخم.

الفرضية الثانية: يقوم مفهوم الهندسة المالية أساساً على عنصري الابتكار والتطوير، وهي أيضاً فرضية صحيحة حيث أن الهندسة المالية هي تلك الأنشطة التي تتضمن إما تصميم وابتكار أدوات وعمليات تمويلية جديدة، أو تطوير أدوات وعمليات كانت موجودة من قبل.

والفرضية الثالثة: ما يميز المنتجات المالية الإسلامية هو المصادقية الشرعية، وهي فرضية صحيحة، حيث أن منتجات الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي تتصف بصفة المصادقية الشرعية أي أنها تتفق مع

مبادئ الشريعة الإسلامية وبعيدة عن كل ما فيه شبهة الربا، المقامرة والغرر، مما يجعلها مقبولة لدى جمهور المسلمين الذين يرغبون في التعامل الإسلامي.

أما الفرضية الرابعة: يعمل سوق رأس المال في ماليزيا بصفة تامة وفقا لموجهات الشرع الإسلامي، وهي فرضية خاطئة لأن سوق رأس المال في ماليزيا يعمل وفق التشريعات والتعليمات الخاصة به، والتي تختلف عن تلك الخاصة بالسوق المالي التقليدي، وبالرغم من ذلك إلا أن سوق رأس المال الإسلامي لا ينفصل عن السوق التقليدي فهو يشترك معه في كثير من الأمور التي تتعارض مع الشريعة الإسلامية، مثل عمليات المضاربة، الاحتكار والاعتماد على الإشاعات المضللة.

ثانيا: نتائج البحث.

من خلال هذه الدراسة تم الوقوف على جملة من النتائج يمكن حصرها فيما يلي:

1- نتائج الدراسة النظرية:

بعد العرض النظري لدور الهندسة المالية الإسلامية في تقليل المخاطر خلصنا إلى مجموعة من النتائج منها:

✓ الأوراق المالية التقليدية هي أدوات تثبت حقوق والتزامات تجاه جهة معينة، وهي على نوعين: أدوات ملكية تدعى أسهم وأدوات دين تسمى السندات.

✓ يرتبط عنصر العائد والمخاطرة معا في علاقة طردية، أي أنه كلما ارتفع طموح المستثمر لتحقيق عائد على استثماراته يجب عليه أن يعد نفسه لتحمل درجة أعلى من المخاطرة والعكس صحيح، وبغض النظر عن اتجاهات المستثمرين تجاه المخاطرة، فإنهم يسعون إلى المقارنة بين العائد والمخاطرة لاتخاذ القرار الاستثماري الذي يضمن لهم إما تحقيق أعلى عائد عند مستوى ثابت من المخاطر أو تحقيق أقل مخاطرة عند مستوى ثابت من العائد.

✓ قياس المخاطر المالية هي عملية تحديد درجة المخاطر المرتبطة بكل أصل مالي، وهناك عدة طرق لقياسها هي: التباين والانحراف المعياري، معامل الاختلاف، معامل بيتا.

✓ إدارة المخاطر هي عملية تحديد وتقويم المخاطر واختيار التقنيات للتكيف مع المخاطر الممكن التعرض لها وهناك عدة أساليب لإدارة المخاطر منها تقادي المخاطر، تقليلها، الاحتفاظ بها، تحويلها واقتسامها.

✓ إن الهندسة المالية مفهوم قديم قدم التعاملات المالية وهي تعني التصميم والتطوير والتنفيذ لأدوات وآليات مالية مبتكرة والصياغة لحلول ابداعية لمشاكل التمويل، ولا زال هذا المفهوم يحتاج إلى ضبط خاصة من الناحية الأكاديمية.

✓ تتجسد فلسفة الهندسة المالية في تطوير مجموعة من الأدوات المالية الجديدة التي تساعد المتعاملين في الأسواق المالية على التكيف مع الظروف فائقة التعقيد وسريعة التغير، حيث تؤدي هذه الظروف إلى فقدان الدقة والموضوعية في إمكانية التنبؤ باتجاه ومقدار تحرك المتغيرات المالية ومن ثم زيادة المخاطر.

✓ إستراتيجية الهندسة المالية هي خطة طويلة الأجل تأخذ بالحسبان كافة المقومات الداخلية في المراكز المالية وكذلك البيئة الخارجية بكل متغيراتها خاصة الجوانب والمؤثرات المالية، وتركز إستراتيجية الهندسة المالية على: تحديد عناصر القوة الداخلية للمشروع، تحديد فرص الاستثمار والتمويل في أسواق المال، تجنب التهديدات والمخاطر المالية المرتبطة بالأدوات المالية، الاستفادة من تغيرات الأسعار في الأسواق المالية وتعديل المحفظة الاستثمارية وكذا بناء وإعادة بناء المنظومات المالية في الأجل القصير والأجل الطويل بصفة دورية حسب التغيرات الداخلية والخارجية.

✓ تهدف الهندسة المالية إلى تحقيق مجموعة من الأهداف تتقاطع كلها في ضمان بقاء المؤسسات والأسواق المالية، مستخدمة في ذلك مجموعة من الأدوات والاستراتيجيات الأساسية، كما لها حدودا وأساسا تقوم عليها، يؤدي تخطيطها وتجاوزها إلى عكس النتائج المتوقعة من وجود الهندسة المالية أصلا والمتمثلة في تقليل المخاطر وإدارتها فتكون النتائج إفلاس المؤسسات وانهايار الأسواق المالية.

- ✓ من أهم ما أنتجته الهندسة المالية التقليدية، المشتقات المالية التي هي عبارة عن عقود مالية فرعية مشتقة من عقود أساسية وتتمثل في العقود المستقبلية، عقود الخيارات وعقود المبادلة، ورغم نشوئها أساسا لغرض التحوط وتقليل المخاطر فقد ساهمت بشكل كبير في تأجيج شرارة الأزمات المالية.
- ✓ إن التوريق احد نتائج الابتكار المالي، حيث يتمثل في تحويل أصول مالية غير سائلة مثل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال، مما يؤدي إلى تنشيط السوق المالي من خلال تعبئة مصادر التمويل الجديدة، إضافة إلى تقليل مخاطر الائتمان للأصول من خلال توزيع المخاطر المالية على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة، ولكن على الرغم من هذه المزايا، إلا أن التوريق ساهم في خلق العديد من الأزمات المالية.
- ✓ إن مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة بالإضافة إلى صياغة حلول ابداعية لمشاكل التمويل وذلك في إطار موجهات الشرع الحنيف، يقصد بها الهندسة المالية الإسلامية، وهي تنفرد بمجموعة من الخصائص تميزها عن مثيلتها التقليدية من حيث أنها تجمع بين الكفاءة الاقتصادية والمصدقية الشرعية وهما خاصيتان مترابطتان.
- ✓ تستمد الهندسة المالية الإسلامية مبادئها من قيم الإسلام التي تدعو إلى التحديث والتطور باستمرار ضمانا لحسن الأداء وإيجاد حلول ابداعية في إطار موجهات الشرع الحنيف تبتعد عن المحرمات التي تقوم عليها عمليات الابتكار في الهندسة المالية التقليدية
- ✓ تستخدم الهندسة المالية الإسلامية لتقليل المخاطر المختلفة التي تواجه المؤسسات والأسواق المالية، فتمكن من تطوير أدوات وآليات تمويلية انطلاقا من العقود المسماة في الفقه الإسلامي والتي تضمن تجنب المخاطر وتقليلها دون الوقوع في الشبهات.
- ✓ تعتبر الصكوك الإسلامية بديلا للسندات التقليدية القائمة على الفوائد الربوية، وتتنوع هذه الصكوك لتشمل جميع النشاطات الاقتصادية فهي تنقسم إلى صكوك الإجارة، صكوك المشاركة، صكوك المضاربة، صكوك المرابحة، صكوك الاستصناع وغيرها.
- ✓ إن عقود المشتقات المالية كما تجرى اليوم في الأسواق المالية العالمية هي عقود مستحدثة لا تنطوي تحت أي عقد من العقود الجائزة شرعا، بما أن المعقود عليه ليس مالا ولا منفعة ولا حقا ماليا يجوز الاعتياض عنه، إضافة إلى أنها تتضمن الغرر والقمار لأن الكسب لطرف يقابله خسارة الطرف الآخر، وبالتالي فهي عقود غير جائزة شرعا ولا يجوز تداولها.
- ✓ نظرا لأهمية آلية التوريق للمؤسسات المالية التمويلية، فإن الهندسة المالية الإسلامية وفرت البديل من خلال التوريق الإسلامي في وجود الضوابط الشرعية لتداول الديون، حيث يمكن الاستفادة من هذه الأداة التمويلية المستحدثة في تطوير الأسواق المالية الإسلامية وحمايتها من الأزمات المالية مع أنها لا تزال حديثة النشأة.
- ✓ إن بناء مؤشرات متوافقة مع الشريعة الإسلامية يسمح بإعطاء المستثمرين ضمن عينة هذا المؤشر أكثر ثقة، وقد أثبتت الدراسات أن المستثمرين في المؤشر الإسلامي محصنون نسبيا من المخاطر المالية.
- ✓ تعد المنتجات المركبة من أحدث ما أفرزته الهندسة المالية الإسلامية، حيث أنها تقدم عدة مزايا لمستخدميها أهمها تقليل المخاطر، ويرجع ذلك إلى طبيعة هذه المنتجات فهي تجمع بين نوعين من العقود، مثال ذلك مشاركة مرابحة.
- ✓ إن الهندسة المالية الإسلامية قد حققت مكاسب هامة خلال العقود الثلاثة الماضية بالرغم من التحديات المتزايدة التي تواجهها خاصة ندرة الكفاءات، فقدان الثقة في العمليات المالية الإسلامية وكذا تداعيات ظاهرة العولمة.

2- نتائج الدراسة التطبيقية:

بعد عرضنا لموضوع الهندسة المالية الإسلامية ومنتجاتها، ومقارنتها بالتطبيق العملي من خلال دراسة التجربة الماليزية، توصلنا إلى النتائج التالية:

- ✓ تعتبر التجربة الماليزية في مجال الابتكارات المالية الموافقة للشريعة الإسلامية من أنجح التجارب، فقد عرفت انتشارا كبيرا على المستوى العالمي وأصبحت موضوع الكثير من الدراسات والبحوث.
- ✓ قام سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا على أساس تقديم البديل الشرعي لسوق رأس المال التقليدي ، وذلك بتوفير الخدمات المالية الإسلامية إلى متعاملي السوق من المؤسسات المالية والشركات الخاصة وجمهور المستثمرين المسلمين الراغبين في الحصول على التمويل والاستثمار وفق مبادئ الشريعة الإسلامية.
- ✓ سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا غير منفصل أو مستقل عن سوق رأس المال التقليدي، لذلك فالمعاملات التي تتم داخله لا تتوافق كلها مع المبادئ الشرعية.
- ✓ تتمثل المنتجات المالية المبتكرة في ماليزيا والتي تستخدم كأداة لتقليل المخاطر في الصكوك الإسلامية، المستقبلية، الخيارات والمؤشرات، إلا أن التعامل بهذه المنتجات لا يزال محصورا في نافذة ضيقة من البورصة الماليزية للأوراق المالية التقليدية، فهي لم تشكل لها بورصة مستقلة.
- ✓ تعتبر الصكوك أهم المنتجات المالية الإسلامية في ماليزيا، نذكر منها:
 - صكوك البيع بثمن آجل وبيع المرابحة.
 - صكوك الاستصناع.
 - صكوك الإجارة.
 - صكوك المشاركة وصكوك المضاربة.
- ✓ تجيز اللجنة الاستشارية الشرعية التعامل بالمستقبلية السلعية، وتداول المؤشرات (المؤشرات الشرعية- مؤشر كوالالمبور ومؤشر داو جونز الإسلامي) على خلاف المجمع الفقهي الإسلامي الذي يرى عدم جواز المستقبلية ولا تداول المؤشرات.

ثالثا: اقتراحات وتوصيات:

- بعد الانتهاء من الدراسة والتوصل إلى النتائج السابقة الذكر يمكن الإشارة إلى التوصيات التالية:
 - ✓ ضرورة الاعتماد على أدوات الهندسة المالية الإسلامية، لأنها حصن منيع ضد المخاطرة، وتوفر المقاومة الكافية ضد التقلبات الاقتصادية، كما أن استخدامها في التمويل يحقق المعادلة المفقودة في تعزيز الترابط والتوازن بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي، حتى لا تترك الطريق مفتوحة على مصراعيها لطغيان المال والمضاربة.
 - ✓ عقد المزيد من الندوات والملتقيات التي تبحث في مختلف جوانب تطوير الهندسة المالية الإسلامية، وذلك بحضور علماء الشريعة من المختصين في المعاملات المالية، كون أن الموضوع ما زال خصبا للدراسة.
 - ✓ ضرورة وضع أسس واضحة للهندسة المالية الإسلامية، وتبيان حدودها حتى لا يتم فتح المجال للحيل المؤدية إلى الوقوع في المحظورات الشرعية سواء عمدا أو خطأ.
 - ✓ لا بد من توحيد الاجتهادات والفتاوى الشرعية للمنتجات المالية الإسلامية، وذلك للخروج بأفكار وآراء موحدة تبين ما يمكن ابتكاره من الأدوات والعمليات التمويلية، وذلك للنهوض بصناعة الهندسة المالية الإسلامية.
 - ✓ يجب فتح باب الحوار المتعمق بين الاقتصاديين والفقهاء حول العقود التي يتم تطويرها بالشكل الذي يمكن المؤسسات المالية الإسلامية الاستفادة منها دون الإخلال بالقواعد الشرعية.
 - ✓ تجنب المحاكاة بمعناها السلبي، والتي تفقد بذلك الأدوات المبتكرة صيغتها الشرعية، ليقصر الأمر إلى مجرد تغيير في المسميات فقط.
 - ✓ يجب على الباحثين في الصناعة المالية الإسلامية أن يعملوا على تطوير أدوات مالية إسلامية، خاصة فيما يتعلق بتقليل المخاطر لجذب أكثر المستثمرين، ويجب أن تكون هذه المنتجات مغرية بالنسبة للمستثمرين، ولا تقل أهمية عن المنتجات التقليدية، وذلك من خلال الاهتمام بالكفاءة الاقتصادية بقدر الاهتمام بالمصادقية الشرعية.
 - ✓ ضرورة العمل على إيجاد سوق المشتقات 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.

رابعاً: آفاق البحث:

لاشك أن هناك العديد من الجوانب التي لم يستوف فيها هذا البحث، وهي جوانب ينبغي الاعتناء بها في مجال صناعة الهندسة المالية الإسلامية، والتي نرى أنها تشكل مواضيع بحث مستقبلية، نذكر منها على سبيل المثال لا الحصر:

✓ أثر الهندسة المالية الإسلامية على النظام المالي الإسلامي والنظام المالي التقليدي - دراسة مقارنة-

✓ دور الهندسة المالية الإسلامية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية.

✓ منتجات الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق رأس المال الإسلامي.

✓ دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق مالي إسلامي.

I- المصادر

- المعاجم.

- بن أبي بكر الرازي، "مختار الصحاح"، دار الكتاب العربي، بيروت، 1981، ص 194.
- ابن منظور، "لسان العرب"، المجلد الرابع، الجزء الثامن والعشرون، دار المعارف، القاهرة، 1981.

II- المراجع

1- اللغة العربية.

أ- الكتب

- 1- أبو زهرة محمد ، "الملكية ونظرية العقد في الشريعة الإسلامية"، دار الفكر العربي، القاهرة، 1977.
- 2- إرشيد محمود عبد الكريم أحمد ، "الشامل في معاملات وعمليات المصارف الإسلامية"، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2001.
- 3- البنا جلال ، "ماذا تعرف عن الاستثمار في الأوراق المالية والبورصات والمشتقات"، شركة الندى للطباعة، مصر، 2007.
- 4- التميمي ارشد فؤاد ، سوام أسامة عزمي ، "الاستثمار في الأوراق المالية"، دار المسيرة، عمان، 2004.
- 5- الحضيرى حامد العربي ، "تقييم الاستثمارات"، دار الكتب العلمية، مصر، 2000.
- 6- الحناوي محمد صالح ، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.
- 7- الحناوي محمد صالح ، العبد جلال إبراهيم ، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 8- الحناوي محمد صالح وآخرون، "الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007.
- 9- الداغر محمود محمد ، "الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق بورصات"، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2005.
- 10- الراوي خالد وهيب، "إدارة المخاطر المالية"، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2009.
- 11- الراوي خالد وهيب ، "الاستثمار مفاهيم تحليل إستراتيجية"، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 1999.
- 12- الزبيدي حمزة محمود ، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مؤسسة الوراق، عمان، 2004.
- 13- السالوس علي أحمد ، "الاقتصاد الإسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة"، مؤسسة الريان للتوزيع والنشر، الدوحة، 1998.
- 14- السالوس علي أحمد ، "موسوعة القضايا الفقهية المعاصرة والاقتصاد الإسلامي"، الجزء الثاني، دار الثقافة، الدوحة، 1998.
- 15- السويلم سامي ، "صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي"، مركز البحوث شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، الكويت، 2004.
- 16- السيسى صلاح الدين حسين ، "بورصات الأوراق المالية"، عالم الكتب، القاهرة، 2003.
- 17- الشمخي حمزة ، الجزراوي إبراهيم ، "الإدارة المالية الحديثة"، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 1998.
- 18- الكيلاني محمد ، "عقود التأمين من الناحية القانونية"، الموسوعة التجارية و المصرفية، المجلد السادس، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 19- الموسوي ضياء مجيد ، "البورصات (أسواق المال وأدواتها، الأسهم والسندات)"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003.
- 20- المومني غازي فلاح ، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار المناهج، عمان، الطبعة الثالثة، 2003.
- 21- الوردي سليم علي ، "إدارة الخطر والتأمين"، مكتب الريم، بغداد، 1999.

- 22- أمين السيد أحمد لطفي، "التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الاستثمار في البورصة"، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص17.
- 23- أندراوس عاطف وليم، "أسواق الأوراق المالية"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
- 24- بلعجوز حسين، "مخاطر صيغ التمويل في البنوك الإسلامية والبنوك الكلاسيكية: دراسة مقارنة"، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- 25- بن سليمان مبارك، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، الجزء الثاني، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، 2005.
- 26- بني هاني حسين، "الأسواق المالية"، دار الكندي، الأردن، 2002.
- 27- جبار محفوظ، "الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية"، الجزء الثاني، مطبعة دار هومة، الجزائر، 2002.
- 28- جبار محمد صالح، "الاستثمار بالأوراق المالية"، شركة المطابع النموذجية، عمان، 1992.
- 29- جميل أحمد توفيق، "أساسيات الإدارة المالية"، دار النهضة، لبنان، دون سنة نشر.
- 30- جلال إبراهيم العبد وآخرون، "الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 31- جلال وفاء البدري محمد، "البنوك الإسلامية"، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2008.
- 32- حردان طاهر حيدر، "مبادئ الاستثمار"، دار المستقبل، عمان، 1997.
- 33- حماد طارق عبد العال، "إدارة المخاطر"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 34- حماد طارق عبد العال، "دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 35- رمضان زياد، "مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي"، دار وائل، عمان، الطبعة الثالثة، 2005.
- 36- سابق سيد، "فقه السنة"، الجزء الثالث، دار الفكر للطباعة والنشر، بيروت، طبعة 2، 1998.
- 37- سمير عبد الحميد رضوان، "المشتقات المالية"، دار النشر للجامعات، مصر، 2004.
- 38- سلام أسامة عزمي، شقيري نوري موسى، "إدارة الخطر والتأمين"، دار ومكتبة الحامد، عمان، 2006.
- 39- شمعون شمعون، "البورصة وبورصة الجزائر"، أطلس للنشر، 1993.
- 40- صيام أحمد زكريا، "مبادئ الاستثمار"، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 1997.
- 41- طارق الله خان، حبيب محمد، "إدارة المخاطر"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ورقة رقم 05، جدة، 2003.
- 42- عبد الجواد محمد عوض، الشديقات علي إبراهيم، "الاستثمار في البورصة"، دار الحامد، عمان، 2006.
- 43- عبد الباسط وفا محسن، "بورصة الأوراق المالية"، دار النهضة العربية للنشر، مصر، 1996.
- 44- عبد الرحمان يسري أحمد، "قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 45- عبد الغفار حنفي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2003.
- 46- عبد الغفار حنفي، "بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، مصر، 2000.
- 47- عبد ربه محمد محمود، "مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييم الاستثمارات في سوق الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 48- عبيد العلي أسعد حميد، "استراتيجيات الاستثمار في الخيارات المالية"، المكتبة الوطنية، المملكة الأردنية الهاشمية، 2005.
- 49- عدنان هندي، "المشتقات المالية: ماهيتها وأنواعها وطرق إدارة مخاطرها"، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 1996.
- 50- عربيات وائل، "المصارف الإسلامية والمؤسسات الاقتصادية"، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
- 51- عرفة سيد سالم، "إدارة المخاطر الاستثمارية"، دار الزاوية للنشر والتوزيع، عمان، 2009.

- 52- عليان الشريف وآخرون، "الإدارة والتحليل المالي"، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
- 53- فرج عبد العزيز عزت، "اقتصاديات البنوك (الصناعة المصرفية والمالية الحديثة)"، لبنان للطباعة والنشر، مصر، 2002.
- 54- فريد النجار، "البورصات والهندسة المالية"، مؤسسات شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999.
- 55- فلاح حسن الحسني، مؤيد عبد الرحمن الدوري، "إدارة البنوك"، دار وائل، عمان، 2000.
- 56- فليح حسن خلف، "البنوك الإسلامية"، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
- 57- قرياقص رسمية، "أسواق المال (أسواق رأس المال، المؤسسات)"، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1999.
- 58- قندوز عبد الكريم، "الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، مؤسسة الرسالة ناشرون، دمشق، 2008.
- 59- ماهر كنج شكري، مروان عوض، "المالية الدولية، العملات الأجنبية والمشتقات المالية"، الدراسات المصرفية، عمان، 2004.
- 60- محمد عبده محمد مصطفى، "تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض الاستثمار في البورصة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997.
- 61- محمد مطر، "إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 1999.
- 62- محمد مطر، فايز تيم، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
- 63- منير إبراهيم هندي، "إدارة المخاطر: عقود الخيارات"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2007.
- 64- منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- 65- منير إبراهيم هندي، "الإدارة المالية"، المكتب العربي الحديث، القاهرة، الطبعة الرابعة، 1999.
- 66- منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في إدارة المخاطر"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003.
- 67- هاشم فوزي دباس العبادي، "الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية"، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
- 68- هويشار معروف، "الاستثمار في الأوراق المالية"، دار الصفاء، عمان، 2003.

ب- المجلات.

- 1- القرشي محمد، "تزايد التمويل الإسلامي بسرعة في الوقت الذي ترسخ فيه الصناعة أقدامها"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 42، ديسمبر 2005.
- 2- عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، "نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية"، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، المجلد 11، 1999.
- 3- فتح الرحمان علي محمد صالح، "أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية"، مجلة المصرفي، العدد 26، ديسمبر 2006.
- 4- محي الدين القرة داغي، "الأسواق المالية في ميزان الفقه"، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد السابع.

ج- الملتقيات والمؤتمرات.

- 1- البخيت محمد زياد سلامة، "السوق المالي: صمام أمان لأزمات المستقبل المالية"، المؤتمر الدولي الرابع حول الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الإدارية، جامعة الكويت، يومي 15-16 ديسمبر 2010.
- 2- الرواحنة علي، الشديقات جومانة، "أثر العقود المركبة - المضاربة والمرابحة- في التمويل المصرفي الإسلامي والمحافظة على رأس المال من التآكل"، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الأول صيغ مبتكرة للتمويل المصرفي الإسلامي، كلية الشريعة، جامعة آل البيت، يومي 5-6 أبريل 2001.

- 3- الشايبي وليد خالد يوسف ، الحجي عبد الله يوسف ، **"صكوك الاستثمار الشرعية"**، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وأفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 15-17 ماي 2005.
- 4- الضويحي أحمد عبد الله بن محمد ، **"ضوابط الاجتهاد في المعاملات المالية"**، المؤتمر الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، مارس 2005.
- 5- المطلق عبد الله بن محمد ، **"الصكوك"**، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقديم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، يومي 24، 25 ماي 2010.
- 6- النجار حنان إبراهيم ، **"آلية بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية ومتطلباته في أسواق المال العالمية"**، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وأفاق المستقبل، جامعة الإمارات العربية المتحدة، الإمارات، أيام 15-17 ماي 2005.
- 7- بلعزوز بن علي، عبد الكريم قندوز، **"استخدام الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر بالمصارف الإسلامية"**، مداخلة ضمن المؤتمر العلمي الدولي السابع، إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزيتونة الأردنية، أيام 16-18 أبريل 2007.
- 8- بن الضيف محمد عدنان، ربيع المسعود، **"أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية"**، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي الواقع.. ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، غرداية، يومي 23-24 فيفري 2011.
- 9- بوخاري لحلو ، وليد عايب، **"آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وأثر الأزمة المالية على سوق الصكوك الإسلامية"**، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي الواقع.. ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية والتسيير وعلوم التجارة، غرداية، يومي 23-24 فيفري 2011.
- 10- بوعافية رشيد، **"الهندسة المالية كمدخل لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية"**، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية: النظام المصرفي الإسلامي نموذجا، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009.
- 11- تحف منذر ، "سندات الاستثمار المتوسطة والطويلة الأجل"، بحث مقدم للندوة الفقهية الخامسة لبيت التمويل الكويتي، أيام 02-04 نوفمبر 1998.
- 12- خطاب كمال توفيق ، **"نحو سوق مالية إسلامية"**، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الثالث حول الاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 28 ماي 2005.
- 13- خضيرات عمر ياسين محمود ، **"دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمة الاقتصادية والمالية المعاصرة"**، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع... ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي، غرداية، يومي 23-24 فيفري 2011.
- 14- خنيوة محمد الأمين، حنان علي موسى، **"منتجات الهندسة المالية الإسلامية: الواقع والتحديات ومناهج التطوير"**، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع... ورهانات المستقبل، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي، غرداية، يومي 23-24 فيفري 2011.
- 15- رحيم حسين، سلطاني محمد رشدي، **"نماذج من التمويل الإسلامي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: المضاربة، السلم والاستصناع"**، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، يومي 21-22 نوفمبر 2006.

- 16- رحيم حسين، علاوي عبد الفتاح، "التوريق: آلية لتجاوز الأزمات في المؤسسات المالية الإسلامية"، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، الجامعة الإسلامية الأمير عبد القادر، قسنطينة، يومي 6-7 أفريل 2009.
- 17- سليمان ناصر، "السوق المالي الإسلامي كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي"، بحث مقدم للدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغربية، جامعة سطيف، أيام 25-28 ماي 2003
- 18- شوكمال عبد الكريم، براهيم سمير، "انهيارات الأسواق المالية وحلول اقتصاد المشاركة"، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع... ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، غرداية، يومي 23-24، فيفري 2011.
- 19- عمر محمد عبد الحليم، "سوق المال في مصر ومدى الاستفادة من السوق المالية الإسلامية"، ورقة مقدمة لندوة السوق المالية الإسلامية: الواقع والمأمول، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، القاهرة، 2006.
- 20- قندوز عبد الكريم، مداني احمد، "الأزمة المالية واستراتيجيات تطوير المنتجات المالية الإسلامية"، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية: النموذج المصرفي الإسلامي نموذجا، المركز الجامعي، خميس مليانة، عين الدفلة، يومي 5-6 ماي 2009.
- 21- قندوز عبد الكريم أحمد، "الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإعدادها بالأدوات المالية الشرعية"، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 06-08 مارس 2007.
- 22- قندوز عبد الكريم احمد، "الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي"، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الرابع حول الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الإدارية والاجتماعية، الكويت، يومي 15-16 ديسمبر 2010.
- 23- مهداوي هند وآخرون، "واقع وآفاق السوق المالية الإسلامية: دراسة تجارب لبعض البلدان الإسلامية والغربية"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السنوي الأول حول الاقتصاد الإسلامي الواقع... ورهانات المستقبل، كلية العلوم الاقتصادية، التجارة وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، يومي 23-24 فيفري 2011.
- 24- لحول عبد القادر، "دور الصيرفة الإسلامية والسوق المالية الإسلامية في الحد من أثر تدويل الخطر المالي على الأنظمة المالية العربية"، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي واقع... ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية التسيير والعلوم التجارية، المركز الجامعي غرداية، يومي 23-24 فيفري 2011.
- 25- نادية أمين محمد علي، "صكوك الاستثمار الشرعية خصائص وأنواع"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، أيام 15-17 ماي 2005.
- 26- هاشم جبر، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول حول الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، فلسطين، ماي 2005.

د- الرسائل الجامعية.

- 1- بن طوطاح توفيق أرزقي، "أثر المخاطرة في القرارات الاستثمارية - دراسة تطبيقية في المؤسسة الوطنية للمواد الدسمة الجزائر"، رسالة ماجستير مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد في الجامعة المستنصرية، بغداد، 2002.
- 2- بن الضيف محمد عدنان، "الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نفود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2008.

- 3- خالد محمد نصار، "آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية"، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2006.
- 4- شعابنية رزيقة، "التوريق المصرفي للديون: الإطار النظري والممارسة"، مذكرة ماجستير، تخصص نفود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945، قالمة، 2006.
- 5- محاجبية نصيرة، "وظيفة الهندسة المالية في البنوك"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نفود ومالية، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2006.
- 6- نبيل خليل طه سمور، "سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق: دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، مذكرة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007.
- 7- نورليامت سعيد جعفر، "سوق المشتقات المالية (تقدير اقتصادي وشرعي)"، مذكرة ماجستير في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، أربد، 2007.

هـ- القرارات.

- 1- بشير عمر محمد فضل الله، "تجربة البنك الإسلامي للتنمية في دعم التنمية في الدول الإسلامية والتحديات المستقبلية التي تجابه الصناعة المصرفية الإسلامية"، مجمع الفقه الإسلامي، المملكة العربية السعودية، 11 أبريل 2006.
- 2- قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي، المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي، قرار رقم (15/3).
- 3- قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي، المؤتمر السابع، المملكة العربية السعودية، ماي 1992.

2- اللغة الأجنبية.

Les livres:

- 1-Denis Mertisette , "Décision financières à long terme", les éditions 5MG, Trios Ravières, 3ème édition, 1994
- 2-Jean Claude Aougros et Michel Queruel, « Risque de Taux d'intérêt et gestion bancaire », Ed. Economica, Paris, 2000.
- 3-Madura Jeff, «International Financial Management », 6th Edition, South Western college Publishing, USA, 2000.
- 4-Mansour Mansouri, "La bourse des valeurs mobilières d'Alger", édition distribution Houma, Alger, 2002.
- 5- Shelagh Heffernan, « Modern Banking in Theory and Practice », New York, 1998.

Les reports :

- Bank Negara Malaysia and securities commission Malaysia, "Malaysian debt securities and Sukuk market", 2009.

Les revues :

- Frank David, « Capital Market: Risky Business but worth it », The Banker, vol 138, N°754, 1988.

2- مواقع الانترنت.

- 1- إبراهيم فاضل الديو، "التوريق حقيقته، أنواعه"، مقالة منشورة على الموقع:
www.kantakji.com
- 2- أشرف محمد دوابة، "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية"، مقالة منشورة على الموقع:
www.iefpedia.com
- 3- احمد العزافي، "الهندسة المالية"، مقالة منشورة على الموقع:
www.shathat.net/vb/showthread.php
- 4- أحمد الكردي، "إدارة المخاطر"، مقالة منشورة على موقع:
www.kenanonline.com/users/ahmedkordy/topics
- 5- أحمد محمد نصار، "استراتيجيات الابتكار المالي في المصارف الإسلامية"، مقال منشور على
الموقع: www.kantakji.org/fiqh/Files/Finance/95.txt
- 6- أحمد محمد محمود نصار، "الأسواق المالية الإسلامية: مبادئها وأدواتها"، مقال منشور على
موقع: www.iefpedia.com
- 7- أحمد محمد محمود نصار، "التكييف الفقهي للعقود المالية المستجدة وتطبيقاتها على نماذج التمويل
الإسلامية المعاصرة"، مجموعة الاقتصاد الإسلامي العالمية، 2005، عن موقع:
www.kantakji.org/fiqh/Files/law/takyef.doc
- 8- أحمد يحيى القراع، "الأزمة المالية وأثرها على الاقتصاد العربي"، مقالة منشورة على موقع:
www.dmhsr.blogspot.com/2011/02/blog-spot-05.html
- 9- الشبيلي يوسف، "الاستثمار في الأسهم والسندات"، مقالة منشورة على موقع:
www.shubily.com
- 10- العزمي محمد، "الأوراق المالية"، مقال منشور على الموقع: www.iefpedia.com
- 11- بلحسن فيصل وآخرون، "مخاطر المشتقات المالية"، مقالة منشورة على الموقع:
www.iefpedia.com
- 12- بن عبد الرحمن أحمد، "الأسهم: مفهومها، خصائصها، حكمها الشرعي"، مقالة منشورة على
موقع: www.indexignal.com
- 13- حسين فتحي عثمان، "التوريق المصرفي للديون الممارسة والإطار القانوني"، مقالة منشورة على
موقع: http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads
- 14- سحنون محمود، "مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات"، مقالة منشورة على
الموقع: www.iefpedia.com
- 15- سليمان عبد الله ناصر، "المصارف الإسلامية في اليمن تجربة ماليزيا ومقارنتها بالتجربة
اليمنية"، مقالة منشورة على الموقع: http://www.newsyemen.net/printn.asp?Sub
- 16- شوقي الجباري، "دور الهندسة المالية في تأجيج شرارة الأزمة"، مقالة منشورة على موقع:
www.iefpedia.com/arab
- 17- عبد الحميد احمد العدلي، "الهندسة المالية"، مقالة منشورة على موقع: www.iefpedia.com
- 18- عبد السلام زايدي، "الصناعة المالية الإسلامية"، مقالة منشورة على الموقع:
www.iefpedia.com
- 19- عبد الرزاق إبراهيم، "الأوراق المالية التقليدية"، مقالة منشورة على الموقع:
www.uvesm.maktoob.com
- 20- عبد اللطيف عبد الرحيم جناحي، "الصكوك الإسلامية بدائل للسندات التقليدية"، مقالة منشورة على
موقع: http://www.iefpedia.com/arab
- 21- عثمان ظهير، "نتائج الهندسة المالية ترتبط بتفهم المصارف الإسلامية للإبداع والبحث
والتطوير"، مقالة منشورة على الموقع: http://www.isegs.com/Forum/showthread.php
- 22- عجيل جاسم النمشي، "التوريق والتصكيك وتطبيقاتهما"، مقالة منشورة على موقع:
http://iefpedia.com/arab/

- 23- علاء الدين الزعتري، "التكيف الشرعي للمستقبلات والخيارات"، مقال منشورة على الموقع:
www.alzatari.net/research/684.html.
- 24- علي محي الدين القرّة داغي، "الصكوك الإسلامية-التوريق-وتطبيقاتها المعاصرة"، مقال منشور
على موقع: <http://iefpedia.com/arab/>
- 25- كمال توفيق، "نحو سوق مالية إسلامية"، مقالة منشورة على الموقع: www.Kantakji.com
- 26- محمد البلتاجي، "الضوابط الشرعية للعمل المصرفي الإسلامي"، مقال منشور على الموقع:
www.baltaji.com/dawabet-eltamweel.html
- 27- مظهر سامر قنطقجي، "نموذج الربا الرياضي"، مقال منشور على الموقع: www.kantakji.org
- 28 - Bursa Malaysia, "market information", from the site: www.klse.com.