



جامعة وهران 2

كلية العلوم الاقتصادية ، التجارية ، و علوم التسيير

أطروحة

للحصول على شهادة دكتوراه في العلوم

في العلوم الاقتصادية

الهندسة المالية الإسلامية كآلية لتطوير صناعة المنتجات المالية

" دراسة لنماذج مالية إسلامية مبتكرة "

مقدمة ومناقشة علنا من طرف

السيد : بوشلاغم نور الدين

أمام لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة وهران 2	أستاذ محاضر -أ-	كيحل محمد
مقرر	جامعة وهران 2	أستاذ	حاكمي بوحفص
مناقشا	جامعة البليدة 2	أستاذ	رزيق كمال
مناقشا	جامعة البليدة 2	أستاذ محاضر -أ-	للوشي محمد
مناقشا	جامعة بومرداس	أستاذ	بلوناس عبد الله
مناقشا	جامعة وهران 2	أستاذة محاضرة -أ-	قادي ابتسام

السنة: 2018/2019

"الهندسة المالية الإسلامية كآلية لتطوير صناعة المنتجات المالية"

"دراسة لنماذج مالية إسلامية مبتكرة"

الملخص : تناولت هذه الدراسة موضوع الهندسة المالية الإسلامية كآلية لتطوير صناعة المنتجات المالية ، حيث تم التعرض لموضوع الهندسة المالية بصفة عامة ، حيث كان الهدف من ابتكار الأدوات المالية هو عملية التحوط في الأسواق المالية بصفة عامة ، أي تجنب المخاطر الاستثمارية المالية ، حيث مكنت هذه الأنواع المستثمر المالي من اتخاذ أي استراتيجية يراها مناسبة له تمكنه من تخفيض الخسائر و تعظيم الأرباح .

فلقد أثبتت التجربة أن التمادي في استعمال منتجات الهندسة المالية التقليدية ، يؤدي في النهاية إلى كوارث مالية و اقتصادية ، و بالتالي بدأ البحث عن بديل مناسب يحل محلها في المعاملات المالية ، و هو منتجات الهندسة المالية الإسلامية ، و هو ما تعرضنا له من خلال تطرقنا لماهية الهندسة المالية الإسلامية ، تاريخها ، مبادئها و خصائصها المميزة ، و كذا أدوات هذه الصناعة الحديثة ، بالإضافة إلى دور هذه الأدوات في إدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية .

فباعتبار أن الهندسة المالية الإسلامية هي مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم و التطوير و التنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة ، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل و كل ذلك في إطار الالتزام بالضوابط الشرعية ، و من خلال الدراسة التطبيقية للنماذج المالية الإسلامية المبتكرة بفعل الهندسة المالية الإسلامية ، و المتمثلة في نموذج التورق المصرفي بمصرف إسلام ماليزيا ، و نموذج الإجارة المنتهية بالتملك في مصرف الأردن الإسلامي ، و كذا نموذج الصكوك الإسلامية الحكومية السودانية ، توصلت الدراسة إلى أن أدوات الهندسة المالية الإسلامية تحقق كفاءة اقتصادية عالية ، أما من الناحية الشرعية فهذا يختلف حسب طريقة تطبيق كل نموذج .

الكلمات المفتاحية : الهندسة المالية الإسلامية - المنتجات المالية الإسلامية - الضوابط الشرعية - الكفاءة الاقتصادية - السلامة الشرعية

"L'ingénierie financière islamique comme mécanisme de développement de l'industrie des produits financiers"

"Une étude des modèles financiers islamiques innovants"

Résumé : Cette étude a abordé la question de l'ingénierie financière islamique en tant que mécanisme pour le développement de l'industrie des produits financiers, où l'exposition au sujet de l'ingénierie financière en général, où le but de créer des instruments financiers est de couvrir sur les marchés financiers en général, à savoir pour éviter les risques d'investissement et financiers, ce qui a permis à ces types d'investisseurs financiers de prendre toute stratégie qu'elle juge appropriée pour lui permettre de réduire les pertes et maximiser les profits.

L'expérience a montré que l'utilisation persistante des produits d'ingénierie financière traditionnels, conduit en fin de compte aux catastrophes financières et économiques, et donc commencé à chercher une alternative appropriée pour les remplacer dans les transactions financières et sont les produits d'ingénierie financière islamique, et est ce que nous étions par son parlé de la nature ingénierie financière islamique, l'histoire, les principes et les caractéristiques distinctives, ainsi que des outils et cette industrie moderne, en plus du rôle de ces outils dans la gestion des risques des institutions financières islamiques. l'ingénierie financière islamique est la gamme d'activités qui incluent les processus de conception et de développement et la mise en œuvre des deux instruments financiers et les processus et d'innovation, ainsi que la formulation de solutions innovantes aux problèmes de financement et tous dans le cadre de l'engagement commande la légitimité, et à travers l'étude appliquée des modèles financiers islamiques et d'innovation en ingénierie la finance islamique et du feuilletage bancaire modèle de la Banque Islam en Malaisie et mettre fin au modèle de location-vente à la Banque islamique de Jordanie, ainsi que le modèle et les instruments du gouvernement islamique soudanais, l'étude a révélé que les outils d'ingénierie financière Islamique d'atteindre l'efficacité économique élevée, mais en termes de légitimité, cela varie en fonction de la façon dont l'application de chaque modèle.

Mots-clés: ingénierie financière islamique - produits financiers islamiques - la charia - l'efficacité économique - sécurité légitim .

"Islamic Financial Engineering as a Mechanism to Develop the Financial Products Industry"

"A Study of Innovative Islamic Financial Models"

Abstract : This study dealt with the subject of Islamic financial engineering as a mechanism for developing the financial products industry. The subject of financial engineering was generally discussed. The purpose of financial instrumentation was to hedge the financial markets in general, avoiding financial investment risks. From taking any strategy he deems fit to reduce losses and maximize profits. Experience has shown that the continued use of traditional financial engineering products eventually leads to financial and economic disasters. Hence, the search for a suitable substitute for financial transactions, the products of Islamic financial engineering, is what we have been exposed to. Islamic financial engineering, history, principles and characteristics, as well as the tools of this modern industry, in addition to the role of these tools in risk management in Islamic financial institutions.

Islamic Financial Engineering is a portfolio of activities that includes the design, development and implementation of innovative financial instruments and processes, as well as the formulation of creative solutions to financing problems, all within the framework of Shari'ah Compliance, and through the applied study of innovative Islamic finance models Islamic Finance, which is represented by the Tawarruq Banking Model at the Bank of Islam Malaysia, the Ijarah Muntahia Bittamleek in Jordan Islamic Bank, and the Sudanese Government Sukuk Form. The study concluded that the Islamic financial instruments It achieves high economic efficiency. As for legitimacy, it varies according to the method of applying each model.

Keywords: Islamic Financial Engineering - Islamic Financial Products - Shariah Rules - Economic Efficiency - Sharia Safet

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

01	مقدمة عامة
07	الفصل الأول : الإطار المفاهيمي العام للهندسة المالية .
08	تقديم الفصل الأول
08	المبحث الأول : ماهية الهندسة المالية ، ومنتجاتها .
09	المطلب الأول : مفهوم الهندسة المالية ، ونشأتها .
13	أولا : نشأة الهندسة المالية .
14	ثانيا : ظهور الهندسة المالية .
17	المطلب الثاني : أهمية الهندسة المالية ، وأهدافها .
17	أولا : أهمية الهندسة المالية .
22	ثانيا : أهداف الهندسة المالية .
25	المطلب الثالث : منتجات الهندسة المالية
25	أولا : المشتقات المالية
36	ثانيا : التوريق
42	ثالثا : المنتجات المالية التقليدية
44	رابعا : المنتجات المالية المركبة ، و الحديثة
47	المبحث الثاني: دور أدوات الهندسة المالية في تغطية المخاطر
48	المطلب الأول : ماهية المخاطرة
48	أولا : المخاطرة ، و أركان الخطر

51	ثانيا : درجة المخاطرة ، وتصنيفاتها
52	ثالثا : المسببات الرئيسية للمخاطرة
57	رابعا : ادارة المخاطر
62	المطلب الثاني : التغطية و استراتيجياتها
62	أولا : ماهية التغطية
63	ثانيا : استخدام التغطية في إدارة المخاطر
64	ثالثا : الاعتبارات الأساسية للتغطية
66	المطلب الثالث : آثار صناعة الهندسة المالية .
66	أولا : الهندسة المالية ، و السياسات الاقتصادية .
68	ثانيا : الابتكار المالي ، و الاستقرار الاقتصادي .
69	ثالثا : الابتكار المالي ، و النمو الاقتصادي .
70	المبحث الثالث : الهندسة المالية ، و الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.
70	المطلب الأول : ماهية الأزمة المالية ، أنواعها ، و مسبباتها .
70	أولا : ماهية الأزمة المالية .
72	ثانيا : أنواع الأزمات المالية .
74	ثالثا : أسباب الأزمات المالية ، ومؤشراتها .
77	المطلب الثاني : الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 أسبابها ، و مظاهرها
77	أولا : تشخيص الأزمة المالية لسنة 2008 .
82	ثانيا : أسباب الأزمة المالية العالمية .

87	ثالثا : مظاهر أزمة النظام المالي العالمي ، ومراحلها .
90	المطلب الثالث : دور أدوات الهندسة المالية في الأزمة المالية العالمية .
90	أولا : دور التوريق في حدوث الأزمة المالية العالمية .
92	ثانيا : دور المضاربات الوهمية في إحداث الأزمة .
93	ثالثا : خلق الفجوة بين الاقتصاد الحقيقي ، و الاقتصاد المالي .
95	رابعا : دور مبادلة عقود التعثر عن السداد CDS في خلق الأزمة .
98	خلاصة الفصل الأول
100	الفصل الثاني : مدخل عام للهندسة المالية الإسلامية .
101	تقديم الفصل الثاني
102	المبحث الأول : مدخل للسوق المالية الإسلامية .
102	المطلب الأول : مفهوم السوق المالي الإسلامي ، مبادئه و ضوابطه
102	أولا : السوق المالية الإسلامية .
106	ثانيا : مبادئ و ضوابط السوق المالية الإسلامية .
108	ثالثا : حاجة الاقتصاد الإسلامي إلى أسواق المال .
104	المطلب الثاني : نشأة ، وتطور السوق المالي الإسلامي ، وأهميتها .
110	أولا : نشأة ، و تطور السوق المالية الإسلامية .
111	ثانيا : أهمية إنشاء سوق مالية إسلامية .
112	المطلب الثالث : مقومات قيام سوق مالي إسلامي وأوجه التحدي لها.
112	أولا : مقومات ، ومتطلبات قيام سوق مالي إسلامي .

113	ثانيا : أوجه التحدي أمام قيام سوق مالية إسلامية .
118	ثالثا : فكرة إنشاء سوق مالية إسلامية موحدة .
120	رابعا : التطبيقات ، و التجارب في إنشاء أسواق مالية إسلامية .
123	المبحث الثاني : ماهية الهندسة المالية الإسلامية .
123	المطلب الأول : مفهوم الهندسة المالية الإسلامية نشأتها ، و أهميتها .
123	أولا : الهندسة المالية الإسلامية ، و تاريخها .
127	ثانيا : نشأة الهندسة المالية الإسلامية ، وأسباب الحاجة إليها .
130	ثالثا : أهمية الهندسة المالية الإسلامية .
133	المطلب الثاني : المبادئ الحاكمة للهندسة المالية الإسلامية ، ضوابطها الشرعية ، وخصائصها.
127	أولا : مبادئ الهندسة المالية الإسلامية .
130	ثانيا : الضوابط العامة للهندسة المالية الإسلامية ، و أهميتها .
142	ثالثا : خصائص الهندسة المالية الإسلامية
145	المطلب الثالث : مناهج واستراتيجيات تطوير منتجات الهندسة المالية الإسلامية
145	أولا : مناهج تطوير منتجات الهندسة المالية الإسلامية .
147	ثانيا : استراتيجيات تطوير منتجات الهندسة المالية الإسلامية .
148	ثالثا : متطلبات تحقيق الهندسة المالية الإسلامية .
150	المبحث الثالث : منتجات الهندسة المالية الإسلامية .
150	المطلب الأول : الصكوك الإسلامية .
150	أولا : التصكيك الإسلامي ، و تكييفه الفقهي .

153	ثانيا : آية التصكك الإسلامي .
154	ثالثا : الفرق بين التصكك الإسلامي ، و التقليدي .
160	رابعا :أنواع الصكوك الإسلامية .
166	خامسا : أهمية الصكوك المالية الإسلامية .
174	سادسا : واقع ، و مستقبل الصكوك الإسلامية ، و تحدياتها .
187	المطلب الثاني : المنتجات المستحدثة .
188	أولا : المنتجات المالية التمويلية .
195	ثانيا : المنتجات المالية المركبة .
209	ثالثا : المنتجات المالية المشتقة .
223	المطلب الثالث : دور الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية.
223	أولا : استراتيجية إدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية .
224	ثانيا : أسباب الحاجة إلى منهج إسلامي لإدارة المخاطر .
225	ثالثا: استخدام الهندسة المالية الإسلامية في التحوط ، و إدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية .
229	المطلب الرابع : واقع الهندسة المالية الإسلامية ، و سبل تطويرها
229	أولا : واقع الهندسة المالية الإسلامية ، و تحدياتها .
230	ثانيا : مستقبل الهندسة المالية الإسلامية .
235	ثالثا : معوقات تطبيق الهندسة المالية الإسلامية بالسوق المصرفية الجزائرية .
238	خلاصة الفصل الثاني

239	الفصل الثالث : دراسة لنماذج مالية إسلامية مبتكرة بفعل الهندسة المالية .
240	تقديم الفصل الأول
241	المبحث الأول : نموذج التورق المصرفي ، و مجال تطبيقه في مصرف إسلام ماليزيا .
241	المطلب الأول : مدخل للتورق المصرفي ، ومجال تطبيقاته .
241	أولا : مفهوم التورق المصرفي .
246	ثانيا : الفرق بين التورق الفقهي ، و التورق المصرفي المنظم .
247	ثالثا : مجال تطبيقات التورق المصرفي المنظم .
250	المطلب الثاني : تجربة التورق المصرفي في مصرف إسلام ماليزيا.
250	أولا : نشأة ، و تعريف مصرف إسلام ماليزيا .
251	ثانيا :منتجات ، و صيغ التمويل المعتمدة في مصرف إسلام ماليزيا.
255	ثالثا : آلية تطبيق التورق المصرفي في مصرف إسلام ماليزيا.
258	المطلب الثالث : التقييم الاقتصادي ، و الشرعي للتورق المصرفي في مصرف إسلام ماليزيا .
258	أولا : التقييم الاقتصادي للتورق المصرفي في مصرف إسلام ماليزيا.
267	ثانيا : دور ، و أهمية التورق في إدارة السيولة بمصرف إسلام ماليزيا.
273	ثالثا : التقييم الشرعي للتورق المصرفي في مصرف إسلام ماليزيا .
276	رابعا : التقييم الشرعي ، و أثره على الكفاءة الاقتصادية .
278	خامسا : الآثار الاقتصادية للتورق المصرفي المنظم .
283	المبحث الثاني : تجربة الإجارة المنتهية بالتمليك في بنك الأردن الإسلامي .

283	المطلب الأول : مدخل عام للإجارة المنتهية بالتملك .
283	أولا : الإجارة ، مشروعيتها ، أركانها ، و سماتها .
287	ثانيا : أنواع الإجارة في البنوك الإسلامية .
293	المطلب الثاني : تجربة الإجارة المنتهية بالتملك في بنك الأردن الإسلامي .
293	أولا : البنك الإسلامي الأردني ، و مكانته في القطاع المصرفي الأردني .
296	ثانيا : صيغ التمويل المعتمدة في البنك الإسلامي الأردني .
300	ثالثا : آلية التمويل بصيغة الإجارة المنتهية بالتملك في البنك الإسلامي الأردني .
302	المطلب الثالث : التقييم الاقتصادي ، و الشرعي لنموذج الإجارة المنتهية بالتملك في بنك الأردن الإسلامي .
302	أولا : التقييم الاقتصادي للإجارة المنتهية بالتملك في بنك الأردن الإسلامي .
314	ثانيا : التقييم الشرعي للإجارة المنتهية بالتملك في بنك الأردن الإسلامي .
324	المبحث الثالث : نموذج الصكوك الإسلامية الحكومية (الصكوك السودانية) .
324	المطلب الأول : نظرة عامة حول الاقتصاد السوداني .
327	المطلب الثاني : تجربة السودان للصكوك الإسلامية .
338	المطلب الثالث : التقييم الاقتصادي و الشرعي للصكوك الحكومية السودانية .
338	أولا : التقييم الاقتصادي للصكوك الحكومية السودانية .
343	ثانيا : التقييم الشرعي للصكوك الحكومية السودانية .

352	خلاصة الفصل الثالث .
353	الخاتمة العامة .
361	قائمة المراجع .
380	قائمة الجداول .
382	قائمة الاشكال .

مقدمة عامة

التقديم :

لقد عرفت البيئة الاقتصادية كثير من التغيرات على الصعيد العالمي ، وهذا راجع أساسا نتيجة لترايط الأسواق التمويلية الدولية بعضها ببعض ، وكذا إلى اتساع أنشطة الصناعة المالية و المصرفية ، وهذا الأمر يؤدي كنتيجة حتمية إلى اتساع دائرة المخاطرة ، و كذا زيادة تكاليفها .

إن هذا الأمر أدى بهذه المؤسسات المالية ، إلى البحث عن أدوات مالية ومنتجات مبتكرة تمويلية ، لإدارة هذه المخاطر ، تتيح للمؤسسات المالية ، و كذا المتعاملين الماليين تحقيق عوائد وأرباح تمكن لهذه الأخيرة البقاء ، و مواجهة المتنافسين في الأسواق المالية العالمية المفتوحة .

و كنتيجة لهذا الأمر ، ظهرت في الأسواق المالية أدوات مالية جديدة و متنوعة وفرت للمؤسسات المالية ، و المتعاملين الماليين مجالات واسعة للاستثمار ، وأساليب مبتكرة لتحوط من المخاطر المالية المتعددة و المتنوعة .

لكن الملاحظ أن هذه المنتجات المالية التي تم ابتكارها ، كانت بالاعتماد على أسس النظام المالي الرأسمالي التقليدي الذي تقوم جميع معاملاته المالية على أساس الربا ، و المجازفات و المخاطرة غير المضبوطة في السوق المالية .

إن المؤسسات المالية الإسلامية ، مثلها مثل المؤسسات المالية التقليدية ، فهي تحتاج دائما إلى تشكيلة متنوعة من صيغ التمويل ، و التي تمكنها من تحقيق التوازن ، وتوفير المرونة اللازمة لإدارة سيولتها ، بطرق مربحة بالإضافة إلى استجابتها لتغيرات البيئة الاقتصادية ، و من هنا و مع التطور في النشاطات الاقتصادية الحديثة ، و ازدياد الطلب على خدمات المؤسسات المالية الإسلامية ، فقد تطلب الأمر تطور مشابه في الخدمات التمويلية الإسلامية ، وهذا لكي تضمن المؤسسات المالية الإسلامية مرونة ملائمة ، وقدرًا سوقيًا يساعد على الاستمرار ، و بفاعلية مشابهة لتلك التي تقدمها المؤسسات المالية التقليدية .

لمعالجة الموضوع تطرح الدراسة الإشكالية التالية :

باعتبار أن الهندسة المالية الإسلامية صناعة ناشئة لإدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية ، ما مدى مساهمة هذه الصناعة في ابتكار و تطوير المنتجات المالية الإسلامية ، وما مدى نجاعة هذه الأدوات في

الواقع العملي من الناحيتين الاقتصادية و الشرعية ؟

و للإجابة على الإشكالية الرئيسية قمنا بطرح الأسئلة الفرعية التالية :

- 1- هل الهندسة المالية الإسلامية هي حل لمشكلة قصور التمويل داخل المؤسسات المالية الإسلامية ؟
- 2- ما هو الاختلاف بين الهندسة المالية الإسلامية ونظيرتها التقليدية ؟
- 3- ما هي الأدوات المالية الإسلامية التي خلقتها الهندسة المالية الإسلامية ؟
- 4- ما هي مزايا تطبيق الهندسة المالية الإسلامية داخل المؤسسات المالية الإسلامية ؟
- 5- ما مدى نجاعة أدوات الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية ؟
- 6- هل تحقق أدوات الهندسة المالية الإسلامية كفاءة اقتصادية و مصداقية شرعية في نفس الوقت ؟
- 7- ما مدى التزام المؤسسات المالية الإسلامية بالضوابط الشرعية في خلق الأدوات المالية الإسلامية ؟

- فرضيات الدراسة :

- 1- تعتبر الهندسة المالية الإسلامية حل لمشكلة التمويل داخل المؤسسات المالية الإسلامية.
- 2- إن الاختلاف الجوهرى بين الهندسة المالية الإسلامية و التقليدية هو التزام الهندسة المالية الإسلامية بالضوابط الشرعية و أصول الشريعة و الأخلاق في المعاملات دون نظيرتها .
- 3- إن من أهم مزايا التي تكتسبها المؤسسات المالية الإسلامية من تطبيق الهندسة المالية الإسلامية مقارنة بنظيرتها التقليدية هي تلبية الاحتياجات لطالبي التمويل بطرق أكفأ ، كما تمكنها من إدارة المخاطر بطرق أفضل وأقل خطراً .

4- تعتبر أدوات الهندسة المالية الإسلامية أكثر نجاعة في إدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية .

5- تحقق أدوات الهندسة المالية الإسلامية كفاءة اقتصادية و مصداقية شرعية في نفس الوقت .

- أهمية الدراسة :

تكمن أهمية الدراسة في كونها تناولت موضوعا حديثا و أساسيا ، و هو الهندسة المالية الإسلامية ، التي تعد آلية فعالة في تطوير وابتكار أدوات مالية تمويلية إسلامية ، تمكن المؤسسات المالية الإسلامية من منافسة نظيرتها التقليدية ، و الحفاظ على حصتها السوقية بالإضافة إلى إيجاد بدائل وحلول مالية جديدة لمواجهة التطورات الاقتصادية ، وكذا الأزمات المالية .

- أهداف الدراسة :

يمكن تلخيص أهداف الدراسة فيما يلي :

- التعرف على ماهية الهندسة المالية الإسلامية ودورها في صناعة المنتجات المالية الإسلامية .
- توضيح دور الهندسة المالية الإسلامية في إيجاد حلول لمشاكل التمويل الإسلامي .
- تبيان الاختلافات الجوهرية بين الهندسة المالية الإسلامية و التقليدية .
- إبراز دور الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار منتجات مالية إسلامية .
- البحث في نجاعة أدوات الهندسة المالية الإسلامية من الناحيتين الاقتصادية و الشرعية .

- مبررات اختيار الموضوع :

تم اختيار موضوع الهندسة المالية الإسلامية بناء على مجموعة من الاعتبارات الموضوعية و الذاتية يمكن تلخيصها فيما يلي :

- يعتبر الدين الاسلامي ديننا متكاملًا ، يسعى للرفي بالفرد و المجتمع من جميع جوانب حياته ، الاجتماعية و الاقتصادية و حتى السياسية و الاخلاقية ، فنحن نسعى من خلال هذا الموضوع الى ابراز اهتمام الاسلام بالجانب الاقتصادي و دور الشرع في خلق معاملات و أدوات تمكن الفرد و المجتمع من تلبية احتياجاته بالطرق الشرعية .

- تعتبر حداثة الموضوع وقلة الدراسات التي تناولته من بين دوافع اختياره .

- تغيرات البيئة الاقتصادية في الآونة الأخيرة حيث أصبحت اتجاهات الدراسات الحديثة تبحث في مواضيع المالية الإسلامية باعتبارها بديل عن نظيرتها التقليدية .

- ارتباط الموضوع بتخصص الطالب و هو المالية الدولية .

- تمحور ميول الطالب البحثية حول مواضيع المالية الإسلامية .

- منهج البحث :

أ- **المنهج الوصفي** : سيستخدم هذا البحث المنهج الوصفي من خلال عرض المفاهيم الأساسية للصناعة

المصرفية الإسلامية و الهندسة المالية التقليدية و الإسلامية ، و الجوانب المالية و الاقتصادية المتعلقة

بمنتجاتها ، بالإضافة إلى المنهج المقارن الذي سيستعمل لإبراز مختلف الفروقات بين الهندسة المالية

التقليدية و الهندسة المالية الإسلامية .

ب- **المنهج الاستنباطي** : و ذلك من خلال محاولة الوقوف على الواقع العملي لإستخدامات الهندسة المالية

الاسلامية ، واستنباط مختلف أوجه أدوات هذه الصناعة ، وهذا من خلال المعلومات والبيانات

والاحصائيات المتوفرة وكذا بعض التقارير من مواقع بعض المؤسسات المالية، و المصرفية المدرجة ضمن

السوق إضافة إلى بعض الدراسات التي تناولت هذه التجربة .

- **مجتمع الدراسة :** تم اختيار ثلاث تجارب لاستخدامات الهندسة المالية الإسلامية في الجانب التطبيقي لتكون مجتمعا للدراسة كونها أشهر تجارب في مجال الصناعة المالية الإسلامية مقارنة بالتجارب الأخرى ، كما أنها تعتبر مثالا يحتذى به في مجال الإقتصاد الإسلامي ، ألا وهي تجربة التورق المصرفي في ماليزيا ، و تجربة الصكوك في السودان و كذا تجربة الاجارة المنتهية بالتمليك في الأردن .

- **الدراسات السابقة :**

من أهم الدراسات التي تناولت موضوع الهندسة المالية بصفة عامة :

- دراسة لسامي بن إبراهيم السويلم (2000) بعنوان " صناعة الهندسة المالية : نظرات في المنهج الإسلامي " ، مركز البحوث ، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار ، تناول فيه بعض المفاهيم المتعلقة بالهندسة المالية من تعريف وآثار، ثم تعرض لتحليل بعض المنتجات المالية من ناحية الكفاءة الاقتصادية.

- دراسة لعبد الكريم قندوز (2008) بعنوان الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق " ، مؤسسة الرسالة ، ناشرون ، تناول فيها أسس الهندسة المالية الإسلامية ومختلف منتجاتها ، و تجارب بعض الدول فيها وهي : الجزائر و ماليزيا و السودان .

- دراسة لهاشم فوزي دباس العبادي (2008) بعنوان " الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية " ، مؤسسة الوراق ، ركز فيها على الخيارات المالية و أهميتها كأداة للتحوط من مخاطر تقلبات الأسعار، مع إدراج تقييم لها .

- دراسة لمحمد عمر جاسر (2010) بعنوان " نحو منتجات مالية إسلامية مبتكرة " بحث ، مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية : الواقع و تحديات المستقبل بصنعاء يناقش هذا البحث الاسس التي قامت عليها المنتجات

المالية الإسلامية وخصائصها التي تميزها عن المنتجات المالية التقليدية ، و تتطرق إلى طبيعة و جوهر العقود المالية الإسلامية ، ثم واقع المنتجات المالية الإسلامية واستراتيجيات تطويرها.

- تقسيم البحث و ترتيب فصوله :

لقد تم تقسيم الموضوع إلى ثلاث فصول :

الفصل الأول : و الموسوم بالإطار المفاهيمي العام للهندسة المالية ، حيث تناولنا في هذا الفصل المفاهيم العام للهندسة المالية التقليدية ، و خصائصها و مميزاتا ، بالإضافة إلى أدواتها ، كما تطرقنا إلى دور أدوات هذه الصناعة في التحوط و إدارة المخاطر بالسوق المالية ، كما أشرنا في الأخير إلى دور و علاقة الهندسة المالية بالنمو الاقتصادي و السياسات النقدية و المالية و الاستقرار الاقتصادي ، و كذا علاقة الهندسة المالية بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

الفصل الثاني : و الموسوم بالإطار المفاهيمي العام للهندسة المالية الإسلامية ، حيث تناولنا في هذا الفصل مفهوم الهندسة المالية الإسلامية و تاريخها ، مبادئها و خصائصها المميزة و كذا أدوات هذه الصناعة الحديثة ، بالإضافة إلى دور هذه الأدوات في إدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية .

الفصل الثالث و الأخير و قد خصص لدراسة نماذج مالية إسلامية مبتكرة ، وهي متداولة في كثير المؤسسات المالية الإسلامية ، و التي سنحاول إبراز مدى كفاءتها و مصداقيتها الشرعية في الواقع العملي التطبيقي ، و التي تمثلت التورق المصري في مصرف اسلام ماليزيا ، و الاجارة المنتهية بالتمليك في بنك الاردن الاسلامي ، و كذا الصكوك الاسلامية الحكومية في جمهورية السودان و هذا خلال فترات محددة .

الفصل الأول :

مدخل مفاهيمي عام للهندسة المالية

تقديم الفصل الاول :

أدركت عديد المؤسسات المالية خلال السنوات الأخيرة ، بأن أساليب التمويل القديمة التي تربط بين وحدات العجز المالي و الفائض المالي ، لم تعد تلق ذلك القبول و الرواج الواسع لدى المتعاملين الاقتصاديين ، هذا الأمر أدى بها الى البحث عن أدوات تمويلية جديدة تتميز بالربحية كما تقلل من خسائر المستثمرين الماليين ، فكان ظهور الابتكارات المالية نتيجة حتمية تواكب التطور التكنولوجي ونظام المعلوماتية .

إن ظهور الابتكارات المالية ، أو ما يعرف بالهندسة المالية أتى كنتيجة حتمية للتقليل من مخاطر الاستثمار المالي خاصة مع إنحيار نظام بروتن وودز Bretton Wood's وتحرير الأسعار ، وتغير البيئة الاقتصادية العالمية ، خاصة مع بروز المخاطر وإنتشارها أدى هذا الأمر الى البحث عن أساليب التغطية و التحوط من هذه المخاطر ، وهذا ما سنحاول التطرق له من خلال هذا الفصل التمهيدي وفق المباحث التالية :

المبحث الأول : ماهية الهندسة المالية ، ومنتجاتها .

المبحث الثاني : دور أدوات الهندسة المالية في تغطية المخاطر .

المبحث الثالث : الهندسة المالية ، و الأزمة المالية العالمية .

المبحث الأول : ماهية الهندسة المالية .

سنحاول في هذا المبحث التعرف على الهندسة المالية من خلال التطرق إلى مفهومها ، أهميتها و العوامل التي أدت الى ظهورها ، بالإضافة الى البحث في منتجاتها وأدواتها ، وكذا دور هذه الأدوات المالية في تغطية المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون الماليون مؤسسات وأشخاص على حد سواء ، بالإضافة الى آثار هذه الصناعة المالية على السياسات النقدية و المالية وكذا على النمو الاقتصادي ككل .

- المطلب الأول : مفهوم الهندسة المالية ، ونشأتها .
المطلب الثاني : أهمية الهندسة المالية ، وأهدافها .
المطلب الثالث : منتجات الهندسة المالية .

المطلب الأول : مفهوم الهندسة المالية ، ونشأتها .

إن مصطلح الهندسة المالية **Financial Engineering** لا يعني شيئاً محددًا يمكن وصفه بها ، فهذا المصطلح

يختلف باختلاف وجهات نظر متعددة ، إلا أنه وعلى العموم أصبح مرتبطًا بالمشتقات المالية بدرجة واسعة⁽¹⁾ . لقد

تعددت وتنوعت المفاهيم التي تناولت الهندسة المالية إلا أننا سوف نتعرض لأهمها وأشهرها :

1. لقد عرف فينيرتي الهندسة المالية على أنها عملية التصميم و التطوير لأدوات و آليات مالية مبتكرة ، وصياغة

حلول ابداعية لمشاكل التمويل². (Finnerty)

من التعريف السابق لفينيرتي يمكن إستخلاص أن الهندسة المالية تتضمن ثلاثة أنواع من العمليات³ :

- اختراع أو ابتكار أدوات مالية جديدة .
- ابتكار آليات تمويلية جديدة .
- استحداث آليات تمويلية جديدة هدفها تخفيض التكاليف .
- ابتكار حلول جديدة لمؤسسات التمويل من أجل تحكّم جيد في إدارة السيولة على سبيل المثال أو بعث صيغ تمويلية لمشاريع جديدة تتلاءم مع الظروف المحيطة بالاستثمار .

¹ سامي السويلم (2008) ، التحوط في التمويل لاسلامي ، بنك التنمية الاسلامية ، المعهد الاسلامي للبحوث و التدريب جدة مكتبة الملك فهد ، الطبعة الاولى ، ص 105 .

² Finnerty (1988) , financial engineering in corporate finance an overview , financial management , vol17, no4 , p14.

³ سامي السويلم (2004) "صناعة الهندسة المالية ، " نظرات في المنهج الاسلامي ، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار ، بيت المنشورة للتدريب ، الكويت ، ص 5 .

2. عرفت الجمعية الدولية للمهندسين الماليين الهندسة المالية¹ على أنها عملية التطوير و التطبيق المبتكر للنظرية المالية

و الأدوات المالية لإيجاد حلول للمشاكل المالية المعقدة و لاستغلال الفرص المالية المتاحة فالهندسة المالية ليست

أداة وإنما هي المهنة التي تستعمل الأدوات² . (الجمعية الدولية للمهندسين الماليين IAFE³)

3. من وجهة نظر المؤسسات فالهندسة المالية تعتبر مدخلا نظاميا يستعمل من قبل هذه الاخيرة للوصول الى حلول

مناسبة للمشكلات التي تواجه مختلف عملائها و تتضمن عملية الهندسة المالية خمس خطوات تتمثل فيما يلي⁴:

- **التشخيص** : وهو التعريف بطبيعة المشكل ومصدره الأساسي .
- **التحليل** : إيجاد الحلول المناسبة للمشكل في ظل النظام الحالي للمؤسسة على إعتبار أن الحل للمشكل هو أداة مالية جديدة .
- **الانتاج** : خلق أو انتاج الأدوات المالية الجديدة من خلال تعهد طرفي الصفقة بهذه الأداة أو تشكيلها من خلال استراتيجية أو ديناميكية أو من خلالهما معا .
- **التسعير** : هو عملية تحديد تكلفة الانتاج وهامش الربح .
- **التخصيص** : هو عملية إيجاد أداة تلائم المتطلبات الخاصة بكل عميل .

أما من وجهة نظر الأسواق المالية فالهندسة المالية مصطلح يستعمل لوصف تحليل البيانات المحصلة من السوق المالية

بطريقة علمية يأخذ مثل هذا التحليل عادة شكل الخوارزميات الرياضية أو النماذج المالية و تستخدم الهندسة المالية

¹ الاتحاد الدولي للمهندسين الماليين "International Association of Financial Engineers" هو هيئة متخصصة أنشأت خصيصا للمهندسين الماليين لرعايتهم و الارتفاق بالهندسة المالية ، أسس هذا الاتحاد في سنة 1992 وهو يضم ما يزيد عن 2000 عضوا من شتى أنحاء العالم ، من أكاديميين و تقنيين وماليين ومحاسبين ، تتمثل مهمة هذا الاتحاد برعاية الهندسة المالية و تطويرها و الارتفاق بها الى مستويات أعلى مما هي عليه ، كما قام هذا الاتحاد بوضع معايير للهندسة المالية تركز على النظرية و التطبيق .

² عبد الكريم قندوز ، الهندسة المالية ، جامعة حسبية بن بوعلوي شلف ، ص10 من الموقع الالكتروني www.islamfin.go-forum.net 2011/02/25

³ International Association of Financial Engineers.

⁴ Robert C Marton(1995) ، « A Fonction Perspective of Financial Intermédiation » ، a research in Financial Management. Vol 24, pp 28-29.

كثيرا في السوق المالية ، خاصة في تجارة العملات وتسعير الخيارات و المستقبلات حيث يساعد استخدام أدوات وتقنيات الهندسة المالية المهندسين الماليين في فهم أفضل للسوق المالية و يعتبر هذا مهما جدا بالنسبة للمتعاملين الاقتصاديين لأن دقة المعلومات و سرعتها أساسية في اتخاذ القرارات.¹ (نظرية الاسواق المالية)

4. يختلف مفهوم الهندسة المالية من وجهة نظر هذه الأخيرة باختلاف الاهداف المسطرة لها .

- الهندسة المالية هي منهج لفهم طبيعة المؤسسات المالية وبيئتها ثم تطويرها لخدمة راس المال .²
- يشير مفهوم الهندسة المالية الى جميع العمليات على رأس المال الاجتماعي المتعلقة بإنشائه احتجازه و توزيعه و تنظيمه و تحويله .³

من خلال ما سبق يمكن للهندسة المالية أن تكون تعبيرا مفيدا لوصف العملية الكمية التحليلية المصممة لتحسين العمليات المالية للمؤسسة و هي تتضمن النشاطات التالية :

- تعظيم قيمة المنشأة .
- إدارة محفظة الأوراق المالية .
- تنظيم صفقات المبيعات بشكل يراعي مصالح كل من الزبون و الشركة .
- تنظيم صفقات الشراء بشكل يوازن مصالح كل من المورد و الشركة .
- التفاوض حول التمويل و التحوط في الصفقات .

5- من وجهة نظر Chane الهندسة المالية هي عملية خلق منتجات مالية جديدة و هو الابتكار الذي

أدى الى تحسين إدارة المخاطر بالمؤسسات المالية . (chane):

¹Liew Soon Bin, Hierarchical Volume Visualzation for Financial Data , School of omputer Engineering Singapore. (www.cs.usyd.edu.au/vip/2000/poster/bin_vis.doc) 16-02-2006.

² Kamel Eddine Bouatouata 2006, l'ingénierie financière ou l'application de l'art l'ingénieur a l'univers de la finance ,Alger , Edition Grand – Alger Livres, p 02 .

³ Kamel Eddine Bouatouata, l'ingénierie financière ou l'application de l'art l'ingénieur a l'univers de la finance , Alger , op cit p21.

6- تعرف الهندسة المالية على أنها استخدام أدوات مالية مثل المشتقات ، للحصول ميزات المزيح المرجو من العائد و المخاطرة ، أما على نطاق أوسع فهي تطبيق التكنولوجيا المالية من أجل حل المشاكل المالية و استغلال الفرص المتاحة ويرى مارشال على أن الميزة الأساسية للهندسة المالية هي استخدامها للابتكارات المالية و التكنولوجيا لهندسة الهياكل المالية بما في ذلك إيجاد حلول للمشاكل .¹ (John F Marshall)

7- كتعريف شامل يمكن القول أن الهندسة المالية هي عملية خلق أدوات وخدمات مالية جديدة من قبل مؤسسات الصناعة المالية ، وهذا بهدف تلبية احتياجات مختلفة للعملاء من مستثمرين حواص أو مؤسسات تحتاج للتمويل للدخول في عمليات الاندماج أو تملك مؤسسات أخرى² .

كما يمكن تعريفها على أنها عملية التصميم و التطوير و التنفيذ لأدوات وآليات مبتكرة وصياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل³ .

من التعريفين السابقين يتبين أن الهندسة المالية تشمل كل جديد من المنتجات (كالرهن العقاري) والخدمات مالية الجديدة (كالصيرفة الالكترونية) وآليات انتاجية جديدة (كتنقيط الديون) وحتى اشكال تنظيمية من شأنها تخفيض التكاليف و المخاطر ، وكذا توفير و تحسين مختلف المنتجات التي تلي احتياجات المتعاملين⁴ .

- ابتكار خدمات مالية جديدة لتخفيض التكاليف .
- ابتكار أدوات مالية جديدة من شأنها تخفيض المخاطر .

¹ John F Marshall , 2000 Dictionary of Financial Engineering , Wiley series in Financial engineering , New York , John Wiley Sons , p79

²Yuan K. Chou and Martin S. Chin, 2004, Financial Innovations and Technological Innovations as Twin Engines of Economic growth, University of Melbourne, Australia, p: 2.

³ سامي بن إبراهيم السويلم ، 2007 ، التحوط في التمويل الإسلامي المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب ، جدة ، الطبعة الاولى ص 105 نقلا عن

Finnerty, J.1988, Financial Engineering in Corporate Finance : An Overview, Financial Management , vol .17, pp : 14-33.

⁴ W. Scott Frame & Lawrence J. White, 2009 , Technological Change, Financial Innovation, and diffusion in banking, Federal Reserve Bank of Atlanta, Atlanta , March, p: 3.

■ ابتكار هياكل تنظيمية جديدة .

أولا : نشأة الهندسة المالية .

ظهرت الهندسة المالية في مطلع الثمانينيات بهدف إعانة وخدمة شركات الأعمال بهدف تقليص المخاطر وهو الهدف الرئيسي للهندسة المالية بالإضافة الى التخلص من القيود التشريعية و التنظيمية التي تفرضها الأسواق و بيئة المشاريع ففي لندن على سبيل المثال فتحت البنوك إدارات لمساعدة شركات الأعمال في مواجهة المخاطر التي يسببها لها عملائها وإيجاد حلول لتلك المشكلات .

كما بدأت بورصة "وول ستريت" بالاستعانة ببعض الأكاديميين ذوي الشهرة الواسعة و الخبرة في مجال المعاملات المالية مثل " فيشر بلاك " و " ريتشارد روول " لتطوير منتجات أسواق المال ، وكلما زادت المنتجات تعقيدا كلما زادت الاستعانة بالاكاديميين .

وفي منتصف الثمانينيات أخذت هذه العملية الوليدة إسما أكثر قبولا و إنتشارا و هو مصطلح الهندسة المالية ، إما ما يميز الهندسة المالية الحديثة فهو الادارة الكمية لعدم اليقين فكل من تسعير العقود ، و تعظيم الاستفادة من الاستثمارات تتطلب بعض القدرات الأساسية من النمذجة الاحصائية لحالة الطوارئ المالية ، فالحجم و التنوع وكفاءة الاسواق المالية الحديثة تجعل من الضروري إستخدام النمذجة¹ .

ولقد ساهمت الكثير من العوامل في إنتشار الهندسة المالية و نموها ، حيث كانت المخاطرة حاضرة دائما وكان لظهورها عدة عوامل نذكر منها :

¹ Sergio M . Focardi , Frank J .Fabozzi , (2004) « Financial Modeling and Investment Management » , Newo jersey , John wiley & Sons p10 .

- انهيار اتفاقية بروتون وودز " Bretton Woods " و هو الأمر الذي ترتب عليه حدوث تقلبات عنيفة في أسعار الصرف ، فكانت مدعاة لتطوير الصرف الآجل ، و البحث عن آلية للتحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف .
- زيادة حدة التضخم مع بداية الثمانينيات وما صاحبها من زيادة سريعة في معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل .
- إنبهار أسواق الأوراق المالية العالمية المتتالية دفعت المستثمرين للبحث عن حماية أصولهم المالية من خلال أسواق المشتقات المالية .
- حدة المنافسة بين مختلف المؤسسات المالية دفعها الى تحفيز البحث ، و الابتكار و خلق أدوات مالية جديدة لإدارة المخاطر ، وتقديم حلول لمشاكل التمويل ، وتجاوز القيود التي تفرضها السياسات النقدية.

ثانيا : ظهور الهندسة المالية :

هناك عديد النظريات التي بحثت في أسباب ظهور و نشأة الابتكار المالي¹ الذي يعتبر أساس وجود الهندسة المالية ، و في الجمل يمكن تلخيص هذه النظريات على أنها إستجابة لقيود معينة تحول دون تحقيق الأهداف الاقتصادية كالربح ، و السيولة ، و تقليل المخاطرة².

هذه القيود قد تكون قانونية أو تقنية أو قيود اجتماعية وفي مجمل الأحوال فان الحاجة هي التي كانت الدافع وراء دفع المتعاملين الى البحث و الابتكار³ وسوف نتعرض الى مجمل العوامل التي ساهمت في ظهور الهندسة المالية.⁴

¹ يمكن استخدام مصطلح الابتكار المالي أو الابداع المالي بدلا من مصطلح الهندسة المالية على إعتبار أنه يمكن لهذا المصطلح أن يعبر تعبيراً دقيقاً عن مفهوم الهندسة المالية على شرط أن يكون هذا الابتكار المالي جديداً أو حديثاً .

² Silber.W . L , ' The Process of Financial innovation ' American Economic Review , vol 3 p p 89-95 .

³ سامي السويلم " صناعة الهندسة المالية ، نظرات في المنهج الاسلامي ، مرجع سبق ذكره ص 5 - 6 .

⁴ الجلي ابو ذر محمد احمد (1996) " الهندسة المالية : الابعاد العامة و الاسس للتمويل الاسلامي " مجلة المقتصد العدد 17 بنك التضامن الاسلامي .

1- الاحتياجات المختلفة للمستثمرين وطالبي التمويل : تقوم شركات الوساطة المالية بعملية تسهيل تحويل

الأموال من وحدات الفائض المالي الى وحدات العجز المالي ، و كان هذا الأمر قديما لا يشكل صعوبة كبيرة على هذه المؤسسات ، الا أنه و بظهور الاحتياجات الجديدة ، و المتطورة لوسائل التمويل المختلفة من حيث التصميم و تواريخ الاستحقاق ، جعل من الصعب على هذه الوسائط المالية تلبية رغبات واحتياجات جميع المستثمرين ، و المشاركين في السوق المالية عموما ، ولهذا السبب ظهرت الحاجة للابتكار ، و الابداع لوسائل جديدة تلي هذه الاحتياجات .

2- ظهور مفهوم الكفاءة ، و الفعالية : يعني مفهوم الكفاءة في السوق المالية المدى الذي تستطيع فيه هذه

الأسواق مقابلة احتياجات المشاركين بأقل تكلفة وبسرعة ودقة عاليتين ، بينما يعني مفهوم الفعالية في السوق القدرة على مقابلة الاحتياجات ، و هذين المعيارين الكفاءة و الفعالية يأخذان أهمية أكبر كلما توسعت قاعدة المشاركين ، وتوجه الأسواق عموما نحو درجات عالية من تحسين الخدمات للعملاء ، وتقديمها .

3- تقنية المعلومات ومفهوم السوق العريض : مما لاشك فيه أن تقنية الحاسوب قد أثرت في القطاع المالي و

المصرفي بصورة كبيرة ، كما أن تطور شبكات الاتصال هو الآخر ساعد على تحويل الأسواق المالية العالمية المتعددة و المنفصلة الى سوق مالي كبير تنعدم فيه الحواجز الزمانية و المكانية ، وبواسطة هذه الأخيرة أصبح من السهل تصميم الاحتياجات ومقابلتها ، بالاعتماد على قاعدة عريضة وواسعة من المشاركين في هذا السوق العالمي الكبير ، و بطبيعة الحال كلما زاد عدد المشاركين في السوق المالي العالمي الكبير ، كلما تمكن مبتكرو الأدوات المالية ومصمموها من العمل بصورة اقتصادية مقبولة ، أي أن هناك مساحة واسعة للحركة وكلما كانت هناك أداة مصممة جديدة ، كان هناك إقبال عليها نظرا لكثرة المشاركين في هذا السوق .

4- زيادة المخاطر و الحاجة الى إدارتها : إن العمل على تجنب المخاطر المالية هي إحدى المهام التي يجب على

الشركات الاهتمام بها ، فاستخدام المشتقات لتجنب هذه المخاطر هو استراتيجية عملية ، ولكنها تعتمد اعتمادا

كبيرا على مهارات المتعاملين ودقة التنبؤات ، كما أن التحول الاقتصادي أدى الى تقلبات كبيرة وغير متوقعة في المحيط الاقتصادي العالمي ككل ، مما شكل خطرا كبيرا على مؤسسات الأعمال وهدد وجودها مما ترتب على ذلك ضرورة انتاج منتجات جديدة .

5-عوامل أخرى : يمكن أيضا إضافة الى العوامل المذكورة سابقا إضافة عوامل أخرى ساهمت في ظهور الهندسة المالية نذكر منها على سبيل المثال:

■ **زيادة عدد الأسواق المنظمة الجديدة :** أدت زيادة عدد الاسواق المنظمة الجديدة للأسهم المستقبلية و المقايضات و الابتكارات في الاتصالات وتقنية الحاسوب خلال السنوات الاخيرة الى تخفيض تكاليف التجارة للأدوات المالية النمطية بشكل كبير جدا ومن ثم زيادة مجالات استخدام الهندسة المالية بشكل واسع ، وكنتيجة لذلك اصبح من الممكن انتاج عقود مالية حسب الطلب ، و بتكاليف معقولة بشكل يشمل تشكيلة واسعة من الحاجات الاستثمارية .

■ **محاولة الاستفادة من النظام المالي :** يعبر النظام المالي عن الهيئات و الأعوان و الآليات التي تسمح لبعض العوان خلال فترة زمنية معينة بالحصول على موارد التمويل و الاخرين باستخدام مدخراتهم ، وتتوقف فعالية هذا النظام على القدرة في تعبئة الادخار و ضمان أفضل في تخصيص الموارد¹ .

يتميز التحليل الوظيفي لـ "ميرتون" ستة وظائف موكلة للنظم المالية² :

تعبئة الموارد المالية ، توزيعها ، إدارة المخاطر ، استخراج المعلومات لدعم اتخاذ القرارات ، التحكم في الخطر الاخلاقي ، و أخيرا تسهيل شراء وبيع السلع و الخدمات من خلال أنظمة الدفع.

¹ عبد المجيد قدي ، 2003 ، مدخل الى السياسات الاقتصادية الكمية - دراسة تحليلية تقييمية - ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، ص 206
² Peter Tufano , 2002, « Financial Engineering » The Handbook of The Economics of Finance . p p 09- 10

المطلب الثاني : أهمية الهندسة المالية ، وأهدافها .

أولاً : أهمية الهندسة المالية .

1- إدارة المخاطر

1.1- المخاطر وأنواعها : تعرف المخاطر في الاصطلاح الاقتصادي على أنها احتمال الفشل في تحقيق العائد

المتوقع ، أو في درجة التغير في العائد مقارنة بالمردود المتوقع الحصول عليه ، نتيجة لتأثير عناصر متعددة

تساهم في تحقيق قيمة التدفقات.¹

كما أن الخطر ينشأ عندما يكون هناك احتمال لأكثر من نتيجة و المحصلة النهائية غير معروفة.²

كما تعرف أيضا على أنها احتمالية أن تكون نتائج التنبؤات خاطئة ، وكلما كانت الاحتمالية عالية كانت درجة

المخاطرة عالية هي أيضا ، و العكس صحيح فكلما كانت الاحتمالية منخفضة فان درجة المخاطرة هي الأخرى

تكون منخفضة.³

تتعرض المؤسسات المالية على اختلاف أنواعها لكثير من المخاطر المالية الناتجة عن أدائها لمختلف العمليات

التجارية ، و الاستثمارية الخاصة بها ، و التي تعرف بمخاطر السوق⁴ ، يمكن التعرض لبعض هذه الأنواع من المخاطر

فيما يلي :

■ **المخاطر الائتمانية :** وهي مخاطر عدم القدرة على الوفاء من طرف أحد المدينين بالتزاماته في الوقت المحدد

اتجاه المؤسسة المالية المقرضة .

¹ دريد كامل الشيب ، (2009) ، مقدمة في الادارة المالية المعاصرة ، دار المسيرة ، عمان ، الطبعة الثانية ، ص 160 .

² Jorion philippe , (2001) Value at Risk , The New Benchmark for Management Financial Risk McGrew Hill New York ,

³ فلاح حسين الحسيني ، مؤيد عبد الرحمان النوري ، (2000) ، ادارة البنوك مدخل كمي و استراتيجي معاصر ، دار وائل للنشر ، الطبعة الاولى ، ص 166 .

⁴ Gleason , James T. Risk, (2000) : The New Management Imperative in Finance , Bloomberg Press , Princeton , New Jersey.

- **مخاطر السيولة** : وهو خطر عدم القدرة على مواجهة الالتزامات قصيرة الأجل بسبب عدم توفر القدر الكافي من الأموال السائلة لدى المؤسسات المالية أثناء الطلب على هذه الأخيرة .
- **مخاطر أسعار الفائدة** : و هي المخاطر الناتجة عن التغير في أسعار الفائدة سواء بالانخفاض أو الارتفاع ، مما يؤدي في كثير من الأحيان الى حدوث خسائر مالية لدى هذه المؤسسات المالية .
- **مخاطر الصرف الأجنبي** : وهي المخاطر الناتجة عن حدوث تغيرات في أسعار العملات الاجنبية .
- **مخاطر التضخم** : و هي المخاطر الناتجة عن انخفاض القدرة الشرائية لعملة ما ، وذلك نتيجة ارتفاع المستوى العام للأسعار .

2.1- أهمية ادارة المخاطر : إن الهدف من الهندسة المالية هو خفض التكاليف و زيادة العوائد¹ ، بالإضافة الى

ذلك فهي تهدف الى نقل المخاطر من طرف الى آخر ، و بالتالي فهي تعتبر أداة لإدارة المخاطر² .

إن المقصود من عملية إدارة المخاطر ، هو تلك العملية التي يتم من خلالها إما نقل المخاطر الى أطراف أخرى ، أو التخلص منها ، أو مواجهتها من طرف المؤسسة المالية³ نفسها إذا كان بإمكانها ذلك ، ولا تتم هذه العملية إلا بالاعتماد على الخطر ، وتحديدده ، و قياسه ، ومراقبته ، وذلك بهدف ضمان ما يلي :

- أن المخاطر هي ضمن ما هو متفق عليه من قبل مجلس الادارة بالمؤسسة المالية .
- أن العائد المتوقع يتناسب مع درجة المخاطرة المحتملة .
- أن تخصيص رأس المال و الموارد يتناسب مع مستوى المخاطر .
- أن عملية اتخاذ القرارات المتعلقة بتحمل المخاطر تتفق مع الأهداف ، و الاستراتيجيات للمؤسسة المالية .

¹ Sami AL_Suwailem, (2006),: Hedging in Islamic Finance, Occasional Paper No.10, Islamic Development Bank, Jeddah- kingdom Saudi Arabia ,p: 87. 55

² FERGIO M. FOCARDI, FRANK J.FABOZZI ,(2004),:THE Mathematics of Financial Modeling and Investment Management, Wiley, New jersey- United States of America, P :755

³ Santomero , Anthony M , (1997) « Commercial Bank Risk Management . An Analysis of the process » , Journal of financial Services Research 12,83- 115

■ أن حوافز الاداء المطبقة في المؤسسة المالية منسجمة مع مستوى المخاطر .

يتضح مما سبق أن إدارة المخاطر تكتسي أهمية كبيرة في المؤسسات المالية ، و لا تتم عناصر تحديد المخاطر الا بتعيين مختلف حالات التعرض لها وقياسها ومتابعتها وإدارتها¹ ، حيث تمكنها مسبقا من تجنب الآثار السلبية التي يمكن أن تخلفها مختلف المخاطر المالية ، وذلك من خلال مجموعة من العمليات التي من شأنها تحديد هذه المخاطر ، وقياسها ، و الرقابة عليها ، و بالتالي تمكينها من أداء نشاطاتها .

2- إدارة السيولة :

السيولة ، وهي ما تحتفظ به المؤسسات المالية من الاموال النقدية في صورتها السائلة (نقود) ، أو ما يتوفر لديها من موجودات سريعة التحويل الى نقدية ، وبدون خسائر مالية في قيمتها² ، و بالتالي فهي تجمع بين صورتين إما أموال نقدية بحوزة المؤسسة المالية ، أو أصول سريعة التسييل.

ترتكز السيولة بصورة أساسية على قاعدة التوافق فيما بين آجال الاستحقاق للخصوم ، وآجال إستحقاق الأصول ، بما يكفل عدم حدوث ضغوط تمويلية آنية أو مستقبلية ، حيث أن فقدان هذا التوافق كليا أو جزئيا ، من شأنه أن يهدد وضع السيولة لدى المؤسسة المالية.³

يعتبر تحقيق التوافق الأمثل بين إستحقاقات الأصول ، و الخصوم أمرا صعبا نسبيا لدى المؤسسات المالية ، وهذا بسبب الطبيعة المميزة لهيكل الخصوم في المؤسسات المالية الذي يتميز بالتقلب المستمر ، و كذا تأثير التطورات و

¹ Cumming Christine and Beverly J. Hirtle (2001) « The Challenges of Risk , Management in Diversified Financial Companies » Economic Policy Review Federal Reserve Bank of New York 7,1-17

² صادق راشد الشمري ، (2009) ، الواقع و التطبيقات العملية - دار الصفاء للنشر و التوزيع عمان - الاردن - الطبعة الاولى ، ص 367 .

³ - صادق راشد الشمري ، الواقع و التطبيقات العملية ، نفس المرجع السابق ص ص 234-235

التقلبات النقدية و الاقتصادية ، و هو الأمر الذي يحتم عليها أن تعرف باستمرار حجم التدفقات النقدية ، و الأموال المتاحة لها من المصادر الداخلية و الخارجية ، و الالتزامات الحالية و المستقبلية الواجب مقابلتها¹

1.2- أهمية إدارة السيولة : تلعب السيولة دورا مهما في أداء مختلف العمليات و الأنشطة و الوفاء بمختلف الالتزامات لدى المؤسسات المالية ولذلك وجب على هذه الاخيرة أن توليها أهمية خاصة لأن أي نقصان أو زيادة لا يخدم المؤسسة المالية ، حيث أنه في حالة إرتفاع نسبة السيولة عن النسبة المطلوبة فهذا الوضع يؤدي الى ضياع فرص الربحية و التالي ضياع عوائد كان من الممكن الحصول عليها لو أن هذه الأموال الفائضة قد تم إستثمارها ، كما أن الفائض في السيولة لدى المؤسسة المالية دليل على عدم الكفاءة ادارة النقدية فيها مما يؤثر عليها سلبا .

حيث وفي الحالة العكسية فان الانخفاض في حجم السيولة لدى المؤسسات المالية يؤدي الى ضياع فرص الاستثمار عليها ، كما قد يؤدي بها هذا الوضع الى تسييل مشروعات استثمارية قبل اجلها ، مما قد يؤدي الى حدوث خسائر ، أو ضياع فرص ربحية عليها كان من الممكن إغتنامها في الحالات العادية .

وتهدف ادارة السيولة في المؤسسات المالية الى ما يلي² :

- المحافظة على استمرار المؤسسة المالية في أداء وظائفها
- التأكد من مقدرة المؤسسة المالية على الوفاء بالتزاماتها وتحصيل الذمم المالية ، و التمويلات ، و الاستثمارات في تواريخ استحقاقها .

¹ حسين حسن شحاتة ، (25-29 ديسمبر 2010) ، ادارة السيولة في المصارف الاسلامية المعايير و الادوات ، بحث مقدم خلال الدورة العشرين للمجمع الفقهي الاسلامي ، رابطة العالم الاسلامي مكة المكرمة ، ص ص 16،17 .

² اكرم لال الدين ، سعيد بوهراوة ، (25،26 ديسمبر 2010) ، " ادارة السيولة في المصارف الاسلامية دراسة تحليلية نقدية " بحث مقدم خلال الدورة العشرين للمجمع الفقهي الاسلامي ، رابطة العالم الاسلامي ، مكة المكرمة ، ص ص 08 .

- حماية الاصول من عملية البيع الاضطراري عند الحاجة ، بالإضافة الى عدم تعريض المؤسسة المالية لمخاطر كبيرة على المدى الطويل .
- تقوية ثقة المتعاملين مع المؤسسة المالية وهذا نظرا الى الادارة الجيدة لموجوداتهم المالية لديها .
- تسهيل الاصول المالية دون تحمل اية خسائر مالية .
- توريق اصول بغرض اصدار صكوك لتحقيق عوائد مجزية للمستثمرين وتغطية جزء من العجز في الموازنة .

3- المنافسة المالية وتجاوز القيود القانونية :

1.3- المنافسة المالية : تعمل المؤسسات المالية على دفع عجلة الابتكار المالي من اجل استحداث منتجات

مالية جديدة او تطوير منتجات مالية قديمة بهدف تلبية مختلف الاحتياجات التمويلية المتجددة لعملائها ، واغتنام مختلف الفرص الاستثمارية المتاحة لها ولن يتحقق ذلك الا اذا كانت تشكيلة منتجاتها متنوعة تمكنها من استقطاب اكبر عدد من العملاء وهذا من شأنه ان يساعدها على مواجهة منافسيها في البيئة التي تنشط فيها و بالتالي تحقيق البقاء و الاستمرارية .

إن المقصود بالمنافسة المالية هو القدرة على استخدام الاموال بكفاءة عالية تمكنها من التفوق على المنافسين و يكون ذلك من خلال اختيار افضل المصادر التمويلية واستغلال افضل الفرص الاستثمارية المتاحة لتحقيق أفضل العوائد ومن هنا يمكن القول أن القرار الأمثل لكل من التمويل و الاستثمار يعكس قدرة المؤسسة المالية على مواجهة المنافسين و بالتالي ضمان البقاء .

وتضع المؤسسات المالية الكثير من القواعد و السياسات التي تضمن ادارة الاموال و استخدامها بشكل دقيق و تفصيلي آخذا بعين الاعتبار جميع التغيرات على المستوى المحلي ، و الخارجي وما يحيط بالبيئة الاقتصادية و الاجتماعية من متغيرات و تقاس المنافسة المالية بعدد من المؤشرات منها :

- انخفاض تكلفة التمويل .

- ارتفاع عائد الاستثمار .
- انخفاض مخاطر الاستثمار .
- ارتفاع مؤشر السيولة .
- زيادة القيمة السوقية للمؤسسة .

2.3- تجاوز القيود القانونية : تعمل المؤسسات المالية في وسط يفرض عليها التقيد بكثير من القوانين و القيود و التنظيمات و هو الامر الذي يحتم عليها التفكير في ايجاد حلول مناسبة لتجاوزها وهذا من خلال استخدام الهندسة المالية .

ثانيا : أهداف الهندسة المالية

كنا قد ذكرنا سابقا ان الهندسة المالية تسعى الى تقليل المخاطر بالإضافة الى ذلك فهي تعمل على تحقيق ثلاثة أهداف أساسية تتمثل فيملي يلي :

1- التحوط (Hedging) : إن المقصود من عملية التحوط هو التقليل من المخاطر التي يمكن أن تحدث¹ ، أو هو عملية الاحتماء من خطر تقلبات الاسعار ، سواء كانت أسعار المواد الأولية أو أسعار صرف العملات الأجنبية أو أسعار الأوراق المالية وذلك من خلال الأدوات التي ابتكرتها الهندسة المالية .

إن الهدف الرئيسي من عملية التحوط هو إدارة المخاطر و التحكم فيها ، ويكون هذا من خلال استخدام مجموعة من الأساليب التي تركز في مجموعها على التنويع في الأصول المالية ، أو نقل المخاطر الى أطراف أخرى من خلال الاستثمار في منتجات مالية مبتكرة لهذا الغرض ، أو عن طريق إجتناب هذه المخاطرة كلية من خلال ما هو معمول به عن طريق التأمين .

¹ Asyraf Wajdi Dusuki , Shabnam Mokhtar, 2010 , The Concept and Operations of Swap as a Hedging Mechanism for Islamic Financial Institutions, International Shari 'ah Research Academy for Islamic Finance , Malaysia , p 3 .

يمكن استخدام التحوط من المخاطر التي قد تواجه المستثمرين و المؤسسات المالية على حد سواء من خلال استراتيجيتين هما :

1.1- استراتيجية التحوط من خلال مركز قصير **Short Hedge** ، حيث تسمح هذه الاستراتيجية للمستثمر

بأن يبيع اصلا ماليا او سلعة ما من خلال عقد ينفذ مستقبلا فيتجنب مخاطر انخفاض الاسعار من خلال

الاحتفاظ بمركز قصير في السوق المستقبلي ، ويحقق بذلك الربح المتمثل في الفرق بين السعر السوقي للأصل

اثناء التنفيذ (السعر الادنى) وسعر البيع المتفق عليه في العقد (السعر المرتفع)

يعتبر البيع على المكشوف مثالا على ذلك ، حيث يقوم من خلاله المستثمر الذي يتوقع انخفاض القيمة السوقية

لأوراق مالية معينة باقتراض تلك الاوراق من السمسار من اجل بيعها في الوقت الحاضر على ان يقوم بشرائها عند

انخفاض قيمتها ثم تسليمها للمقترض في الوقت المتفق عليه و بالتالي يستفيد المستثمر من الفرق بين قيمة البيع و

الشراء للورقة المالية .

2.1- استراتيجية التحوط من خلال مركز طويل **Long Hedge** ، حيث تسمح هذه الاستراتيجية للمستثمر

بأن يشتري أصلا ماليا أو سلعة ما وفق عقد ينفذ مستقبلا فيتجنب مخاطر ارتفاع الاسعار من خلال

الاحتفاظ بمركز طويل في السوق المستقبلي ويحقق بذلك الربح المتمثل في الفرق بين السعر السوقي للأصل

أثناء سعر التنفيذ (السعر المرتفع) و سعر البيع المتفق عليه في العقد (السعر المنخفض) .

2- المضاربة **Speculation** : تعتبر المضاربة عملية شراء و بيع الاوراق المالية بهدف تحقيق الربح من خلال

توقعات ارتفاع الأسعار في المستقبل اعتمادا على المعلومات التي يجمعها المضارب ، و يحللها أو في بعض

الأحيان يفتعلها أو يكون السبب في حدوثها أو هي بيع أو شراء صوريين ليس بغرض الاستثمار ولكن

بغرض الاستفادة من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية في الاجل القصير جدا اذ ينخفض بشدة معدل الارتباط بين القيمة السوقية للأوراق المالية من جهة وبين القيمة الحقيقية من جهة اخرى .

ويختلف المضاربون باختلاف توقعاتهم بشأن اسعار الاصول المالية المتداولة ، فنجد المضارب على الصعود **Bullish** وهو الشخص الذي يعتقد او يتوقع ان الاسعار سوف تأخذ اتجاهها تصاعديا ن فيقوم بشراء الاوراق المالية في الوقت الحاضر على ان يبيعها مستقبلا بسعر مرتفع محققا ربحا بين فارق الشراء و البيع اما المضارب على الهبوط **Bearish** فهو الذي يعتقد ان الاسعار سوف تتجه نحو الانخفاض فيقوم ببيع الاوراق المالية في الحاضر على امل شرائها مستقبلا بسعر اقل .

3- المراجحة Arbitrage : تعد المراجحة من بين اكثر العمليات ربحية بالنسبة للمستثمرين ، فهي تمكنهم من الحصول على ارباح أكيدة وبدون خسائر في اغلب الاحيان ، وهذا من خلال الاستفادة من عدم التوازن بين الاسواق ، و مفادها ان المستثمر يقوم بشراء اصل ما من سوق ما بسعر اقل على ان يقوم ببيعه في سوق اخر يكون فيه سعر هذا الاصل مرتفع ، و هو بهذا يستفيد من الفرق بين السعرين المختلفين في السوقين ، لكن في أغلب الاحيان ان هذه العملية كفيلة بإرجاع السوق الى حالة التوازن بسبب حدوث ارتفاع في الاسعار المنخفضة بسبب زيادة الطلب ، و انخفاض في الاسعار المرتفعة بسبب زيادة العرض .

وتهدف الهندسة المالية من خلال استراتيجية المراجحة الى ابتكار فرص استثمارية خالية من المخاطر في ظل سوق تتميز بعدم الكفاءة أي بوجود تفاوت أو فرق في الاسعار بين مختلف الأسواق بسبب تفاوت العرض و الطلب بين هذه الاسواق ، و رغم ان هذه العملية هي الاخرى لا تقل مخاطرها عن نظيراتها ، الى أنها تعتبر فرصة لزيادة معدلات العوائد و تخفيض تكاليف التمويل .

المطلب الثالث : منتجات الهندسة المالية

أولاً : المشتقات المالية Financial Derivatives : لقد أتاحت الهندسة المالية للمتعاملين في مجال الاستثمار

المالي ، أدوات مالية جديدة بهدف إيجاد حلول إبداعية لمشاكل التمويل فضلاً عن التحوط من المخاطر التي تزداد في بيئة الاستثمار تمثلت هذه الأدوات في مختلف أنواع المشتقات المالية .

فالمشتقات المالية هي " أدوات استثمارية جديدة و متنوعة ، وسميت بهذا الاسم لأنها مشتقة من أدوات استثمارية تقليدية كالأسهم أو السندات ، كما أنها تعتمد في قيمتها على أسعار هذه الأدوات ¹ " .

كما تعرف على " أنها عقود تتوقف قيمتها على أسعار الاصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار أصل المال في هذه الأصول ، كما أن إنتقال الملكية أمر غير ضروري ² " .

كما عرفت أيضاً على أنها " أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر أو سلعة ³ ، و التي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في الاسواق المالية ⁴ " أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الاصول أو المؤشرات محل التعاقد .

ويعرفها بنك التسويات الدولية " Bank of International Settlements " التابع لصندوق النقد الدولي " FMI " على أنها عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد و كعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد كما أن إنتقال الملكية غير ضروري ⁵ " .

وهي تضم مجموعة من العقود المالية التي تتنوع وفق طبيعتها و مخاطرها و أجلها .

¹ فالخ عبد الكريم الشخلي ، 1997 " معالجة المشتقات المالية في مجال ميزان المدفوعات " ، مجلة اتحاد المصارف العربية ، المجلد السابع عشر العدد 791 ص. 73 .

³⁷ السيد متولي عبد القادر ، 2010 " الاسواق المالية و النقدية في عالم متغير " ، دار الفكر ، عمان ، الطبعة الاولى ، ص 112 .

³ Group System National Accounts (SNA) 1993. IMF. Working paper. PP 8-9

⁴ السيد متولي عبد القادر " الاسواق المالية و النقدية في عالم متغير " مرجع سبق ذكره ص 60 .

⁵ BIS , (1995) Issues of measurement related to market size and macro prudential risks in derivatives markets – Basle Feb..

لقد تزايد التعامل بالمشترقات المالية نظرا لمرونتها وسهولة بيعها وشرائها بالمقارنة مع بقية الاصول المالية و السلعية التي قامت عليها هذه العقود ، حيث يكفي دفع مبلغ نسبي للتعامل بها في لا تقتضي دفع كامل قيمة الاصل محل العقد إضافة الى كونها اداة جيد للتحوط من مختلف المخاطر¹

مما سبق فإن أبرز خصائص المشتقات المالية نجد ما يلي² :

- ترتبط عقود المشتقات المالية بسعر فائدة محدد ، ورقة مالية ، سلعة ، سعر صرف أجنبي او الى غير ذلك .
- تشتق قيمة العقود المالية من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد.
- يتم تسوية المشتقات المالية في تاريخ مستقبلي .
- لا تتطلب المشتقات عادة استثمارات مبدئية..

1- أنواع المشتقات المالية :

العقود الآجلة : وتعرف بأنها عقود يلتزم بمقتضاها طرفيها (البنك ، وطرف آخر) بالاتفاق على شراء أو بيع أصل معين في تاريخ محدد في المستقبل و بسعر يتفق عليه في تاريخ التعاقد³ يسمى سعر تنفيذ العقد ، و من هنا فان العقود الآجلة لا يتم تداولها أو المتاجرة فيها في سوق الأوراق المالية ، وسوق الأدوات المالية المشتقة كباقي المشتقات ، حيث أنها اتفاق خاص و مغلق بين الطرفين و وفقا للتعريف السابق فان العقد الآجل يحتل نوعين من هذا السعر⁴ .

■ **سعر التنفيذ** : وهو السعر المتفق عليه لتنفيذ العقد آجلا، ويتم تحديده بين طرفي العقد وفقا للعرض

والطلب ومدى رؤية كلا منهما للاستفادة من هذا السعر في المستقبل و توقعاته عن المستقبل ، و لا يتغير

هذا السعر من تاريخ إبرام العقد و حتى تاريخ التنفيذ .

¹ Sherin Kunhibava , 2010, Derivatives In Islamic Finance , International Shari 'ah Research Academy for Islamic Finance , malaysia , p 01.

² عادل محمد رزق ، 2004 ، " الاستثمار في البنوك و المؤسسات المالية " ، دار طيبة للنشر و التوزيع ، القاهرة ، ص 98

³ Perry H . 2003 , Bcaumont , Financial Engineering Principal a unified theory for Financial Product analysis and Valuation , John Wiley & Sons , Inc , Canada , pp ;32-33

⁴ John Hull , 1995 , Introduction to Futures and Options Market's , Prentice Hall, second Edition, , p. 172.

■ **السعر الآجل :** وهو سعر العملة أو الأصل موضع العقد الآجل في المستقبل و هذا السعر يتغير بمرور الوقت مع تغير الأسعار في السوق ، و يمكن القول أن سعر التنفيذ هو توقع للسعر الآجل في تاريخ إبرام العقد ولكن ليس شرطاً أن يتساوى في تاريخ التنفيذ .

☞ **العقود المستقبلية :** جرى التعامل على العقود المالية للمستقبليات لأول مرة من خلال بورصة شيكاغو في عام 1972 م و كان محل العقد عملات أجنبية . ومنذ ذلك التاريخ شهدت العقود المستقبلية تطوراً مستمراً، فقد استحدثت عقود مستقبلية على أسعار الفائدة عام 1975 م، وعقود مستقبلية على أذون الخزانة عام 1976 م، وعقود مستقبلية على سندات الخزانة عام 1977 م ، ثم ظهرت العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم عام 1980م، و مع نهاية القرن العشرين ظهرت العقود المستقبلية على الخدمات وفي مقدمتها العقود المستقبلية على الرحلات الترفيهية خلال الإجازات والعطلات .

وتعرف العقود المستقبلية على أنها " اتفاق بين طرفين لشراء أصول أو بيعها في وقت مستقبلي بسعر معين و يتم تداولها عادة في البورصة ، و لجعل التداول ممكناً ، تحدد البورصة ميزات موحدة معينة لهذه العقود ، وبما أن الطرفين المتعاملين بالعقد ليس بالضرورة يعرفان بعضهما البعض ، فإن البورصة توفر أيضاً آليات تعطي الطرفين الضمان بأنه سيتم الوفاء بالعقد"¹ .

وتتسم هذه العقود بأنها عقود نمطية تأخذ شكل نمطي يلتزم بمقتضاه الطرفين أحدهما مشتري و الآخر بائع بإجراء تبادل السلعة أو ورقة مالية أو معدلات فائدة في تاريخ محدد في المستقبل ، و بسعر يتم الاتفاق عليه عند كتابة العقد أي أنها بهذا الشكل تعتبر عقود آجلة ، ولكنها لها حجم وشروط نمطية و تاريخ نمطي أي أن العقد المستقبلي يجب إلغاءه عند تاريخ الانتهاء فقط .

¹ John C. Hull , 2002 , Options , Futures & Other Derivatives , Fifth Edition, New Jersey, Prentice Hall , p5

جدول رقم 01 : أوجه الاختلاف بين عقود المستقبلات و العقود الآجلة

وجه الاختلاف	العقود المستقبلية	العقود الآجلة
نوع العقد	عقود شخصية عقود نمطية موحدة من حيث قيمتها وتاريخ التسليم	عقود شخصية عقود غير نمطية تحدد شروطها باتفاق الطرفين
وجود سوق	تتيح وجود سوق ثانوي	عدم وجود سوق ثانوي لها يتم تداولها في السوق الغير منظمة
تحقيق الربح	تتيح للمضاربين فرصة تحقيق الأرباح يتم الاحتفاظ بمواش متحركة لتعكس تحركات الاسعار يتحقق الربح او الخسارة يوميا عند ارتفاع او انخفاض الاسعار	لا تتيح الفرصة للمضاربين في تحقيق الأرباح يحدد الهامش مرة واحدة يوم توقيع العقد يتحقق الربح او الخسارة في تاريخ التسليم
تسوية العقد	يتم تسوية العقد في اية لحظة قبل تاريخ التسليم	تم تسوية العقد في تاريخ الاستحقاق

المصدر : من اعداد الطالب

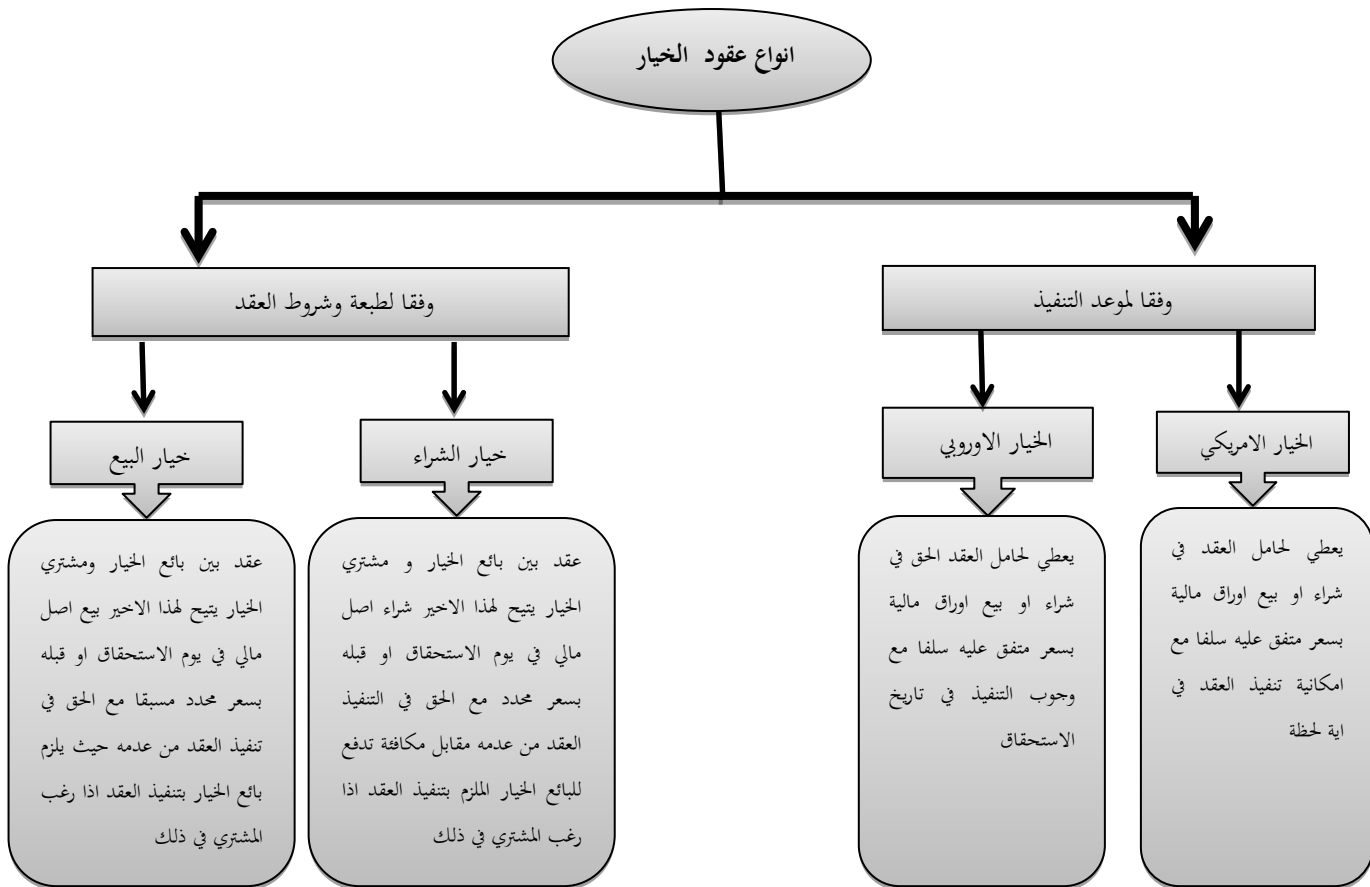
❖ **عقود الخيارات** : نشأ هذا النوع من العقود في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث كان يجري التعامل بهذه العقود في السوق المالية غير المنظمة من خلال وسطاء ماليين، ثم انتقل التعامل بعد ذلك إلى السوق المنظمة من خلال بورصة شيكاغو في 26 أبريل 1973 م ، وسرعان ما انتشرت هذه العقود في البورصات الأمريكية ، فالبورصات الأوروبية . وعقد الخيار هو عقد بين طرفين : مشتري ومحذر ، و يعطي العقد للمشتري الحق في أن يشتري من أو أن يبيع إلى المحذر عدد من وحدات أصل حقيقي أو مالي ، بسعر يتفق عليه لحظة توقيع العقد ، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق ، يطلق عليه تاريخ التنفيذ أو تاريخ انتهاء الصلاحية . وللمشتري الحق في عدم تنفيذ العقد ، إذا كان التنفيذ في غير صالحه ، وذلك في مقابل تعويض يدفعه للمحذر يطلق عليه مكافأة أو علاوة . هذه المكافأة تدفع عند التعاقد ، وغير قابلة للرد و ليست جزء من قيمة الصفقة . بعبارة أخرى أنه مبلغ يدفعه المشتري في مقابل حق الخيار في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد . حيث أن المشتري يحصل على هذا الحق منذ لحظة توقيع العقد ، فإنه يخسر المكافأة في ذات اللحظة ، و تتمثل مفاهيم عقود الخيار في الجدول التالي :

جدول رقم 02 : مفاهيم عقود الخيار

1- مشتري او حامل عقد الخيار	هو الطرف الذي يستفيد من الحق الذي يتيح له العقد بشراء الأصل إذا كان الخيار
2- بائع او محرر عقد الخيار	هو الطرف الذي يقع عليه الالتزام بتنفيذ العملية موضوع العقد - شراء أو بيع
3- سعر الممارسة او التنفيذ	وهو السعر المحدد سلفا لتنفيذ عقد الخيار أي سعر الشراء أو البيع قبل تاريخ الاستحقاق.
4- العلاوة او المكافئة	هو ما يدفعه المشتري لحق الخيار للبائع مقابل الشراء، وغالبا ما تحدد بنسبة مئوية من مبلغ العقد أو وفقا لدرجة تذبذب العملة أو الورقة المالية موضوع العقد.
5- السعر السوقي	هو سعر الأصل موضوع العقد في السوق في تاريخ تنفيذ العقد أو في آخر يوم فيفترة العقد.
6- تاريخ التنفيذ	هو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري العقد بتنفيذ الاتفاق.
7- تاريخ الانتهاء	وهو آخر يوم متفق عليه لصلاحية تنفيذ العقد.

المصدر : من اعداد الطالب

الشكل رقم 01 : أنواع عقود الخيار



المصدر : من اعداد الطالب

عقود المبادلات: تدعى عقود المبادلة أيضا بالمقايضات و هي : التزام تعاقدى يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو موجود معين مقابل تدفق نقدي أو موجود آخر، بموجب شروط تنفيذ معينة يتفق عليها وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد¹ على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح أو الخسائر) لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية ، يضاف إلى ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ ، و لذلك يعرف عقد المبادلة بأنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ .

تعتبر عقود المبادلات من بين منتجات الهندسة المالية التي تحظى بالأهمية البالغة من قبل المستثمرين باعتبار انها تحقق لهم مجموعة من الاهداف التي تتمثل فيما يلي² :

- ✓ التحوط من مخاطر التقلب في اسعار الفائدة واسعار العملات وكذا مخاطر الاستثمارات طويلة الاجل .
- ✓ تخفيض تكاليف التمويل التي تختلف من مكان لآخر و الناتجة عن القيود التي تفرض في الاسواق كالضرائب المرتفعة مثلا .
- ✓ تمكين مختلف المؤسسات من توسيع حجم عملياتها باعتبار ان المبادلات من اليات التحوط ضد مخاطر تقلب الاسعار .
- ✓ إتاحة الفرصة للمؤسسات التي لا تتمتع بتصنيف جيد للدخول في أسواق جديدة .
- ✓ تمكين المضاربين من تعظيم أرباحهم حيث تبين انه من دراسة احصائية أن 2.7 بالمائة فقط من عقود المشتقات تكون لأغراض التحوط في حين أن أغلبيتها و المتمثلة في 97.3 بالمائة يقصد منها المضاربة

2. أهمية المشتقات المالية : على الرغم من مرور أكثر من ربع قرن على التعامل المنظم بهذه الأدوات المالية المستحدثة إلا أن الكتاب و المتعاملين بها لا زالوا ينقسمون وبصورة واضحة إلى فريقين متعاكسين ، ففي

¹ Sherin Kunhibava , Derivatives In Islamic Finance , International Shari 'ah Research Academy for Islamic Finance . Op.Cit. p 05.

²Asyraf Wajdi Dusuki , Shabnam Mokhtar, The Concept and Operations of Swap as a Hedging Mechanism for Islamic Financial Institutions , Op.Cit. pp 6-7

حين يصير الفريق الأول على الحذر من التعامل بهذه الأدوات الجديدة وعدم التعامل معها إطلاقا بسبب المخاطر الكبيرة التي تصاحبها . حتى أن البعض يعرفها على أنها الأدوات التي عند استعمالها تسبب الخسائر الكبيرة ، فهناك فريق آخر أكثر تفاؤلا حيث يرى بأن هذه الأدوات تعد مفتاحا لحل العديد من المشاكل والمصاعب التي تواجه المتعاملين في الأسواق المالية من خلال إمكانية استعمالها في إدارة المخاطر بصورة فعالة نظرا للمرونة العالية و التنوع الكبير فيها ، و من أبرز هذه الفوائد ما يلي :

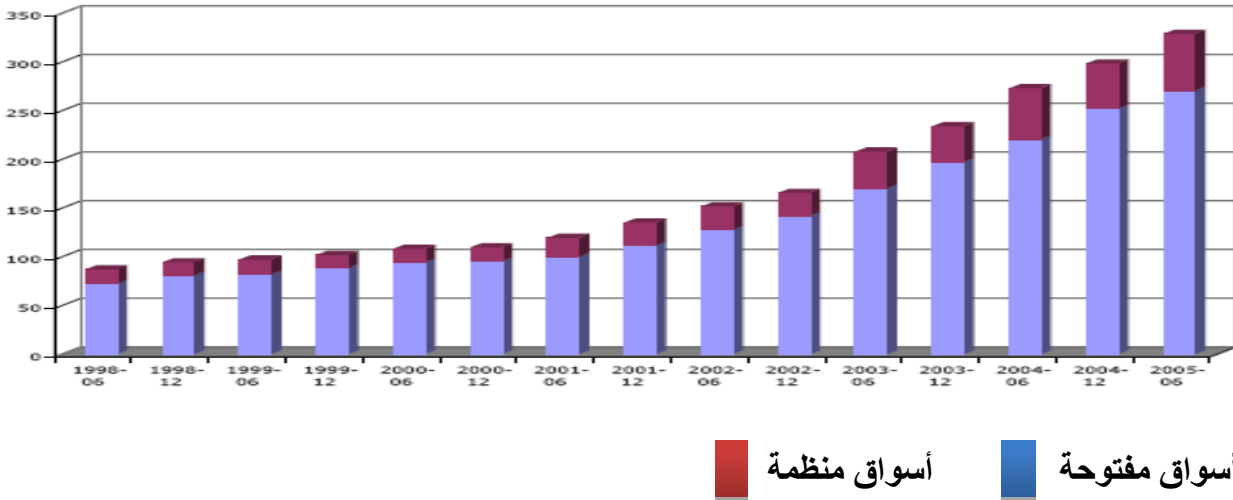
- ✓ إن التعامل بالمشتقات المالية أو ما يسمى بأدوات الهندسة المالية يكون أقل كلفة من التعامل بالموجودات الأساسية كالأسهم والسندات.....الخ .
- ✓ يمكن للمؤسسات المالية والمصرفية والمستثمرين عموما التحوط من المخاطر المحتملة وذلك باستخدام أموال أقل مما لو اقتنت موجودات تظهر في الميزانية .
- ✓ تقليل التكاليف للمصدرين و المستثمرين و ترفع من العوائد و توسع مجموعة بدائل التمويل ، و الاستثمار و تقلل مخاطر الخسارة إذا ما أحسنت إدارة مخاطرها .
- ✓ تدعم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية والمصرفية لربائتها وتساهم في بناء محافظ مالية أكثر تنوعا.

3. حجم المشتقات المالية :

يتم تبادل المشتقات عموما في نوعين من الاسواق المالية الاسواق المنظمة ، وغير المنظمة ، و الشكل المقابل يمثل القيمة الاجمالية للأصول التي تتعلق بها المشتقات ، ويظهر الشكل التضاعف السريع لحجم اسواق المشتقات حيث ارتفعت من اقل من 100 ترليون دولار سنة 1998 الى ما يزيد عن 330 ترليون دولار سنة 2005

أي أنها تضاعفت أكثر من ثلاث مرات في أقل من 7 سنوات وهذا النمو يتجاوز أي نمو من المعاملات المالية الأخرى¹.

الشكل رقم 02 : تطور القيمة الاسمية للمشتقات المالية في الأسواق المفتوحة والأسواق المنظمة بترليون دولار



المصدر : احصائيات بنك التسويات الدولية .

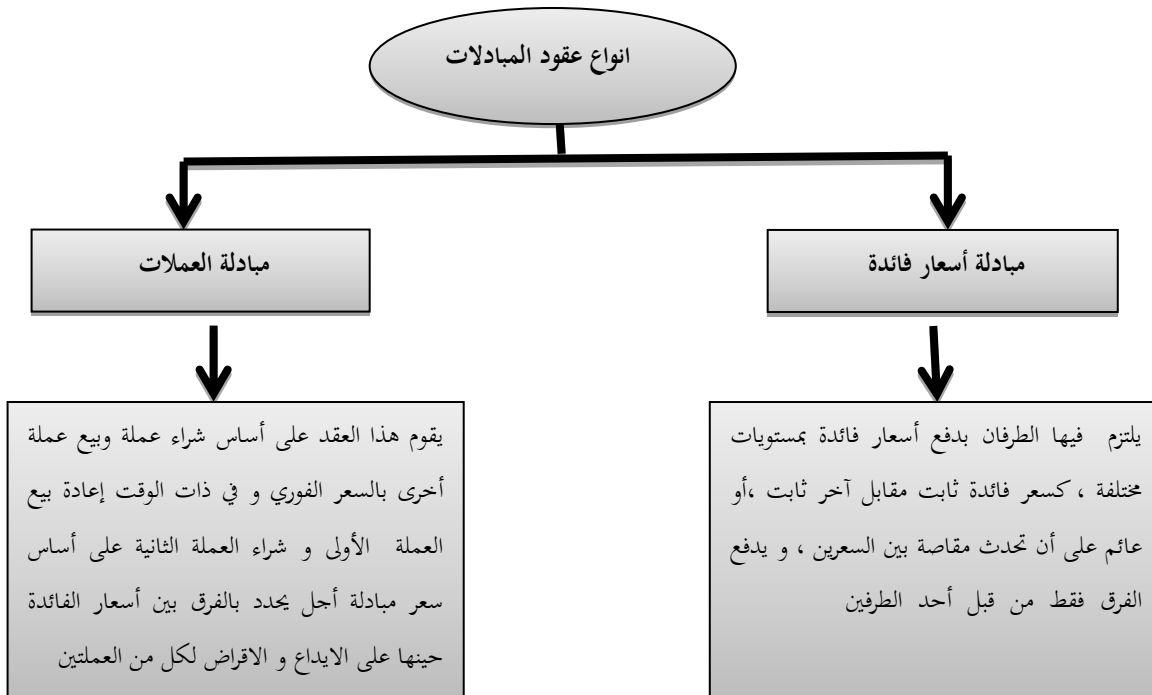
4. استخدامات المشتقات المالية للتحوط وإدارة المخاطر :

تمثل عملية التحوط أهم الوظائف الاجتماعية للعقود المستقبلية ، ولتوضيح الفكرة نفترض حالة مستثمر أخذ مركزاً طويلاً في السوق الحاضر على سهم ما ، أي أنه يشتري السهم من سوق الأوراق المالية بسعر 50 دولار، ويخشى أن تنخفض قيمته عندما يقرر بيعه ، و قد تحققت المستثمر إذ انخفض سعر السهم إلى 30 دولار، و من ثم فقد مني بخسائر قدرها 20 دولار ، ونفترض من ناحية أخرى أن المستثمر قد قام بشراء عقد خيار بيع ، وذلك فور شرائه للسهم ، و نفترض من ناحية أخرى أن المستثمر قد قام بشراء عقد خيار بيع ، وذلك فور شرائه للسهم ، يعطيه الحق في بيع السهم المحرر بسعر التنفيذ المحدد في العقد خمسون دولار، أي بذات السعر الذي يشتري به السهم ، و تاريخ تنفيذ هو ذاته التاريخ المقرر أن يباع فيه السهم ، مقابل مكافأة قدرها ثلاثة

¹ سامي بن إبراهيم السويلم ، 2007 ، التحوط في التمويل الإسلامي "، ورقة مناسبات ، رقم 10 ، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية ، ص31

دولارات ، هنا يصبح المستثمر مالكا لمحفظه تتكون من سهم و عقد خيار يتم تصفية كل منهما في سوق مستقل.

الشكل رقم 03 : أنواع عقود المبادلات



المصدر : من اعداد الطالب

5. مخاطر استخدام المشتقات المالية :

يكشف العديد من الكتاب في الغرب عن حجم المخاطر التي تسببها المشتقات ، و في مقدمتهم الكاتب النمساوي الشهير " بيتر داركر " أحد رواد الإدارة الحديثة الذي يرى أن المنتجات التي ظهرت خلال الثلاثين عاما الماضية كانت في الغالب مشتقات مالية زعموا أنها علمية، في حين أنها لم تكن أكثر علمية من أدوات القمار التي يجري التعامل عليها في "مونت كارلو، و لاس فيجاس " ، و وصف آخرون سوق المشتقات بأنه نوع من المقامرة ، وبيت للعب القمار .

كما حذرت أبرز الهيئات الدولية من التوسع في استعمال أدوات الهندسة المالية ، ففي دراسة لبنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي وهيئة ضمان الودائع الفيدرالية ودائرة النقود الأمريكية ، تم تحذير البنوك من استعمال أدوات الهندسة المالية ، كما جرت دراسة أخرى من قبل نفس الجهات في وقت لاحق من الدراسة السابقة كانت أكثر تحذيرا ، وطلبت من البنوك تحسين عملية إدارة المخاطر المصاحبة لهذه الأدوات ، فضلا عن أن تقرير لجنة بازل بشأن المشتقات حذر وبصورة شديدة من استعمال أدوات الهندسة المالية بصورة واسعة من قبل البنوك وما يمكن أن يمثله من مخاطر للمتعاملين لاسيما قليلي الخبرة ، إذ أكد المشرفون في لجنة بازل منذ عام 1986 على أهمية دراسة مخاطر هذه الأدوات والرقابة عليها ، وبينت أنه من الضروري قيام البنوك بوضع نظم شاملة لمراقبة أنشطتها في هذا المجال ، كما أصدرت ذات اللجنة تقريرا في جويلية 1994 تضمن إرشادات للمشرفين حول العناصر الأساسية للإدارة السليمة للمخاطر المتعلقة بهذه الأدوات .

فيما أشار بنك التسويات الدولية لأكثر من مرة إلى المخاطرة التي يمكن أن تسببها أدوات الهندسة المالية ، لاسيما إذا ما تم استخدامها بصور غير صحيحة أو بصورة واسعة ، و تعتبر المشتقات المالية بشكلها الحالي محرمة شرعا ، فقد أثبت الدكتور " سمير عبد الحميد رضوان " من خلال استعراضه لموقف الفقه الإسلامي من هذه العقود عدم مشروعيتها جميعا لمخالفتها لأحكام الشريعة الإسلامية .

ويمكن تقسيم المخاطر التي يتعرض لها مستخدمو المشتقات المالية إلى :

أ. **المخاطر الائتمانية :** و تسمى أيضا بمخاطر عدم الوفاء، والتي تتمثل في الخسارة الناتجة عن نكوص أو نكول أحد طرفي العقد بالوفاء بالتزاماته الناتجة عن أحد عقود المشتقات المالية . إن المتعاملين يمكن أن يخسروا مبالغ كبيرة جدا عندما يفشل الطرف المقابل في الوفاء بالتزاماته ، وأصبح مديري المالية أكثر اهتماما بهذا النوع من المخاطرة المصاحبة لأدوات الهندسة المالية، لاسيما تلك التي يتم التعامل بها في الأسواق الموازية، إذ لا توجد

غرف المقاصة ولا هوامش أولية في التعاقد ، وغني عن البيان في أن المخاطرة الائتمانية كانت و ما زالت من أهم الأسباب الرئيسية لفشل العديد من المؤسسات المالية و المصرفية .

ب. مخاطر السيولة : وهي المخاطر التي تنشأ بسبب عدم توفر السيولة، أي عدم القدرة على تسديد الالتزامات أول بأول من قبل المتعاملين في سوق المشتقات ، مما يجعل المتاجرة بهذه الأدوات أكثر صعوبة. وعلى الرغم من وجود العديد من المتعاملين في أسواق أدوات الهندسة المالية، ورغم السيولة العالية التي تتمتع بها هذه الأدوات، إلا أنه تبقى هناك مشكلة تتعلق بعدم إمكانية تسهيل بعض العقود بالسرعة الممكنة ، و ذلك بسبب عوامل متعددة قد تتعلق بطبيعة هذه العقود أو بسبب ظروف السوق من العرض والطلب وغيرها من العوامل ، مما يؤدي إلى حدوث خسائر للأطراف التي ترغب بتسييل مراكزها بسرعة .

ت. المخاطر السوقية : تظهر المخاطر السوقية نتيجة لتقلب أسعار أدوات الهندسة المالية في الأسواق ، إذ أن هذه الأدوات تكون حساسة بصورة كبيرة لظروف السوق ، وبذلك فإن أي تغير ولو كان بسيطاً في قيمة الموجود الضمني محل التعاقد قد يؤدي إلى تغير أكبر في قيمة أداة الهندسة المالية ، و تعد المخاطرة السوقية أحد أهم المخاطر التي يتوجب على المتعاملين في أدوات الهندسة المالية مراقبتها و قياسها ، على الرغم من أن القياس الدقيق لهذا النوع من المخاطر يعد صعباً و معقداً لاسيما مع هذه الأدوات نظراً لتقلب أسعارها الكبير

ث. مخاطر التسوية : وهي مخاطر تنفيذ المعاملات المتفق عليها ويتجلى أحد أشكالها في أن القليل من المعاملات المالية يتم تسويتها آنياً ، أو في نفس اليوم الخاص بالتنفيذ ، إذ قد تمتد مدة التسوية إلى أيام معدودة ، مما ينجم عن ذلك تعرض أحد أطراف العقد للخسارة نظراً لإمكانية تغير الأسعار بسرعة خلال تلك المدة ، و لا سيما في يوم التنفيذ ذاته .

ج. المخاطر التشغيلية والإدارية : وهي تلك المخاطر التي تتعلق بأخطاء الأفراد العاملين في مجال المشتقات وفشل المديرين وضعف كفاءة الأنظمة الإدارية و الرقابية وضعف المتابعة لتصرفات المسؤولين عن إدارة المشتقات و

التعامل بها . إذ أن زيادة تعقيد أدوات الهندسة المالية يجعل من الصعب إدارتها بصورة صحيحة وقد تحققت خسائر كبيرة نتيجة لسوء الإدارة¹ .

ح. المخاطر القانونية : وهي التي تنشأ عن التغيرات في البيئة القانونية وكذلك غموض بعض الجوانب القانونية للمشتقات مما يؤدي إلى صعوبة تنفيذ العقود ، فضلا عن عدم التوثيق الدقيق ونقص الصلاحيات أو عدم وضوحها وصعوبة التنفيذ القضائي عند حدوث المشاكل ، أو هي تلك المخاطرة الناشئة من عدم تنفيذ العقد، وذلك بسبب عدم امتلاك بعض المتعاملين للصلاحيات في الدخول بالتعاقدات، وبذلك لن يكون هناك التزام قانوني للجهة المقابلة ، و من ثم عدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة العسر و الإفلاس . يتجلى من خلال هذا المبحث أن صناعة المخاطر قد تم ولوجها إلى ساحة المعاملات الدولية ، وأن الذي قام بصناعة أدواتها هي مراكز البحث والابتكار والمهندسون الماليون .

وقد كان ذلك سببا في توجيه النقد العنيف إلى هذه الأدوات من قبل العديد من الكتاب و الذين انتهوا إلى أن "العديد من الابتكارات المزعومة ليست سوى بدعة أو أكذوبة كبرى مدفوعة من قبل المؤسسات الاستثمارية لأنها تترقب من وراء هذا النشاط الضخم أرباحا وفيرة" وأنها تنطوي على مخاطر جسيمة تضر بالمؤسسات المالية والقوى الانتاجية و يرى البعض أن المخاطر القانونية جزء من المخاطر التشغيلية².

ثانيا : التوريق

التوريق لغة مصدر ورق ، يقال ورق الشجر : إذا أخرج ورقه ، و ورق الشجر : أخذ ورقه ، وأورق الشجر : أي خرج ورقه وأورق ، و أورق الشخص : إذا كثر ورقه أي ماله ، اذن التوريق في أصل اللغة الحصول على الورق³ ، إما بظهوره ، وإما بأخذه من محله .

¹ Crouhy Mechel , Don Galai and Rebert Mark , 2001, « Risk Management » , Mc Graw Hill ; New York , p 487 .

² BCBS (2000) Sound Practices for Management Liquidity in Banking Organization Basel : Basel committee on Banking Supervision.

³ محمد عبد الحليم عمر، دراسة حول الصكوك الإسلامية تطبيقاتها وتداولها ، في الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي في الشارقة ، أيام 26-30 أبريل 2009 ص 03 .

أما التوريق اصطلاحاً : المقصود به " **Securitisation** " تحويل الأدوات المالية الاستثمارية إلى أوراق مالية ، يسهل تداولها بيعاً وشراءً في سوق الأوراق المالية¹ وقد اصطلح الفقهاء تسمية عمليات التوريق في الإطار الإسلامي بعمليات التصكيك² ، وذلك لسببين اثنين :

■ كلمة تصكيك مشتقة من كلمة صكوك وهي تمثل البديل الاسلامي لكلمة سندات و التي تعني ضمناً التعامل بأداة مالية قائمة على المدائنة و الفائدة المحرمة (الربا) .

■ كلمة التوريق في الفكر المالي التقليدي قائمة بصفة أساسية علي مكون الديون وهو ما ينهي عنه الشرع في التبادل تفاضلاً .

وعليه كلمة التصكيك و التوريق و التسنيذ تستعمل كمفردات لمسمى واحد ، أي تشير إلى نفس المعنى ، إلا أن مصطلح التصكيك قد إنصب في عقول الجمهور على خصوص الاستثمار الإسلامي الذي ينسجم مع أصول وأحكام الشريعة الغراء ، و تمييزاً عن التوريق أو التسنيذ اللذان لا يشتهر استعمالهما عند الباحثين في الاقتصاد الإسلامي لارتباطهما بالاستثمار التقليدي³ ، كما أن عملية التصكيك تطلق على تحويل أصول موجودة الى أوراق مالية⁴ .

¹ محمد عبد الغفار الشريف ، 2009 ، " الضوابط الشرعية للتوريق والتداول للأسهم والحصص والصكوك ، " الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي ، دولة الإمارات العربية المتحدة ، ص 3 ، 4 .

² فتح الرحمن علي محمد صالح ، 2008 ، " دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات الاستثمارية "، إتحاد المصارف العربية ، الجمهورية اللبنانية ، ص 3 .

³ و هو النهج الذي سار عليه المعيار السابع عشر ، الصادر عن هيئة المحاسبة ، و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ، حيث ورد فيه أن التوريق يطلق عليه التصكيك و التسنيذ... غير أن البيان الختامي لندوة البركة الثانية والعشرين المنعقدة عام 1423 هـ (2002) قد أوصى باختيار تسمية التصكيك بدلاً عن التوريق ، وهو ما يأخذ به التطبيق فعلاً في المؤسسات المالية الإسلامية .

⁴ محمد علي القرني ، 2009 ، " الصكوك الإسلامية (التوريق) و تطبيقاته المعاصرة و تداولها " ، الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي ، دولة الإمارات . العربية المتحدة ، ص 4 .

■ التوريق هو إجراء يسمح بتحويل كتلة قروض لأوراق مالية قابلة للتداول¹ ، حيث تتدخل مؤسسة إقراض من خلال بيع مجموعة ديون متجانسة لهيئة خاصة تتكفل بتمويل المبادلة عن طريق إصدار أوراق مالية موجهة للمستثمرين .

■ التوريق هو تحويل القروض وأدوات الديون غير السائلة إلى أوراق مالية سائلة أسهم وسندات قابلة للتداول في أسواق المال² ، و هي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة و لا تستند إلى مجرد القدرة المتوقعة للمدين على التسديد من خلال التزامه العام بالوفاء بالدين .

من بين النتائج الأولى للتوريق³ ، منح مؤسسات الإقراض أدوات تسمح لها بتسيير ميزانيتها بطريقة جديدة وتكييف هيكلتها المالية مع أهدافها ، وتتضمن عملية التوريق⁴ خمسة أركان هي⁵ :

- وجود علاقة مديونية قائمة بين بنك مقرض ومدين مقترض سواء كان شخصا معنويا أو طبيعيا .
- رغبة البنك الدائن في التخلص من عبء سندات الدين الموجودة في جانب الأصول في ميزانيتها وتحويلها إلى جهات أخرى خارجية .

- إصدار الطرف المحال إليه الدين سندات جديدة قابلة للتداول في أسواق الأوراق المالية، والجهة المحال إليها الدين عبارة عن مؤسسة متخصصة أو ذات غرض خاص في شراء القروض البنكية من البنوك

¹ Kabir Hassan , 2007, "Handbook of Islamic Banking", edward elgar publishing , cheltenham,UK, p191.

² سليمان ناصر ، " مشكلة فائض السيولة لدى البنوك الإسلامية والحلول المقترحة لها "، الملتقى الدولي حول الادخار المصرفي والتنمية في البلدان الإسلامية ، تنظيم :الجلس الإسلامي الأعلى ، الجزائر العاصمة 25-26 جانفي 2004 ص2 .

³ كانت بداية التوريق في البورصات المالية الأمريكية ، وكان غرضها حل مشكلة القروض الإسكانية العقارية ثم تحولت أداة للوفاء بمتطلبات كفاية رأس المال ، ثم لم يظل بمنتج التوريق حديث العهد حتى انتشر في أوربا وبخاصة في بريطانيا وفرنسا ثم إلى كندا وأستراليا ونيوزلندا والسويد .. وبدأ هذا المنتج يأخذ دوره في السنوات الأخيرة في الشرق الأوسط ، وشهد بداية عام 2008 م توسعا كبيرا في أسواق الشرق الأوسط ، كما شهدت الأسواق الجديدة ، والتي تشمل أوروبا الشرقية والوسطى وشمال إفريقيا 20 صفقة توريق في النصف الأول من عام 2008 م بقيمة إجمالية بلغت 5.8 مليار دولار أغلبها في روسيا و تركيا وفقا لتقرير "براق قره أوغلو" المحلل في وكالة موديز للتصنيف الائتماني .

⁴ تجدر التفرقة هنا بين التوريق و التورق ، فيظهر من بيان مفهوم التوريق الفرق بينه و بين التورق فهما و إن اتفقا في هدف توفير السيولة إلا أن التوريق يقوم البنك بمقتضاه بنقل ملكية الأصول أو بيع المديونيات لطرف آخر ، بينما التورق يشتري بمقتضاه العميل سلعة أو يشتريها له البنك وكالة بالأجل ثم يقوم ببيعها بنفسه أو البنك وكالة لطرف ثالث بالنقد .

⁵ محمد عبد المطلب بدوي ، 2005 ، " التوريق كأداة من أدوات تطوير البورصة المصرية" ، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات :آفاق وتحديات ، كلية الشريعة والقانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة ، ص2 .

المنشئة لها محل محلها في الدائنية اتجاه المدين الأصلي ، و إذا لم تكن مثل هذه المؤسسة المتخصصة متاحة فإن البنك ينشئها خصيصا لتوريق قروضه وتكون تابعة له ولكن ذات ميزانية مستقلة.

- تستند الأوراق المالية الجديدة لضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة، فمن غير المقبول قيام المؤسسة المتخصصة بإعادة إصدار الدين في صورة سندات وطرحها في السوق المالية دون تواجد غطاء يدعم هذه السندات والمتمثل في ضمانات كافية.

- ضرورة توفر الرغبة لدى المستثمر في شراء السندات التي تصدرها المؤسسة المتخصصة، بحيث يقوم البنك بتحصيل العائد الذي تدره هذه السندات في مواعيد استحقاق العوائد.

1. آلية التوريق : تشمل عملية التوريق على مجموعة من المراحل المتكاملة ، كما تتطلب تدخل العديد من الأطراف كل حسب الهدف الذي يسعى إليه من وراء هذه العملية ، كما تحكم عملية التوريق أنظمة قانونية تتناسب وطبيعة العملية ، من أجل توفير المناخ المناسب لوضعها حيز التنفيذ ، ومن بين المتدخلين في عملية التوريق نجد:

- **المنظم** : هو في الغالب بنك استثمار يتكفل بجذب متنازلين محتملين و وضع تصور لعملية التوريق بأكملها.

- **شركة التسيير** : عبارة عن شركة تجارية تتكفل برعاية مصالح حاملي الحصص، وتسهر على تنفيذ عملية التوريق.

- **المؤمن أو جهة الايداع** : هو في أغلب الأحيان المتنازل عن القروض ، يقوم بمراقبة عمليات شركة التسيير

- **وكالات التصنيف** : تعمل على تحليل خطر القرض على محفظة الأصول المراد توريقها و بالتالي توقع الخسارة المحتملة .

- الشركة ذات الغرض الخاص : هي عبارة عن شركة أو صندوق ينشأ من أجل عزل الشركة عن خطر القرض

للمؤسسة المتنازلة ، و يوضح الشكل التالي مختلف مراحل عملية التوريق :

1. يقوم البنك بتشكيل مجموعة من الاصول المتجانسة المراد بيعها و التي تمثل مديونية المقترضين اتجاه البنك

ويقوم ببيعها للشركة ذات الغرض الخاص .

2. ضرورة الاتفاق بشكل محدد على التوفيق ما بين تواريخ استحقاق المتحصلات من المدينين وتواريخ استحقاق

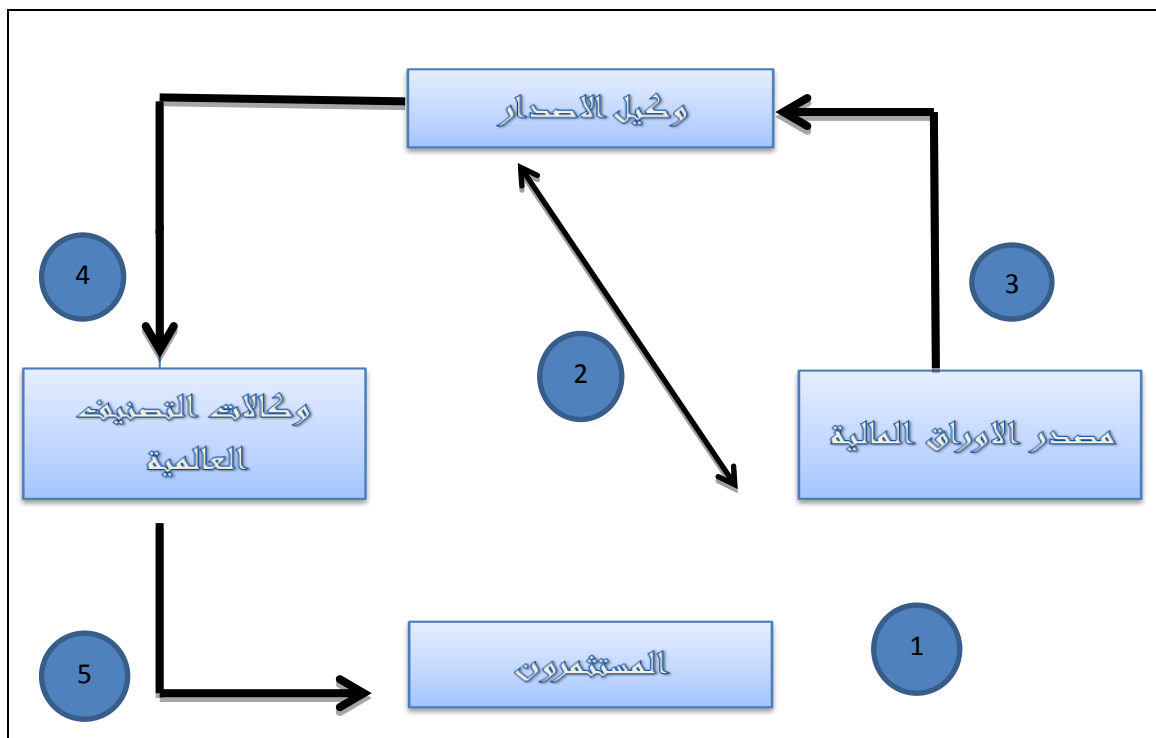
المستثمرين لفوائد ديونهم .

3. تصدر الشركة ذات الغرض الخاص أوراق مالية عادة ما تكون سندات بعلاوة إصدار.

4. تصنيف الأوراق المالية من طرف وكالات التصنيف العالمية .

5. يقوم المستثمرون بشراء الاوراق المالية المصدرة معتمدين في ذلك على الفوائد التي تدرها هذه الاخيرة .

الشكل رقم 04 : مخطط يوضح آلية التوريق



المصدر : من اعداد الطالب

2. أنواع التوريق

لقد توصل المهندسون الماليون إلى ابتكار أنواع عديدة من المنتجات المالية التي تقوم على عملية التوريق¹، وتختلف هذه المنتجات فيما بينها من حيث الأصل الذي تستند إليه هذه العملية ، حيث نميز بين :

- الأوراق المالية المستندة الى قروض الرهن العقاري **MBS** : وهي الأوراق المالية المصدرة في مقابل قروض الرهن العقاري، حيث تتيح لحاملها الحق في الحصول على عوائد في تواريخ محددة ؛

- الأوراق المالية المضمونة بأصول **ABS** : هي الأوراق المالية التي تصدر في أصول غير قروض الرهن العقاري ، مثل قروض الاستهلاك و قروض السيارات وغيرها، وتميز بأنها تستند لمحفظة أصول مع نوع آخر من منتجات التوريق وتسمى بالتزام الدين المضمون متجانسة . تتشابه **ABS** مع نوع اخر من منتجات التوريق و تسمى بالتزام الدين المضمون **CDO** و تتميز عنها فقط في أنها تستند إلى محفظة أصول غير متجانسة . و يندرج تحت أو ضمن **ABS** نوعان آخران من الأوراق المالية وهما :

- التزام السندات المضمونة **CBO** : تمثل ورقة مالية مضمونة بمحفظة من السندات

- التزام القروض المضمونة **CLO** : تمثل ورقة مالية مضمونة بمجمع قروض تقترضها مختلف الشركات

من المصارف.

تجدر الإشارة إلى أن نموذج التوريق القائم تتخلله بعض نقاط الضعف² ، ويرجع ذلك إلى عدم وجود إجراءات تنظم

هذا النوع من العمليات ، لذا من الأفضل العمل على إجراء تشخيص من شأنه توضيح بعض الخصائص التي تجعل من التوريق نموذجًا أقوى .

¹ Pantaléon Antoine BAKPE , 2007, Titrisation des prêts et créances bancaires dans l'espace de l'Union Monétaire Ouest - Africaine, mémoire de fin de cycle , Centre Africain D'études Supérieures En Gestion, France, publié sur : http://www.memoireonline.com/06/09/2103/m_Titrisation-des-prts-et-creancesbancaires-dans-lespace-de-lUnion-Monetaire-Ouest-Africaine1.html#toc2

² Jean-Pierre Landau, Réflexions sur la titrisation et les turbulences financières, Forum financier de New York, Paris EUROPLACE, 22 octobre 2007, p : 1.

ثالثا : المنتجات المالية التقليدية

نذكر فيما يلي أهم المنتجات المالية التقليدية :

1. **شهادات الإيداع القابلة للتداول** : تعتبر شهادات الإيداع القابلة للتداول منتجًا ماليًا يضاف إلى قائمة

المنتجات المالية التي يعتمد عليها لحل كثير من المشاكل التمويلية التي تواجه المؤسسات المالية بمختلف أنواعها ،

حيث أنها تمثل أوراقًا مالية ذات آجال مختلفة تعطى لحاملها مقابل إيداع مبلغ معين ، ويتقاضى في مقابل ذلك

فائدة محددة ، وما يميز هذا النوع من الشهادات أنها تمكن حاملها من تداولها في حال إحتياجه إلى السيولة قبل

تاريخ الاستحقاق .

وقد ظهرت هذه الشهادات في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1961 واعتبرت مصدرًا رئيسيًا للأرصدة

الإضافية في مصارفها¹ ، ولاقت نجاحًا كبيرًا وانتشارًا واسعًا في أوروبا ، وهو الأمر الذي ساعد على إصدارها في

لندن سنة 1966 ، لتكون بذلك أوعية مالية لمواجهة متطلبات الائتمان متوسط الأجل . وتتميز شهادات

الإيداع القابلة للتداول بما يلي :

✓ إمكانية بيعها في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق ؛ وبالتالي تميزها بالسيولة ؛

✓ يكون إصدارها من قبل بنوك مقبولة عالميًا ؛ وهو ما يجعلها مضمونة ؛

✓ إمكانية إصدارها وفق تاريخ استحقاق يناسب مصدرها وحاملها ؛ وهو ما يجعلها ذات مرونة؛

✓ تعدد آجال استحقاقها ؛ فنجد قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل الأقل من خمس سنوات؛

✓ تنوع إصداراتها ؛ فيمكن أن تصدر بطريقة معلنة على شكل إصدارات دورية، أو وفق طلب العميل؛

✓ بمجرد دفع قيمة الشهادة من قبل العميل في التاريخ المتفق عليه في بداية مدة الوديعة ، يقوم المصدر بتسليم

الشهادة للعميل أو يحتفظ بها لديه حتى يطلبها ، أو حتى تاريخ الاستحقاق.

¹ أشرف محمد دوابة ، " شهادات الإيداع القابلة للتداول، رؤية إسلامية "، مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية ، مرجع سابق، ص 944 .

2. اتفاقية إعادة الشراء : تعتبر اتفاقية إعادة الشراء أحد عقود المشتقات المالية في سوق النقد ، تعتمد على وساطة بيوت السمسرة المتخصصة في مثل هذه الاتفاقيات وتكون بين التاجر و المستثمر ، حيث يقوم الأول ببيع أوراق مالية تعادل قيمة المبلغ المحتاج إليه إلى الطرف الثاني ، على أن يقوم بإبرام صفقة أخرى لشراء هذه الأوراق من المستثمر إما بالسعر نفسه إضافة إلى فائدة يتفق عليها الطرفان مسبقًا ، أو مقابل سعر أعلى من سعر البيع على أن يكون الفرق ربحًا للمستثمر .

يتضح مما سبق أنه يتم اللجوء إلى هذا النوع من العقود لتمويل العجز المؤقت الذي يمكن أن يتعرض له مختلف التجار، وبالتالي يكون هذا المنتج المبتكر وسيلة لتسهيل الحصول على التمويل في أي وقت من الأوقات .

3. اليورو دولار : يعتبر اليورودولار مبالغ بالدولار الأمريكي ، يتم إيداعها في بنوك أوروبية لفترة زمنية محددة عادة ما تكون ستة أشهر فما أقل ، وتدفع عليها فائدة محددة ، وتستخدم البنوك هذه الودائع و بالعملة الأمريكية في منح قروض لمختلف المؤسسات . تعتبر هذه الودائع ذات أهمية باعتبارها خالية من مخاطر عدم السداد، وكذا سهولة بيعها وشرائها ، إضافة إلى عدم خضوعها للإجراءات والقوانين التي تفرضها الولايات المتحدة الأمريكية على الودائع لدى بنوكها المحلية .

4. بطاقات الائتمان : لقد ظهرت بطاقة الائتمان لتكون ابتكارًا يضاف إلى قائمة الابتكارات في المالية ، حيث تعد بديلا عن النقود، تحمل قيمًا مالية محددة ، وتستخدم في مختلف عمليات البيع والشراء ، وبذلك أصبحت وسيلة لتسهيل التعامل في أي مكان و في أي وقت . وبطاقة الائتمان عبارة عن بطاقة تمنح من قبل البنوك و المؤسسات المالية للمتعاملين معها ، حيث تحمل كافة المعلومات الخاصة بحاملها ، وتمكنه من استعمالها في السحب من رصيده أو في تسديد أثمان السلع و الخدمات التي يتلقاها ، وحتى في بعض الأحيان في الحصول على قرض .

إن أول ظهور لبطاقة الائتمان كان في سنة 1947 من قبل ، "The Flatbush National Bank" لتكون الانطلاقة من قبل العديد من المصارف والمؤسسات المالية في تقديم هذه الخدمة لعملائها ، خاصة بعد القبول الذي عرفه هذا الابتكار المالي من قبل مختلف التجار، وتعتبر شركة Dinners Club أول شركة متخصصة في إصدار البطاقات حيث تأسست سنة 1951 ، وأنشأت أول بطاقة تحت اسم ، "Travel and Entertainment Bank" ثم تبعتها بطاقة ، "American Express" ثم تبعتها بطاقة ، "Travel and Entertainment Bank" ثم بطاقة "Blanche Carte" في سنة 1959 . وقد انتشرت بطاقة الائتمان عبر أنحاء العالم بعد أن رخص مصرف Bank American للمصارف الأخرى بإصدار بطاقته الائتمانية ليكون حاملها الفرصة في استعمالها في أي نقطة يتم قبولها ، وفي سنة 1970 ظهرت فكرة بطاقة الائتمان بمفهومها الربوي ، أي أن هذه البطاقة تؤدي فكرة القرض بفائدة ثابتة على رصيد البطاقة . وهناك نوعين من بطاقات الائتمان :

- **بطاقة الحسم الشهري** : وهي البطاقة التي تمكن حاملها من الحصول على قرض لتسديد قيمة مشترياته ضمن حدود مبلغ معين ، وبغض النظر عن رصيد حسابه ، على أن يتم تسديد كامل المبلغ دفعة واحدة بعد المدة المتفق عليها مع المصرف ، و في حالة التأخر تفرض غرامات على صاحب البطاقة ؛
- **بطاقة الدين المتجدد** : تعتبر هذه البطاقة أداة ولاء وائتمان، حيث تمنح لحاملها الحق في الحصول على السلع والخدمات فور إظهارها ، كما تسمح له بالحصول على النقد ، و يتم في هذه البطاقة تقسيط الدين المستحق على العميل على فترات ، وتزداد قيمة الدين بزيادة فترة التسديد ، و يترتب عليه فوائد ربوية في حالة تأخره عن التسديد خلال الفترة المسموح بها .

رابعا : المنتجات المالية الحديثة ، و المركبة .

نستعرض فيما يلي عدداً من المنتجات المالية الحديثة ، ثم نتحدث عن المنتجات المركبة بالتركيز على أهم خصائصها ، و بعض أنواعها :

1. المنتجات المالية الحديثة :

أ- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم : وهي السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية أو ممتازة بعد مضي مدة محددة¹ ، إذا رغب حاملها في ذلك ، حيث ينتقل من وضع دائن للشركة إلى شريك مساهم ، وذلك وفقاً لشروط و قواعد محددة في العقد. وما يميز هذه الأوراق المالية أنها تقع بين أوراق الملكية و أوراق الدين حيث تعرف بالأوراق الهجينة ويسمح هذا النوع من الأوراق بتحول القيم من وضعية الدين إلى وضعية الملكية² .

ب- السندات ذات الكوبون الصفري : تعتبر السندات ذات الكوبون الصفري من الأوراق المالية التي يمكن للمستثمرين فيها تداولها ، حيث تباع هذه السندات بأقل من القيمة الاسمية على أن يسترجع المستثمر القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق ، و يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد إذا رغب في التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق، ويتمثل العائد الذي يحققه المستثمر في الفرق بين القيمة المدفوعة لشراء السند وبين القيمة الاسمية أو سعر البيع ، ولا يحصل المستثمر على الفوائد إلا عند تاريخ الاستحقاق أو عند البيع ، مما يعني أن هذا النوع من السندات لا يمنح فوائد دورية .

ت- رأس المال المخاطر : يعتبر رأس المال المخاطر من بين أحدث منتجات الهندسة المالية ، حيث يمثل أداة لتحقيق التنمية الاقتصادية و التكنولوجية ، وتعتبر التجربة الأمريكية نموذجاً ناجحاً يحتذى به في هذا النوع من الاستثمارات. و يعرف رأس المال المخاطر على أنه " أموال تستثمر في مشروعات معرضة للخطر " أو " هو رأس المال الموضوع في مشاريع إستثمارية قابلة للخسارة"³. و يعتبر رأس المال المخاطر من أهم الأدوات التمويلية و الاستثمارية التي اهتم بها الغربيون في منتصف القرن العشرين ، و ذلك بسبب

¹ سامي مباركي ، فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات ، دراسة مقارنة الجزائر، المغرب، تونس، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسير، جامعة الحاج لخضر-باتنة، الجزائر، 2004. 2003. ص/ 52

² مبارك بن سليمان آل فوزان، 2010، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، جدة، ط1 ، ص 22.

³ عدنان عبد الله محمد عويضة ، 2010 ، نظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، الولايات المتحدة الأمريكية، الطبعة الأولى ص32 .

إحجام البنوك التقليدية عن تقديم التمويل للمشروعات الصغيرة ذات المخاطر العالية ، وبالتالي التمويل بتكاليف مرتفعة دون توفر الضمانات الكافية وهو ما ينافي طبيعة عمل البنوك التقليدية والتي تمول المشروعات الكبيرة والمستقرة والناجحة في مراحلها المستقرة .

وتجدر الإشارة إلى أنه وفي دراسة أجريت عن شركات رأس المال المخاطر في أوروبا ، تبين أن 95 بالمائة من هذه الشركات لم تكن لتحقيق النمو و لا لتضمن بقاءها دون الاستثمار في رأس المال المخاطر . إن من بين ما يميز هذا النوع من الاستثمارات ان صاحب رأس المال المخاطر يعتبر مشاركا في المشروع الاستثماري و ليس مجرد ممول له ، حيث أنه و بعد تحديد الفرص الاستثمارية ، وإبرام الصفقة مع المقاولين ، يساهم في إدارته من أجل تحقيق الأهداف المسطرة ، و كذا تحقيق قيمة سوقية للمشروع ، وهو ما من شأنه تخفيض تكلفة الوكالة.

2. المنتجات المالية المركبة : تعتبر المنتجات المالية المركبة نتاجًا لاتحاد منتجين ماليين أو أكثر، يكون الهدف من

أحدهما المحافظة على رأس المال المستثمر؛ في حين يهدف المنتج الآخر لتنمية رأس المال ، وتتحدد قيمة المنتج المركب بناءً على العائد المرتبط بأحد المنتجين أو كليهما .

تجدر الإشارة إلى أن هذا النوع من منتجات الهندسة المالية يتميز بمجموعة من الخصائص التي يمكن إدراجها في النقاط التالية :

- التوفيق بين العائد والمخاطرة : بما أن المنتج المركب مزيج بين منتجين أو أكثر فإنه يتميز بخليط بين العائد والمخاطرة، وبالتالي يؤدي إلى تحميل جزء قليل من الخسارة إذا وقعت ، والحصول على الجزء الأكبر من الأرباح إذا تحققت، وهذا إذا توافقت توقعات المستثمر مع الواقع ؛
- قابلية التسييل : حيث تتيح بعض المنتجات المركبة إمكانية تسييلها خاصة التي تقوم على أسعار الأسهم أو العملات ، وهذا باعتبار أن لها أسعارًا يومية و حتى آنية .

- الحاجة إلى الوساطة : يتم بيع هذه المنتجات للمؤسسات الاستثمارية و لمدراء ووسطاء الأصول و الشركات الراغبة بالاستثمار ، و نادراً ما يتعامل بها المستثمرون الأفراد .

إن من الأمثلة التي يمكن إدراجها ضمن المنتجات المركبة هو ما يعرف بمشتقات المشتقات ، و من بينها :

أ- الخيار المستقبلي : و هو عقد يتضمن الحق في شراء عقد مستقبلي معين بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد

، مقابل دفع علاوة لخرره ، و يكون لمشتري العقد الحق في تنفيذه من عدمه ، و بالتالي يمكن تجنب الخسارة التي

تقع لو تم الاستثمار في عقد مستقبلي مباشرة و كان هناك انخفاض في سعر السوق عن سعر التنفيذ .

ب- خيار العقد الآجل : و هو الحق في شراء أو بيع عقد آجل بسعر معين في تاريخ مستقبلي محدد ، حيث

يمكن شراء خيار شراء عقد آجل ، أو شراء خيار بيع عقد آجل ، أو بيع خيار شراء عقد آجل ، أو

بيع خيار بيع عقد آجل ، و يختلف عن الخيار المستقبلي فقط في أنه لا يتداول في الأسواق المنتظمة .

ت- المبادلة الاختيارية : وهي خيار المشتري الدخول في مبادلة معينة في تاريخ محدد مستقبلاً ، كأن يعقد خيار

مبادلة سند بفائدة بسيطة بسند آخر بفائدة متغيرة ، حيث يستفيد من تحقق الأرباح أو انخفاض التكاليف

الناجمة عن التغير في أسعار الفائدة السائدة ، و يخسر العلاوة المحددة بالعقد في حال عدم تنفيذ العقد .

المبحث الثاني : دور أدوات الهندسة المالية في تغطية المخاطر

بعدما تعرضنا في المبحث الأول الى الهندسة المالية ومنتجاتها ، سوف يتم التعرض في هذا المبحث إلى دور هذه

الأدوات المالية في تغطية و إدارة المخاطر ، التي يتعرض لها المستثمر المالي جراء التعامل بهذه الأدوات .

المطلب الاول : ماهية المخاطرة .

المطلب الثاني : التغطية ، و إستراتيجياتها .

المطلب الثالث : آثار صناعة الهندسة المالية .

المطلب الاول : ماهية المخاطرة

أولا : المخاطرة ، و أركان الخطر

الخطر بفتحتيين هو الإشراف على الهلاك وخوف التلف . يقال : هذا أمر خطر، أي متردد بين أن يوجد و أن لا يوجد¹ . والخطر هو ارتفاع القدر والمال، والشرف والمنزلة، وجمعه أخطار . و الخطير من كل شيء النبيل . ويطلق الخطر على السبق الذي تراهن عليه . والمخاطرة هي المراهنة . وتخطروا على الأمر، تراهنوا عليه . أما الخطر اصطلاحا فقد تعددت تعاريفه وفيما يلي موجز لها :

تعرف كلمة مخاطرة بخاطر الخسارة . و التعرض للخطر يعني بالضرورة وجود بعض الظروف التي تحدث في إثرها خسارة للأموال ، و بعض الخسائر الافتراضية في المستقبل . حتى مفهوم الخطر يفترض معرفة قيمة الممتلكات الحالية فهو ينطوي على مفهوم التقييم² . كما يعرف الخطر بأنه الحالة التي تتضمن إمكانية انحراف النتيجة المرجوة عما هو متوقع أو مأمول³ . و يظهر مما سبق أن مفهوم المخاطرة في الاقتصاد يدور حول الانحراف وعدم التأكد من الحصول على العائد المتوقع .

- من منظور التأمين : هو احتمال التعرض لواقعة معينة مع توصيفها عقديا عقد التأمين على أنها خطر وجب التعويض عنه ، أو هو حادث مستقبلي محتمل الوقوع لا يتوقف على إرادة أي من الطرفين اللذين تم بينهما العقد⁴ . كما يعرف الخطر بأنه : الخسارة المحتملة في الدخل أو الثروة نتيجة وقوع خطر معين .

هذا التعريف ينطوي على المزايا التالية⁵ :

¹ الرازي ، محمد بن أبي بكر بن عبد القادر ، 1986 ، مختار الصحاح ، جدة ، دار الثقافة الإسلامية ، ص 180

² David Murphy, 2008 , Understanding Risk: The Theory and Practice of Financial Risk Management, Chapman & Hall/CRC , : Financial Mathematics Series, London, Taylor & Francis Group, p39.

³ Reto R. Gallati, 2003, Risk Management And Capital Adequacy, United States of America, The McGraw-Hill Companies , p8.

Vaughan, Emmett and another, 1999” Fundamentals of Risk and Insurance”. Johnwiley & sons.P.7.

⁴ ابراهيم أبو النجا ، 1992 ، التأمين في القانون الجزائري ، الجزء الأول ، الطبعة الثانية ، ديوان المطبوعات الجزائرية ، الجزائر ، ص 56- 57 .

⁵ مختار محمود الهانسي ، ابراهيم عبد النبي حمودة ، 2001 ، مبادئ الخطر و التأمين ، الإسكندرية ، الدار الجامعية ، ص 12 .

✎ إدخال العنصر الاحتمالي في وقوع الخطر وليس عنصر عدم التأكد وهو بذلك يمكننا من استخدام أسلوب القياس الكمي للخطر بطريقة رياضية بعيدة عن الأهواء و الاعتبارات الشخصية .

✎ يترتب على وقوع الخطر خسارة احتمالية ، و هذا معنى أدق من أن الخطر هو احتمال وقوع الخسارة .

✎ هذه الخسارة مادية تصيب الثروة أو الدخل .

✎ الإطار العام للخسارة يكون نتيجة وقوع أخطار شخصية أو في الممتلكات أو أخطار المسؤولية المدنية قبل الغير .

- **من المنظور المالي :** هو عدم التأكد من الناتج المالي في المستقبل لقرار يتخذه الفرد الاقتصادي في الحاضر

كما يعرف الخطر على أنه التعرض لعواقب عدم اليقين في سياق المشروع . فهو فرصة ليحدث شيء من شأنه أن يؤثر على الأهداف ، ويشمل إمكانية الخسارة أو الربح أو الانحراف عن النتيجة المرجوة او المخطط لها نتيجة عدم اليقين المرتبط بإتباع مسار عمل معين . و بذلك فالخطر يتضمن عنصرين : احتمال وقوع حدث ما ، والعواقب أو الآثار الناجمة عن حدوثه¹ . أو هو توقع اختلافات العائد بين المخطط والمطلوب والمتوقع حدوثه ، أو هو احتمال الفشل في تحقيق العائد المتوقع .

- **من المنظور القانوني :** هو احتمالية وقوع حادث مستقبلا ، أو حلول أجل غير معين خارج إرادة المتعاقدين

قد يهلك الشيء بسببه، أو يحدث ضرر منه² .

- **من المنظور الرقابي :** من وجهة النظر الرقابية تعرف المخاطرة الآثار غير المواتية الناشئة عن أحداث مستقبلية متوقعة أو غير متوقعة تؤثر على ربحية المصرف أو المؤسسة ورأسماله . نخلص من كل ما سبق إلى أنه :

أ- هناك اختلاف أكيد في معنى المخاطرة .

ب- هناك اختلاف في اتجاه المخاطرة والمقصد الذي يستهدف منها .

¹ Dale F. Cooper, Stephen Grey, Geoffrey Raymond and Phil Walker, 2005, Project Risk Management Guidelines Managing Risk in Large Projects and Complex Procurements, England , John Wiley & Sons, p3.

² بلعوز بن علي ، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية ، مجلة الباحث ، جامعة الشلف ، العدد السابع ، 2009-2010 ، ص 331 .

وفي هذا الإطار يمكن تقديم تعريف عام للمخاطرة على أنها "الخسارة الجزئية أو الكلية التي تتعرض لها المنشأة نتيجة أحداث مستقبلية غير مواتية ."

1- أركان الخطر : في ضوء مجموعة التعاريف السابقة للخطر فإنه يمكن أن نستخلص العناصر المميزة أو الأركان

الأساسية للخطر التي تساعدنا في تحليل مفهوم الخطر¹

➤ **عدم التأكد: (Uncertainty):** وهو شعور أو إحساس يتولد لدى الشخص نتيجة موقف معين أو

يصاحب مرحلة اتخاذ قرار معين و تقديراته الشخصية للنتائج المتوقعة أو المحتملة . و لا بد من إمكانية القياس الموضوعي لظاهرة عدم التأكد باستخدام نظرية الاحتمالات.

➤ **أن يكون نتيجة حادث مفاجئ : (Loss must be unintentional):** بمعنى أن يكون تحقق الخطر نتيجة

حادث عرضي غير إرادي ، بمعنى أنه يجب أن لا يكون متعمدا من جانب المؤمن له ، أو أحد تابعيه .

➤ **الاحتمالية: (Probability):** بمعنى أن ينصب احتمال تحقق الخطر على المستقبل . بحيث يكون محتمل

الحدوث فلا يكون مؤكدا الحدوث ولا يكون مستحيل الحدوث ، أي أن احتمالية الخطر تقع بين الصفر والواحد.

قد يبدو مما سبق أن معاني الخطر وعدم التأكد و الفرص متقاربة ، ان الجهول بشأن المستقبل قد يتحول إلى أحداث

إيجابية أو سلبية لكن معرفة أحداث المستقبل تتضمن عدم التأكد . و المعنى الأكثر شيوعا لعدم التأكد أنه حالة

ذهنية تتميز بالشك بناء على انعدام المعرفة بما سيحدث أو لا يحدث في المستقبل . و يعتبر عدم التأكد مجموع

النتائج المحتملة سواء أكانت إيجابية أو سلبية ، حسب هذه العلاقة فإن احتمال العوائد الإيجابية يعتبر كفرصة بينما

يرى احتمال العوائد السلبية يعتبر خطرا . إن معظم الفرص تحمل معها المخاطر المرتبطة بها ، وبصفة عامة ، كلما

¹ عيد أحمد أبو بكر ، وليد اسماعيل السيفو ، 2009 ، إدارة الخطر و التأمين ، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ، الأردن ، ص 21 .

زادت الفرص ، زادت درجة عدم التأكد و المخاطر اللاحقة المرتبطة بها وكذلك فان الفرصة ، و الخطر مرتبطان فقد يكون أحدهما نتيجة مباشرة للأخر¹ .

ثانيا : درجة المخاطرة وتصنيفاتها .

إن المخاطرة التي تتضمنها بعض المواقف قد تكون أكبر من البعض الآخر ، كيف يمكننا التعبير على أن وقوع حدث معين يحمل أخطارا أكثر أو أقل من حدث آخر؟ معظم التعاريف تربط درجة المخاطرة مع إمكانية حدوثها ، و تعتبر أن الأحداث ذات الاحتمال العالي تكون أكثر خطورة من تلك التي لديها أقل احتمال . هذا التصور يتوافق جيدا مع تعريفنا للخطر ، فمعظم التعاريف ترى أن أعلى احتمال للخسارة هو الأخطر² .

عندما يتم تعريف المخاطرة بأنها احتمال حدوث انحراف معاكس عن نتيجة منشودة تكون متوقعة أو مأمولة ، تقاس درجة المخاطرة بواسطة احتمالية الانحراف المعاكس ، و في حالة الفرد ، يكون الأمل معقودا على عدم حدوث الخسارة ، ومن هنا فإن احتمالية حدوث انحراف عما يكون مأمولا (التي هي مقياس المخاطرة) تتباين مباشرة مع احتمالية حدوث الخسارة . و في حالة الفرد ، نقيس المخاطرة من منظور احتمال حدوث انحراف معاكس عما يكون مأمولا ، كلما زادت احتمالية حدوث حدث ما ، كلما ازدادت إمكانية حدوث انحراف عن النتيجة المأمولة ، كلما كبرت المخاطرة ، طالما أن احتمالية الخسارة أقل من واحد . ورغم أنه قد يكون من الصعب الربط بين حجم الخسارة المحتملة واحتمالية حدوث تلك الخسارة في قياس المخاطرة ، إلا أنه من الممكن استخدام مفهوم القيمة المتوقعة للربط بين هذين الجانبين في موقف مخاطرة معين ، و القيمة المتوقعة لخسارة ما في موقف معين هي احتمالية حدوث تلك الخسارة مضروبة في مبلغ الخسارة المحتملة ، فإذا كان المبلغ المعرض للمخاطرة هو 100 دولارات وكانت احتمالية الخسارة 0,1 ، فإن القيمة المتوقعة للخسارة تكون 10 دولارات . في غالب الأحيان ، الأشخاص الذين يجلسون في لجان الإشراف مثل أعضاء مجلس الإدارة يقومون باتخاذ القرارات ذات الاثر المالي طويل المدى لا يملكون خلفيات

¹ R.Max Wideman, Project and Program Risk Management: a guide to managing project risks and opportunities, USA, The Project Management Institute, no publication year, p I-3.

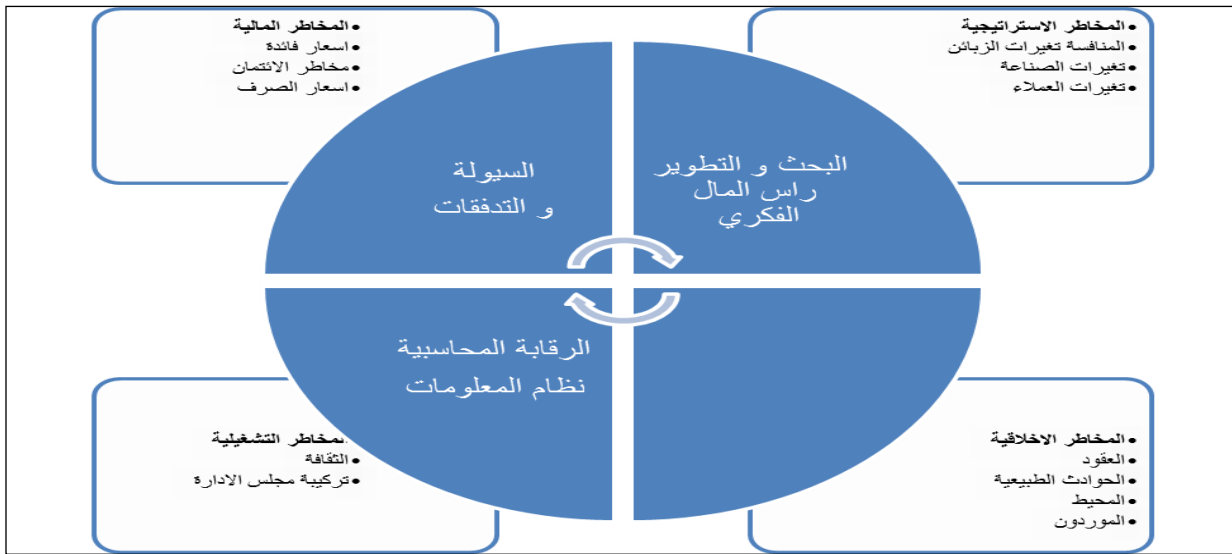
² Reto R. Gallati, 2003, Risk Management And Capital Adequacy, United States of America, The McGraw-Hill Companies , p10

تدريبية كافية للقيام بذلك . ونادرا ما يتم تعيين ، الهياكل التنظيمية والعمليات لدعم إدارة المخاطر، كما تعتمد هذه الهياكل عادة من مناطق العمليات ولكن مع زيادة معدل الموظفين، زيادة حجم الإنتاج، والتوسع في أسواق جديدة، لذلك فإن تكييف هياكل المراقبة والعمليات نادرا ما توضع لتناسب مع الوضع المتغير¹ .

ثالثا : المسببات الرئيسية للمخاطرة :

مسببات الخطر هي مجموعة من العوامل التي تؤدي إلى زيادة معدل تكرار الخطر أو زيادة احتمال حدوث الخسارة ويمكن أن تزيد من شدة الخسارة المادية الناتجة عن تحقق الخطر أو الاثنيين معا . أو هي مجموعة العوامل الطبيعية والعامّة التي تؤثر تأثيرا مباشرا أو غير مباشر في نتيجة القرارات التي يتخذها الاشخاص في حياتهم . فالمخاطر تنشأ بسبب عدم التأكد بشأن المستقبل .

الشكل رقم 05 : أهم مسببات الخطر



المصدر : بن عزوز بن علي - مجلة الباحث عدد رقم 07 - 2010/2009 ص 332

1. تصنيف المخاطر حسب قابلية القياس : تقسم المخاطر المرتبطة بالعمليات المالية في فئتين رئيسيتين هما

مخاطر قابلة للقياس ومخاطر غير القابلة للقياس وتندرج ضمن كل فئة أنواع محددة نوجزها فيما يلي² :

¹ Reto R. Gallati, op cit, p10 .

² Louis Esch, Robert Kieffer, Thierry Lopez and others, 2005, Asset and Risk Management: Risk Oriented Finance , England, John Wiley & Sons Ltd, p11.

أ. المخاطر غير قابلة للقياس : من المهم التأكيد على أهمية إدارة تجنب المخاطر غير القابلة للقياس الكمي في المؤسسات المالية، وذلك لأن :

- ✎ على الرغم من أن هذه المخاطر لا يمكن قياسها، فإنها مع ذلك محددة ، يمكن التحكم فيها ويمكن تجنبها .
- ✎ التبعات المالية التي قد تنجم قابلة للقياس ، ولكن لاحقاً فقط .

-المخاطر القانونية : و تعني مخاطر تحقيق خسائر نتيجة الفشل في العمليات القانونية . في الممارسة العملية ، تتم كل معاملة مصرفية بموجب عقد شفوي أو مكتوب يحتوي على درجة معينة من المخاطر القانونية . وتعد أكثر وضوحاً في المعاملات التي تنطوي على مخاطر الأوراق المالية المعقدة مثل المشتقات المالية . من وجهة نظر المنظم ، فإن المخاطر القانونية هي مخاطر عدم تنفيذ العقود من الناحية القانونية . إذ يجب أن تكون المخاطر القانونية محددة و أن تدار من خلال السياسات التي وضعتها المؤسسة . فمثلاً قبل الدخول في المعاملات المتعلقة بالمشتقات ، يجب على البنك أن يضمن أن متعامله لديهم السلطة القانونية للدخول في هذه الصفقات . وبالإضافة إلى ذلك ، يجب على البنك التحقق من أن شروط العقود التي تحكم أنشطته المتعلقة بعملائه تكون سليمة قانونياً¹ . إن المخاطر القانونية المرتبطة بصفقات سوق الأوراق المالية يمكن تقسيمها إلى أربعة أنواع من المخاطر الثانوية :

- مخاطر المنتج : تنشأ من طبيعة الصفقة التي لا تراعي الطرف المقابل المعني ، مثل : فشل تقييم المخاطر القانونية عندما يتم إدخال منتجات جديدة أو يتم تغيير المنتجات الحالية .

- مخاطر الطرف المقابل : هنا الخطر الرئيسي هو أن الطرف المقابل لا يملك الأهلية القانونية للشروع في الاتفاق المذكور . على سبيل المثال ، الطرف المقابل قد لا يملك القدرة على التجارة في المنتجات المشتقة أو السلطة التنظيمية لمعاملات معينة ، أو في الواقع قد لا يملك حتى السلطة لإبرام عقد إعادة الشراء .

- مخاطر الصفقات : و هذا بالتأكيد هو أهم جزء من المخاطر القانونية ويغطي الإجراءات المتخذة في إبرام العمليات المعاملات والوثائق . فعندما يتم التفاوض على الصفقة والتي دخلت حيز التنفيذ ، قد تنشأ مشاكل بسبب

¹ Louis Esch, Robert Kieffer, Thierry Lopez and others, op cit, p 23

المتطلبات القانونية و التنظيمية أو العامة . مثل : تجميع الوثائق القانونية أو العقود دون إشراك الإدارة القانونية ، والتفاوض على صفقات المنتجات المشتقة دون إشراك الإدارة القانونية ، و توقيع اتفاقات مع أطراف خارجية دون الحصول على رأي قانوني خارجي ، و أخيرا الأخطاء الوثائقية مثل التوقيعات غير الملائمة ، وعدم التوقيع على الوثيقة أو الفشل في وضع الاجراءات التي تضمن إرسال جميع الوثائق التعاقدية الى الطرف الاخر وإعادةها الى المؤسسة موقعة .

- **مخاطر العمليات** : في حال التقاضي بسبب صفقة أو معاملة ما ، سوف يكون من الضروري اتخاذ إجراءات معينة لضمان الحد الأدنى من الآثار المالية) حماية الإثبات، وتنسيق التقاضي..... الخ . للأسف ، هذا الجانب مفقود في كثير من الأحيان : قد تكون السجلات و الأدلة على المعاملة غير كافية ، (عدم تسجيل المحادثات الهاتفية ، وتدمير رسائل البريد الإلكتروني وغيرها) . هذه الفئات الأربع من المخاطر القانونية مرتبطة و يمكن أن تنشأ في أي مرحلة من الاتفاق ، و في سياق المخاطر القانونية المرتبطة بالصفقات المالية فإن وظيفة إدارة المخاطر توفر بعض المزايا :

☞ تقييم الطريقة التي تدار بها المخاطر القانونية وتخفيض التكاليف

☞ وظيفة إدارة المخاطر ذات مكانة مركزية تعطي نظرة شاملة لأنشطة المؤسسة كافة

☞ زيادة الكفاءة في تنفيذ الإجراءات القانونية لإدارة المخاطر في المعاملات المالية ، و المشاركة في جميع الجوانب

التحليلية للمخاطر القانونية في سوق رأس المال .

- **المخاطر التشغيلية**: تعرف المخاطر التشغيلية بأنها خطر الخسارة الناتجة عن عدم دقة أو فشل العمليات

الداخلية ، أو العاملين ، أو الأنظمة ، أو أحداث خارجية . فهي كل المخاطر المرتبطة بالأخطاء البشرية ، و

الإجراءات و المراقبة غير المناسبة ، والأنشطة الإجرامية أو الاحتيالية ، أو المخاطر التي تسببها التكنولوجيا ،
بمعنى كل المخاطر غير المصرفية¹ .

ب- المخاطر القابلة للقياس :

- **مخاطر السوق** : مخاطر السوق هي مخاطر التغيرات في أسعار السوق المالي ومعدلاتها ، حيث تعمل على التخفيض من قيمة الورقة المالية أو المحفظة² . أي أن لها أثر على التغيرات في متغيرات القيمة السوقية، كما تعرف بأنها الخسائر في بنود الميزانية و خارج الميزانية التي تنشأ عن تحركات في أسعار السوق³ ، نتيجة لموقف اتخذته المؤسسة . تنقسم هذه المخاطر إلى :

- **مخاطر أسعار الفائدة** : وهي المخاطر الناتجة عن تعرض المصرف للخسائر نتيجة تحركات معاكسة في أسعار الفوائد في السوق ، والتي قد يكون لها الأثر على عائدات المصرف و القيمة الاقتصادية لأصوله .

- **مخاطر أسعار الصرف** : هي المخاطر التي تنشأ نتيجة التقلبات أو التغيرات العكسية المحتملة في أسعار صرف العملات أو في المراكز المحتفظ بها من تلك العملات ، فإذا كان البنك يحتفظ بموجودات من عملة معينة أكبر من العملة نفسها فإن الخطر يكمن في انخفاض سعر الصرف، وإذا كان العكس أي أن البنك يحتفظ بمطلوبات من عملة معينة أكبر من الموجودات فإن الخطر يكمن في ارتفاع أسعار الصرف لهذه العملة

- **مخاطر السيولة** : وتتمثل هذه المخاطر في عدم قدرة المصرف على سداد الالتزامات المالية عند استحقاقها ، والمصرف الذي لا يستطيع الوفاء بالتزاماته قصيرة الأجل ، يكون عرضة لحدوث ظاهرة العجز ، التي إذا استمرت يمكن أن تؤدي إلى إفلاسه .

- **مخاطر الائتمان** : تنشأ عندما يكون الطرف المقابل غير قادر أو غير راغب في الوفاء بالالتزامات التعاقدية ، تشكل عمليات منح القروض النشاط الرئيسي للمصارف ، وهي تتطلب الحكم على الملاءة المالية

¹ Nigel Da Costa Lewis , 2004 ,Operational Risk with Excel and VBA, New Jersey, John Wiley & Sons, p2.

² Michel Crouhi, Dan Galai, Robert Mark, 2006, The Essentials of Risk Management, McGraw-Hill, United States of America, p 27.

³ Reto R. Gallati, Risk Management And Capital Adequacy, op cit, p 34

للمقترض ، وإن كان ذلك ليس صحيحا دائما ، لأنه قد تنخفض ملاءة مقترض معين مع الزمن لأسباب وعوامل معينة ، و بالتالي فإن المخاطر الائتمانية أو تقصير الطرف المقابل في الأداء وفق أحكام التعاقد تعد من المخاطر الرئيسية التي تواجهها المصارف. ولا تنطبق هذه المخاطر على القروض فحسب بل تشمل سائر الموجودات الأخرى التي تدخل ضمن الميزانية العامة وخارجها ، كالضمانات و القبولات المصرفية ، وتنشأ عنها مشاكل كبيرة وخطيرة بسبب التقصير في تصنيف بعض الأصول غير الفعالة وتحديدتها حيث تستوجب إنشاء احتياطي لمواجهةها مع وقف احتساب العوائد المتعلقة بها .

2. تصنيف المخاطر حسب ارتباطها بالمنشأة : وفقا لهذا التصنيف - وهو التصنيف الذي تعتمد عليه النماذج

الحديثة في نظرية التمويل - يتم تقسيم المخاطر التي تتعرض لها المنشأة إلى مجموعتين من المخاطر، هي¹ :

أ. مخاطر نظامية : (Systematic Risks)

هي المخاطر التي تنشأ من أحداث غير احتمالية ، أي أنها قد تحدث في وقت واحد بدلا من أن تكون نتيجة لصدفة معينة . وهذا يعني أن المخاطر النظامية لا يمكن تجنبها بالتنوع ، الأمر الذي يتطلب تشكيل محفظة كبيرة من المخاطر غير المترابطة ، إن الخسائر الناتجة عن الظروف الاقتصادية العامة تمثل مخاطر نظامية تعاني بسببها جميع الفعاليات الاقتصادية في الوقت نفسه² ، أو هي المخاطر العامة التي تتعرض لها جميع المنشآت بالسوق بصرف النظر عن خصائص المنشأة من حيث النوع أو الحجم أو هيكل الملكية ... إلخ وتنشأ هذه المخاطر عن متغيرات لها صفة العمومية ، مثل الظروف الاقتصادية أو السياسية ، ولذلك يصعب التخلص من هذه المخاطر بالتنوع ، ولذا تسمى أيضا المخاطر التي لا يمكن تجنبها بالتنوع (Undiversifiable risks) أو مخاطر السوق (Market risks). عادة ما تكون هذه المخاطر غير قابلة للتأمين ، فلو أن شركة تأمين تقدم غطاء لحماية المؤمن عليه من ارتفاع في أسعار الفائدة

¹ - Culp, C.L, 2001, The risk management process: Business Strategy and Tactics, New.York, John Wiley & Sons, PP 26-29.

- Ross, S.A, Westerfield, R.W, & Jaffe, J, 1996, Corporate Finance, Boston: Irwin McGraw Hill, PP.293 – 294.

- Kolb, R.W, 2000, Future, Options, and Swaps, U.K, Blackwell Publishers Inc, , P.232.

² Laurent Condamin, Jean-Paul Louisot, Patrick Naim, 2006 , Risk Quantification: Management, Diagnosis and Hedging, England, John Wiley & Sons Ltd, p 4.

، فإن الشركة لن تكون قادرة على بناء محفظة متنوعة ومتوازنة لإدارة هذا الخطر ، حيث إن جميع عملائها سيعانون من الخسائر في وقت واحد¹ .

ب. مخاطر غير نظامية

المخاطر غير النظامية هي مخاطر يمكن تجنبها بالتنوع ، تنشأ عن طريق وقوع سلسلة من الأحداث الطارئة ، التي تحدث وفقا لتوزيعات احتمالية مختلفة ، وهذه المخاطر تكون خاصة بالوحدة الاقتصادية² . أو هي المخاطر " الخاصة " التي تواجه منشأة معينة ، نتيجة لخصائص تلك المنشأة و ظروفها . ويمكن تخفيض أو تجنب تلك المخاطر بالاعتماد على استراتيجية التنوع .

ولذلك تسمى أيضا المخاطر التي يمكن تجنبها بالتنوع (Diversifiable risks) أو المخاطر الفريدة (Unique risks) ، حيث انها تخص منشأة معينة (Firm specific risk) .

$$\text{المخاطرة الكلية} = \text{المخاطرة النظامية} + \text{المخاطرة غير نظامية}$$

النصيب الأكبر من المخاطرة الكلية، يعود إلى المخاطرة النظامية لأن هذه الأخيرة تمس حركة السوق ككل ويصعبا ومواجهتها .

يمكن التقليل من المخاطرة غير النظامية وذلك عن طريق التنوع ، ولكن لا يمكن تجنب ما يسمى بالمخاطر النظامية .

رابعا : إدارة المخاطر

بوصفها علما جديدا نسبيا ، فقد تم تعريف إدارة المخاطر بطرق متنوعة ، إلا أن هناك فكرة واحدة تظهر في كل التعريفات المطروحة تقريبا : هي أن إدارة المخاطر تتعلق بدرجة أساسية بالمخاطرة البحتة و تتضمن إدارة تلك المخاطر ، ورغم أن من شأن هاتين النقطتين أن تساعدنا على فهم ماهية إدارة المخاطر ، إلا أنهما لا تصفان بدرجة كافية جوهر المفهوم ، و يمكن تقديم التعريف التالي لإدارة المخاطر :

¹ Laurent Condamin, Jean-Paul Louisot, Patrick Naim, op cit , p 4

² Laurent Condamin, Jean-Paul Louisot, Patrick Naim, op cit , p4

- إدارة المخاطر هي منهج أو مدخل علمي للتعامل مع المخاطر البحتة عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة وتصميم إجراءات وتنفيذها حتى تقلل إمكانية حدوث الخسارة أو الأثر المالي للخسائر التي تقع إلى الحد الأدنى
- وقد عرفتها لجنة التنظيم المصرفي وإدارة المخاطر المنبثقة عن هيئة قطاع المصارف في الولايات المتحدة الأمريكية (Financial Services Roundtable) انها تلك العملية التي يتم من خلالها رصد المخاطر، وتحديدتها ، وقياسها، ومراقبتها ، والرقابة عليها ، وذلك هدف ضمان فهم كامل لها والاطمئنان بانها ضمن الحدود المقبولة و الاطار الموافق عليه من قبل مجلس ادارة المصرف للمخاطر .

- يرى بريجهام وهيوستن 1998 Brigham & Houston أن إدارة المخاطر هي مجموعة من الأنشطة تستهدف تقليل الخسائر المحتملة من وقوع المخاطر ، وأن هذه الأنشطة تندرج تحت ثلاثة مراحل رئيسية هي:¹

- تحديد المخاطر التي تواجه المنشأة و تعريفها .
- قياس التأثير المحتمل لكل خطر .
- تحديد كيفية التعامل مع الخطر موضوع الاهتمام .

و نخلص من ذلك إلى أن إدارة المخاطر هي نظام متكامل و شامل لتهيئة البيئة المناسبة والأدوات اللازمة لتوقع المخاطر المحتملة و دراستها و تحديدها و قياسها و تحديد مقدار آثارها المحتملة على أعمال المؤسسة و أصولها و إيراداتها ، و وضع الخطط المناسبة لما يلزم و يمكن القيام به لتجنب هذه المخاطر ، أو لكبحها والسيطرة عليها ، وضبطها للتخفيف من آثارها ، إن لم يكن ممكنا القضاء على مصادرها .

أ- أهمية إدارة المخاطر : تعتبر إدارة المخاطر ذلك الفرع من علوم الإدارة الذي يهتم بـ :

➤ المحافظة على الأصول الموجودة لحماية مصالح المودعين، و الدائنين و المستثمرين.

¹ Brigham, E.F, & Houston, J.F, 1998, Fundamentals of Financial management, New. York: The Dryden Press, PP 753-754.

➤ إحكام الرقابة و السيطرة على المخاطر في الأنشطة أو الأعمال التي ترتبط أصولها بها القروض والسندات و التسهيلات الائتمانية و غيرها من أدوات الاستثمار .

➤ تحديد العلاج النوعي لكل نوع من أنواع المخاطر و على جميع مستوياتها .

➤ العمل على الحد من الخسائر و تحليلها إلى أدنى حد ممكن و تأمينها من خلال الرقابة الفورية أو من خلال تحويلها إلى جهات خارجية إذا ما انتهت إلى ذلك إدارة المؤسسة ، و مدير إدارة المخاطر .

➤ تحديد التصرفات والإجراءات التي يتعين القيام بها فيما يتعلق بمخاطر معينة للرقابة على الأحداث والسيطرة على الخسائر .

➤ إعداد الدراسات قبل الخسائر أو بعد حدوثها وذلك بغرض منع حدوثها، أو تكرار مثل هذه المخاطر .

➤ حماية صورة المؤسسة بتوفير الثقة المناسبة لدى المودعين، والدائنين، والمستثمرين، بحماية قدراتها الدائمة على توليد الأرباح رغم أي خسائر عارضة والتي قد تؤدي إلى تقلص الأرباح أو عدم تحقيقها .

ب- **مراحل إدارة المخاطر** : يجب على فريق المشروع إكمال خطة إدارة المخاطر قبل البدء في تنفيذ المشروع .

كما يجب عليه القيام بالتحديثات اللازمة نتيجة للتغيرات التي تطرأ تبعا لدورة حياة المشروع ، أيضا لابد من الاستمرارية في رصد ومراقبة المخاطر طوال عمر المشروع .

- **تخطيط إدارة المخاطر** : وتعتبر مرحلة التحضير، و تتضمن التخطيط للعملية ورسم خريطة نطاق العمل ، و

الأساس الذي سيعتمد في تقييم المخاطر ، و كذلك تعريف إطار للعملية و أجندة للتحليل

- **تحديد المخاطر** : في هذه المرحلة يتم التعرف على المخاطر ذات الأهمية ، فالمخاطر هي أحداث عند حصولها

تؤدي إلى مشاكل ، وعليه يمكن أن يبدأ التعرف إلى المخاطر من مصدر المشاكل أو المشكلة بحد ذاتها عندما

تعرف المشكلة أو مصدرها فإن الحوادث التي تنتج عن هذا المصدر أو تلك، يمكن البحث فيها ، ومنه فإن

تحديد المخاطر وتعريفها هي مرحلة تعريف المشكلة أو المشاكل ، وهي مرحلة تحديد عناصر المشروع و تحليلها

- من حيث احتمال و نتائج تعرضها لعوامل سلبية داخلية أو خارجية ، و نتائج هذه المرحلة هي مقترحات أساسية للأعمال اللاحقة التي هي من أهم المراحل في عملية إدارة المخاطر ، لأنها تعالج مواضيع مخاطر المشروع
- **التحليل النوعي للمخاطر** : إن التحليل النوعي للمخاطر هو عملية تقييم أثر احتمال المخاطر المحددة . وهذه العملية تعمل على ترتيب هذه المخاطر في أولويات حسب احتمالات تأثيرها على أهداف المشروع . و هو أحد طرق تحديد أهمية معالجة مخاطر محددة و الاعتماد على ردود مناسبة ، كذلك فإن تقييم جودة المعلومات المتاحة يساعد على إعادة النظر أو تعديل المخاطر المعروفة، فالتحليل النوعي للمخاطر يتطلب تقييم احتمال المخاطر وأثارها و نتائجها باستخدام طرق التحليل النوعي وأدواته ، بالإضافة إلى ذلك، يجب إعادة النظر في التحليل النوعي للمخاطر وتعديله خلال دورة حياة المشروع من أجل الاطلاع على تغيرات المخاطر فيه.
- **التحليل الكمي للمخاطر** : تهدف عملية التحليل الكمي للمخاطر إلى التحليل الرقمي لاحتمال حدث كل مخاطرة و أثرها على أهداف المشروع ، و كذلك مدى المخاطرة الكلية للمشروع .
- و يهدف التحليل الكمي إلى :
- تحديد احتمال تحقيق هدف معين للمشروع .
 - القياس الكمي لتعرض المشروع للمخاطر ، و تحديد الاحتياجات اللازمة من حجم التكاليف و الجدولة للطوارئ التي يمكن أن يحتاج إليها المشروع .
 - تحديد المخاطر التي تستدعي الانتباه من خلال قياس مساهمتها النسبية في مخاطرة المشروع الكلية .
 - تحديد أهداف معقولة وقابلة للتحقيق فيما يتعلق بالتكاليف والجدولة وإطار عمل المشروع.
- **خطة الاستجابة للمخاطر أي كيفية التعامل مع المخاطر** : بعد أن تتم عملية التعرف على المخاطر و تقييمها فإن جميع التقنيات المستخدمة للتعامل معها تقع ضمن واحدة أو أكثر من أربع مجموعات رئيسية :

1- النقل : وهي وسائل تساعد على قبول الخطر من قبل طرف آخر وعادة ما تكون عن طريق العقود أو الوقاية

المالية . التأمين هو مثال على نقل الخطر عن طريق العقود، وقد يحوي العقد صيغة تضمن نقل الخطر إلى جهة أخرى دون الالتزام بدفع أقساط التأمين .

2- التجنب : و يعني محاولة تجنب النشاطات التي تؤدي إلى حدوث خطر ما .ومثال ذلك عدم شراء ملكية ما أو

الدخول في عمل ما، لتجنب تحمل المسؤولية القانونية. إن التجنب يبدو حلاً لجميع المخاطر ولكنه في الوقت ذاته قد يؤدي إلى الحرمان من الفوائد والأرباح التي كان من الممكن الحصول عليها من النشاط الذي تم تجنبه.

3- التقليل : و يشمل طارئاً للتقليل من حدة الخسائر الناتجة .ومثال ذلك شركات تطوير البرمجيات التي تتبع

منهجيات للتقليل من المخاطر وذلك عن طريق تطوير البرامج بشكل تدريجي .

4- القبول : و يعني قبول الخسائر عند حدوثها ، إن هذه الطريقة تعتبر استراتيجية مقبولة في حالة المخاطر الصغيرة

التي تكون فيها تكلفة التأمين ضد الخطر على مدى الزمن أكبر من إجمالي الخسائر . فكل المخاطر التي لا يمكن تجنبها أو نقلها يجب القبول بها ،

- **رصد المخاطر ومراقبتها :** يتم في هذه المرحلة تتبع كل من المخاطر التي تم تحديدها ، المخاطر المتبقية ،

والمخاطر الجديدة . كما يكفل تنفيذ خطط الاستجابة للمخاطر، و تقييم فعاليتها . هذه العملية تستمر على

طول حياة المشروع . فقائمة مخاطر المشروع تتغير حسب نضجه ، وبذلك قد تتطور مخاطر جديدة ، أو تختفي

مخاطر متوقعة . و للسيطرة على الخطر يجب¹ :

❖ اختيار استراتيجيات استجابة بديلة .

❖ تنفيذ خطة للطوارئ .

❖ اتخاذ الإجراءات التصحيحية .

¹ Office of Project Management Process Improvement, Project Risk Management Handbook, First Edition, California, June 26, 2003.

❖ إعادة تخطيط المشروع .

بينما يرى معظم الكتاب أنه يمكن تلخيص جميع المراحل السابقة في ثلاث خطوات وهي¹ :

تعريف المخاطر وتحديدتها

- تقليص المخاطر اقتصاديا

- مويل المخاطر المتبقية.

المطلب الثاني : التغطية ، و استراتيجياتها

التغطية هي عبارة عن أداة لإدارة المخاطرة ، يلجأ إليها المستثمرون لتقليل المخاطر فالتغطية ما هي إلا سياسة مالية تجنب المستثمرين مخاطر الاستثمار وهي سياسة مالية متبعة في كبرى الأسواق المالية و يلجأ إليها المستثمرون لكي يأمنوا شر التقلبات السوقية ، التي يمكن ان تعصف باستثماراتهم .

أولا : ماهية التغطية .

التغطية هي مركز مؤقت بديل عن مركز سوف يأخذه المستثمر مستقبلا على أصل معين ، كما يمكن تعريفها بأنها أسلوب لحماية قيمة أصل ما يملكه المستثمر إلى أن تتم تصفيته .

التغطية هي المركز الذي يزيح خطر سعر مركز آخر . فالتغطية تقلل التعرض للمخاطر أو تلغيها إذا توفرت التدفقات النقدية المتساوية في الحجم ، ولكن المعاكسة لاتجاهات المخاطر الحالية . لتكون التغطية ممكنة يجب أن يكون العائد من المشتق مرتبطا بالمركز المغطى . في الواقع كلما كانت المشتقات أكثر ارتباطا بعوائدها كلما كانت التغطية أكثر فعالية .

مصطلح التغطية يستخدم للدلالة على تحييد المخاطر و تقليصها . وهناك من يفرق بين التغطية وبين التأمين ، بأن التغطية هي تقليص الخسارة من خلال التنازل عن إمكانية الربح ، أما التأمين فهو دفع ثمن لتجنب الخسارة مع الاحتفاظ بإمكانية الربح . فالتغطية إذا هي اتخاذ تدابير وقائية للتصدي للمخاطر غير المحددة على الصعيد المالي و

¹ Bernard Barthélémy, 2000 , Gestion des Risques : Méthode D'optimisation Globale, Paris, Edition d'Organisation, , p18

نستخلص من التعاريف السابقة أن الأسلوب الأساسي لانتهاج سياسة التغطية هو الدخول في معاملات موازية للمعاملة المالية الرئيسية سواء على صعيد الاستثمار في الأوراق المالية أو الديون الاستثمارية ، و ذلك لكي يتجنب صاحب المعاملة الرئيسية مغبة المخاطرة بوضع كافة استثماراته في سلة واحدة .

ثانيا : استخدام التغطية في إدارة المخاطر .

أ. الأبعاد الأساسية لنظرية التغطية : في الأصل كانت نظرية التغطية محصورة في استخدام تقنيات عقود

المشتقات المالية ، ففي الخمسينات أصبحت المخاطر تدمج ضمن النظرية المالية (ميلر و مودلياني 1958)

في البداية أدمجت فقط كعامل لحساب التوليفة العائد/المخاطرة في الأوراق المالية ثم مع الوقت تطورت النظرية

المالية إلى اقتصاد مالي . وظهرت نماذج جديدة تصف التغطية بشكل صريح¹ . ومع ذلك كان مدخل

الاقتصاد المالي دائما محدوداً بفرضيات كلاسيكية . هذه الفرضيات فقدت بريقها بسرعة بعد ظهور نظرية

الوكالة التي أدخلت إلى النظرية المالية من طرف جنسن ومكلين (Jensen and Meckling) سنة 1976

إذ أن نظرية الوكالة تأخذ بعين الاعتبار عدم تماثل المعلومات فكان كل من الاقتصاد المالي ونظرية الوكالة

الأساس لأغلبية البحوث في إدارة المخاطر . حيث أن معظم النظريات الحديثة تستبعد الفرضيات

الكلاسيكية . حتى أن المؤسسات الاقتصادية الحديثة لا تهتم بالمنطق وتتركز على الممارسة العملية المقبولة² .

ب. المخاطر التي ينبغي إدارتها أو هندستها : يستخدم اصطلاح الهندسة المالية أحيانا، على أنه مرادف

لاصطلاح إدارة المخاطر . وعليه فإنه سواء كانت المهمة هي إدارة المخاطر أو هندسة المخاطر ، فإنه عادة

ما يقصد بها المخاطر في مجال إدارة المخاطر الإستراتيجية (Stratigic Risk) و هي مخاطر السعر التي تؤثر

بالضرورة ، سواء بطريق مباشر أو غير مباشر، على مستوى أداء المنشأة . ويأتي في مقدمة المخاطر

الإستراتيجية مخاطر تغير سعر الفائدة ، و مخاطر تغير سعر الصرف ، ومخاطر تغير أسعار السلع .وقد بلغت

¹Karol Marek Klimczak , 2008 , Corporate Hedging and Risk Management Theory: Evidence from Polish Listed Companies, The Journal of Risk Finance, Volume 9, Number 1, p29.

² Karol Marek Klimczak, op cit , p20-39

تلك المخاطر شأنًا عظيمًا في السبعينات من القرن العشرين . فبعد أن كانت مخاطر تغير أسعار السلع هي المكون الأساسي للمخاطر الإستراتيجية ، ظهرت في السبعينيات مخاطر تغير أسعار الفائدة و مخاطر أسعار الصرف ، كما أصبحت مخاطر تغير أسعار البترول ذات شأن، وهي كلها مخاطر قد تركت بصماتها على أداء منشآت الأعمال .

ثالثا : الاعتبارات الأساسية للتغطية : هناك ثلاثة اعتبارات لها أهميتها في إدارة المخاطر من خلال التغطية هي حجم التغطية ، و كفاءة التغطية و تكلفة التغطية .

أ. **حجم التغطية :** يقصد بحجم التغطية عدد الوحدات من أداة التغطية (عدد عقود المشتقات) اللازمة لتغطية مركز أحذه المستثمر في السوق الحاضر، على وحدة واحدة من الأصل محل التغطية ، وهو ما يطلق عليه بنسبة التغطية Hedge Ratio فلو أن التغطية ضد مخاطر السعر التي تتعرض لها سندات أصدرتها شركة معينة بقيمة 100 ألف دولار، وتحتاج إلى عقدين مستقبليين على سندات حكومية قيمة العقد الواحد 100 ألف دولار بتاريخ استحقاق معين، عندئذ تكون نسبة التغطية هي $\frac{1}{2}$.

ب. **فاعلية التغطية :** تزداد فاعلية التغطية كلما كان الارتباط قويا بين سعر الأصل محل التغطية في السوق الحاضر، وسعره في عقد المشتقات المستخدم في التغطية ، وتقاس قوة الارتباط كما هو معروف بما يسمى معامل الارتباط ، فلو أن معامل الارتباط يساوي الواحد الصحيح ، فهذا يعني أنه إذا ما استخدمت نسبة التغطية المناسبة فسوف تتم تغطية مخاطر السعر بالكامل . أما إذا كان معامل الارتباط أقل من الواحد الصحيح ، فإن التغطية حتى لو استخدمت نسبة التغطية الملائمة لن يترتب عليها التخلص الكامل من مخاطر السعر إذ سيبقى جزء من المخاطر لن تتم تغطيته يطلق عليه مخاطر الأساس ، والمعادلة التالية توضح العلاقة بين مخاطر السعر ومخاطر الأساس، باعتبار أن المخاطر يتم قياسها بالتباين .

$$\text{مخاطر الأساس} = \text{مخاطر السعر} (1 - \rho^2)$$

حيث R^2 تمثل معامل التحديد (Coefficient of Determination) يساوي 75 فإن التغطية باستخدام عقد المشتقات المختار سوف تسهم في تجنب 75% من مخاطر السعر، ويظل الاستثمار عرضة لمخاطر أساس قوامها 25% أما مصدر مخاطر الأساس فهو أن ظروف العرض والطلب في السوق الحاضر، والتي تؤثر في سعر الأصل في ذلك السوق قد تختلف عن ظروف العرض والطلب في سوق أداة التغطية المستخدمة ، ومن المؤكد أن المراجعة بين السوقين يمكن أن تجعل السعرين قريبين من بعضهما البعض ، إلا أنه بسبب عوامل كثيرة من بينها تكلفة المعاملات ، سوف يظل الارتباط بين السعر في السوق الحاضر والسعر في عقد المشتقات أقل من الواحد الصحيح ، ويظل هناك دائما مكان لمخاطر الأساس.

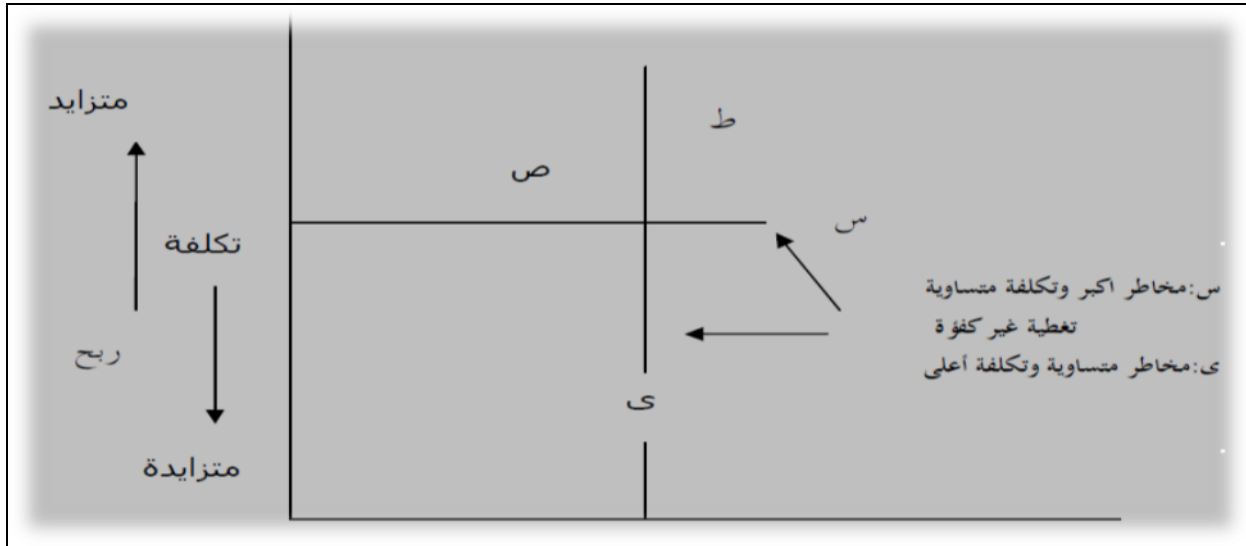
ت. تكلفة التغطية : تكشف الممارسة في كافة أسواق عقود المشتقات عن أن تكلفة التغطية ضئيلة ولكنها غير مجانية على أي حال . وهناك سببان يجعلان من غير الممكن أن تكون تكلفة التغطية مجانية ، السبب الأول هو وجود تكلفة للمعاملات التي تشتمل على الهامش الذي يحققه صانع السوق ، إضافة إلى عمولة السمسرة و ما شابه ذلك . أما السبب الثاني فهو أن المخاطر التي يسعى المستثمر إلى التخلص منها لا بد أن تنتقل ، في ظل التغطية إلى طرف آخر . وهذا الطرف الآخر عادة ما يكون مضاربا ، يسعى لتحميل التكاليف التي سيتكبدها المستثمر، بما في ذلك العائد الذي سيضيع عليه نتيجة إغراق جزء من موارده المالية في استيفاء متطلبات الهامش المبدئي المطلوب .

هذا وتمثل تكلفة التغطية وفاعلية التغطية ما يسمى بكفاءة التغطية والتي يمكن تعريفها بأنها الحد الأقصى لحجم المخاطر التي يمكن تخفيضها ، وذلك في مقابل كل وحدة من وحدات التكلفة ، وعليه فإن التغطية المثالية هي تلك التي تحقق أقصى منفعة للمستثمر .

ويوضح الشكل التالي الفكرة الأساسية لكفاءة التغطية حيث يبدو من الشكل أن مركز المستثمر S أفضل من مركز المستثمر S ، ذلك أنه أكثر كفاءة منه رغم تساوي التكلفة . أما مركز المستثمر P فأعلى كفاءة

من مركز المستثمر ي فالتكلفة التي يتكبدها أقل ، في وقت يحقق فيه المستوى نفسه من الفاعلية . و هكذا تبدو المراكز التي أخذها المستثمر ص ، ط هي التي تحقق الكفاءة الأفضل .

الشكل رقم 06 : الفكرة الاساسية لكفاءة التغطية



المصدر : منير ابراهيم هندي ، 2003 ، الفكر الحديث في ادارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات ، ص 76

المطلب الثالث : آثار صناعة الهندسة المالية

لا بد من الإشارة إلى أن الدراسات التطبيقية حول آثار الابتكار المالي على المتغيرات الاقتصادية تعتبر قليلة جدا و هو ما أشار إليه W. Scott Frame من خلال دراسته التي قام بها تحت عنوان " الدراسات التطبيقية حول

الابتكار المالي الكثير من الكلام و القليل من العمل " " Innovation: Lots of Talk, Little Action?"

"Empirical Studies of Financial

أولا : الهندسة المالية ، و السياسات الاقتصادية

يرجع الفضل في الإبداع المالي إلى التقدم التقني الذي يسهل الحصول على المعلومات والتجارة ووسائل الدفع ، وإلى ظهور الأدوات والخدمات المالية الجديدة ، والأشكال الجديدة للمنظمات والأسواق المالية الأكثر تقدما وكفاءة . ولكي يكون الإبداع المالي ناجحا يجب أن يؤدي إلى :

- إما أن يخفّض التكاليف والمخاطر .
 - أو يقدم خدمةً محسنةً تؤدي إلى سد الحاجات الخاصة لجميع المشاركين في النظام المالي .
- ربما يكون منسكي¹ من أوائل الذين درسوا أثر الابتكار المالي على فعالية السياسة النقدية² يرى منسكي أن أدوات السياسة النقدية ، مثل نسبة الاحتياطي الإلزامي أو معدل الفائدة ، سوف لا تجدي كثيرا على المدى المتوسط، نظرا لقدرة المؤسسات المالية على ابتكار أدوات مالية تمكنها من تجاوز قيود السياسة النقدية .
- على سبيل المثال ، استخدمت المؤسسات المالية عمليات "إعادة الشراء" لحل مشكلة الاحتياطي الإلزامي ، حيث يبيع المصرف سندات حكومية بثمن محدد على أن يشتريها من نفس البائع بثمن أعلى . فهاتان البيعتان في الحقيقة قرض بفائدة تساوي الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء مع رهن سندات ، لكن المصرف لا يحتاج عند ممارستها إلى حجز احتياطي نظامي مقابل السيولة التي يحصل عليها . كما يمكن للمصارف الاقتراض من سوق الدولار الأوروبية اليورودولار Eurodollar أو اللجوء إلى غيرها من الأدوات التي ، تمكنها من الحصول على السيولة دون حجز احتياطي نظامي ، النتيجة هي نقص فعالية السياسة النقدية وضعف أثرها الاقتصادي . على كل حال فإنه يمكن إيجاز أهم آثار الإبداع المالي على السياسة النقدية فيما يلي :

من الصعب جدا إدراك كل ما يحيط بالابتكار المالي ، وأصعب من ذلك توقع نتائجه من الناحية العملية لأنه عملية مستمرة ، فهو يضيف عنصر عدم اليقين إلى البيئة الاقتصادية التي تعمل فيها البنوك المركزية .

السبب الآخر الذي يحتم على البنوك المركزية تتبع التطورات التي تحدث في الإبداعات والابتكارات المالية هو أن بعض تلك التطورات يمكن أن تغير من الطريقة التي يتأثر بها الاقتصاد نتيجة عمل السياسة النقدية ، كما أنه يحتمل أن

¹ مينسكي هيتمان (1919 - 1996) اقتصادي امريكي وضع نظريته التي تقوم على اساس ان النظام الرأسمالي نظام هش وحسب رايه فان عدم الاستقرار النظام الرأسمالي هو امر طبيعي و مما يزيد من ذلك هو الابتكارات المالية. انظر :

· MINSKY, H. 1986, Stabilizing an Unstable Economy, New Haven and London: Yale Univ. Press.
· LEONARDO BURLAMAQUI, JAN KREGEL , 2005 , Innovation, Competition and Financial Vulnerability in Economic Development, Brazilian Journal of Political Economy, 25(2), (98), april- june , pp. 5-22

² سامي السويلم ، صناعة الهندسة المالية - نظرات في المنهج الاسلامي - مرجع سبق ذكره ص 09

تؤدي إلى التأثير على محتوى ومدلولات المؤشرات التي يستخدمها البنك المركزي للرقابة أو لاتخاذ قراراته بخصوص سياسته .

و كنتيجة فإن الابتكار المالي يمكن أن يساعد على زيادة كفاءة النظام المالي ، الأمر الذي يسهل عمل السياسة النقدية ، لكنه في نفس الوقت يعقد البيئة التي تعمل فيها السياسة النقدية . للتعامل مع هذا التعقيد ، تحتاج البنوك المركزية إلى مراقبة الوضع المالي ، بمتابعة التطورات مباشرة و بمحاولة توقع نتائج الابتكارات ، علما أنها قد تبدو أي نتائج الابتكارات في بادئ الأمر أنها هامشية ، وغير ذات أهمية أي يمكن أن تكون نتائجها مضللة ، ولعل ذلك ما يجعل البنوك المركزية أمام حتمية أخذ بعين الاعتبار التغيرات التي تحدثها الابتكارات المالية .

ثانيا : الابتكار المالي ، والاستقرار الاقتصادي .

لقد اتضح لنا مما سبق أن الابتكارات المالية موضوع الهندسة المالية يمكن أن تؤدي إلى ضعف فعالية السياسة النقدية و بالتالي ضعف أثرها الاقتصادي ، ولعل ذلك - بالإضافة إلى عوامل أخرى - من أسباب عدم الاستقرار الاقتصادي ، وذلك أن الأنظمة والسياسات الاقتصادية تهدف إلى ضبط التعاملات وتحقيق الاستقرار، بينما الابتكار أساس الهندسة المالية بحسب تعريفه أصلاً ، هو خروج عن السائد المستقر، ومن ثم سبب لحدوث قدر من عدم الاستقرار .

هل يعني هذا أن الابتكار المالي عمل سلبي من الناحية الاقتصادية ؟ ليس بالضرورة ، وإنما يعني أن الابتكار المالي سلاح ذو حدين .

فهو نافع ومفيد حينما يحقق مصلحة المصالح المشروعة ، إذ يرفع من الكفاءة الاقتصادية والإنتاجية ، و من ثم يزيد من الرفاهية ، و هذه الزيادة في الرفاهية تعادل ما قد يحدث من عدم استقرار بسبب طبيعة الابتكار ، لكن إذا خلا الابتكار المالي من هذه الإيجابيات ، و كان المقصود منه هو مجرد تجاوز الأنظمة وتخطي السياسات لزيادة الربحية ، فسوف يؤدي بطبيعة الحال إلى عدم استقرار الأسواق المالية دون مقابل من الرفاه الاقتصادي . ويزداد الأمر سوءا حينما تتبنى المصارف المركزية موقفاً محايياً لهذا النوع من التعاملات ، على غرار موقف الاحتياطي الاتحادي الأمريكي

من صندوق التحوط (LCTM) الذي تعثر عام 1998¹ ، حيث قرر التدخل لإنقاذه و التضافر مع 14 من المؤسسات المالية لضخ نحو 6,3 مليار دولار لمنعه من السقوط² ، في هذه الحالة تصبح المؤسسات المسؤولة عن الاستقرار الاقتصادي هي نفسها التي تقدم الدعم لهذه التعاملات، والمنتجات المالية التي تعرقل أهدافها وتعيق تحقيق مقاصدها الأساسية³.

ثالثا : الابتكار المالي، و النمو الاقتصادي .

إذا كان الابتكار المالي يزيد من كفاءة النظام المالي ، فهذا يعني بالضرورة أن يكون له تأثير كبير على عمل الاقتصاد عموما . على سبيل المثال ، طالما أن الابتكار المالي يساعد على توفير الأموال للأعوان الاقتصاديين الجدد ، فمن المحتمل أن يكون عنده تأثير إيجابي على فرص النمو الاقتصادي على المدى الطويل⁴ لكن كيف يمكن للابتكار المالي أن يكون داعما للنمو الاقتصادي ؟

هناك عدة قنوات لبلوغ أثر الابتكار المالي إلى النمو الاقتصادي منها :

يؤدي تطور الابتكار المالي - كنتيجة لاستخدام الهندسة المالية - في وسائل الدفع إلى تخفيض تكاليف المعاملات و بالتالي تسهيل تجارة و تبادل السلع و الخدمات ، وهو الذي يجب أن يؤدي في النهاية إلى التخصيص الأمثل للموارد. على المدى الطويل، فان ذلك سيدعم النمو الاقتصادي .

الطريق الآخر الذي يمكن من خلاله أن يؤدي الإبداع المالي إلى حفز النمو الاقتصادي ، هو أن انتشار المنتجات المالية سيساعد على جعل الأسواق أكثر تكاملا وكفاءة ، ومن أمثلة ذلك أن تطور التقنية المالية مثل المشتقات المالية

¹ أنظر بمذ الخصوص مجلة التمويل و التنمية ففيها تفاصيل عن صناديق التحوط ، وبشكل خاص حول :

Angel Ubide. Démythifions les fonds spéculatifs Finance et Développement , Juin 2006

² للمزيد من التفاصيل ، أنظر :

- George Soros , The Crisis of Global Capitalism , Public Affairs , New York , 1998

³ سامي السويلم ، صناعة الهندسة المالية ، نظرات في المنهج الإسلامي ، مرجع سابق ، ص 6-7 .

⁴ إن هذا السبب يجعل من الضروري على البنوك المركزية أن تكون على دراية وإدراك تأمين لاتجاهات الابتكارات المالية ، خاصة إذا كان من بين أهدافها دعم النمو الاقتصادي .

والتوريق.....ممكن من تجميع المخاطر التجارية أو تشتيتها حسب الحاجة . و كنتيجة لذلك أصبحت الأسواق المالية أكثر سيولة و أكثر عمقاً ، كما أصبحت الأسعار أكثر تنافسية...

إلى أن الابتكار ينبغي أن يسهم في تحسين الأداء الاقتصادي ، كما يشير ماسون (Mason) و ذلك من خلال ثلاثة مدخل رئيسة هي¹ :

-المدخل الأول : تحقيق كمال للسوق ، بتوسيع فرص المشاركة في المخاطر وتحقيق التغطية وجذب موارد لم تكن متاحة...

-المدخل الثاني : تخفيض تكلفة المعاملات أو تحسين السيولة .

-المدخل الثالث : تخفيض تكلفة الوكالة .

المبحث الثالث : الهندسة المالية ، و الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 .

لقد قمنا بتخصيص هذا المبحث في هذا الفصل لعلاقة الهندسة المالية بالازمة المالية العالمي لسنة 2008 و التي ساهمت فيها المشتقات المالية بدور فعال في احداثها و تفاقم خطرهما على النظام المالي و الاقتصادي الدولي و التي سوف نبرزها من خلال المطالب التالية .

المطلب الأول : ماهية الأزمة المالية ، أنواعها ، و مسبباتها.

المطلب الثاني : الازمة المالية العالمية أسبابها ، و مظاهرها.

المطلب الثالث : دور أدوات الهندسة المالية في الأزمة المالية العالمية .

المطلب الاول : ماهية الأزمة المالية ، أنواعها ، و مسبباتها .

أولاً : ماهية الازمة المالية : كلمة "أزمة" في اللغة تعني الشدة ، وهي هنا الشدة التي يستعصي حلها إلا ببذل جهد و إفراغ واسع . و في الاصطلاح : هو تدبير شؤون المال إما بتكثيره وتأمين إيجاده و يبحث فيه علم الاقتصاد،

¹ Mason, S. Merton, R. and Tufano, P, 1995 , Cases in Financial Engineering: Applied Studies of Financial Innovation. N. J. Prentice – Hall , p . 8

وإما بكيفية توزيعه ويبحث فيه النظام الاقتصادي وبذلك فإن الأزمة الاقتصادية تعني الاضطراب الشديد في تدبير أمور الدولة المالية الذي يحتاج لبذل جهد وإفراغ وسع لإزالته، وإعادة الوضع إلى استقامته واعتداله .

وقد عرفها بعضهم بأنها اختلال عميق، واضطراب حادّ ومفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية، التي يتبعها انهيار في المؤسسات المالية، ومؤشرات أدائها، ويمتد ذلك كله إلى القطاعات الأخرى¹.

ومصطلح أزمة (Crisis) الاقتصاد كانت تستعمل في وصف الأسباب التي تؤدي إلى وقوع انكماش في الدورة الاقتصادية وانخفاض في مستواها، أي نقطة التحول التي يتقلص عندها الازدهار وتبدأ حالة الركود الاقتصادي² والدورة الاقتصادية ويقال لها التجارية أيضاً : هي عبارة عن تقلب عام يصيب الاقتصاديات التي تعتمد بوجه خاص على المشروع الخاص في تنظيم إنتاج السلع و توزيعها . ويتميز هذا التقلب بمحالات من التوسع في جميع نواحي الحياة الاقتصادية تقريباً . وهذا التوسع تعقبه بالمثل حالة من الانكماش العام . وأبسط تعبير عن الدورة الاقتصادية هو : أنها تعاقب رخاء وكساد³.

يمكن أيضا تعريف الأزمة من الناحية الاجتماعية بأنها تلك الحالة التي تؤدي إلى توقف الأحداث المنظمة والمتوقعة واضطراب العادات والعرف مما يستلزم التغيير السريع لإعادة التوازن و لتكوين عادات جديدة أكثر ملائمة .

أما المفهوم العلمي لها: فيشير إلى أنها موقف أو حدث مفاجئ غير متوقع فيه إثارة؛ وعنق؛ ومدته الزمنية قصيرة ولكن مايكل بريتشير يرى أنها ليست بالضرورة أن تكون قصيرة بل قد تمتد إلى عدة أشهر⁴

لذا يمكن القول أن الأزمة هي عبارة عن تزايد و تراكم مستمر لإحداث وأمر غير متوقعة علي مستوى جزء من النظام أو النظام كله ؛ بالإضافة إلى التأثير الشديد على أطراف داخل النظام أو خارجه ماديا و نفسيا و سلوكيا

أما الأزمة المالية فيمكن تعريفها كما يلي :

¹ إدارة البحوث و الدراسات الاقتصادية ، الأزمة المالية العالمية و تداعياتها على الاقتصاد السعودي ، مجلس الغرف السعودي 10 أكتوبر 2008.

² نبيه غطاس ، 2007 ، معجم مصطلحات الاقتصاد و المال وإدارة الأعمال ، مكتبة لبنان للطباعة و النشر ، ص 212 .

³ زكي أحمد ، 2003 ، معجم المصطلحات الاقتصادية رقم (199) ، طبعة دار الكتاب اللبناني و المصري ص 74.

⁴ السيد عليوة، 2000، إدارة الأزمات في المستشفيات ، استرال للطباعة والنشر و التوزيع ، القاهرة ص 13 .

يقصد بها التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة من الدول؛ والتي من أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية؛ والذي ينعكس سلبا في تدهور كبير في قيمة العملة و أسعار الأسهم؛ مما ينجم عنه آثار سلبية في قطاع الإنتاج والعمالة؛ وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخول والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية¹، لذا فهي تعبر عن تلك التذبذبات التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية، حجم الإصدار، أسعار الأسهم والسندات، وكذلك إتمادات الودائع المصرفية، ومعدل الصرف.

إن ما يميز الأزمات المالية إنها تحدث بصفة مفاجئة وغير متوقعة نظرا للثقة المفرطة في الأنظمة المالية، سببها الرئيسي التدفق الضخم لرؤوس الأموال إلى القطر، ويرافقها توسع مفرط وسريع في الائتمان، مما يؤدي إلى تدهور قيمة العملة اتجاه العملات القيادية، فيرتفع سعر الصرف الحقيقي، مما يؤدي إلى حدوث موجة من التدفقات إلى الخارج.

ثانيا : أنواع الازمات المالية .

بالرجوع إلى الأزمات المالية التي حدثت في كثير من الدول نجدها لا تخرج عن الأنواع الآتية² :

1. أزمة النقد الأجنبي : تحدث الأزمة في النقد الأجنبي أو العملة، عندما تؤدي إحدى هجمات المضاربة على عملة بلد ما إلى تخفيض قيمتها أو إلى هبوط حاد فيها، أو ترغم البنك المركزي على الدفاع عن العملة ببيع مقادير ضخمة من احتياطاته، أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة .

و يميز بعض المحللين بين أزمات العملة ذات " الطابع القديم " أو "الحركة البطيئة" و بين الأزمات ذات "الطابع الجديد"، إذ أن الأولى تبلغ ذروتها بعد فترة من الإفراط في الإنفاق، و الارتفاع الحقيقي في قيمة العملة التي تؤدي إلى إضعاف الحساب الجاري غالبا في سياق من الضوابط المتزايدة على رأس المال بما يؤدي في النهاية إلى تخفيض قيمة العملة.

¹ عرفات تقي الحسني، 1999، التمويل الدولي، دار مجلاوي للنشر، عمان، ص200 .

² بريستن بريدشي، 2002، الازمات المالية الدولية، مجلة التمويل و التنمية، العدد 05، ص 60

أما في الحالة الثانية فإن القلق الذي ينتاب المستثمرين بشأن جدارة الميزانيات لجزء مهم من الاقتصاد (سواء كان عاما أو خاصا) يمكن أن يؤدي في مناخ الأسواق المالية و الرأسمالية الأكثر تحرا و تكاملا إلى الضغط سريعا على سعر الصرف.

2. الأزمة المصرفية : تحدث الأزمات المصرفية عندما يكون اندفاع فعلي أو محتمل على سحب الودائع من إحدى البنوك ، أو إخفاق البنوك إلى قيامها بإيقاف قابلية التزاماتها الداخلية للتحويل، أو إلى إرغام الحكومة على التدخل لمنع ذلك بتقديم دعم مالي واسع النطاق للبنوك ، و تميل الأزمات المصرفية إلى الاستمرار وقتا أطول من أزمات العملة، و لها آثار أقسى على النشاط الاقتصادي ، وقد كانت الأزمات نادرة نسبيا في الخمسينات و الستينات بسبب القيود على رأس المال و التحويل، و لكنها أصبحت أكثر شيوعا منذ السبعينات، و تحدث بالترادف مع أزمة العملة.

ففي تجربة عينة من ستة بلدان في أمريكا اللاتينية (الأرجنتين ، كولومبيا ، جمهورية الدومينيكان ، إكوادور ، المكسيك ، الاروغواي) ، عانت من أزمات على مدى السنوات العشر الماضية ، توضح مدى ضخامة تأثير ذلك وطابعه المفاجئ، ففي خلال عام واحد من أزماتها الخاصة زادت نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي في المتوسط بـ 40%، وتمثل التكاليف المالية الأولية لتسوية الأزمات المصرفية نحو 20% من تلك الزيادة .

وهكذا فإن الأزمة المصرفية تستطيع في فترة قصيرة جدا أن تبطل قدرا كبيرا من المكاسب التي تحققت بفضل الإدارة الاقتصادية الكلية الرشيدة (خاصة المالية)، على مدى سنوات كثيرة ، كما حدث على سبيل المثال في جمهورية الدومينيكان¹

3. أزمة الديون : تحدث أزمة الديون إما عندما يتوقف المقرض عن السداد، أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث و من ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة، و يحاولون تصفية القروض القائمة . و قد

¹ جاجيستون وآخرون ، 2004 ، أزمات الديون ، مجلة التمويل و التنمية ، العدد 14 ، سبتمبر 2004 ، ص 31

ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص)، أو دين سيادي (عام)، كما أن المخاطر المتوقعة بأن يتوقف القطاع العام عن سداد التزاماته، قد تؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل، و إلى أزمة في الصرف الأجنبي.

إن هذه الأنواع من الأزمات وإن اختلفت طبيعتها فهي تشترك في نفس الخصائص التالية :

- التعقيد والتشابك والتداخل في عناصرها وأسبابها و قوى المصالح المؤيدة لها أو المعارضة لها.
- المفاجأة واستحواذها على بؤرة الاهتمام لدى المؤسسات والأفراد .
- إن مصدر الخطر أو الأزمة أو الكارثة يمثل نقطة تحول أساسية في أحداث متشابكة أو متصارعة .
- إنها تسبب في بدايتها صدمة ودرجة عالية من الشك في البدائل المطروحة لمعالجة الأحداث المتسارعة نظرا لأن ذلك يتم تحت ضغط نفسي عالي وفي ظل ندرة المعلومات أو نقصها .
- بما أن الأزمة تمثل تهديدا لحياة الفرد وممتلكاته ومقومات بيئته فإن مجابته تعد واجبا مصيريا .
- إن مواجهتها تستوجب خروجاً عن الأنماط التنظيمية المألوفة واحتكار النظم أو نشاطات تمكن من استيعاب ومواجهة الظروف الجديدة المترتبة على التغيرات الفجائية .
- إن مواجهة الأزمات تستوجب درجة عالية من التحكم في الطاقات والإمكانيات وحسن توظيفها في إطار مناخ تنظيمي يتسم بدرجة عالية من الاتصالات الفعالة التي تؤمن التنسيق والفهم الموحد بين الأطراف ذات العلاقة .

ثالثا : أسباب الأزمات المالية ، و مؤشراتهما .

1. الأسباب : لا يمكن حصر الأسباب التي أدت للازمات المالية في سبب أو سببين ، وإنما تتضافر جملة من الأسباب تؤدي بمجموعها إلى إحداث أزمة مالية. ففي دراسة دولية معمقة شملت 102 أزمة مالية لعشرين بلدا خلال العشرين عام الماضية(استخدم مؤشر مزدوج يتكون من درجة انخفاض قيمة العملة ، ونسبة الخسارة في الاحتياطات) ، وقد توصلت هذه الدراسة إلى نتيجة مفادها أن أكثر بلدان العينة عرضة للازمات المالية هي

التي شهدت تحريرا في أسواقها المالية ، وأزمات مصرفية والتي أدت بدورها إلى أزمة عملات ، نظرا للعلاقة السببية بين الأزمة المصرفية وأزمة العملات ، مع المشاكل التي تواجه ميزان المدفوعات للبلد المعني.¹ وبصفة عامة يمكن إرجاع أسباب الأزمات المالية إلى ما يلي²:

- ❖ المتغيرات الدولية من الكوارث، الحروب، الأزمات الاقتصادية و الحروب التجارية .
- ❖ المتغيرات المحلية في معدل التضخم (أسواق السندات) ، و أسعار الصرف (أسواق العملات الحرة) ، و أسعار الأسهم، و تغير أسعار الفائدة .
- ❖ التغيرات التكنولوجية مثل المنتجات الجديدة و الاختراعات ، و تحول الطلب على المنتجات و الخدمات و هياكل محفظة الاستثمار .
- ❖ الإشاعات و المعلومات الملوثة وغير الحقيقية .
- ❖ المضاربة غير المحسوبة .
- ❖ التقلبات في شروط التبادل الدولي ، فعادة ما يصعب على زبائن البنوك الوفاء بالتزاماتهم (خدمة الدين) عندما تختل شروط التبادل الدولي والتي تؤدي إلى اضطراب المشتغلين بنشاطات التصدير و الاستيراد .
- ❖ عدم الاستقرار السياسي و النزاعات الأهلية في بعض الحالات³

كما أشرنا سابقا في الدراسة التي أجريت على 102 أزمة ، فان التدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال التي تؤدي إلى التوسع في منح القروض، بالإضافة إلى انهيار القطاع المالي تشكل القاسم المشترك الذي يسبق حدوث الأزمات المالية، حيث شهدت معظم الدول التي حدثت فيها الأزمات انفتاحا اقتصاديا وتجاريا غير مسبوق، أضف إلى ذلك

¹ عرفات تقي الحسني ، 1999 ، التمويل الدولي ، دار مجلاوي للنشر ، عمان ، الأردن ، ، ص 201 .

² فريد النجار ، 1998 ، البورصات و الهندسة المالية ، مؤسسات شباب الجامعة ، ص 207 .

³ جاجيستن وآخرون ، 2004 ، أزمات الديون ، مرجع سبق ذكره ، ص 32

توسع في القطاع المالي، وتحرر غير وقائي، بعدما كانت اقتصادياتها مغلقة تنتهج سياسيات مالية مكبوحة، مما أدى إلى الضغط على الاقتراض، وتقزيم دور القطاع المالي في الاقتصاد .

تعود كثير من الأزمات المالية المصرفية إلى أصحاب البنوك والإدارات القائمة على تسييرها، فكثيرا ما يقدم البنك على تحمل مخاطر زائدة على مقدرته ، كما أن الإدارات العليا لدى البنوك كثيرا ما كانت تخفي الديون المدومة للبنك لعدة سنوات ، يرجع ذلك إلى ضعف الرقابة المصرفية من ناحية ، وضعف الأنظمة المحاسبية أو قلة الكفاءة في القائمين على محاسبة المصرف.

إن اعتماد نظام الصرف الثابت في الدولة عادة ما يجعلها عرضة للصدمات الخارجية، إذ في هذا النظام يصعب على السلطات النقدية أن تقوم بدور الملجأ الأخير لإقراض العملات الصعبة ، لأن ذلك يؤدي إلى فقدان السلطات النقدية لاحتياطياتها من النقد الأجنبي ، وحدوث أزمة عملة كما حدث في المكسيك.

2. مؤشرات الاقتصادية للتعرض للأزمات : يمكن تصنيف المؤشرات الاقتصادية الدالة على إمكانية التعرض لأزمات وصدمات في نوعين كما يبينهم الجدول التالي:

الجدول رقم 03: المؤشرات الاقتصادية للتعرض للأزمات

الخصائص الهيكلية البنوية	التطورات في الاقتصاد الكلي
نظام جمود معدلات التبادل	ارتفاع معدل التضخم
إستراتيجية النمو المتزايد في الصادرات	نمو سريع في التدفق النقدي
قطاع التصدير أكثر تركيزا	انخفاض حقيقي لنمو الصادرات
ارتفاع معدل التغير في الديون الخارجية	النمو السريع في الاعتمادات المحلية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي
ارتفاع حجم الدين الخارجي قصير الأجل	ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي القروض
تحرير سوق المال الحديث	ارتفاع نسبة العجز في الحسابات الجارية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي
إطار ضعيف للإشراف على الأموال وتنظيمها	نمو الديون الخارجية وزيادة الديون في العملات الأجنبية
أسواق المال مضمونة بأصول مالية أو عقارية	ارتفاع معدل الفائدة المحلية وارتفاع معدل البطالة
سيطرت بعض المؤسسات على سوق الأسهم	انخفاض النمو الاقتصادي الحقيقي

المصدر: عبد الحكيم مصطفى الشراوي، 2005 ، العولة المالية وإمكانية التحكم - عدوى الأزمات المالية - دار الفكر الجامعي، الإسكندرية ، ص 39.

المطلب الثاني : الأزمة المالية العالمية أسبابها ، و مظاهرها .

شهد العالم في نهاية سنة 2007 أزمة مالية إحتلت جانبا مهما من صفحات الجرائد ووسائل الإعلام والندوات الاقتصادية و الملتقيات العلمية نظرا لتداعياتها واختلاف الآراء حولها ، حيث وقف العالم مدهوشا أمامها .

أولا : تشخيص الأزمة المالية لسنة 2008 ، و أسبابها .

1. الأزمة المالية : هي التداعيات الناجمة عن أزمة الرهون العقارية التي ظهرت على السطح في العام 2007

بسبب فشل ملايين المقترضين لشراء المساكن والعقارات في الولايات المتحدة في تسديد ديونهم للبنوك وأدى ذلك إلى حدوث هزة قوية للاقتصاد الأمريكي ووصلت تبعاتها إلى اقتصاد أوروبا وآسيا مطيحة في طريقها بعدد كبير من كبريات البنوك والمؤسسات المالية العالمية ، ولم تفلح مئات المليارات التي ضخحت في أسواق المال العالمية في وضع حد لأزمة الرهون العقارية التي ظلت تعمل تحت السطح حتى تطورت إلى أزمة مالية عالمية انفجرت في سبتمبر 2008 ، ولم يخف الكثير من المسؤولين خشيتهم من أن تطيح بنظم اقتصادية عالمية وأن تصل تداعياتها إلى الكثير من أنحاء العالم .

2. قصة الأزمة : لمعرفة بداية الأزمة نتطرق إلى الصورة المحيطة بالقروض العقارية يهدف كل فرد إلى امتلاك عقار

يسكن فيه ويتدبر أمر معيشتة فيه ، و السياسة المتاحة أمامه تكمن من شراء العقار تقسيماً . وتكون

الإجراءات المتبعة عادة هي¹:

- الحصول على قرض بفائدة .

- ثم شراء عقار بأموال القرض .

لكن شروط عقد القرض عادة ما تنص على أن :

➤ أسعار الفائدة متغيرة أي ليست ثابتة ومرتبطة بسعر فائدة البنك المركزي.

➤ إذا تأخر المدين عن سداد أي دفعة تضاعفت أسعار الفائدة.

¹ سامر مظهر قنطجعي ، 2008 ، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية ، دار النهضة ، سورية ، ص 28.

➤ كما أن المدفوعات الشهرية خلال السنوات الثلاث الأولى تذهب كلها لسداد الفوائد، مما يعني أن

المدفوعات لا تذهب إلى ملكية جزء من العقار إلا بعد مرور ثلاثة سنوات.

فبفرض ارتفاع أسعار العقارات، فإن الخيارات المتاحة تكون كالتالي:

- ◆ إما أن يبيع مالك العقار عقاره لتحقيق أرباح مجزية.
- ◆ أو أن يحاول الحصول على قرض مقابل رهن جزء من العقار الذي ارتفعت قيمته .

والنتيجة : توافر السيولة التي عادة ما توجه نحو الإنفاق كما يلي :

1. التوسع في الإنفاق في مختلف المجالات.

2. الحصول على قرض لشراء أصول جديدة مثلا شراء سيارة بالتقسيط.

ويتلخص سلوك الأفراد المدينين بالآتي:

1 - الحصول على قرض بفائدة ، مما يعني التزام المقترض بسداد قسط للبنك المقرض .

2 - شراء أصل كعقار مثلا.

3 - يقوم المدين في غالب الأحيان (بيع) تسهيل أو توريق (الأصل الذي يملكه أو يرهنه للحصول على مزيد من السيولة .

4 - وعند رهن الأصل يكون الفرد قد حصل على قرض جديد مقابل رهنه للأصل الذي قدمه ، مما يعني التزامه بسداد قسط إضافي للبنك المقرض .

5 - ثم يتوجه لمزيد من الإنفاق كحصوله على أصل آخر كسيارة مثلا .

فإذا افترضنا أن البنك المركزي رفع سعر الفائدة ، فبحسب شروط عقد القرض، فإن البنك المقرض يرفع القسط المترتب على المقترض، مما يؤدي إلى زيادة الالتزام بزيادة الأقساط المسددة. ويتكرر رفع سعر الفائدة من البنك المقرض

على المقترض كلما تكرر رفع سعر الفائدة من البنك المركزي مما يؤدي لزيادة الالتزام بزيادة الأقساط المسددة مرة تلو الأخرى.

فإذا افترضنا أن أساس القسط المسدد هو 700 دولار وبعد الزيادات أصبح 1200 دولار، فإن المقترض قد يتأخر بسداد أقساطه لانخفاض تدفقاته النقدية مما يعني احتمال توقفه عن السداد. مما يترتب على ذلك زيادة الفوائد بسبب التأخير فينتقل من الإعسار إلى العجز ثم الإفلاس.

أما سلوك المؤسسات المالية فيكون على التوازي مع سلوك الفرد المقترض ويتلخص بالآتي:

- 1 - يبيع البنك القرض كسندات للمستثمرين ليضاعف إيراداته، حيث يستفيد من فوائد القرض التي يسدها المقترض، وبعد بيعه السندات يحقق دخلاً إضافياً بالعمولات والرسوم.
- 2 - يستفيد المستثمرون من فوائد السندات التي اشتروها.
- 3 - يرهن المستثمرون سنداتهم.
- 4 - ولإضافة مزيد من الطمأنينة يقومون بالتأمين عليها لدى شركات تأمين ضماناً لدينهم.
- 5 - ثم سرعان ما يقوم المستثمرون برهن سنداتهم ليحصلوا على قرض جديد وسيولة جديدة.
- 6 - بالعودة إلى النتيجة المحتملة لسلوك الأفراد، وهي إفلاسهم واضطرارهم لبيع عقاراتهم دعماً للسندات، فإن زيادة عرض العقارات المعدة للبيع غالباً ما يؤدي لانخفاض أسواقها واحتمال دخولها مرحلة الكساد.
- 7 - إثر ذلك تفقد السندات قيمتها.

وبصفة مختصرة فإن من أفضل من نجحوا مؤخراً في تقديم صورة مبسطة يقدر الإنسان العادي على فهمها، الباحث الفرنسي طوماس غينولي.

وفق غينولي فإن ما يلخص الأزمة هو مفعول الدومينو فكيف ذلك.

تخيل أنّ هناك صفيين من الدومينو تمّ وضعهما إلى جانب بعضهما البعض، وهناك صفّ آخر من الدومينو تمّ وضعه خلفهما: الصفان الأماميان يقعان، وكرّد فعل تتابعي يسقط البقية.

في الولايات المتحدة شجع الازدهار الكبير لسوق العقارات الأمريكية ما بين عامي 2001-2006 البنوك وشركات الإقراض على اللجوء إلى الإقراض العقاري المرتفع المخاطر بهدف تحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح لمؤسسات القرض، حيث تقوم مؤسسات الإقراض بتمويل أصول وعقارات يكون واضحاً من الأول أن الزبائن ليسوا قادرين على الوفاء بالتزاماتهم المالية. ينبغي على هؤلاء خلال السنتين الأوليين دفع فوائد تلك القروض، وفي السنة الثالثة يقومون بدفع الدين وفوائده. ولكن هناك حالياً الكثير من هؤلاء الذين لا يقدرّون على الدفع (حيث بلغ حجم القروض المتعثرة 100 مليار دولار)، وهو ما يعني أنّ قيمة تلك القروض قد ضعفت، وهذا هو أول دومينو في الصفيين الأولين.

في الولايات المتحدة أيضاً، هناك مؤسسات إقراض توافق على ديون تمنح بموجبها أموالاً لأناس يملكون عقاراً يتمّ استخدامه ككفالة أو ضماناً للقرض. ولكن منذ شهر بدأ الطلب على العقارات في التضاؤل إلى أن وصل إلى حدّ التجمّد، حيث ليس هناك طلب أصلاً على شراء العقارات. وأدى ذلك بطبيعة الحال إلى هبوط أسعار العقارات، وهو ما يدفع مؤسسات الإقراض إلى طلب السيولة والتعويض من أولئك الأشخاص الذين لا يملكون بالضرورة مالا. ولذلك تبدأ تلك المؤسسات في المعاناة من أجل الحفاظ على قيمة تلك القروض والديون، وهو ما يضعف من قيمتها في السوق والتعاملات المالية، وهذا هو الدومينو الثاني.

هذه المؤسسات المالية، قامت بتحويل تلك القروض إلى "أصول" أي أنّها حولتها إلى منتج جديد يمكن بيعه وشراؤه في البورصة، أي مثل أن تكون تدين لشخص بالمال ويقوم هذا الشخص ببيع دينك لشخص آخر. ونظراً لكون "الأرباح الموعودة" من هذه العملية كانت مرتفعة، فقد أقدمت صناديق الاستثمار على شراء هذه "الأصول" في البورصة.

ولكن، مع بدء هذه الأصول في فقدان قيمتها ، أرادت صناديق الاستثمار التخلص منها ببيعها . ولكن المشكل أنه ليس هناك من مشتريين باستثناء راغبين في الشراء بأسعار متدنية، وهذا هو الدومينو الثالث.

ولتجنب مشاكل انعدام السيولة، تقوم صناديق الاستثمار هذه ببيع أصول أخرى تملكها في البورصة ولا علاقة لها بهذه القروض، وبفعل ذلك، ولاسيما التسرع، تمسك قيمة هذه الأصول، ولكن زيادة على ذلك، فإنّ البنوك التي اشترت منها هذه الصناديق تلك الأصول تخسر الكثير من الأموال، وهذا هو الدومينو الرابع.

هذه البنوك التي فقدت الكثير من الأموال وتعاني من نقص السيولة، ستحاول الحصول على الأموال بواسطة الاقتراض من بنوك أخرى ، وهو أمر يومي في الأسواق ويعرف بالسوق بين البنوك، ولكن ، و لأنّ كلّ بنك يجهل حقيقة وعمق المشكل المالي الذي يعاني منه البنك الآخر ، فإنّه يرفض بالتالي إقراضه ، وذلك يعني تزايد عدد البنوك التي تعاني من مشاكل سيولة حتى لو كان وضعها جيدا وغير مشمولة بالأزمة : وهذا هو الدومينو الخامس.

وبطبيعة الحال ، إذا كان هناك عدد كبير من البنوك تعاني من مشاكل السيولة فإنّ النشاط المالي ككلّ يتأثر، ولذلك فإنّ البنوك المركزية (الأمريكية والأوروبية) تفرض تلك البنوك أموالا ، والهدف هو الحفاظ على توازن على المدى المتوسط: وهذا هو الدومينو السادس.

والعاملون في البورصة يحتاجون دائما إلى سيولة تحت أيديهم حتى لا يكونوا مضطرين إلى بيع أصول كلّ مرة يطلب فيها أحد مستثمريهم مالا يستحقه عليهم، ولأنّ الكثير من أصول البورصة والأسهم تنخفض ، فإنهم يبيعونها سواء للحصول على السيولة أو بفعل الذعر من الوضع الذي تمر به السوق، ويؤدي ذلك إلى مزيد من الهبوط في قيمة تلك الأصول: وهذا هو الدومينو السابع .

وهذا ما يفسّر لماذا تمسك قيمة الأصول والأسهم ولماذا تعاني البنوك من السيولة.

ثانيا : أسباب الأزمة المالية العالمية

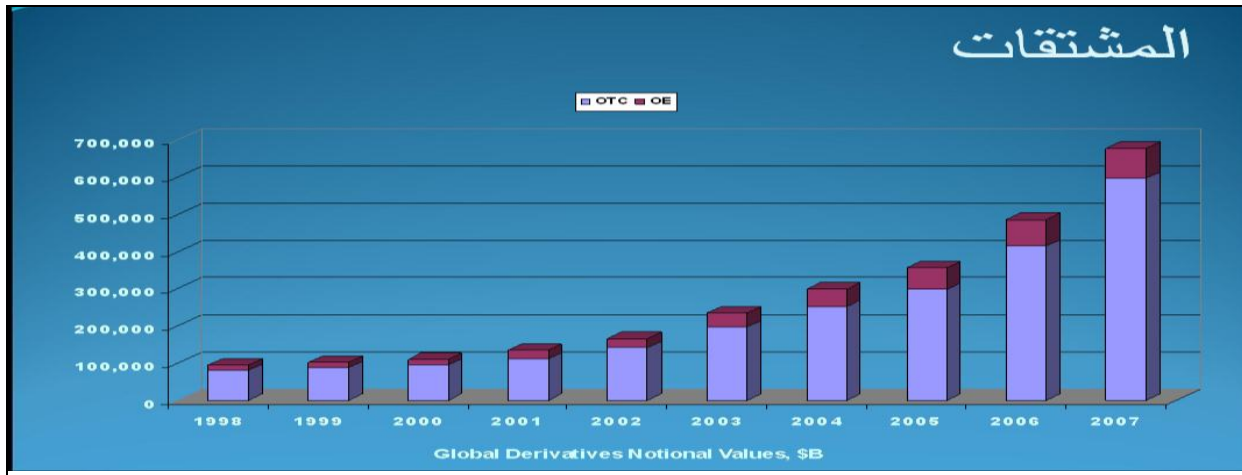
إن الأزمة المالية المعاصرة هي أزمة مالية بالدرجة الأولى نجمت عن التوسع الكبير في الأصول المالية على نحو مستقل إلى حد كبير- عما يحدث في الاقتصاد العيني ، و يمكن تحديد تلك الأسباب كما يلي :

1. الأسباب مباشرة¹:

- أن الأزمة المالية بدأت نتيجة توفر ما يعرف بالأموال الرخيصة (انخفاض سعر الفائدة حتى وصل إلى 1% في عام 2003م ، مما رفع الطلب على القروض وخاصة القروض العقارية، ومع سهولة وتيسير هذه القروض تزايد الطلب عليها مما أدى إلى رفع سعر العقار في الولايات المتحدة . هذه الفقاعة في قطاع العقار الأمريكي أغرت البنوك الكبرى وصناديق الاستثمار على الدخول في سوق القروض العقارية الأمريكي، مما أدى إلى نشر مخاطرها على نطاق أوسع .
- **الرهون العقارية الأقل جودة subprime** ، و هذا يأتي من أن المواطن الأمريكي يشتري عقاره بالدين من البنك مقابل رهن هذا العقار، حينما يرتفع ثمن العقار المرهون يحاول صاحب العقار، ونتيجة لسهولة الحصول على قرض، الحصول على قرض جديد، وذلك مقابل رهن جديد من الدرجة الثانية، ومن هنا تسمى الرهون الأقل جودة ، لأنها رهونات من الدرجة الثانية ، أي أنها أكثر خطورة في حال انخفاض ثمن العقار، وتوسعت البنوك في هذا النوع من القروض الأقل جودة مما رفع درجة المخاطرة في تحصيل تلك القروض .
- **الزيادة الهائلة في توريق الديون العقارية Securitization** ، وهو ما قام به المهندسون الماليون في الولايات المتحدة حيث تم إختراع جديد إسمه المشتقات المالية وهو اختراع يمكن من خلاله توليد موجات متتالية من الأصول بناء على أصل واحد ، وأنه يمكن تحويل تلك القروض إلى أوراق مالية معقدة (توريق الديون) يمكن عن طريقها توليد موجات متتالية من الأصول المالية بناء على أصل واحد .

¹أنظر: زايري بلقاسم ، الأزمة المالية المعاصرة : الأسباب و الدروس المستفادة ، الملتقى الدولي الثالث حول إدارة المخاطر في المؤسسات الآفاق والتحديات ، 25-26 نوفمبر 2007 ، جامعة شلف، ص ص9،7.

الشكل رقم 07 : تطور المشتقات المالية من الفترة 1998- 2007 .



المصدر: سامي بن إبراهيم السويلم ، الأزمة المالية رؤية إسلامية ، مرجع سبق ذكره ص 25.

- البنوك لم تكثف بالتوسع في القروض الأقل جودة بل استخدمت (المشتقات المالية) لتوليد مصادر جديدة للتمويل، وبالتالي للتوسع في الإقراض، وذلك عندما يتجمع لدى البنك محفظة كبيرة من رهونات العقارية، فإنه يلجأ إلى استخدام هذه (المحفظة من رهونات العقارية) لإصدار أوراق مالية جديدة يقترض بها من المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذه المحفظة، وهو ما يطلق عليه التوريق، فكأن البنك لم يكتف بالإقراض الأولي بضمان هذه العقارات بل أصدر موجة ثانية من الأصول المالية بضمان هذه الرهون العقارية، وهكذا فإن العقار يعطي مالكة الحق في الاقتراض من البنك، ولكن البنك يعيد استخدام نفس العقار ضمن محفظة أكبر للاقتراض بموجبها من جديد من المؤسسات المالية الأخرى، وتستمر العملية موجة بعد موجة حيث يولد الإقراض طبقات متتابعة من الإقراض بأسماء المؤسسات المالية واحدة بعد الأخرى، وهكذا أدى التركيز في الإقراض في قطاع واحد إلى زيادة المخاطر.

- نقص أو انعدام الرقابة أو الإشراف الكافي على المؤسسات المالية الوسيطة، حيث لا تخضع البنوك الاستثمارية للمنتجات المالية الجديدة مثل المشتقات المالية أو الرقابة على الهيئات المالية التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية.

- **ترابط الاقتصاديات :** فقد كانت دورات الزيادة والهبوط في أسعار العقار مقصورة في السابق على الدول التي تمر بها من قبل، لكن الفقاعة الأخيرة في قطاع العقار الأمريكي أغرت البنوك الكبرى وصناديق الاستثمار من دول أخرى على الدخول في سوق القروض العقارية الأمريكية، ما أدى إلى نشر مخاطرها على نطاق أوسع. وذلك ما جعل انهيار القطاع العقاري الأمريكي وأزمة القروض العقارية السيئة تنتشر حول العالم وتقود إلى انكماش ائتماني وصعوبة في الإقراض وركود في الاقتصاد تطلب تدخل البنوك المركزية، بضخ المليارات من السيولة النقدية في القطاع المصرفي، وذلك لشراء أصول فاسدة من البنوك، كما تضمنته خطة الإنقاذ الأمريكية على سبيل المثال ورفع مبلغ الضمان الحكومي على المدخرات، كما ورد في خطة الإنقاذ الأمريكية بحيث تضمن ودائع الأفراد من 100 ألف إلى 250 ألف دولار لمنع أي خوف على الودائع البنكية. وحيث إنه تم توزيع الاقتراض الأمريكي على العالم عبر محافظ سندات الديون لدى البنوك الكبرى ومؤسسات التمويل، فإن ذلك ربما يخفف من أثر صدمة أزمة القطاع المالي على الاقتصاد العالمي.

- **أزمة الثقة :** لقد تكاثفت الأسباب السابقة على تهديد أحد أهم عناصر هذا القطاع وهو الثقة، فبالرغم من أن العناصر السابقة كافية لإحداث الأزمة، فإن الأمر يصبح خطيرا إذا فقدت الثقة أو ضعفت في النظام المالي والذي يقوم على ثقة الأفراد ، ويزداد تعقيدا نتيجة للتداخل بين المؤسسات المالية في مختلف الدول.

2. الأسباب الغير مباشرة :

لعل من أهم الأسباب غير المباشرة للأزمة هي النفقات العسكرية على الإرهاب في العراق وأفغانستان ، فالولايات المتحدة تنفق كل ثلاثة دقائق مليون دولار لحربها¹ على العراق . مما يعني نزيف للسيولة العالمية، وتمويله يكون باقتراض الحكومة الأمريكية من دول العالم ومن سوقها الداخلي . وذلك بإصدارها سندات خزينة ، ولهذا

¹ سامر مظهر قنطجني ، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية ، مرجع سبق ذكره ، ص 61.

السندات سمعة عالمية كبيرة مصدرها اسم الولايات المتحدة الأمريكية واقتصادها القوي وهو اقتصاد يعتمد على الإنتاج والعلم واستخدام التكنولوجيا، لذلك يستثمر بها معظم بلاد العالم بلا استثناء.

الجدول رقم 04 : حجم الإنفاق العسكري الأمريكي 2003-2008 .

السنة	الحرب على العراق ألف دولار في الدقيقة	الحرب على الإرهاب ألف دولار في الدقيقة	ميزانية الدفاع الأمريكية
2003	93	54	438
2004	111	74	448
2005	164	100	507
2006	188	116	536
2007	245	166	611
2008	371	195	-

المصدر: سامر مظهر قنطقجي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص 62

- اهتزاز الاقتصاد الأمريكي

الأزمة المالية العالمية تقوم على محورين لا يمكن بحال من الأحوال فصل أحدهما على الآخر فمن حيث طبيعتها هي أزمة مزدوجة مالية نقدية، ومن حيث مصدرها فإنها تعود لاهتزاز الاقتصاد الأمريكي وعيوب النظام الرأسمالي. أما المحور الأول فإن الأزمة تقوم في جانب مهم منها على فقدان الثقة في الاقتصاد الأمريكي وعملته، والمحور الثاني القول فيه لأصحاب الاختصاص والمتابع للتطورات المسارعة للأزمة والأسباب الكامنة وراءها يكتشف أن الاقتصاد الأمريكي هو السبب وراء الكارثة. وقد صرح وزير المالية الألماني بير شتاينبروك بأن: "الولايات المتحدة تتحمل مسؤولية الأزمة المالية العالمية الراهنة بسبب الحملة الأنغلو ساكسونية التي تهدف لتحقيق أرباح كبيرة، ومكافآت هائلة للمصرفيين وكبار مديري الشركات، والأزمة ستخلف أثارا عميقة وستحدث تحولات في النظام المالي العالمي".

وعند النظر إلى الأسباب غير المباشرة التي أدت إلى ظهور الأزمة المالية الحالية والتي تتعلق بوضعية الاقتصاد الأمريكي نجد :

أ- عجز الميزانية : أدت السياسات غير المتماشية لبوش إلى تعميق العجز في الميزانية وهذا بسبب

- الخفض الكبير في الضرائب ؛

- الإنفاق الكبير على الأمن الداخلي ؛

- الإنفاق الكبير على الحرب ضد الإرهاب ؛

- تمويل الحرب في كل من العراق وأفغانستان ؛

ب- عجز ميزان المدفوعات الأمريكي :

- تدهور وضع الميزان التجاري الأمريكي بسبب:

- القيود على تصدير المنتجات عالية التقنية Hi-tec-products ؛

- ارتفاع مستويات الاستهلاك المحلي، بصفة خاصة من السلع المستوردة؛

- ارتفاع أسعار النفط.

المشكلة الآن هي أن عجز ميزان المدفوعات يسير جنباً إلى جنب مع دين محلي ضخم، حيث تتردد البنوك المركزية في

استخدام احتياطيها بشراء أذون خزانة أمريكية. ناهيك على أن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الولايات

المتحدة بدأت تنخفض بشكل واضح بعد أحداث 11 من سبتمبر.

ث- تصاعد حجم الدين الأمريكي : تضاعف حجم الدين الأمريكي مرة ونصف خلال الفترة (2002-

2007)، فقد بلغ في ديسمبر 2007 حوالي 2,9 تريليون دولار، أو ما يمثل حوالي 70% من الناتج المحلي

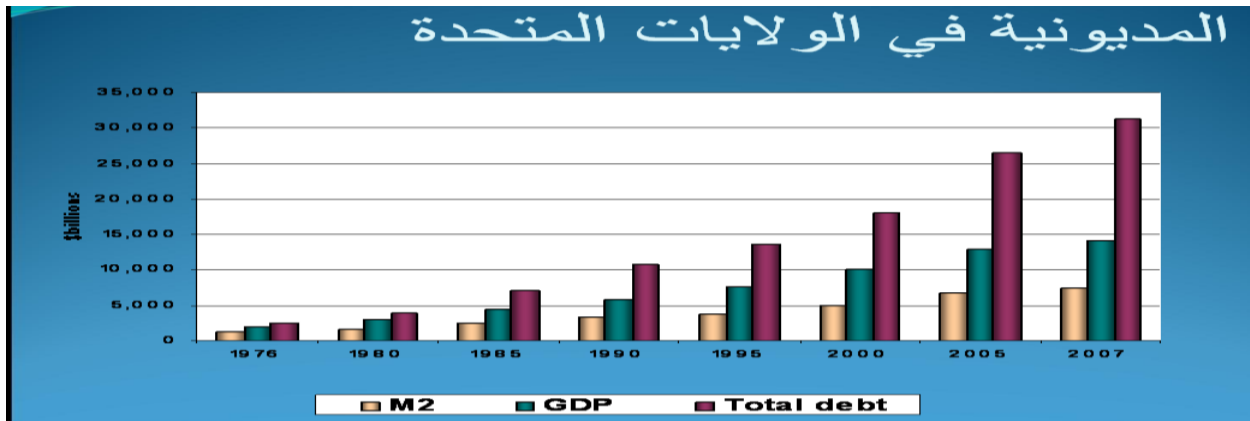
الإجمالي، وقد وصل إلى حوالي 72,5%، من الناتج المحلي الإجمالي خلال 30 سبتمبر من 2008، وهو بهذا

الشكل يتجاوز مستوى الحد المقبول دولياً.

ولو تم عرضه بيانياً لتبين أن الدين العام الأمريكي في تصاعد مستمر بشكل رهيب جداً منذ سنة 1975، على

الشكل التالي:

الشكل رقم 08 : المديونية في الولايات المتحدة الأمريكية 1970-2007 .



المصدر : سامي بن ابراهيم السويلم، الأزمة المالية رؤية إسلامية ، مرجع سبق ذكره ، ص 26 .

د- الاستهلاك الكثيف: لا يمكننا هنا إغفال كون الأمريكيون يستوردون سلعاً للاستهلاك المحلي أكثر بكثير مما يصدرون، حيث تشهد الولايات المتحدة تراجعاً كبيراً في قدرة الجهاز الإنتاجي على تلبية الحاجات الاستهلاكية.

ثالثاً : مظاهر أزمة النظام المالي العالمي ومراحلها .

1. مظاهر أزمة النظام المالي العالمي¹ :

لقد بدأت إرهابات ومعالم انهيار النظام المالي العالمي في الظهور وأصابت أصحاب الأموال وغيرهم بالهلع والذعر والرعب، كما ارتبكت المؤسسات المالية والوسطاء معها في التفكير في وضع الخطط للإنقاذ، كما أحدثت للحكومات الخوف على عروشهم وبدءوا ينادون العلماء والخبراء لبيان كيف المخرج ؟

ومن مظاهر هذه الأزمة على سبيل المثال ما يلي :

- ✍ المهرولة في سحب الإيداعات من البنوك لأن رأس المال جبان وهذا ما تناولته وكالات الإعلام المختلفة
- ✍ قيام العديد من المؤسسات المالية بتجميد منح القروض للشركات والأفراد خوفاً على صعوبة استردادها.
- ✍ نقص السيولة المتداولة لدى الأفراد والشركات والمؤسسات المالية وهذا أدى إلى انكماش حاد في النشاط الاقتصادي وفي كافة نواحي الحياة مما أدى إلى توقف المقترضين عن سداد دينهم.

¹ حسين حسين شحاتة ، 2008، أزمة النظام المالي العالمي في ميزان الاقتصاد الإسلامي ، المكتب التعاوني للدعوة و توعية الجاليات ، الرياض ص 5.

- ✎ انخفاض مستوى التداولات في أسواق النقد والمال وهذا أحدث ارتباكاً وخطلاً في مؤشرات الهبوط والصعود.
- ✎ انخفاض مستوى الطاقة المستغلة في الشركات بسبب نقص السيولة وتجميد الحصول على القروض من المؤسسات المالية إلا بأسعار فائدة عالية جداً و ضمانات مغلظة.
- ✎ انخفاض المبيعات ولا سيما في قطاع العقارات والسيارات وغيرها بسبب ضعف السيولة.
- ✎ ازدياد معدل البطالة بسبب التوقف والإفلاس والتصفية وأصبح كل موظف وعامل مهدد بالفصل.
- ✎ ازدياد معدل الطلب على الإعانات الاجتماعية من الحكومات .
- ✎ انخفاض معدلات الاستهلاك والإنفاق والادخار والاستثمار وهذا أدى إلى مزيد من الكساد والبطالة والتعثر والتوقف والتصفية والإفلاس.

2. المراحل الكبرى في الأزمة المالية

- فيفري 2007 : عدم تسديد تسليفات الرهن العقاري (الممنوحة لمدينين لا يتمتعون بقدرة كافية على التسديد) يتكثف في الولايات المتحدة ويسبب أولى عمليات الإفلاس في مؤسسات مصرفية متخصصة.
- أوت 2007 : البورصات تندهور أمام مخاطر اتساع الأزمة، والمصارف المركزية تتدخل لدعم سوق السيولة .
- أكتوبر إلى ديسمبر 2007 : عدة مصارف كبرى تعلن انخفاضا كبيرا في أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري .
- 22 جانفي 2008: الاحتياطي الاتحادي الأمريكي (البنك المركزي) يخفض معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة إلى 3.50%، وهو إجراء ذو حجم استثنائي. ثم جرى التخفيض تدريجيا إلى 2% بين جانفي ونهاية أبريل .
- 17 فيفري 2008: الحكومة البريطانية تؤمّم بنك "نورذرن روك".
- 11 مارس 2008: تضافر جهود المصارف المركزية مجددا لمعالجة سوق التسليفات .

- 16 مارس 2008: "جي بي مورغان تشيز" يعلن شراء بنك الأعمال الأميركي "بير ستيرنز" بسعر متدن ومع المساعدة المالية للاحتياطي الاتحادي .
- 7 سبتمبر 2008: وزارة الخزانة الأميركية تضع المجموعتين العملاقتين في مجال تسليفات الرهن العقاري "فريدي ماك" و"فاني ماي" تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجها لإعادة هيكلة ماليتهما ، مع كفالة ديونهما حتى حدود 200 مليار دولار .
- 15 سبتمبر 2008 : اعتراف بنك الأعمال "ليمان براذرز" بإفلاسه بينما يعلن أحد أبرز المصارف الأميركية وهو "بنك أوف أميركا" شراء بنك آخر للأعمال في وول ستريت هو "ميريل لينش".
- عشرة مصارف دولية تتفق على إنشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة أكثر حاجاتها إلحاحا، في حين توافق المصارف المركزية على فتح مجالات التسليف. إلا أن ذلك لم يمنع تراجع البورصات العالمية .
- 16 سبتمبر 2008: الاحتياطي الاتحادي والحكومة الأميركية تؤمان بفعل الأمر الواقع أكبر مجموعة تأمين في العالم "أي آي جي" المهتدة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 9.79% من رأسمالها .
- 17 سبتمبر 2008 : البورصات العالمية تواصل تدهورها والتسليف يضعف في النظام المالي ، وتكثف المصارف المركزية العمليات الرامية إلى تقديم السيولة للمؤسسات المالية .
- 18 سبتمبر 2008: البنك البريطاني "لويد تي أس بي" يشتري منافسه "أتش بي أو أس" المهتد بالإفلاس .
- السلطات الأميركية تعلن أنها تعد خطة بقيمة 700 مليار دولار لتخليص المصارف من أصولها غير القابلة للبيع
- 19 سبتمبر 2008: الرئيس الأميركي جورج بوش يوجه نداء إلى "التحرك فوراً" بشأن خطة إنقاذ المصارف لتفادي تفاقم الأزمة في الولايات المتحدة .
- 23 سبتمبر 2008: الأزمة المالية تطغى على المناقشات في الجمعية العامة للأمم المتحدة في نيويورك .

- الأسواق المالية تضاعف قلقها أمام المماثلة حيال الخطة الأميركية.
- 26 سبتمبر 2008: انخيار سعر سهم المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية "فورتيس" في البورصة بسبب شكوك بشأن قدرتها على الوفاء بالتزاماتها. وفي الولايات المتحدة يشتري بنك "جي بي مورغان" منافسه "واشنطن ميوتشوال" بمساعدة السلطات الفدرالية .
- 28 سبتمبر 2008: خطة الإنقاذ الأميركية موضع اتفاق في الكونغرس. وفي أوروبا يجري تعويم "فورتيس" من قبل سلطات بلجيكا وهولندا ولوكسمبورغ. وفي بريطانيا جرى تأمين بنك "برادفورد وبينغلي".
- 29 سبتمبر 2008: مجلس النواب الأميركي يرفض خطة الإنقاذ . وول ستريت تنهار بعد ساعات قليلة من تراجع البورصات الأوروبية بشدة ، في حين واصلت معدلات الفوائد بين المصارف ارتفاعها مانعة المصارف من إعادة تمويل ذاتها .
- أعلن بنك "سي تي غروب" الأميركي أنه يشتري منافسه "واكوفيا" بمساعدة السلطات الفدرالية .
- الأول من أكتوبر 2008 : مجلس الشيوخ الأميركي يقر خطة الإنقاذ المالي المعدلة.

المطلب الثالث : دور أدوات الهندسة المالية في الأزمة المالية العالمية .

كان هناك جدل قائم حول جدوى التعامل بالمشتقات وانقسم الاقتصاديون بين مؤيد ومعارض ، لكن جاءت الأزمة المالية العالمية لتكون الفاصل إذ انكشف للعالم مدى خطورة هذه العقود التي أغرقت الاقتصاد العالمي في أعظم أزمة شهدها العالم منذ 1929 .

أولا : دور التوريق في حدوث الأزمة المالية العالمية .

إن التوريق من أحد الأسباب الكبرى التي أدت إلى أزمة الرهن العقاري ، حيث قامت البنوك وشركات التمويل بتجميع القروض وبيع دين القروض على العملاء الذي قاموا بشراء العقارات إلى شركات التوريق ، على أن يكون البيع بمقابل أقل من قيمة الدين وممعجلا ، وبعد ذلك قامت شركات التوريق بإصدار سندات بقيمة هذه الديون طرحت للاكتتاب بقيم أكبر من قيمتها الاسمية للأفراد والمؤسسات مقابل حصول حاملها على فوائد القروض التي

يتولى تحصيلها مع أقساط شركة التوريق والتمويل ، ليحصل على الفرق بين قيمة القروض وما دفعته لشرائها ، ويتم تداول هذه السندات بين العديد من المستثمرين داخل البلاد وخارجها . كما تقوم المؤسسات المالية ببيع القروض التي اقترضها مشترو المؤسسات المالية إلى شركة التوريق التي تقوم بإصدارها على شكل سندات وتطرح في الأسواق المالية، وبذلك يصبح العديد من الناس والمؤسسات المالية لها حقوق على العقار الأمر الذي يزيد من قيمة الأوراق المالية المصدرة وتصبح أكبر من قيمة العقارات، وفي انخفاض قيمة السندات فإن حملتها يسارعون إلى بيعها فيزيد العرض وينخفض سعرها وتزداد الضغوط على شركة التوريق والمؤسسات المالية ، وهذا بالضبط ما حصل في أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية . حيث إن اعتماد البنوك على التوريق وظهور شركات التوريق وانتشار عمليات بيع الديون وماتج عنه د قد ساهم في تضخم لقيمة الديون، وانتشار حملة السندات وترتيب مديونياتهم على عقار واحد قد ساهم إلى حد كبير في حدوث الأزمة المالية¹ ، حيث أنه وبعد منح القروض العقارية لجأت البنوك الأمريكية إلى توريق معظم القروض العقارية بهدف التقليل من المخاطر، إعادة التمويل وزيادة العائد وخاصة في ظل انخفاض أسعار الفائدة .

لقد أدت تقنية التوريق إلى تحول سريع للبنوك من النموذج التقليدي لمنح القروض، تقديم القروض والاحتفاظا في ميزانيتها إلى تاريخ الاستحقاق إلى النموذج الجديد منح القروض ثم التنازل عنه لجهة أخرى وإخراجها من ميزانيتها عن طريق التوريق لتجعلها أوراق مالية قابلة للتداول على عدد كبير من المستثمرين² ، وهذا يعني توزيع المخاطر المرتبطة بهذه القروض . فهذا الأمر دفع البنوك الأمريكية إلى المبالغة في عمليات منح القروض العقارية فهذا الأمر دفع البنوك الأمريكية إلى المبالغة في عمليات منح القروض العقارية ودون ضمانات مقبولة لأنها قد قامت بتوريقها و

¹ شعبان فوج ، حميد عبد الله ، مدى اسهام التوريق في إحداث أزمة الرهن العقاري المصري ، مرجع سابق ، ص 13- 14 .

² حامد بن نعمون ، 2009 ، دور تقنية التوريق و صناديق التحوط في أزمة المالية 2008 ، ملتقى دولي حول الأزمة المالية ، قسنطينة ، جامعة منتوري ، 15 نوفمبر ، ص 08 .

التقليل من مخاطرها فارتفعت أسعار العقارات وعجز المقترضون عن الوفاء بديونهم و تقدم المقرضون بطلبات سحب ودائعهم فافلست البنوك و المؤسسات المالية الأخرى و وقعت الأزمة .

ثانيا : دور المضاربات الوهمية في إحداث الأزمة .

1. مفهوم المضاربات الوهمية : يقصد بالمضاربات الوهمية ، المضاربات السوقية التي يلجأ إليها المستثمرون في

الاسواق المالية ، لحماية أنفسهم من الخسارة المحتملة للأوراق المالية التي بحوزتهم ، ولجني الأرباح بأقصى سرعة و

بأقل تكلفة و عليه يمكن تعريف بانها بيع أو شراء صوريان ليس بغرض الاستثمار، ولكن للاستفادة من التغيرات

التي يحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية في الأجل القصير جدا ، حيث ينخفض بشدة معامل الارتباط بين

القيمة السوقية للأوراق المالية من ناحية ، وبين القيمة الاسمية من ناحية أخرى.¹

2. دور المضاربات الوهمية في الأزمة المالية العالمية .

حسب تقرير فرقة عمل أمانة الأونكتاد المعنية بالقضايا النظامية والتعاون الاقتصادي بالأمم المتحدة فإن : رفع

الضوابط المالية أدى جراء الإيمان الإيديولوجي بفضائل السوق، إلى ابتكار أدوات مالية لا تمت بصلة للأنشطة

الإنتاجية في القطاع الحقيقي للاقتصاد . وتشجع هذه الأدوات أنشطة المضاربة التي تستند إلى معلومات مقنعة

في ظاهرها ولكن لاتعدو في حقيقة الامر استقراءا للاتجاهات وإسقاطها في المستقبل، وعلى هذا النحو، يمكن

للمضاربة على عوائد مفرطة ان تدعم ذاتها بانها فترة من الزمن ، وتعتمد عناصر فاعلة كثيرة تتوافر بين أيديها

مبالغ مالية كبيرة، مقترضة في كثير من الأحيان إلى المراهنة على التطور المعقول نفسه مثل : الارتفاع المطرد

لأسعار العقارات أو النفط أو الأسهم والسندات أو العملات . والمحللون وواضعو السياسات المزعمون يؤكدون

التوقعات، فإن المراهنة على استمرار ارتفاع الأسعار أمر يبدو خاليا من المجازفة و خلافا للرأي السائد في مؤلفات

التنظير الاقتصادي لا تؤدي المضاربة إلى تثبيت الأسعار بل إلى زعزعة استقرارها . ولما كان يستحيل معرفة السعر

¹ محمود فهد مهيدات ،2010 ، المضاربات الوهمية السوقية ودورها في الأزمة المالية العالمية : عقود الخيارات، المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم العالمية الإسلامية والمعهد العالمي للفكر الإسلامي ، عمان ، الأردن ،2،1 ديسمبر ، ص 09 .

الحقيقي في عالم يتسم بعدم اليقين الموضوعي فإن الشرط الأساسي لكي تؤدي المضاربة إلى تثبيت الأسعار غير متوافر . ولا مفر من أن تصطدم التوقعات المتماثلة، ولكن الخاطئة، بشأن اتجاهات الأسعار في الأمد البعيد بجدار الواقع، لأن الأموال لم تستثمر في القدرة الإنتاجية للاقتصاد الحقيقي، حيث كان يمكن أن تحدث زيادة في الدخل الحقيقي . وعندما يواجه حماس الأسواق المالية واقع الاقتصاد الحقيقي، بطيء النمو نسبيا ، يصبح تصحيح التوقعات المبالغ فيها للعناصر الفاعلة في الأسواق المالية أمرا لا مفر منه .

وفي هذه الحالة ، يتوقف أداء الاقتصاد الحقيقي إلى درجة بعيدة على مقدار الدين القائم . فكلما زاد عدد العناصر الاقتصادية الفاعلة المشاركة مباشرة في الأنشطة المضاربية الممولة بقروض زادت صعوبة خفض نسبة الاستدانة، أي تكييف مستوى الاقتراض مع تراجع الإيرادات .

إذ يحاول المدينون تحسين وضعهم المالي ببيع الأصول وخفض الإنفاق فإنهم يساهمون في هبوط أسعار الأصول، الأمر الذي يستتبع تراجعا كبيرا في أرباح الشركات وانكماشاً مرتبطاً بالدين في قطاعات أخرى . وهذا من شأنه أن يؤدي إلى انكماش أسعار السلع والخدمات لأنه يقيد القدرة على الاستهلاك والاستثمار في الاقتصاد بأكمله ، و هكذا فإن سعي بعض القطاعات الفاعلة إلى أداء خدمة ديونها يعوق قدرة عناصر أخرى على ذلك و السبيل الوحيد للخروج من هذا المأزق هو تدخل الحكومات لتثبيت استقرار النظام عن طريق تضخيم الدين الحكومي¹ .

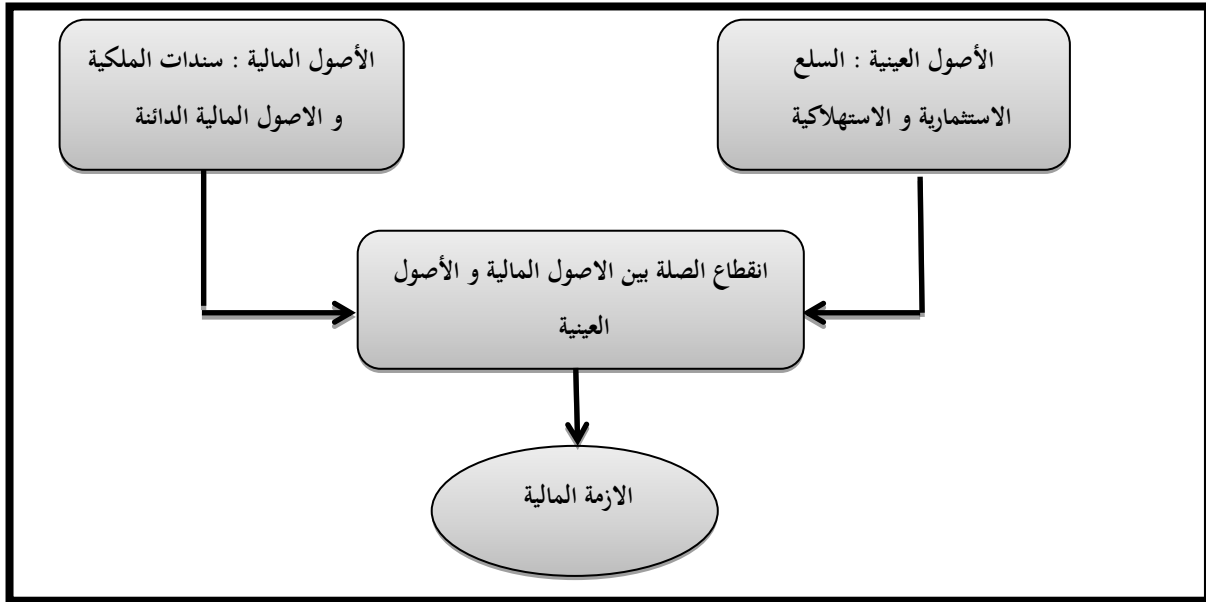
ثالثا : خلق الفجوة بين الاقتصاد الحقيقي ، و الاقتصاد المالي .

لقد فاق التوسع في القطاع المالي كل حد معقول، بمعنى أنه تجاوز الاحتياجات الواقعية للقطاع الحقيقي من الاقتصاد بمسافة بعيدة . و في الواقع أن الرأسمالية قد دخلت مرحلة جديدة مع التحولات في النظام النقدي في القرن الماضي، وهي المرحلة التي يطلق عليها التمويلية أو الرأسمالية المالية . والسمة المميزة لهذه المرحلة هي هيمنة التمويل على الإنتاج

¹ هيئة الأمم المتحدة ، 2009 ، الأزمة الاقتصادية العالمية : أوجه القصور النظامية و التدابير العلاجية المتعددة الأطراف ، تقرير فرقة عمل أمانة الأونكتاد المعنية بالقضايا النظامية و التعاون الاقتصادي ، نيويورك وجنيف ، ص 2 .

، حيث فقد قطاع التمويل صفته كتابع خادم للقطاع الحقيقي ، وطغت المصالح المالية طغيانا شديدا على كل ماعداها .

الشكل رقم : 09 الأزمة المالية و علاقتها بالأصول المالية و الحقيقية



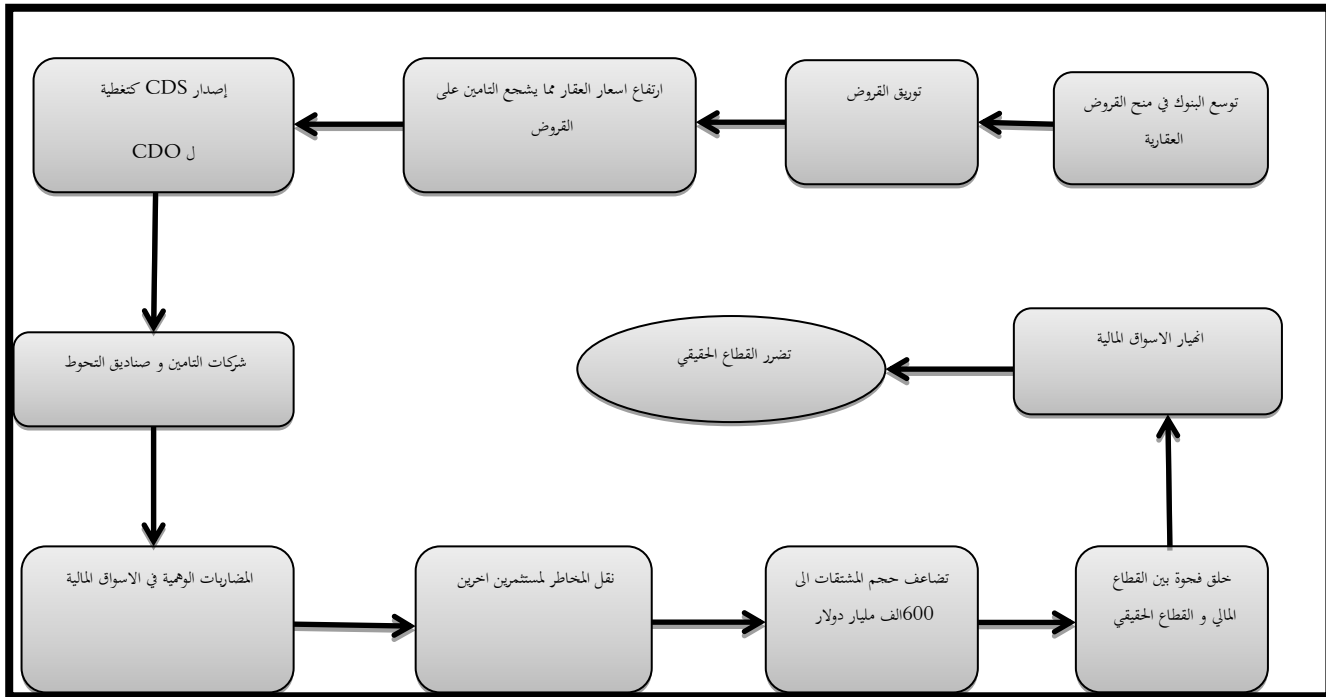
المصدر : من اعداد اطالب

ومن هنا بدأت بوادر الأزمات المالية أو بذورها ، وهي بدء انقطاع الصلة بين الاقتصاد المالي و الاقتصاد العيني فالتوسع المالي بإصدار أنواع متعددة من الأصول المالية المتنوعة بشكل مستقل عن الاقتصاد العيني وأصبحت للاسواق المالية حياتها الخاصة بعيداً عما يحدث في الاقتصاد العيني . وتظهر حقيقة الأزمة المعاصرة باعتبارها أزمة مالية بالدرجة الأولى ، نجمت عن التوسع الكبير في الأصول المالية على نحو مستقل إلى حد كبير عما يحدث في الاقتصاد العيني ، و يرجع ذلك إلى المؤسسات المالية التي أسرفت في إصدار الأصول المالية بأكثر من حاجة الاقتصاد العيني ، ومع هذا التوسع الكبير في إصدار الأصول المالية ، زاد عدد المدينين ، وزاد بالتالي حجم المخاطر إذا عجز أحدهم عن السداد¹ .

ويمكن تلخيص دور المشتقات في حدوث الأزمة المالية العالمية في الشكل التالي :

¹ جمعة محمود عباد ، 2009 ، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وآثارها الحالية و المتوقعة على الجهاز المصرفي الأردني، مؤتمر الأزمة المالية العالمية ، و كيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي جامعة الخنان ، لبنان ، ص06 .

الشكل رقم 10: ملخص لدور المشتقات في حدوث الأزمة المالية العالمية



المصدر : من اعداد الطالب

رابعا : دور مبادلة عقود التعثر عن السداد CDS في خلق الازمة .

في أكتوبر 2008 بلغت القيمة التقديرية للتداول خارج البورصة غير المنظم بحوالي أكثر من 600 تريليون دولار وقد بلغ حجم التداول في مبادلة العجز عن السداد CDS عند نهاية ديسمبر 2007 حوالي 57,894 مليار دولار¹ ، ووصل في النصف الأول من 2008 إلى 57,325 مليار دولار أمريكي ، بينما انخفض في النصف الثاني من 2008 ليصل في ديسمبر 2008 إلى 41,868 مليار دولار أمريكي² .

في حين أن الاحتياطي الفيدرالي ، قدر عموماً أن 3 % من المبلغ التقديري لعقود المبادلة هو مقدار المعرضين للخطر في سوق المبادلات ، و التأمين على مبادلة العجز عن سداد الائتمان ، يعني أنه إذا تم العجز عن الدفع

¹ Barrett Sheridan, 600,000,000,000,000? It's a number no one questions, but the size of the derivatives market is not as shocking as it looks, NEWSWEEK, Oct. 18, 2008, <http://www.newsweek.com/2008/10/17/600-000-000-000.html>

² Information download from www.bis.org.

افتراضيا ، فإن كامل المبلغ المضمون في خطر . وقد اعتبر العديد من الاقتصاديين أن هذه النسبة المقدرة من قبل الاحتياطي الفيدرالي منخفضة جدا .

وبالرغم من ذلك حتى لو أخذنا بنسبة 3% فإن القيمة الدنيا لعقود مبادلة العجز عن السداد CDS غير المسددة في سبتمبر 2008 والتي بلغت 35 مليار دولار أمريكي إضافة إلى 3% المقدرة من الاحتياطي الفيدرالي من القيمة الاسمية المتبقية (565) تريليون دولار، فإن المبلغ الناتج للمعرضين للخطر في وقت الانهيار حوالي 52 مليار دولار، وهو ما يعادل تقريبا الناتج المحلي الإجمالي للعالم¹ .

وقد تم الاعتراف على نطاق واسع بأن عقود المبادلة عن للعجز عن سداد الائتمان لعبت دورا أساسيا في الانهيار. إذ تعتبر الآن الفكرة القائلة بأن أسواق مشتقات CDS خارج البورصة المقدرة بالملايير قد ساعدت في إشعال أزمة الرهن العقاري ثم الأزمة المالية العالمية 2008 ، فكرة مقبولة عالميا . ويرى عديد الاقتصاديين والمنظمين في السوق انها كانت وراء الكساد المدمر الذي قاده انهيار خريف 2008.²

وقد إنضم العديد من الاقتصاديين حتى أولئك الذين كانوا مؤيدين للمشتقات إلى حملة تحذير الكونغرس الأمريكي حول الحاجة الملحة إلى جهود الإصلاح التنظيمي المالي فيما يتعلق ببرنامج إغاثة الأصول المتعثرة³ TARP في جلسات استماع مجلس الشيوخ امام اللجنة المصرفية لمجلس الشيوخ في سبتمبر 2008 ، وقد قال رئيس لجنة

¹ Michael Greenberger, The Role of Derivatives in the Financial Crisis, Financial Crisis Inquiry Commission Hearing, Senate Office, Washington, June 30, 2010, p 11, available at <http://www.oea.umaryland.edu/communications/news?ViewStatus=FullArticle&articleDetail=9855>

² For example See:

- Ben Moshinsky, [Joe] Stiglitz says Banks Should Be Banned From CDS Trading, BLOOMBERG.COM, Oct. 12, 2009,

<http://noir.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=a65VXsI.90hs> (June 25, 2010);

- Paul Krugman, Op-Ed., Looters in Loafers, N.Y. TIMES, April 18, 2010, available at

<http://www.nytimes.com/2010/04/19/opinion/19krugman.html?dbk> (June 27, 2010);

- Alan S. Blinder, The Two Issues to Watch on Financial Reform - We need an independent consumer watchdog and strong derivatives regulation. Industry lobbyists are trying to water them down, WALL ST. J., April 22, 2010, available at

<http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704133804575197852294753766.html> (June 27, 2010)

³ Michael Greenberger, op cit , p 12

عمليات البورصة (Christopher Cox) كريستوفر كوكس ، أن سوق CDS عبارة عن ثقب أسود في حاجة الى اتخاذ إجراءات تشريعية على الفور .

كما إعترف كل من الرئيس السابق للجنة مراقبة عمليات البورصة آرثر ليفيت و الرئيس السابق للاحتياطي الفدرالي ألان غرينسبان أن تحرير أسواق CDS ساهم في الانهيار الاقتصادي بحريف 2008.¹

¹ Michael Greenberger, op cit , p 12.

خلاصة الفصل الأول :

توصلنا من خلال هذا الفصل الى أن التغيرات التي عرفتها البيئة الاقتصادية بصفة عامة و البيئة المالية بصفة خاصة ، خاصة مع انهيار النظام المالي و النقدي أدى بالضرورة الى البحث عن أدوات مالية أقل تكلفة و أدنى مخاطرة و أعلى عائد و أكثر تحوطا ، و قد تحقق هذا المبتغى من خلال الهندسة المالية التقليدية و التي مكنت من إبتكار مجموعة من الأدوات و التي أصبحت تعرف بالمشتقات المالية ، و التي هي في أصلها عقود مالية يمكن من خلالها شراء الخطر المالي في الأسواق المالية ، و هي مشتقة لأن قيمتها تشتق من قيمة الأصل محل العقد و الذي قد يكون ورقة مالية أو سعر فائدة أو سعر صرف أجنبي..... الخ .

إن هذه الأنواع من المشتقات المالية و التي مكنت الهندسة المالية من إبتكارها تشمل أساسا العقود المستقبلية و العقود الآجلة و عقود الخيارات و عمليات التوريق ، حيث كان الهدف من إبتكاره هذه الادوات المالية هو عملية التحوط في الأسواق المالية بصفة عامة ، أي تجنب المخاطر الاستثمارية المالية ، حيث مكنت هذه الأنواع المستثمر المالي من اتخاذ أي استراتيجية يراها مناسبة له تمكنه من تخفيض الخسائر و تعظيم الأرباح .

و كنتيجة فإن الابتكار المالي يمكن أن يساعد على زيادة كفاءة النظام المالي ، الأمر الذي يسهل عمل السياسة النقدية ، لكنه في نفس الوقت يعقد البيئة التي تعمل فيها السياسة النقدية .

كما يؤدي تطور الابتكار المالي - كنتيجة لاستخدام الهندسة المالية - في وسائل الدفع إلى تخفيض تكاليف المعاملات و بالتالي تسهيل تجارة وتبادل السلع والخدمات ، وهو الذي يجب أن يؤدي في النهاية إلى تخصيص الأمثل للموارد. على المدى الطويل ، فان ذلك سيدعم النمو الاقتصادي .

تشير جميع الشواهد و البيانات أن التوسع في الائتمان خاصة العقاري ، أين لعبت المشتقات المالية دورا في خلق المزيد من فرص منح الائتمان ، وتوسعت البنوك في نظام التوريق و تحويل القروض إلى أسهم وسندات تباع في أسواق مالية ، قائمة على الافتراضات المالية المرتبطة بالمجازفات المستقبلية ، كل هذه الأمور دفعت إلى اندلاع الأزمة خلال

المالية خلال شهر سبتمبر 2008 م في صورة انهيارات متتالية لعدة مؤسسات مالية كبرى ، من بنوك و شركات تأمين و شركات التمويل العقاري و صناديق استثمار . وقد شملت تداعياتها أسواق المال والبورصات لتشمل جميع أنحاء العالم والى جوانب الاقتصاد في صورة ركود خيم على حركة الأسواق ، وانخفاضات في معدل النمو . و بالتالي فلقد أثبتت التجربة أن التمادي في استعمال منتجات الهندسة المالية التقليدية يؤدي في النهاية الى كوارث مالية و إقتصادية و بالتالي بدأ البحث عن بديل مناسب يحل محلها في المعاملات المالية ، و هو منتجات الهندسة المالية الإسلامية و هو ما سنتعرض له خلال فصلنا الثاني .

الفصل الثاني :

مدخل عام للهندسة المالية الإسلامية

تقديم الفصل الثاني :

سجل القرن العشرين ميلاد مفهوم جديد في الممارسة المالية ، و هو مفهوم الهندسة المالية الإسلامية ، حيث بدأت بوادرها الأولى من خلال إنشاء صندوق الحج في ماليزيا ، ثم تجربة بيوت الادخار في مصر ، وقد استطاعت الهندسة المالية الإسلامية خلال مسيرتها منذ ذلك الوقت إلى يومنا هذا ، إثبات وجودها في العالم الاقتصادي و خاصة بعد الأزمة المالية العالمية الحالية ، و فقدان الثقة في النظام المالي التقليدي ، و تأكيد العديد من الأطراف أن الحل في البديل المالي الإسلامي .

إن الحديث عن الهندسة المالية الإسلامية و توسع نشاطها و تفاعلها داخل الاقتصاد المحلي و العالمي ، يدفعنا إلى الحديث عن حلقة من العناصر المترابطة ؛ أولها هو توفر منتجات مالية إسلامية ، تستجيب للمتطلبات الاقتصادية و الشرع في نفس الوقت ، يليها وجود مؤسسات مالية إسلامية تصدرها و ترخص إصدارها لنصل أخيرا إلى سوق مالي إسلامي يعمق الاعتماد عليه أو يرسخ وجودها . فالهندسة المالية الإسلامية صناعة ناشئة مقارنة بنظيرتها التقليدية ، و لكي تكون منافسة لها فهي بحاجة اليوم إلى محفظة متنوعة من الأدوات و المنتجات المالية المرنة و الكافية للاستجابة لشتى المتطلبات التي تفرضها المتغيرات الاقتصادية المحلية و العالمية ، و سوف يتم التطرق للهندسة المالية الإسلامية وكل ما تعلق بها من خلال ما يلي :

المبحث الأول : مدخل للسوق المالية الإسلامية .

المبحث الثاني : ماهية الهندسة المالية الإسلامية .

المبحث الثالث : منتجات الهندسة المالية الإسلامية .

المبحث الأول : مدخل للسوق المالية الإسلامية .

إنه وقبل التطرق للهندسة المالية الإسلامية ومنتجاتها فانه لابد للتطرق للبيئة التي تعمل داخلها ، حيث أن الهندسة المالية الإسلامية تعمل داخل السوق المالية الإسلامية والتي تتمتع بعدة خصائص تميزها عن نظيرتها التقليدية و سيتم التطرق للبيئة الحاضبة للهندسة المالية الإسلامية من خلال :

- المطلب الأول : مفهوم السوق المالي الإسلامي ، مبادئه ، و ضوابطه .
- المطلب الثاني : نشأة ، و تطور السوق المالية الإسلامية ، و أهميتها .
- المطلب الثالث : مقومات قيام سوق مالية إسلامية ، و أوجه التحدي لها .

المطلب الأول : مفهوم السوق المالي الإسلامي ، مبادئه و ضوابطه .

أولا : تعريف السوق المالية الإسلامية .

اتفقت تعاريف السوق المالي في مجملها على فعالية دوره التمويلي للنشاط الاقتصادي، فقد عرف السوق المالي بأنه :

- " سوق منظمة تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية بين المتعاملين في بيع وشراء مختلف الأوراق المالية التي تصدرها الشركات والدول"¹.
- " شبكة للتمويل طويل الأجل ، مبنية على الإصدار ، بمعنى بيع القيم المتداولة - أسهم وسندات- والتي تسمح بتعبئة الادخار الفردي"².
- " سوق الأوراق المالية ، وفيها تنتقل الأموال من الأفراد والشركات إلى المؤسسات المستثمرة من خلال أدواته المالية طويلة الأجل ، فهو إطار لتنظيم وتسيير العمليات فيما يخص القيم المتداولة أو المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القطاع العام والشركات ذات الأسهم"³.

¹ شمعون شمعون ، 1993 ، البورصة ، الجزائر ، دار أطلس للنشر ، ص 07 .

²P.Conso, 1989, La Question financiere de l'entreprise.France: Dunod, 7^{eme} éd, tome 2 , p 387

³ صلاح السيد حودة ، 2000 ، بورصة الأوراق المالية ، القاهرة ، مكتبة الإشعاع الفني ، ، ص 21.

- " مكان التقاء بين عارضي رؤوس أموال طويلة الأجل ، والطالين لها . وذلك بغية تعبئة وتسهيل تدفق الفوائض المالية نحو من لهم عجز مالي ، وفق شروط معينة من أجل المساهمة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية"¹ .
ومن خلال تتبع التعاريف السابقة يتبين أن كل منها قد تناول بعض جوانب نشاط السوق المالي ، ولذلك تقترح هذه الورقة تعريفا أكثر شمولاً ومدلولاً على نشاط السوق المالي ؛ فهي تنظر للسوق المالي باعتباره : مكان أو سوق يلتقي فيه دورياً أعوان مختصون معتمدون حيث يقومون بإبرام صفقات بالبيع و الشراء لقيم متداولة (أوراق مالية) أو أشياء غير موجودة (عقود) تحت نظر الأطراف المتعاقدة ، بأسعار متفاوض عليها ، والتي إما أن تكون بالتقايض (عمليات عاجلة) ، أو بصفة آجلة ، شريطة أن تتم كل العمليات في السوق وتحت مراقبة السلطات العمومية ، ضماناً لحرية التعامل والعقلانية و الالتزام بالمثل الأخلاقية ، بهدف توجيه واستخدام الموارد المتاحة للمجتمع بكفاءة عالية .

تعد السوق المالية من أهم مؤسسات الوساطة المالية في الاقتصاد المعاصر، وهي تؤدي وظيفة متممة لمؤسسات أخرى كالبنوك التجارية ومؤسسات التأمين وغيرها . ويمكن تلخيص الوظائف الاقتصادية للسوق المالي فيما يلي²:

- إيجاد وسيلة فعالة للادخار والاستثمار وذلك بتوفير الأوعية الادخارية القادرة على جذب المدخرات وتوجيهها لأغراض الاستثمار، بما يساعد على تدعيم عملية التكوين الرأسمالي في الاقتصاد ، وزيادة معدلات النمو الاقتصادي فيه.

¹ B.Jacquillat, B.Solnik, 1990, Marchés financière: gestion de portefeuille et des risques. France: Dunod. 2^{eme} éd, p 08.

² محمد علي القرني ، " 1993 ، نحو سوق مالية إسلامية "، دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب ، البنك الإسلامي للتنمية جدة ، المجلد الأول ، العدد الأول ، رجب / ديسمبر ، ص 13.

- يعطي نشاط السوق المالي مؤشرا عاما لاتجاهات الوضع الاقتصادي للدولة ، في مجال الادخار والاستثمار، المحلي والخارجي ، وكذا القدرة على اتخاذ القرار بشأن السياسة النقدية ، و السياسة المالية لتحقيق الاستقرار فيهما¹.
- تحقيق الموازنة بين تفضيلات المدخرين والمستثمرين ، حيث " تمنح السوق المالي للمقرضين إمكانية الحصول على عوائد استثماراتهم ، وفي المقابل تمنح للمقرضين فرصة الحصول على الموارد المالية اللازمة لنشاطهم ، وبالتالي تحقيق ناتج قومي مرتفع للاقتصاد الوطني"².
- تخصيص الموارد وتوجيهها للاستخدامات المختلفة بطريقة تحقق الاستخدام الأمثل لها، حيث "يساعد حسن أداء الأسواق المالية لدورها بين المدخرين والمستثمرين من جهة ، والمؤسسات المالية من جهة ثانية ، على تخصيص الموارد في الاقتصاد الوطني، بشكل يجعل تحركاتها بين مختلف الاستخدامات على قدر من الكفاءة الاقتصادية"³.
- توفير وعاء يمكن من خلاله تسعير مخاطر الاستثمار المالي ، ومن ثم الاستثمار بأنواعه المختلفة، بما يساهم في تحقيق مصالح المتعاملين في الحصول على القيمة الحقيقية للأوراق المالية ، وتكوين تراكم رأسمالي لآجال مختلفة ، وبشكل مستمر .
- تمكين الإدارة المالية من تقليل المخاطر وتوزيعها من خلال التفضيل الزمني لإيراداتها حسب الحاجة بالإضافة إلى تنويع الاستثمارات والتوسع فيها .
- تحقيق السيولة للأموال المستثمرة في شكل أوراق مالية بصورة سهلة ، وتجنب الآثار التضخمية إلى حد بعيد مقارنة بالاستثمار في السوق النقدي .

¹ صلاح الدين حسن السيسي ، 2003 ، بورصات الأوراق المالية ، القاهرة ، عالم الكتب ، ص 21 .

² هيثم صاحب عجم ، وعلي محمد سعود ، 2002 ، التمويل الدولي ، الأردن ، دار الكندي ، ص 82 .

³ معبد علي الجارحي ، 1989 ، " الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام " . الإدارة المالية في الإسلام ، المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية ، مؤسسة آل البيت، عمان ، الجزء الأول ، ص 112 .

- توفير جو المنافسة الضرورية لتأمين حرية المبادلات بفضل ما يسود السوق المالي من انتظام في التعامل ومعرفة بالأسعار وكبر عدد المتعاملين ، مما يؤدي إلى زيادة حجم المبادلات ، وبالتالي تحقيق معدل نمو مقبول في النشاط الاقتصادي .
- تقدم أداة فعالة لمراقبة أداء القطاع الخاص لاسيما شركات المساهمة ، وتوفير طريقة لتبادل المعلومات حول فرص الاستثمار الأمر الذي يزيد من كفاءة قرارات المستثمرين .
- توفير البيانات والمعلومات عن الفرص الاستثمارية المتاحة ومواقعها وتكاليفها ، حيث يساعد وجود سوق مالي ناجح ومتطور في جذب رؤوس أموال خارجية للمشاركة في مشروعات محلية ، وذلك للمدى الذي تسمح به قوانين الاستثمار والشركات والإجراءات التنظيمية للنشاط الاقتصادي¹ .
- ولكي يؤدي السوق المالي دوره الاقتصادي المتمثل في تحقيق شروط الكفاءة الاقتصادية ، أي التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية بين الاستخدامات المختلفة ، أن تتوفر له أنواع أساسية من فرص التعامل و العقود التي تشكل في مجموعها نظاما متحركا ينبض بالحياة .
- غير أن نتائج الدراسات التطبيقية تشير إلى تأكيد ظنون كينز في أن الأسواق المالية العاصرة لا تتمتع بالكفاءة الاقتصادية المتعارف عليها ، وبالتالي فإن دورها في حسن تخصيص الموارد بين الاستخدامات المختلفة يشوبه كثير من الشك² .

1. ماهية السوق المالية الإسلامية : يختلف مفهوم السوق المالي في الإسلام عن المفاهيم التقليدية السابقة الذكر، من حيث - أنه " سوق يهدف إلى جعل المعاملات المالية تعقد في شكل منظم ، ومتفق عليه بين الأطراف المتعاملة ، ووفقا لآجال مختلفة و بناء على قواعد وقيم الشريعة الإسلامية³ .

¹ أحمد محي الدين أحمد ، 1995، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي ، جدة ، مجموعة دلة البركة، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي ، الكتاب الثاني ، ص 51.

² معبد علي الجارحي ، الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام ، مرجع سابق ، ص 129 .

³ كمال توفيق حطاب 2005 ، نحو سوق مالية اسلامية ، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الاسلامي ، جامعة ام القرى ، السعودية ، ص 02 .

- " هي التي يمكن ان تتداول فيها الادوات المالية من اسهم وصكوك اسلامية على الوجه الذي تجيزه الشريعة الاسلامية" ¹ .
- " سوق منظمة يتم فيها تلاقي ارادة المتعاقدين للتعامل بمختلف الادوات المالية الشرعية" ² .
- " سوق منظمة تتعقد في مكان معين و في اوقات دورية للتعامل الشرعي بيعا و شراء لمختلف الادوات المالية ، وتهدف الى تعبئة المدخرات النقدية و توجيهها نحو المشروعات المنتجة" ³
- وفي الأخير يمكن القول أن السوق المالية الاسلامية هي الاطار القانوني المنظم الذي يتم فيه تحويل أو انتقال الاموال من الجهات أو الاشخاص الذين لديهم فوائض مالية الى الجهات أو الاشخاص الذين لديهم نقص أو حاجة الى الأموال يتولى ادارته أو الاشراف عليه هيئة لها نظامها الخاص ، تحكمه لوائح وقوانين و اعراف و تقاليد ، يتعامل فيها الراغبون في الاستثمار بوسائل و ادوات اسلامية مشروعة بما يساعد على تنمية الادخار و تشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد الاسلامي و النظام المالي الاسلامي .

ثانيا : مبادئ ، وضوابط السوق المالية الاسلامية :

يوجد مجموعة من المبادئ و الضوابط الشرعية العامة التي تميز السوق المالية الإسلامية و تجنبها من الوقوع في الأزمات منها ما يلي ⁴ :

1. الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية : بشكل عام تدخل الإسلام في السوق حيث حرم كل عقد يؤدي

إلى الربا والظلم والغرر والغبن و التدليس ، و فلسفة الإسلام في ذلك أنها شروط أساسية للمنافسة الكفؤة

الشريفة ، وبطبيعة الحال ينطبق هذا المبدأ على السوق المالية الإسلامية ، أي السوق المنضبطة بالضوابط

¹ كمال توفيق خطاب ، نحو سوق مالية اسلامية ، نفس المرجع السابق ، ص 03 .

² احمد السعد 2008 ، الاسواق المالية المعاصرة ، دراسة فقهية ، دار الكتاب النقائي ، عمان ، ص 19 .

³ احمد محي الدين 1995 ، اسواق الاوراق المالية و اثارها الانمائية في الاقتصاد الاسلامي ، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الاسلامي ، الكتاب الثاني ، ص 24 .

⁴ أحمد محمد نصار ، " الأسواق المالية الإسلامية " ، تاريخ الاطلاع : 2010/06/05 من الموقع :

الشرعية ، و لم يتدخل الإسلام بآلية السوق (العرض والطلب) لأنها من الحريات الطبيعية التي أقرتها الشريعة الإسلامية كشرط مكمل وكافي لأداء السوق بكفاءة¹.

2. **تجنب مختلف المعاملات الربوية²** : (سواء في مجال الديون (ربا النسيئة) ، أو في مجال البيوع (ربا البيوع) ، باعتبار أن الفوائد الربوية هي المولد والمنشط للأزمات الاقتصادية بصفة عامة ، والأزمات في السوق المالي بصفة خاصة.

3. **تجنب البيوع غير المشروعة** : التي يتم بعضها في سوق الأوراق المالية المعاصرة مثل³ : بيع الغرر ، بيع العينة⁴ ، بيع الكالئ بالكالئ⁵ ، بيع ما ليس عندك⁶ ، بيعتين في بيعة واحدة⁷ ، بيع النجش⁸... الخ .

4. **الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي** : في الأسواق المالية المعاصرة تكثر المضاربات غير الأخلاقية من بعض المتعاملين بالسوق المالي فيقومون بشراء الأوراق المالية ويبيعها ليس بغرض الاستثمار ، أو الربح ولكن بغرض التأثير على 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

¹ حسين حسن شحاتة ، 1420/1999 " المنهج الإسلامي لتشخيص و معالجة أزمات سوق الأوراق المالية " ، الاقتصاد الإسلامي ، الصادرة عن بنك دبي الإسلامي بدولة الإمارات العربية المتحدة ، العدد 216 ، ربيع الأول / يونيو ، ص 13.

² عبد الرزاق رحيم جدي الهيبي ، 1998 ، المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق ، عمان ، دار أسامة ، ص 57 و ما بعدها.

³ بيع الغرر هو: البيع الذي يتضمن خطراً يلحق أحد المتعاقدين فيؤدي إلى ضياع ماله أو جزء منه. نزيه حماد، مرجع سابق ، ص 86).

⁴ بيع العينة هو: أن يبيع الرجل السلعة إلى أجل ، ثم يشتريها ممن باعها له بثمن أقل من الثمن الذي باعها له به.

⁵ . بيع الكالئ بالكالئ هو: بيع النسيئة بالنسيئة، أو الدين المؤخر بالدين المؤخر. وهو من البيوع المنهي عنها، وصوره عند الفقهاء خمس (أنظر: نزيه حماد، معجم المصطلحات الاقتصادية في لغة الفقهاء. الولايات المتحدة الأمريكية، المركز العالمي للفكر الإسلامي، 1993/1414، ص 229).

⁶ . بيع ما ليس عندك هو : بيع سلعة ليست موجودة عند البائع أو شيئاً قبل تملكه .

⁷ . بيعتين في بيعة واحدة هو: أن يجمع البائع بين صفتين ويبيعهما في آن واحد. وعلّة المنع أن الثمن الحقيقي في كل من البيعتين مجهول (أنظر: نزيه حماد ، معجم المصطلحات الاقتصادية في لغة الفقهاء ، الولايات المتحدة الأمريكية المركز العالمي للفكر الإسلامي، 1993/1414، ص 229) .

⁸ . بيع النجش هو : أن يتفق البائع مع شخص آخر ليزيد في ثمن السلعة المعروضة ، وهو لا يقصد شراءها ، ليقنتدي به الراغب ، فيزيد لزيادته ظناً منه أن تلك الزيادة لرخص السلعة ، اغتراباً به ، وهذه خديعة محرمة . وحيث كان مفهوم النجش عند الفقهاء الزيادة في المبيع بقصد الخديعة والتغريب ، فإنه لا فرق بين أن يكون ناجش مالكا للسلعة أم لا .

الحقيقي وليس الوهمي كالمشاركات والبيع و الإجازات وغيرها من العقود ، بالإضافة إلى ذلك فإن الإسلام قد حرم الاحتكار .

5. **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 ، وهذا مبدأ مهم من مبادئ الاقتصاد الإسلامي ، حيث أنه لا يوجد تناقض بين الأهداف الكلية للمجتمع في التنمية الاقتصادية وآلية تعامل الأفراد في السوق الإسلامية .

6. **الإفصاح عن المعلومات بشكل دقيق وكافٍ ومتساوي :** حيث أعطى الإسلام أهمية كبيرة لدور المعلومات في السوق ، فحرم إعطاء معلومات غير صحيحة للمشتري ، يقول الرسول صلى الله عليه وسلم البيعان بالخيار ما لم يتفرقا فإن صدقا وبينا بورك لهما في بيعهما وإن كتما وكذبا محقت بركة بيعهما. " فيجب إعطاء معلومات صادقة عن السلعة محل التعاقد ، وبالتالي فإن تأسيس سوق مالي إسلامي يتسم بالإفصاح والشفافية هو أمر في غاية الأهمية.

7. **شروع الصدق والشفافية و الأمانة :** في المعاملات المالية، وتقديم البيانات والمعلومات الصحيحة حول العقود والصفقات وظروف المختلفة للسوق المالي.

8. **الوفاء بالعهود والعقود :** وتداول الأوراق المالية الإسلامية الرائجة في السوق المالي الإسلامي ، واستحداث منتجات مالية من شأنها أن تشجع المدخرين المحليين على توظيف أموالهم ، وكذا إعادة توطين الأموال المهاجرة خارج البلاد الإسلامية.

ثالثا : حاجة الاقتصاد الإسلامي إلى أسواق المال .

إن مؤسسات الوساطة المالية ، ومنها أسواق المال ، هي وسائل لتحقيق الكفاءة الاقتصادية ، ولذلك تستمد أهمية وجودها من أهمية ما تؤدي إليه . وفي عصر وصار تحقيق ارتفاع مستمر في مستوى معيشة جميع الأفراد غاية متفق

على ضرورة الوصول إليها في كل المجتمعات ، تصبح لأسواق المال أهمية بالغة وتؤدي وظائف أساسية في الحياة الاقتصادية المعاصرة . فإذا كان الأمر كذلك بالنسبة للمجتمعات بشكل عام فهو بشكل أخص بالنسبة للمجتمع الإسلامي، وذلك للأسباب التالية¹ :

- لكون الاقتصاد الإسلامي اقتصاد مشاركة وليس القرض فيه وسيلة تمويل ، ولذلك كانت الأوعية التي تؤدي إلى تعبئة المدخرات بطريقة المساهمة في رأس المال والمشاركة في مخاطر الاستثمار وفي الأرباح (ومنها أسواق المال) هي مؤسسات ملائمة للاقتصاد الإسلامي ومناسبة لطبيعته لأنها توفر الصيغ التي تمكن من توفير الأموال للمنظمين وتحقيق السيولة للمدخرين ضمن الحدود الشرعية .
- لاعتماد نشاطات البنوك الإسلامية على الاستثمار وليس على الإقراض ، في توجه تحدي فائض السيولة كونها لا تتوفر على صيغ يتم من خلالها تشغيل المدخرات لمدد قصيرة ، ومن ثم يمكن أن تلعب الأسواق المالية دور المؤسسات المساعدة والمتممة للنموذج المصرفي الإسلامي لأنها تقدم أوعية يمكن من خلالها تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد المالية المتاحة للبنك دون الإخلال بالتوازن المطلوب بين السيولة والربحية.
- ويضاف إلى ذلك مساهمة تكنولوجيات الإعلام و الاتصال في تطوير نشاط السوق المالي الإسلامي ، من خلال استعراض اتجاهات الأسواق المالية العربية والأوربية ، ومعاملاتها المتوافقة مع الشريعة الإسلامية ، وفي ظل هذا النجاح يمكن أن ترتفع قدرة السوق المالي الإسلامي على تحدي مستويات المنافسة التي تفرضها الأسواق المالية المعاصرة .

¹ محمد علي القرني ، " نحو سوق مالية إسلامية " ، مرجع سابق ، ص 12.

المطلب الثاني : نشأة ، و تطور السوق المالية الإسلامية ، و أهميتها .

أولاً : نشأة ، و تطور السوق المالية الإسلامية .

بدأت تظهر فكرة إنشاء سوق مالية إسلامية منذ حوالي عقدين من الزمن ، و طرح هذه الفكرة الدكتور سامي حمود وذلك في ندوة البركة الثانية في تونس عام 1984 ، حيث اقترح تداول الحصص الاستثمارية في حالات السلم و الإيجار و المراجعة ، و اقترح فكرة إنشاء شركة مساهمة تابعة لبنك البركة البحريني الإسلامي تكون متخصصة في تمويل المراجعة و تكون أسهمها قابلة للبيع و الشراء وفق أسعار معلنة مسبقاً على أساس محسوب تبعاً للعملية المنفذة و الأرباح المستحقة¹ . و تم فعلاً ذلك في البحرين عام 1986 بتأسيس شركات مساهمة إسلامية ، و عدة شركات استثمارية للأوراق المالية . تواصلت التجارب بعد ذلك في إنشاء سوق مالية إسلامية والتي بدأت تظهر بوادرها في إصدار عدد من البنوك الإسلامية لبعض أنواع الصكوك والشهادات ، و بدأت المؤسسات المالية الإسلامية بالتعاون لإيجاد أدوات مالية مستمدة من الشريعة الإسلامية ، تشكل أساساً لإقامة سوق مالية إسلامية .

كما أكد الدكتور " محمد سيد مناعي " هذه الفكرة ، في بحث مقدم في ندوة عقدت بألمانيا سنة 1986 وأكد على تطوير أدوات مالية إسلامية جديدة و تأسيس سوق ثانوية لهذه الأدوات، وهو ما أعيد التركيز عليه في القاهرة سنة 1988 بضرورة إنشاء سوق مالية إسلامية لتسهيل عملية انتقال و استثمار الأموال المشروعة في البلاد الإسلامية² .

وقد كانت نتيجة هذه النداءات المتكررة صدور العديد من الأدوات المالية الإسلامية من صناديق استثمارية أو من بنوك إسلامية ، حيث قامت العديد من الدول المؤسسات المالية الإسلامية بإصدار أوراق مالية إسلامية و طرحها للتداول ، مثل سندات السلم و سندات المقارضة في الأردن ، شهادات القرض الحسن بماليزيا ، شهادات المشاركة في

¹ سليمان ناصر، "2003 السوق المالية الإسلامية-كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي"، مجلة مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، دورية ربع سنوية يصدرها مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي ، جامعة الأزهر، القاهرة، العدد الحادي و العشرون ، السنة السابعة ، ص 07 .

² رايح حدة ، " دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية"، مرجع سبق ذكره ، ص 471 .

باكستان وشهادات صناديق التمويل في السودان... وكذلك تأسيس السوق المالية الإسلامية العالمية في البحرين سنة 2002 التي تسعى أن تكون لاعباً فعالاً في تطوير سوق رأس المال وسوق النقد الإسلاميين ، ومركز إدارة السيولة المالية سنة 2002 وهو شركة مساهمة بحرينية حصل على ترخيص كبنك استثماري إسلامي والذي من بين مهامه مساعدة المؤسسات المالية الإسلامية على إصدار الصكوك الإسلامية .

ثانياً : أهمية إنشاء السوق المالية الإسلامية : إن أهمية السوق المالية الإسلامية تتجلى فيما يمكن أن تقدمه لتنمية الاقتصاد والتي تتمثل خاصة فيما يلي :

- تلبية احتياجات المستثمرين الذين يتجنبون التعامل بالفوائد الربوية : تعمل السوق المالية الإسلامية على تعبئة وتجميع المدخرات و توجيهها لتمويل مختلف المشروعات والأنشطة الاستثمارية المنتجة ، وذلك من خلال نشر الوعي الادخاري الإسلامي واستقطاب الأموال المكتنزة .¹
- التخلص من التبعية المالية والاقتصادية وتوفير التمويل اللاربوي : تساهم السوق المالية الإسلامية في تدعيم اقتصاديات الدول الإسلامية وتحقيق التكامل والتوازن فيما بينها، مما يساهم في بناء اقتصاد إسلامي يُمكن من خلاله التخلص والتحرر من السيطرة وقيود التبعية الاقتصادية والمالية التي تعاني منها معظم الدول الإسلامية .²
- توفير الإطار الشرعي المناسب لعمل المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية : لعلّ المبرر الأساسي الذي يؤدي إلى قيام سوق مالية إسلامية ، هو توفيرها على الإطار الشرعي الأساسي الذي يلائم و يواكب طبيعة عمل المصارف و المؤسسات المالية الإسلامية ، وذلك في أعقاب التوسّع الذي شهدته العمل المصرفي الإسلامي .
- تمثل الوعاء الذي يستوعب السيولة المتوافرة في البلاد الإسلامية ، و يحقق الأهداف التنموية ، والتوازن ،

¹ زكريا سلامة شطناوي ، (2009) " الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي "، دار الفنائس ، الأردن ، ص 236 .

² أشرف محمد دوابة ، " نحو سوق مالية إسلامية " ، مرجع سابق ، ص 152 .

والتكامل للدول الإسلامية¹.

- تعد آلية استثمارية لإدارة الفائض نحو تشغيل الأصول المالية، وللمؤسسات المالية الإسلامية ، ولاحترضان الأدوات المالية الإسلامية .
 - تعد السوق المالية الإسلامية عموماً ، وبورصة الأوراق المالية الإسلامية خاصة آلية هامة لكل مستثمر مسلم ، تحقق له أهداف التحوط والتنويع ؛ حيث يتمكن من تقليل خسائره ، و مخاطره ، وزيادة عائداته ، وذلك بتنويع محفظته المالية ، واختيار الأدوات الأكثر نجاحاً ومشروعية .
 - إن إقامة سوق مالية إسلامية يعتبر أكثر من ضرورة لتطوير العمل المصرفي الإسلامي ، ومدته بالظروف الملائمة لمنافسة النظام المصرفي التقليدي ، بما يؤدي إلى زيادة الكفاءة والعدالة ، وبالتالي زيادة معدلات النمو و الرفاهية.
- المطلب الثالث : مقومات قيام سوق مالية إسلامية و أوجه التحدي لها .**

أولاً : مقومات ، و متطلبات قيام سوق مالية إسلامية

- 1- المقومات :** بالرغم من أن أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية نشأت اعتماداً على المنهج الرأسمالي الربوي ، و بقيت ضيقة في حجم معاملاتها ، ومؤسستها²، إلا أنه يتوفر لها كل مقومات قيام سوق مالي إسلامي ، نذكر منها ما يلي³:

- المال: وهو متوفر، إذا تم استثماره داخل البلاد الإسلامية .
- الأوراق المالية الإسلامية : لقد تمكن رجال الفقه و الاقتصاد الإسلامي من صياغة أوراق مالية ، خالية من المعاملات الربوية ، تكون بديلة لمثيلاتها في السوق المالي التقليدي.

¹ مجمع الفقه الإسلامي، قرار رقم 74 (8/5) بشأن تطبيقات شرعية لإقامة السوق المالية الإسلامية، من موقعه: www.fiqhacademy.org.sa

² أحمد محي الدين أحمد ، 1995 ، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإيجابية في الاقتصاد الإسلامي ، جدة : مجموعة دلة البركة ، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي ، ص 57.

³ حسين حسين شحاته ، مرجع سابق ، ص 14.

- المؤسسات المالية المصدرة للأوراق المالية : فهي في حاجة إلى تمويل إسلامي لحمايتها من تلاعب المضاربين والمقامرين في استثمارها ومدخراتها.
 - توفر المتخصصين من علماء الفقه الإسلامي وخبراء المال والأسواق والاقتصاد الإسلامي ، الذين يعملون على توجيه المعاملات المالية وفق الضوابط الشرعية.
- 2- المتطلبات :** وحتى يتم إنشاء سوق مالي إسلامي بمقوماته السابقة يتطلب الأمر ما يلي¹:
- إعادة صياغة القوانين التي تحكم أسواق الأوراق المالية القائمة في البلاد الإسلامية لتتفق مع قواعد ومبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية .
 - إصدار أوراق مالية جديدة كبديل للأوراق المالية الحالية والتي تبين أنها مخالفة للشريعة الإسلامية ، وفي الفقه الإسلامي متسع لذلك .
 - وضع ميثاق لقيم المتعاملين في أسواق الأوراق المالية الإسلامية يتضمن الدوافع والزواجر (الثواب والعقاب) ، حتى يمكن ضمان عدم انحرافهم عن شرع الله .
 - وضع ميثاق بين كافة الدول الإسلامية للتعاون و التنسيق بينهم في التعامل في أسواق الأوراق المالية الموجودة لديهم .
 - التوسع في إنشاء المؤسسات المالية الإسلامية " مصارف إسلامية - شركات استثمار إسلامية- صناديق استثمار إسلامية - شركات سمسة إسلامية..." لدعم التعامل في أسواق الأوراق المالية الإسلامية .

ثانيا : أوجه التحدي أمام قيام السوق المالية الإسلامية :

تقوم منهجية بناء نموذج السوق المالي الإسلامي على استراتيجية متعددة المحاور، فهي تستفيد من تجربة عمل الأسواق المالية العالمية في كل جوانبها باعتبارها رصيذا حضاريا إنسانيا مشتركا ، وذلك من خلال تحديد العناصر التي

¹ حسين شحاتة و فياض عطية ، 2001 ، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية ، القاهرة : مكتبة التقوى ، ص 101.

لا يقوم السوق المالي إلا بها، ومن ثم السعي لبناء صيغ إسلامية بديلة لها كلما كانت هذه العناصر تخالف أحكام الشريعة الإسلامية ، وذلك يستدعي تطوير الأوراق المحرمة شرعا واقتراح البدائل لها واستحداث عناصر أخرى تقع كلها في دائرة الحلال .

1- المنهج الإسلامي لتطوير الأوراق المحرمة شرعا واقتراح البدائل : إن الأدوات المالية التي يتم العمل بها في

الأسواق المالية حاليا تتمثل في نوعين أساسيين هما: الأسهم والسندات, بالإضافة إلى اشتقاق أدوات مالية قابلة للتداول, من عقود مستقبلية مختلفة, حيث يمثل توفر وتنوع وفعالية البدائل ومستحدثاتها في مجال الأدوات المالية الإسلامية أكبر التحديات التي توجه السوق المالي الإسلامي.

2- منهجية وإجراءات التعامل في الأسواق المالية الإسلامية : إن تحدي المنافسة القوية للأسواق المالية المعاصرة

يفرض على الأسواق المالية الإسلامية استحداث أوراق مالية بعيدة عن دائرة الربا المحرم شرعا, وتنظيم تداولها وطرق التعامل بها فيها, ويتعلق الأمر بعمليات السمسرة, وأوامر البورصة, وتسعير الأوراق المتداولة وتنفيذ وتسوية الصفقات ، وسداد قيمها..... الخ . وبالإضافة إلى ذلك ، فقد قام رجال الفقه المعاصرين بدراسة الأوراق المالية السائدة في الأسواق على أساس القواعد الشرعية ، فاستبعدوا منها كل ما هو مرتبط بنظام الفائدة (بشكل مباشر وغير مباشر)، وأجازوا منها ما كان قائما على مبدأ المشاركة في الربح أو الخسارة ، وبشرط أن يكون النشاط الممول عن طريق الأوراق المالية حلالاً¹.

- في مجال الوساطة في السوق المالي الإسلامي (دور سمسرة الأوراق المالية) السمسار هو "وسيط حر"²

لا يقدم أي ضمان بالوفاء ويقتصر دوره في توضيح وتقديم المعلومات الكافية حول موضوع الصفقة (المبلغ, الأجل ، وعمليات التنفيذ) ، على أن يتقاضى عمولة مقابل عمله ، تحدد من قيمة الصفقة ، والسمسار هنا

¹ عبد الرحمان يسري أحمد، مرجع سابق، ص 357.

² محمد بشير علي، 1985، القاموس الاقتصادي، المؤسسة العربية للدراسات و النشر، بيروت، ص 67.

قام بدور الوكيل¹ في عملية إبرام الصفقة (عملية البيع والشراء) ، فلا يظهر اسمه في هذه الأخيرة, بينما يظهر فقط اسم وإمضاء المتعاقدين.

- في مجال أوامر البورصة في السوق المالي الإسلامي : إن عملية الوساطة (السمسرة) السابقة تقوم أساسا على تنفيذ محتوى الصفقة بأمر من العميل ، (سواء ما تعلق منها بالشراء او البيع) مع تحديد طريقة التنفيذ للسمسار بكل وضوح (من حيث الكمية ، الأجل ، والسعر...). ، وقد يترك الأمر إلى السمسار حسب ما يراه ملائم و يراعي في ذلك دائما الحفاظ على مصلحة موكله (العميل) . وهذه العملية (الأوامر) إجراء مقبول في الشريعة الإسلامية ، على شرط أن يكون هذا التوكيل (تنفيذ الأمر) ، ومهما اختلفت أنواعه وأشكاله ، يدخل في باب الحلال وموضوعه جائز شرعا .

- تسعير الأوراق المالية في السوق المالي الإسلامي : نظام التسعير للأوراق المالية في السوق المالي يخضع عادة لقانون العرض والطلب كما في أي سوق , بالرغم من أن السوق المالي يحتاج إلى معلومات دقيقة وسريعة وصحيحة في تحديد السعر ، فهذا القانون يتفق مع ما جاءت به الشريعة ، على أن يسود هذا السوق المنافسة المشروع بين المتعاملين ، والابتعاد عن جميع أوجه الاحتكار المحرم شرعا ، والذي يؤثر سلبا على المستوى العام للأسعار في السوق المالي ، فالحرية في التعامل والصدق والتراضي بين الأطراف المتعاقدة هو الذي يساعد قانون العرض والطلب على استخراج السعر الملائم والصحيح ، بهدف منع الضرر، وتحقيقا للمصلحة العامة.

- تنفيذ وتسوية الصفقات في السوق المالي الإسلامي : إذا تم تنظيم معاملات السوق المالي ، بنفس الضوابط السابقة الذكر من مشروعية أدواتها المالية ، وإجراءاتها العملية من تسعير و وساطة و تنفيذ للأوامر ، فهي سوق

¹ الوكيل هو : شخص مفوض من قبل الغير. حيث أن الوكالة في اللغة هي التفويض إلى الغير، ورد الأمر إليه. ومعناها في الاصطلاح الفقهي إقامة الغير مقام النفس فيما يقبل النيابة من التصرفات ، فهي عبارة عن تفويض تصرف إلى الغير ليفعله في حياته بشروط خاصة .

مالية مشروعة ، طالما أن العقود المبرمة في هذه سوق تضمن حقوق المتعاملين وتحافظ على مصالحهم ، وتدخل في مجال الأعمال الحائزة شرعا . وبالتالي يتم تنفيذ وتسوية الصفقات في السوق المالي من غير ضرر أو قلق¹.

- **عمليات المضاربة في السوق المالي الإسلامي** : لقد تعددت آراء الفقهاء حول جواز عمليات المضاربة في السوق المالي الإسلامي² ، حيث يذهب البعض إلى استبعادها من معاملات أية سوق إسلامية للأوراق المالية ، بدليل أنها مخالفة لقواعد المعاملات ولأضرارها على النشاط الاقتصادي عامة ، ويصنفها الفقهاء كنوع من البيوع الفاسدة ، وشكل من المقامرة ، ومن جهة أخرى يذهب بع الباحثين المعاصرين إلى أن المضاربة في البورصة من حيث أنها بيع وشراء الأوراق المالية لا شيء فيها طبقا للرأي القائل بعدم اشتراط نية المشاركة عند شراء الأسهم ، وإن وجود المخاطرة في عمليات المضاربة لا شيء فيه أيضا، لأن الأصل في التجارة المخاطرة ، ولكن يشترط أن تكون المخاطرة محسوبة ومبينة على قدرة تنبئية لدى المضارب إلا كانت نوعا من المقامرة ، وتدخل ضمن الممارسات غير الأخلاقية ، خاصة إذا رافقها احتكار وتضليل في المعلومات التي تتعلق بأسلوب التعاقد ، فالمضاربة حسب هذا الرأي جائزة إذا جردت مما علق بها من الشوائب بأسلوب العقد والممارسات غير الأخلاقية المصاحبة لها³.

ويكيف الاقتصاد الإسلامي هذه الممارسات بوضع قيود وإجراءات تحد من توسعها مثل⁴ :

- استخدام السياسة الضريبية ، مع مراعاة النمو في سعر هذه الضريبة حسب مدة الاحتفاظ بالورقة .
- تحديد نسبة الاستثمار في الأوراق المالية لكبار المتعاملين ، فلا يمكنهم التأثير على السوق وتوجيهه نحو المضاربة .
- وضع قيود على تغير الأسعار (أي التسعير) في حالة الضرورة .
- فرض عقوبات على من يحاول أن يثير نشاط غير أخلاقي من مثل عمليات التزوير والكذب .

¹ أشرف محمد دوابة ، 2006/1427 ، نحو سوق مالية إسلامية ، القاهرة ، دار السلام ، ص 87 وما بعدها.

² عبد الرحمن يسري أحمد ، مرجع سابق ، ص 357 .

³ مجلة الاقتصاد الإسلامي الصادرة عن بنك دبي الإسلامي بدولة الإمارات العربية المتحدة، العدد 205 ، نيسان 1998، ص 28.

⁴ شعبان محمد إسلام البراوي ، مرجع سابق ، ص 183.

- **تحديات أخرى تواجه السوق المالي الإسلامي :** إضافة إلى التحديات السالفة الذكر والمتعلقة بتطوير بعض الأوراق المالية المحرمة وتكييفها أو اقتراح بدائل عنها تكون صالحة للتداول في السوق المالي الإسلامي ، وكذا توضيح منهجية وإجراءات التعامل فيه ، يوجه السوق المالي الإسلامي تحديات أخرى من حيث جوانبه التنظيمية والإدارية والجغرافية والشرعية ، ومن حيث تنمية القدرة على التنافس ومواجهة الأزمات المالية.
- **من الناحية التنظيمية والإدارية :** إن الشكل الإداري و التنظيمي الذي تتخذه المؤسسات العاملة في مجال الأوراق المالية تحكمه السياسة الشرعية التي يقررها ذوو الاختصاص في هذا الشأن ، على حسب ما تقتضيه المصلحة العامة ، وليس ثمة نص شرعي يمنع من اتخاذ شكل معين او تنظيم معين ، وليس من قيد عليها إلا قيد المصلحة التي تحققها أو المفسدة التي تمنعها ، فالهدف من السوق المالي الإسلامي هو تحقيق المصالح المشروعة و تلبية المتطلبات التنموية المفيدة ، مما يشجع ويجفز المؤسسات على الدخول في هذه السوق بكل إمكانياتها المالية والتنظيمية .
- **من حيث التوسع الجغرافي :** لقد أثبتت الأسواق المالية الإسلامية قدرتها على التواجد في كثير من دول العالم الإسلامي ، كما انتشرت المعاملات المالية الإسلامية في كثير من الأسواق العالمية المعاصرة ، ويعتبر ذلك مؤشر على قدرة الأسواق المالية الإسلامية على الانتشار في كل الأمصار، وهو مؤشر نجاح وقدرة الأوراق المالية الإسلامية على المنافسة حتى في الأسواق التي لا تطبق أحكام الشريعة الإسلامية ، فقد فتحت فروع للأسواق مالية إسلامية داخل الأسواق التقليدية لحماية الأوراق المالية الإسلامية وهذا ما حدث فعلا في العديد من الأسواق مثل : سوق الكويت للأوراق المالية ، البحرين والباكستان وإيران ، وكذا وجود معاملات إسلامية أو مقبولة إسلاميا في أسواق المال في بريطانيا.
- **من حيث فقه وأسس الزكاة في الأوراق المالية :** لقد توصل الفكر الاقتصادي والمالي الإسلامي إلى مجموعة من القرارات التي تستحق الدراسة والاستفادة منها في التطبيق المعاصر وترجمتها إلى صورة عملية تساعد المسلم أو

المؤسسة التي تنشط في السوق المالي الإسلامي, في تحديد وقياس زكاة الأوراق المالية ، وتصميم نماذج محاسبة يسترشد بها المسلم المالك لهذه الأوراق في حساب زكاتها¹.

ويعتبر هذا العنصر عامل تميز وتأكيد على شرعية المعاملات المالية في السوق المالي الإسلامي من ناحية ، ودليل إثبات لإنصافه وعدالته وارتباطه مع باقي مؤسسات الاقتصاد الإسلامي من ناحية أخرى ، ويمثل هذا عاملاً إيجابياً يساهم في زيادة القدرة الذاتية للسوق المالي الإسلامي على مواجهة التحدي التي تفرضه المنافسة الخارجية للأسواق المالية المعاصرة .

ثالثاً : فكرة إنشاء سوق مالية إسلامية موحدة .

قد يتوفر لكل دولة إمكانية لإقامة سوق مالية خاصة بها خاصة إذا كانت لديها عدد كبير من البنوك أو المؤسسات المالية الإسلامية ، (مثل البحرين والكويت) ، كما يدخل في هذا الإطار كذلك تلك الدول التي قامت بأسلمة كامل نظامها المصرفي خاصة ، مثل (الباكستان وإيران ، وماليزيا). أما الدول التي لا يوجد بها عدد كبير من المؤسسات المالية والبنوك الإسلامية ، فالمطلوب توفر سوق مالية إسلامية ، تحقق لها أهدافها التمويلية من الناحية الشرعية .

وباعتبار سوق رأس المال من أهم الأسواق التي تستند عليها التكتلات الاقتصادية من أجل تحقيق التكامل فيما بينها ، ورغم تأخر الدول الإسلامية في تحقيق التكامل في أسواق السلع والخدمات وأسواق العمل ، فإن هذا لا يحول دون التعاون فيما بينها لإنشاء سوق مالية إسلامية موحدة ، لما في ذلك من العديد من المنافع وفي مقدمتها² :

¹ حسين شحاتة وعطية فياض، حسين شحاتة و فياض عطية ، 2001 ، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية ، القاهرة : مكتبة التقوى مرجع سابق ، ص105 .

² أشرف محمد دوابة ، نحو سوق مالية إسلامية ، مرجع سابق ، ص151.

- ترسيخ مفاهيم التعاون والتضامن الاقتصادي بين الدول الإسلامية ، ذلك أن إقامة سوق مالية إسلامية موحدة من شأنه المساهمة في بناء استراتيجية للعمل الجماعي لمواجهة التحدي الذي تفرضه المتغيرات الاقتصادية الحديثة في ظل الانفتاح التجاري على الأسواق الدولية ، ومنها أسواق رأس المال العالمية .
- تدعيم الاقتصاديات الإسلامية وتحقيق التكامل والتوازن فيما بينها ، مما يساهم في بناء اقتصاد إسلامي قادر على التحرر من قيود التبعية الاقتصادية وقربنتها التبعية السياسية ، ومن ثم المساعدة على تحقيق الاستقرار الاقتصادي والاجتماع والسياسي .
- مساندة جهود التنمية في البلاد الإسلامية من خلال إشراك الشعوب الإسلامية في التنمية ، مما يرشد السلوكيات الاقتصادية في مجال الادخار و الاستهلاك ، ويساهم في التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية الإسلامية .
- الإسراع في تنشيط الاقتصاديات الإسلامية وحمايتها من آثار الركود والتباطؤ في معدلات النمو ، وتوفير التمويل اللازم لمؤسساتها.
- استعادة توطن رؤوس الأموال الإسلامية المستثمرة في خارج الأسواق المالية الإسلامية ، وتنشيط حركية تدفق رؤوس الأموال بين الدول الإسلامية ، علما بأن رأس المال الإسلامي كفيل بتلبية الاحتياجات الاستثمارية في الدول الإسلامية.
- إيجاد وتطوير الأدوات المالية الإسلامية القابلة للتداول ، وخاصة في ظل الطلب المتزايد عليها والذي يقدر نموه بمعدل 15% سنويا . وإعطاء دفعة قوية لنشاط المؤسسات والبنوك الإسلامية في أنحاء مختلفة ، مما يساعدها على إدارة وتلبية احتياجاتها المالية ، ويؤهلها لمواجهة تحديات منافسة البنوك التقليدية في ظل بيئة مالية متكافئة. وقد أصبحت السوق المالية الإسلامية العالمية حقيقية واقعة فرضت نفسها علي المعاملات المالية ، حيث بلغ حجم المعاملات الإسلامية في الأسواق العالمية 180 مليار دولار، وهي تنمو بمعدل 25% كل سنة. وقد دفعت هذه التغيرات مؤسسة داو جونز العالمية لإصدار 60 مؤشرا إسلاميا لإرشاد المتعاملين في هذه السوق ،

وكذلك صدور مؤشر فاينا نشيال تايمز الإسلامي مما يؤكد التسابق العالمي نحو تقديم خدمات التعامل الإسلامي في الأوراق المالية للوفاء بالطلب المتزايد علي هذه السوق ، وقد ساعد علي ذلك إنشاء المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية بالبحرين ليتولى التصديق علي الأدوات المالية المتداولة لتسهيل قبولها وتداولها في السوق وإصدار اللوائح والضوابط التي تساعد علي إيجاد معايير محددة للتعامل في السوق المالية الإسلامية . ولعل أهم التحديات التي تواجه عمل السوق المالية الإسلامية العالمية هي: الحاجة إلي تطوير منتجاتها وكذلك الحاجة إلي الاندماج لتشكيل كيان مصرفي قادر علي المنافسة وتقليل تكلفة الخدمات. ومن المفيد الإشارة هنا أن الأسواق المالية العربية تستطيع الاستفادة من السوق المالية الإسلامية خاصة فيما يتعلق بحماية صغار المتعاملين وقواعد الشفافية والإفصاح .

رابعا : التطبيقات ، و التجارب للأسواق المالية الإسلامية

وفيما يلي سوف نستعرض أهم التجارب فيما يخص السوق المالية الإسلامية¹ :

1. السوق المالية الإسلامية الدولية : هي هيئة عالمية تعنى بتوحيد المعايير لشريحة أسواق المال ورؤوس المال الإسلامية في قطاع الخدمات المالية الإسلامية ، وذلك لتوفير ما تحتاجه البنوك الإسلامية الدولية من سيولة ومنتجات مصرفية إسلامية . وتطوير سوق رأس المال وسوق النقد الإسلامية ، تأسست السوق المالية الدولية عام 2002 بفضل الجهود المشتركة للمصارف المركزية في كل من البحرين وبروناي و أندونيسيا وماليزيا والسودان والبنك الإسلامي للتنمية ، واتخذت من دولة البحرين مقرا لها باعتبارها من أكبر المراكز للمؤسسات المالية الإسلامية حيث يوجد بها 38 مؤسسة وعدد من المؤسسات المساندة مثل هيئة المحاسبة ، و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، والوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف ومركز إدارة السيولة والمجلس العام للسيولة الإسلامية ، ومركز التحكيم والمصالحة الاسلامي .

¹ محمد زيات سلامة البخيت ، السوق المالي الإسلامي : صمام أمان لأزمات المستقبل المالية ، بحث مقدم إلى كلية العلوم الإدارية الدولي الرابع ، الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور إسلامي 15 و 16 ديسمبر - 2010 ص 15 ، 16

وظهرت السوق المالية الإسلامية الدولية كمؤسسة أخذت على عاتقها المساهمة في تطوير أسواق رأس المال والنقد الإسلامية ، وبالتالي خلق السوق الثانوي للأدوات المالية الإسلامية ، كما تركز السوق المالية الإسلامية على المصادقة على الأدوات المالية المتداولة أو التي سيتم تداولها بين المؤسسات المالية الإسلامية والمصارف التقليدية و النوافذ الإسلامية في المصارف التقليدية ، ومن خلال هذه العملية يمكن تقريب وجهات النظر بين الآراء الفقهية المختلفة ، مما يسهل قبولها وتداولها في أهم الأسواق المالية الدولية ، كذلك العمل على إعداد معايير موحدة تحكم عمليات إصدار وتداول الأدوات المالية الإسلامية تبعاً لمقتضيات السوق المالية الإسلامية.

2. تجارب دول في أسواق رأس المال الإسلامي :

أ. المملكة الأردنية الهاشمية : تعد المملكة الأردنية الهاشمية الأولى تأصيلاً لسندات المقارضة وتطبيقاً لها، فقد كانت البداية عند بدء العمل لوضع مشروع قانون البنك الإسلامي الأردني ، بناء على تقديم فكرة سندات المقارضة أسلوباً تمويلياً بديلاً شرعياً لسندات القروض الربوية ، والجهة المصدرة لهذه السندات هي وزارة الأوقاف والشؤون والمقدسات الإسلامية في الأردن¹ .

ب. ماليزيا: أصدرت الحكومة الماليزية صكوك حكومية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية تدعى شهادات الاستثمار الحكومي Government Investment Certificates-GIC وذلك في عام 1983م ، وهناك الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات الخاصة، حيث أصدرت شركة باوسترهد القابضة في ماليزيا صكوكاً لإنشاء محطة طاقة ، وتعد هذه الصكوك أحد أشكال التعاملات البارزة في السوق، حيث طرحت فكرة هذه الصكوك في ماليزيا عام

¹ العبادي عبد السلام ، 1408هـ، 1987م ، سندات المقارضة ، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي ، العدد الرابع ، ص 19.

1990م، فقد قامت بتنظيم التعامل بالإصدارات الإسلامية عن طريق جهة رسمية، أطلق عليها سوق المال الإسلامية الماليزية¹.

ج. تركيا: صدرت في تركيا عام 1984م صكوك مشاركة بمبلغ 200 مليون دولار ومخصصة لتمويل بناء جسر معلق على مضيق البوسفور (جسر محمد الفاتح) ولاقى هذا الإصدار قبولاً واسعاً من المواطنين، ودر دخلاً جيداً لأصحاب الصكوك، وتعد هذه الصكوك من الأدوات المالية المتداولة في بورصة استانبول².

د. السودان: قام المصرف المركزي السوداني في عام 1999م، بإصدار شهادات مشاركة المصرف المركزي (شمم)، وهي وثيقة إسلامية قابلة للتداول، والهدف من إصدار هذه الشهادة هو تنظيم السيولة النقدية في الاقتصاد السوداني مع بداية كل ميزانية عامة للدولة. وشهادات المشاركة الحكومية (شهامه)، وتعد هذه الشهادة أداة مالية إسلامية شرعية تقوم على أساس المشاركة بين الحكومة والمستثمرين، ويتحمل المشارك فيها الربح والخسارة³.

هـ. باكستان: أصدرت المصارف والمؤسسات التمويلية شهادات تسمى المشاركة لأجل محدد، وهي قابلة للتحويل، ووظيفتها تعبئة موارد تمويلية متوسطة وطويلة الأجل بالعملية المحلية للصناعة وغيرها⁴.

و. الإمارات العربية المتحدة وقطر: قامت حكومة دبي ممثلة بدائرة الطيران المدني بتوقيع اتفاقية مع ستة بنوك إسلامية بإدارة بنك دبي الإسلامي، تم بموجبها إصدار صكوك إجارة بقيمة بليون دولار أمريكي، تم تغطيتها بالكامل،

¹ انظر: الماحي ، عصام الزين ، 2004م ، تقييم عمليات المصارف الإسلامية في أسواق الأوراق المالية المحلية والأجنبية وأسواق المعادن الثمينة، عمان، الأردن: الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، ص 145، بن زكريا ، محمد صبري ، 1999م نافذة المعاملات الإسلامية في المصارف التجارية، دراسة حالة بنك بومبيترا الماليزي - رسالة ماجستير ، جامعة اليرموك، كلية الشريعة، 107 .

² حمود، سامي حسن، 1998م ، مستقبل النجاح لإقامة سوق رأس المال الإسلامي، منشور في كتاب أسواق المال الخليجية، البحرين، بنك الخليج الدولي، ص 53 .

³ حمود، سامي حسن، مستقبل النجاح لإقامة سوق رأس المال الإسلامي ، مرجع سبق ذكره ، ص 54 .

⁴ محي الدين أحمد ، 1995م ، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي ، ص 13 .

وفي قطر فقد أدار كل من بنك HSBC، وبنك قطر الإسلامي الدولي عملية إصدار صكوك قطر العالمية Global Sukuk Qatar وهي صكوك إجارة إسلامية تراوح حجم الإصدار فيها ما بين 500-1000 مليون دولار أمريكي، لإنشاء مدينة حمد الطبية في الدوحة .

المبحث الثاني : ماهية الهندسة المالية الإسلامية .

بعد أن تعرفنا في المبحث الأول من هذا الفصل على السوق المالية الإسلامية من خلال التعريف بها و التعرض لمبادئها و ضوابطها ومقوماتها بالإضافة الى بعض التجارب العملية في انشائها سوف يتم من خلال هذا المبحث التعرض للهندسة المالية الإسلامية من خلال المطالب التالية :

المطلب الاول : مفهوم الهندسة المالية الإسلامية نشأتها ، و أهميتها.

المطلب الثاني : مبادئ الهندسة المالية الإسلامية ، ضوابطها الشرعية ، و خصائصها المميزة.

المطلب الثالث : مناهج ، واستراتيجيات تطوير منتجات الهندسة المالية الإسلامية.

المطلب الاول : مفهوم الهندسة المالية الإسلامية نشأتها ، و أهميتها .

أولا : الهندسة المالية الإسلامية ، و تاريخها .

كما أسلفنا سابقا من خلال تعريف الهندسة المالية في الفصل الاول فان المقصود بها هو :

" مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم ، و التطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة ،

بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل".

و بالتالي يقصد بالهندسة المالية الإسلامية : " مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم و التطوير و التنفيذ لكل من الأدوات و العمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل و كل ذلك في إطار موجّهات الشرع الحنيف"¹.

و يلاحظ أن هذا التعريف مطابق لتعريف الهندسة المالية غير أنه أضاف عنصراً جديداً و هو أنه يأخذ بعين الاعتبار ضرورة أن يكون موافقاً للشريعة الإسلامية . و هذا التعريف يشير إلى أن الهندسة المالية الإسلامية تتضمن العناصر التالية :

- ابتكار أدوات مالية جديدة .
- ابتكار آليات تمويلية جديدة .
- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية ، مثل إدارة السيولة أو الديون ، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معيّنة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع.²
- أن تكون الابتكارات المشار إليها سابقاً ، سواء في الأدوات أو العمليات التمويلية موافقة للشرع مع الابتعاد بأكبر قدر ممكن عن الاختلافات الفقهية ، أي تتميز بالمصادقية الشرعية .

1- تاريخ الهندسة المالية في الإسلام : من حيث الواقع فالصناعة المالية الإسلامية وُجدت منذ أن جاءت الشريعة الإسلامية بأحكامها المطهّرة. و ربّما كان توجيه النبي صلّى الله عليه و سلّم لبلال المازني رضي الله عنه،

¹ فتح الرحمن علي محمد صالح ، 2002، " أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل الهندسة المالية الإسلامية"، مجلة المصري، العدد 26، ديسمبر ، بنك السودان ، الخرطوم .

http://www.bankofsudan.org/arabic/period/masrafi/vol_26/masrafi_26.htm(20/05/2006).

² و نلاحظ أن هذه العناصر الثلاثة تشترك فيها الهندسة المالية الإسلامية مع الهندسة المالية التقليدية .

حين أراد أن يبادل التمر الجيد بالتمر الرديء ، فقال له صَلَّى اللهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ : " لا تفعل . بع الجمع¹ بالدرهم و اشتر بالدرهم جنياً"³ إشارة إلى أهمية البحث عن حلول تلي 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. و هذا يتفق مع القول بأن الأصل في المعاملات الحل إلا ما عارض نصاً أو حكماً شرعياً ثابتاً و عليه فالشريعة الإسلامية لم تحجر دائرة الابتكار، وإنما على العكس، حجرت دائرة الممنوع، و أبقّت دائرة المشروع متاحة للجهد البشري في الابتكار و التجديد.⁴

كما يمكننا من خلال تتبع التاريخ الإسلامي الوصول إلى أنه تم استخدام الهندسة المالية في كثير من المعاملات المالية، و من أمثلتها ما أجاب به الإمام محمد بن الحسن الشيباني حين سُئل عن مخرج للحالة التالية:

إذا قال شخص لآخر : اشتر هذا العقار - مثلاً - و أنا اشتريه منك و أُرْحُكَ فيه ، و خشي إن اشتراه ألا يشتريه منه مَنْ طلب الشراء. فقال الإمام : المخرج أن يشتري العقار مع خيار الشرط له ، ثم يعرضه على صاحبه ، فإن لم يشتريه فسخ العقد و ردّ المبيع . فقيل للإمام الشيباني : رأيت إن رغب صاحبه - من طلب الشراء - في أن يكون له الخيار مدة معلومة ؟

فأجاب : المخرج أن يشتري مع خيار الشرط لمدة أكبر من مدة خيار صاحبه ، فإن فسخ صاحبه العقد في مدة خياره استطاع هو الآخر أن يفسخ العقد فيما بقي من المدة الزائدة على خيار صاحبه.⁵

¹ وهو نوع جيد من أنواع التمر.

² كل لون من النخيل لا يعرف اسمه فهو جمع ، وقيل الجمع : تمر مختلط من أنواع متفرقة وليس مرغوباً فيه ، وما يخلط إلا لرداءته .

³ البخاري ، 2201، 2202 ، أنظر : الإمام أبو عبد الله البخاري ، "صحيح البخاري"، كتاب البيوع ، باب إذا أراد بيع تمر بتمر خير منه ، دار الكتب العلمية، بيروت ، لبنان ، الطبعة الأولى ، 2001 ، ص392.

⁴ إبراهيم سامي السويلم ، 2000 ، "صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي"، مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار ، ديسمبر ، ص 9.

⁵ أحمد بن علي السالوس ، 2005 ، "مخاطر التمويل الإسلامي"، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى ، مكة المكرمة ، المملكة العربية السعودية ، ص11.

إن الحلول أو المخارج التي أشار إليها الإمام الشيباني رحمه الله هي هندسة مالية بالمعنى الحديث للمصطلح و هي حلول مبتكرة للمشاكل المالية التي كانت تواجه الأفراد خلال تلك الفترة ، بل و تستخدم هذه الحلول إلى يومنا هذا.

2- الأساس الاسلامي لمفهوم الهندسة المالية الاسلامية : يمكن توضيح الأساس الإسلامي لمفهوم الهندسة المالية

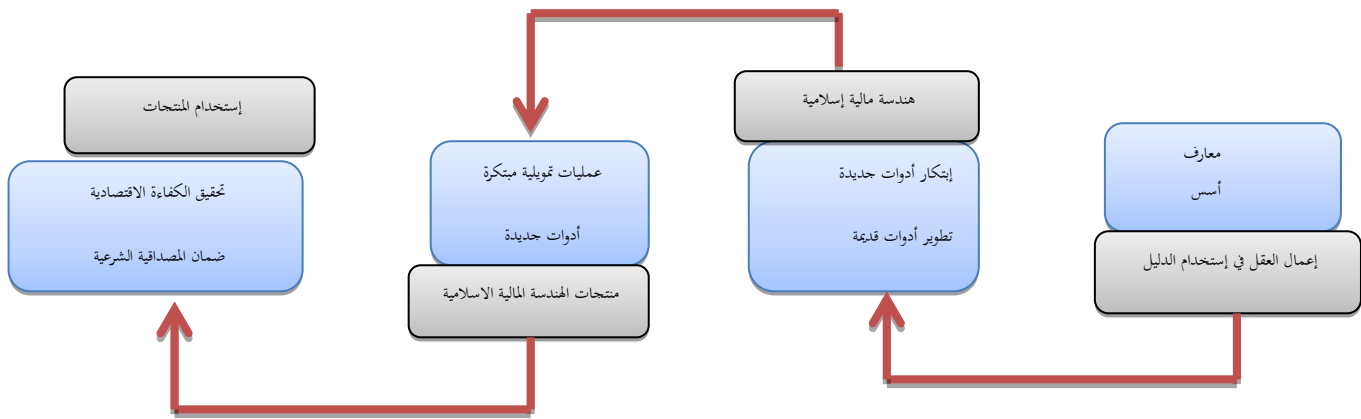
في الإسلام من خلال حديث النبي صلى الله عليه و سلم حيث قال (من سن في الإسلام سنة حسنة فله أجرها واجر من عمل بها إلى يوم القيامة ، لا ينقص ذلك من أجورهم شيئاً ومن سن في الإسلام سنة سيئة فعليه وزرها ووزر من عمل بها إلى يوم القيامة ، لا ينقص من أوزارهم شيئاً) . و يستدل من هذا الحديث الدعوة للابتكار وإيجاد الحلول للمعضلات المختلفة المالية وغير المالية طالما كانت في مصالح العباد. أيضا الدعوة للاجتهاد وضرورة مواصلته تعتبر من الموجهات الإسلامية القيمة التي تدعو إلى التجديد باستمرار ضمانا لحسن الأداء، وبالتالي المنافسة بإيجابية في سوق الخدمات المالية وأيضا في غيره من المسائل الحياتية للمجتمع المسلم،¹ كما يدل الحديث على أن العمل الذي يصدق عليه أنه استنان ، يتصف بالأمر التالية:

- أنه حديث أو جديد ، لأنه وجه أنظار الناس على شيء لم يكونوا قد عملوا به من قبل.
- أنه في الإسلام ، أي في المجتمع الإسلامي و في البيئة الإسلامية . و ظاهر العبارة يشير إلى أن المقصود من السنة المبتكرة هو إتباع الإسلام ، و إن كان هذا القصد وحده لا يكفي في اعتبار العمل نفسه إسلامياً .
- أنه يوصف بالحسن و السوء ، بحسب موافقته أو مخالفته لأحكام الشريعة و مقاصدها. لكن لا يلزم أن يعمل الناس بهذه السنة حتى تستحق هذا الوصف ، لأن الأجر أو الوزر ثابت ، سواء وجد الأتباع أم لم يوجد .

¹ فتح الرحمن علي محمد صالح ، " أدوات سوق النقد الإسلامية : مدخل للهندسة المالية الإسلامية"، مرجع سابق ، ص 24 .

لكن الحديث نبّه كذلك إلى خطورة الابتكار الضار غير المشروع ، إذ يتحمل الشخص في هذه الحالة مثل أوزار من تبعه . فالحديث ينبه على القاعدة الاقتصادية المعروفة : ارتباط العائد بالمخاطرة ، و كلما كان العائد المحتمل أكبر ، كلما كانت الخسارة المحتملة أكبر . فكما أن فضل الابتكار النافع كبير، فكذلك وزر الابتكار الضار.¹

الشكل رقم 11: مخطط بياني للهندسة المالية الإسلامية



المصدر : بن عزوز بن علي ، 2006 ، ادارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية ، ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية ، ص 13 .

ثانيا : نشأة الهندسة المالية الإسلامية ، وأسباب الحاجة لها .

1- نشأة هندسة المنتجات المالية الإسلامية ، و تطوراتها .

- المرحلة الأولى سنة 1975 م مرحلة التأسيس و وضع اللبنات الأولى و التعريف بالمؤسسات المالية الإسلامية .
- الصفة البارزة الابتعاد عن التعامل بالربا ، تغليب الخدمات المصرفية مثل الحفظ و التوكيل و التحصيل والدفع ، وغيرها من الخدمات ، وفتح حسابات الودائع الجارية ، اعتمد بنسبة أقل الخدمات الإئتمانية التي قامت في أغلبها على المداينات كالمراجعة و الإجارة المنتهية بالتملك .
- المرحلة الثانية 1991 م : توسعت المؤسسات المالية الإسلامية من حيث العدد و الأقسام وعدد الدول التي تأسست فيها ، و انتشار السياسة العامة للنوافذ في النظام المالي الإسلامي¹ حيث بدأت المنتجات تتنوع فلم

¹ إبراهيم سامي السويلم ، "صناعة الهندسة المالية : نظرات في المنهج الإسلامي" ، مرجع سابق ، ص 11-12.

تتوقف على الخدمات المصرفية ، وعقود المدائيات ، فقد انضافت إليها المنتجات القائمة على المشاركة في رأس المال.

- المرحلة الثالثة 2003 : وقد تميزت هذه المرحلة بإصدار صكوك إسلامية ، وظهرت هيئات وأسواق للأوراق المالية في بعض الدول الإسلامية ، ودخلت المشتقات المالية بعض تعاملات المؤسسات المالية الإسلامية بعضها باعتبارها تحوطية و بعضها باعتبارها تجارية ، فظهرت منتجات المشتقات المالية من المستقبلات والخيارات . فظهرت Islamic Profit rate swap و Swap Islamic Cross-Currency وغيرها من المشتقات المالية ،

وظهر مؤشرات أسواق إسلامية . The Dow Jones Islamic Market Index.

2-أسباب الحاجة للهندسة المالية الإسلامية.

إلى حد الساعة تعتبر معظم الأدوات المالية الإسلامية هي تلك التي تم تطويرها منذ قرون مضت . وهو ما يعني أنه تم تطويرها لتتماشى وحاجات تلك المجتمعات . ومع ذلك يمكن أن تكون مفيدة في ابتكار وتطوير العقود الإسلامية المعاصرة ، خاصة أنه لا يوجد سبب للالتزام بتلك العقود فقط ، فالأسواق المالية أصبحت أكثر تعقيدا ، وأكثر تنافسية . ولاستغلال التغيرات السريعة التي تحدث في بيئة الأسواق ولمواجهة المنافسة المتصاعدة ، فإن الهندسة المالية والابتكار أصبحا من الضروريات بالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية² ، وتبرز الحاجة إلى البحث عن حلول مالية إسلامية من عدة جوانب نوردتها كما يلي:³

¹ تعرف النافذة الإسلامية عموما كجزء من مؤسسة مالية تقليدية تقوم بأنشطة متوافقة مع الشريعة الإسلامية (الودائع و التمويل و الاستثمار و إدارة الصندوق) ، من حيث المبدأ ، النوافذ الإسلامية يمكن أن تكون مكنفية ذاتيا عبر أنشطة الوساطة المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية ، ويتم استثمار الأموال في حشد الأصول المتوافقة مع الشريعة الإسلامية . وهكذا ، فإن النافذة الإسلامية هي فرع ظاهري دون وجود فاصل قانوني عن المؤسسة الأم . و كونها وحدة أعمال منفصلة تقوم بمجموعة كاملة من أنشطة الوساطة المالية ، فإن النافذة الإسلامية تكون مسؤولة عن موارد الأموال كما لو كانت مصرف إسلامي كامل.

² Munawar Iqbal (2004) Financial Engineering and Evaluation of New Instruments, IRTI, Islamic Development Bank, DLC Lecture, November.

³ إبراهيم سامي السويلم ، صناعة الهندسة المالية : نظرات في المنهج الإسلامي، مرجع - سابق، ص 10

﴿ انضباط قواعد الشريعة الإسلامية : إن قواعد الشريعة الإسلامية الخاصة بالتبادل ، وإن كانت معدودة، لكنها منضبطة ومحددة .وعليه فإن قبول التعاملات التي تلي احتياجات الناس بصورة كفاءة اقتصادية يظل مرهوناً بعدم منافاته لهذه القواعد . واستيفاء هذا الشرط قد لا يكون عسيراً ، لكنه بحاجة إلى استيعاب للقواعد والمقاصد الشرعية ، وفي نفس الوقت إدراك وتقدير لاحتياجات الناس الاقتصادية . والجمع بين هذين يتطلب قدراً من البحث و العناية حتى يمكن الوصول للهدف المنشود ، فالهندسة المالية الإسلامية مطلوبة للبحث عن الحلول التي تلي الاحتياجات الاقتصادية مع استيفاء متطلبات القواعد الشرعية .

﴿ **تطور المعاملات المالية :** من المعلوم أن المعاملات في الإسلام تجمع بين الثبات والتطور أو المرونة ، فالربا و الغش والاحتكار من الأشياء التي حرمها الإسلام منذ أربعة عشر قرناً ، وهي حرام إلى يوم القيامة ، في كل زمان وكل مكان ، فمهما اختلفت الصور والأشكال فليس لأحد أن يخل بصورة مستحدثة أو شكلاً جديداً ما دام في جوهره يدخل تحت ما حرمه الله سبحانه وتعالى . والبيع حلال إلى يوم يعثون ، ولكن نقود اليوم ليست كنقود عصر التشريع ، ومن سلع اليوم ما لم يعرفه العالم من قبل ، واستحدثت أشكال يتعامل بها الناس في بيوعهم ، وما دام البيع يخلو من المظهور، فليس لأحد أن يقف به عند شكل تعامل به المسلمون في عصر معين . لهذا كان لا بد لمن يدرس فقه المعاملات المعاصرة أن يميز بين الثابت والمتطور، وأن ينظر إلى التكييف الشرعي للصور المستحدثة حتى يمكن بيان الحكم الشرعي¹ ، ومن ثم إيجاد البدائل إن أمكن ذلك . إذن فتطور التعاملات المالية في العصر الحاضر وتزايد عوامل المخاطر واللايقين ، و تغير الأنظمة الحاكمة للتمويل والتبادل الاقتصادي ، مما يجعل الاحتياجات الاقتصادية معقدة و متشعبة ، و يزيد من ثم الحاجة للبحث عن حلول ملائمة لها .

﴿ **المنافسة من المؤسسات المالية التقليدية :** الجانب الثالث ، هو وجود المؤسسات المالية الرأسمالية ، ونموها إلى درجة فرضت قدراً كبيراً من التحدي على الاقتصاد الإسلامي . فالحلول التي يقدمها المسلمون لا يكفي أن

¹علي السالوس ، حكم و وقائع البنوك و شهادات الاستثمار في الفقه الإسلامي ، مطبعة أمزيان ، الجزائر ، بدون تاريخ ، ص11

تكون عملية فحسب ، بل يجب مع ذلك أن تحقق مزايا مكافئة لتلك التي تحققها الحلول الرأسمالية . ويتربط على هذه الجوانب صعوبة إيجاد حلول اقتصادية إسلامية قادرة على منافسة البدائل السائدة في الاقتصاد المعاصر ، ومن هنا برزت الحاجة لتطوير الهندسة المالية الإسلامية وتأصيلها .

ثالثا : أهمية الهندسة المالية الإسلامية

تحتاج المؤسسات المالية الإسلامية دوما إلى الاحتفاظ بتشكيلة متنوعة من الأدوات و المنتجات المالية التي تمكنها من إدارة سيولتها بصورة مرحة ، بالإضافة إلى توفيرها للمرونة المناسبة للاستجابة لمتغيرات البيئة الاقتصادية وقد بينت الممارسة المصرفية التقليدية أن الاعتماد على منتج وحيد (مثل الفرق بين الفائدة المدينة و الدائنة) يعتبر غير كافي للتأقلم مع تطلعات العملاء المتنامية ، حيث ظلت المؤسسات المالية ولفترة طويلة حبيسة أدوات محدودة تستلزم معها بالضرورة أن تتطور لملائمة المستجدات ، و من هنا تبرز أهمية الهندسة المالية المناسبة لإيجاد حلول مبتكرة و أدوات مالية جديدة تجمع بين موجهات الشرع الحنيف واعتبارات الكفاءة الاقتصادية ، وفي هذه الفترة بالذات والتي شهد فيها العالم تغيرات جذرية هائلة تمثلت في تغير أسلوب إدارة الموارد الاقتصادية إلى النمط الاقتصادي الحر إلى جانب ترابط أسواق التمويل الدولية بفعل ثورة الاتصالات و تكنولوجيا الاعلام و الاتصال ، فإن ذلك يفرض ضغوطا تنافسية حادة تكون غير متكافئة بالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية ، و بالذات في أسواق التمويل و الخدمات المصرفية و المالية و يستدعي ذلك بالضرورة تطوير منتجات مالية إسلامية مستحدثة تضمن للمؤسسات قدرا من المرونة ونصيبيًا سوقيًا وافرا يساعدها على الاستمرار بفعالية .

و تكمن أهمية الهندسة المالية وخصوصًا في عالمنا المعاصر اليوم بأنها تقوم بالموازنة بين عدة أهداف ، ومن ثم تصميم أدوات مالية مبتكرة تستوعب كل هذه الأهداف معا ، و هذه المهمة ليست باليسيرة ، حيث تحتاج إلى تضافر الجهود على شكل تنظيمي بين الشرعين و الاقتصاديين و المصرفين و المحاسبين للخروج بمبتكرات فعالة .

إن هذا التصور لأهمية الهندسة المالية هو أحوج للبنوك الإسلامية من البنوك الربوية ، لأن البنوك الإسلامية تتعامل بالعديد من العقود الحساسة في إجراءاتها ، وتتعامل أيضاً في ظل نظام مصرفي غير ملائم لطبيعتها وهو ما يجعلها أشد حاجة للهندسة المالية ، ويزيد في أهمية الهندسة المالية بالنسبة للبنوك الإسلامية في أنها تتعامل ضمن الضوابط والقيود الشرعية التي تنظم آلية أعمالها التمويلية والاستثمارية ، ولهذا يتوجب على المهندسين الماليين في البنوك الإسلامية مراعاة هذه الضوابط و عدم اللجوء الى الحيل لأن الاحكام و الضوابط الشرعية جاءت لتحقيق مصلحة الفرد و المجتمع معا.¹

1- الأهمية العلمية والعملية للهندسة المالية الإسلامية

1.1- الأهمية العلمية للهندسة المالية : يمكن إيجاز الأهمية العلمية للهندسة المالية الإسلامية فيما يلي :

- يؤدي البحث والتطوير اللذان هما موضوع الهندسة المالية إلى - استكمال المنظومة المعرفية للاقتصاد الإسلامي ومواكبته للتطورات الحاصلة في العلوم المالية .
- يساعد وجود علم للهندسة المالية الإسلامية في إيجاد الكوادر الإدارية التي يتطلبها العمل المصرفي الإسلامي ، والتي تجمع بين المعرفة الشرعية والخبرة المصرفية الإسلامية .
- أن الأصل في المعاملات الإباحة ، فلا يجوز المسارعة إلى تحريم - صورة من صور المعاملات المستحدثة حتى يتبين أن الشريعة قد حرمتها² .
- أن العبرة في المعاملات المالية للعلل والمقاصد حيث أن أحكام فقه - المعاملات معللة وعللها مرتبطة بالحكم الشرعي وجودها وعدمها بعكس فقه العبادات التي يجب التوقف فيها عند حدود النص ، لذلك فعملية إلحاق العقود المالية المستحدثة بأصول لها في الفقه الإسلامي مسترشدين بالعلة .

¹ أحمد محمد محمود نصار ، 2005 ، التكيف الفقهي للعقود المالية المستحدثة و تطبيقاتها على نماذج التمويل الإسلامية المعاصرة ، البنك الإسلامي

الأردني ، موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي ، ص 3 ، متوفرة على الرابط <http://iefpedia.com/arab/?p2614>

² أحمد محمد محمود نصار ، 2005 ، التكيف الفقهي للعقود المالية المستحدثة و تطبيقاتها على نماذج التمويل الإسلامية المعاصرة ، البنك الإسلامي الأردني ، موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي ، ص 3 ، متوفرة على الرابط <http://iefpedia.com/arab/?p2614>.

- أن الإسلام لم ينشئ العقود المالية ، وإنما وجهها الوجهة الصحيحة عن طريق تنقيتها من المحرمات و تشريع الأحكام العامة وتقرير القواعد الكلية المنظمة لها .

2.1- الأهمية العملية للهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي :

- معظم الأدوات التمويلية الموجودة هي تلك التي تم تطويرها منذ قرون مضت ، وقد كانت تفي بحاجات المجتمعات آنذاك ، لكن الحاجات التمويلية للأفراد والمؤسسات في الوقت الحاضر تتزايد بشكل مستمر، وهو ما يتطلب إيجاد ما يلبي تلك الحاجات التمويلية و ذلك في إطار الالتزام بالحلال ، وهنا تبرز أهمية الهندسة المالية الإسلامية في تحقيق ذلك .

- الاستفادة من التطورات التي تشهدها الأسواق العالمية ومحاولة الاستفادة منها بدلاً من اتخاذ مواقف حيادية تجاهها.

- ضمان استمرارية النظام المالي الإسلامي ككل مع استفادة كل أجزائه مع الحفاظ في ذات الوقت على أصالته من خلال الالتزام بالضوابط الشرعية التي تقوم مسيرته.

- رفع الحرج والمشقة عن جمهور المتعاملين من المسلمين الذين يتعاملون بالعقود المالية بمستجداتها الحديثة ، و لكي يكون للفقهاء الإسلامي حضور قوى على الساحة الاقتصادية بدلاً من تعطيله¹.

- إن المعاملات المالية وإن كانت مقاصد المكلفين فيها لا تخرج في الجملة عن معاني الاكتساب وطلب الرزق وتنمية المال وقضاء الحوائج الدنيوية والأخروية ، إلا أن السمة وسائلها التبدل والتغير والتطور بحسب الأمكنة والأزمنة ، والأحوال والعادات والأعراف الجارية.....

وهذا ما يستدعي عدم غلق باب الاجتهاد في تكيف العقود الموجودة أو تطويرها أو إيجاد أخرى مستحدثة لما في ذلك من رفع المشقة والحرج على الناس (يقول ابن تيمية رحمه الله : " تصرفات العباد من الأقوال و الأفعال نوعان :

¹ أحمد محمد محمود نصار ، التكيف الفقهي للعقود المالية المستحقة و تطبيقاتها على نماذج التمويل الإسلامية المعاصرة مرجع سابق ، ص 03 .

عبادات يصلح بها دينهم ، وعبادات يحتاجون إليها في دنياهم ، فباستقراء أصول الشريعة نعلم أن العبادات التي أوجبهها الله وأحبها لا يثبت الأمر بها إلا بالشرع ، وأما العادات فهي ما اعتاده الناس في دنياهم مما يحتاجون إليه ، و الأصل فيه عدم الحظر" ¹

- إذا اعتبرنا التكيف الفقهي جزءا من الهندسة المالية ، فإنه قد يكون أساسا لتطوير كثير من العقود المالية ، فتكيف الأموال التي يودعها آلاف المودعين في حسابات استثمارية لهم في المصارف الإسلامية ، والتعامل مع هذه الأموال كوحدة واحدة في عمليات المضاربة ، مع العلم أنه لا يجوز خلط مال المضاربة بعد بدء عمليات المضاربة ، أدى إلى استحداث ما يسمى بالمضاربة المشتركة وتطوير عقد المضاربة الثنائية التقليدي المعروف في الفقه ، وذلك للابتعاد عن ما لا يجوز في عقد المضاربة. ²

- طبيعة عمل المؤسسات التي تقوم بإجراء العقود المالية : وخاصة العمل المصرفي الذي يعمل وفق نموذج الوساطة المالية بآلياتها المختلفة ، فكثير من العقود المالية التقليدية لا يمكن للمصارف التعامل معها إلا باستحداث مستحداث ملحقه بها أو أفكار جديدة تمكنها من أن تكون عملية قابلة للتطبيق .

المطلب الثاني : مبادئ الهندسة المالية الإسلامية ، ضوابطها الشرعية ، و خصائصها المميزة

أولا : مبادئ الهندسة المالية الإسلامية³

1- مبدأ التكامل بين الاقتصاد الحقيقي ، و المالي : إن الأساس الذي يقوم عليه التمويل الإسلامي هو ارتباطه بالإنتاج الحقيقي، حيث أن النقود يجب أن تنقلب إلى سلعة أو منفعة ، ثم تنقلب هاتين الأخيرتين إلى نقود

¹ أحمد بن عبدالله بن محمد الضويجكي ، 2005 م ، ضوابط الاجتهاد في المعاملات المالية ، مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة و القانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة ، ص ص :33-34 .

² أحمد محمد محمود نصار، التكيف الفقهي للعقود المالية المستحقة وتطبيقها على(، نماذج التمويل الإسلامية المعاصرة، مرجع سابق، ص 4) (http://www.kantakji.org/fiqh/Files/Law/takyef.doc)30/05/2006.

³ راجع :

- سامي بن إبراهيم السويلم ، التحوط في التمويل الإسلامي ، مرجع سابق ، ص 110- 120 .
- عبد الباري مشعل، " الرقابة الشرعية وأثرها على تطوير صناعة الخدمات المالية الإسلامية "، المؤتمر المصرفي الإسلامي الثالث حول مستقبل البنوك والشركات الاستثمارية ، الكويت ، 4 أبريل 2006 ، ص 8- 9 .

وهكذا ، وهي المعادلة التي تقوم عليها تقريبا كل صيغ التمويل والاستثمار التي تعمل وفقها المؤسسات المالية الإسلامية ، ومنها : المراجعة و الإجارة و المشاركة و المضاربة و غيرها . وبالتالي فإن هذا المبدأ يقوم على ضرورة وجود تكامل بين الاقتصادين النقدي والعيني ، وهذا يقتضي أن تقوم المنتجات المالية الإسلامية على توسيط السلع وحدوث تبادل حقيقي ، وليس مجرد مبادلة نقد بنقد المنافي لمبادئ الشريعة الإسلامية ، وهو ما يؤدي بالضرورة إلى توليد قيمة مضافة وثروة حقيقية في المجتمع .

2- مبدأ الحل و المشروعية في المعاملات المالية : ينص هذا المبدأ على أن الأصل في المعاملات الاباحة والمشروعية ، إلا إذا خالفت نصًا شرعيًا ، ويقتضي بأن دراسة أصول المحرمات في المعاملات المالية هو الأهم، بما أن دائرة الحرام تتميز بضيقها على عكس دائرة الحلال .وتعد هذه القاعدة الأساس في فهم وتطوير منتجات الهندسة المالية الإسلامية . إن لهذه القاعدة تأثيرها العملي في تحرير عقلية الابتكار والتجديد لدى القائمين على التطوير في المؤسسات المالية الإسلامية من الأحكام الشرعية التفصيلية التي تؤدي إلى تباطؤ طرح الأفكار الجديدة التي من شأنها أن تنقلب إلى منتجات مبتكرة .

3- مبدأ التوازن بين الأطراف المشاركة في العملية الاستثمارية : يقتضي هذا المبدأ تحقيق التوازن بين مختلف الأطراف المشاركة في العملية التمويلية والاستثمارية ، و تعتبر الأساس الذي يقوم عليه الاقتصاد الإسلامي للوصول بالأداء الاقتصادي إلى الوضع الأمثل، باعتبار أنه اقتصاد يحقق التوافق بين النشاط الربحي الذي تعتمده الفلسفة الرأسمالية ، والنشاط غير الربحي الذي تقوم عليه الفلسفة الاشتراكية.

4- مبدأ التناسب بين العقد والهدف المقصود منه : يقتضي هذا المبدأ تناسب العقد مع الهدف المقصود منه ، بحيث يكون العقد مناسبًا وملائمًا للنتيجة المطلوبة من المعاملة ؛ وهذا يعني أنه لا بد من ملائمة الشكل مع المضمون ، وتوافق الوسائل مع المقاصد . فالصورة تعد أساسًا مقبولًا لتقوم المنتج ما لم تتعارض مع الحقيقة عملا

بقاعدة " العبرة بالمقاصد والمعاني لا بالألفاظ والمباني " التي تعني الالتزام بالمعنى و المقصود إذا كان ذلك ينافي اللفظ.

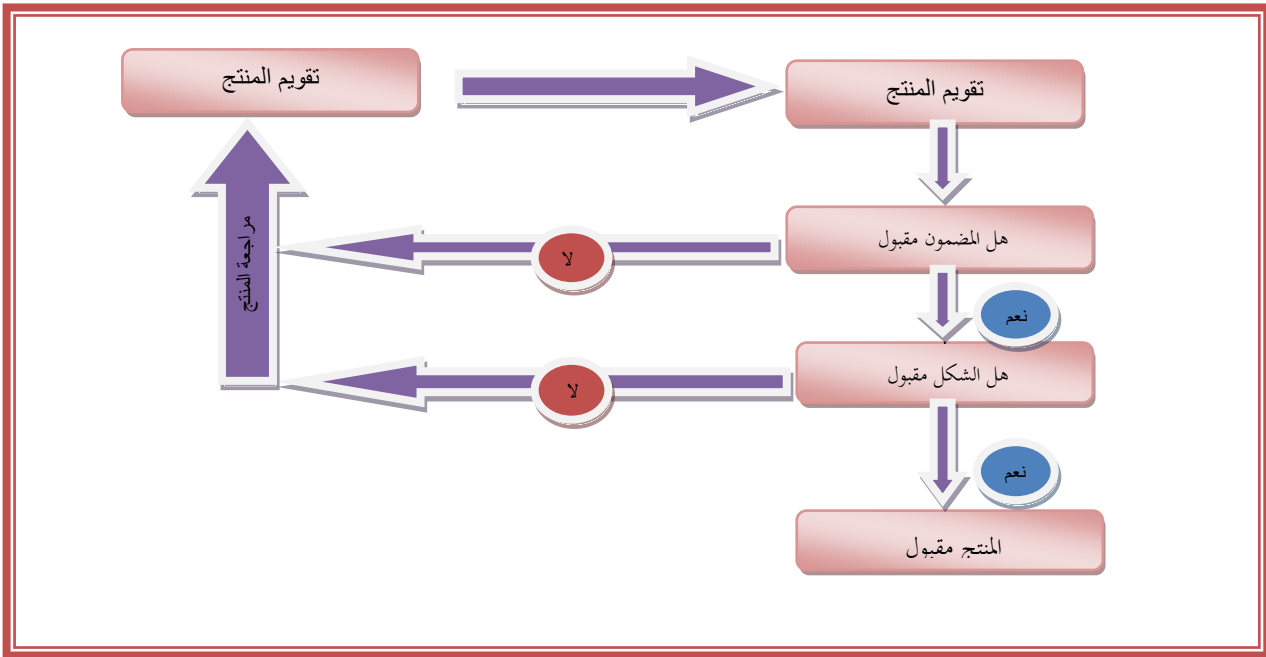
و بناء على ذلك فان تقويم المنتج المالي يجب ان يمر بمرحلتين أساسيتين

1- النظر الى الغاية و الهدف من المنتج ، فان كانت مقبولة فيتم النظر الى الاجراءات و إن كان الهدف و الغاية غير مقبولين فالمنتج غير مقبول أصلا .

2- النظر الى الاجراءات التعاقدية فان كانت صحيحة فالمنتج مقبول شرعا و الا فلا .

و الشكل الموالي يوضح مراحل تقويم المنتج المالي الاسلامي

الشكل رقم 12 : مخطط بياني يوضح مراحل تقويم المنتج المالي



المصدر : سامي السويلم ، التحوط في الاقتصاد الاسلامي ، مرجع سبق ذكره ، ص 125 .

ثانيا : الضوابط العامة للهندسة المالية الإسلامية ، و أهميتها .

1- أهمية الضبط الشرعي لمنتجات الهندسة المالية الإسلامية¹ : بما أننا مأمورون بالالتزام بالأوامر الشرعية وعناية المقاصد و القواعد الشرعية العامة ، كان لابد من بحث قواعد شرعية و أخلاقية تضبط أي ابتكار مالي ، حيث يعرض أيّ ابتكار أو منتج جديد في باب المعاملات المالية على تلك القواعد والضوابط ، فما وافقها كلياً أو جزءاً مقبول منها شرعاً و يتم جوازه ، و ما خالفها يتم منعه ، كما أن هذه الضوابط تبقى معياراً لأي ابتكار، ومقياساً شرعياً أو قانونياً أو أخلاقياً يرجع إليه ويعتمد عليه في كل الأحوال ، وذلك خدمة للمقاصد الشرعية و القواعد الكلية ، التي لا يجوز تجاوزها مجال من الأحوال . إنّ هذه القواعد تحدّ تصرفات القرصنة المدلجة على الأحكام الشرعية والهندسة المالية الإسلامية ، لأن تلك التصرفات تسعى إلى تغطية منتجات تقليدية - باسم الهندسة المالية الإسلامية - لباساً يبدو من الظاهر أنه ساتر إسلامي إلا أنه بعد إمعان النظر فيه يظهر تزييفه ، وعلى هذا الأساس يجب التقيد بضوابط الابتكار المالي في الصيرفة الإسلامية ، هذه الضوابط تجمع بين مراعاة القواعد الشرعية ومقاصدها وبين استمرار الابتداع والابتكار في باب المعاملات المالية الإسلامية ، وذلك تحت إطار من الضوابط الشرعية المعتمدة ، ولعلنا نوجز ذلك في النقاط التالية² :

✓ تحقق وجود الحاجة أو الدواعي المعتمدة في الابتكار المالي ، و ذلك إما أن تكون الحاجة دفعاً للحرج أو

تحقيق قيمة اقتصادية (كلية أو جزئية) أو تكون تفادياً لمخاطرة متوقعة.

✓ أن يكون الابتكار فيما يسوغ فيه الاجتهاد، وذلك أن يكون في المعاملات لا في العبادات ، فالإبداع

و الابتكار المشروع يكون في باب المعاملات ، فإذا تطرق إلى باب العبادات صار ابتداءً ممنوعاً .

¹ عبد الغني حسين محمد ، " بين الضوابط الشرعية و الهندسة المالية الإسلامية " ، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية الإلكترونية ، العدد 71 ، المجلس العام للبنوك الإسلامية بالتعاون مع مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية ، أكتوبر، 2013 ، ص ص 43-45 <http://www.giem.info>

² عبد الغني حسين محمد ، " بين الضوابط الشرعية والهندسة المالية الإسلامية " ، مرجع سبق ذكره ، ص 45.

- ✓ أن يجمع بين مشروعية الغاية و بين مشروعية الوسيلة .
- ✓ أن يجمع بين مقصود الشارع و بين مصلحة المكلف .
- ✓ أن تتحقق فيه مصلحة معتبرة شرعاً، عامة كانت أم خاصة .
- ✓ ألا يكون وسيلة إلى شيء محظور شرعاً .
- ✓ ألا يكون مشتتاً على حيلة مالية ممنوعة تؤدي إلى استحلال المحرم .
- ✓ ألا يترتب عليه ضرر محض أو أكبر من النفع المرجو منه .
- ✓ مراعاة المصالح والمسؤولية الاجتماعية للمؤسسة .

2- الفرق بين الهندسة المالية الإسلامية ، و التقليدية .

بالرغم من اشتراك المدرستين الإسلامية والتقليدية في الحاجة للابتكار في وجود قيود تنظيمية ، لكن الابتكار في الصناعة الإسلامية لا يؤدي إلى تجاوز الأحكام الإسلامية على النحو الذي يجري في الصناعة التقليدية . ويمكن إلتماس السبب في ذلك في الجوانب التالية :

- **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 يجد من محاولات الالتفاف على الأحكام الشرعي الصريحة . بينما نجد الهندسة التقليدية لا تملك حوافز ذاتية للالتزام بروح الأحكام واللوائح القانونية . وعليه فمجرد بروز الفرصة للربح كاف في الالتفاف عليها .

➤ **إنضباط الأحكام الشرعية** : أن الأحكام الشرعية نفسها أكثر انضباطاً وإحكاماً وتناسقاً من الأنظمة البشرية .

و يترتب على ذلك أن المحافظة على الأحكام الشرعية أيسر من المحافظة على الأنظمة الوضعية ، نظراً لتطرق

الخلل و التناقض للأخيرة بما لا يسمح للمتعاملين بالمحافظة عليها ، خلافاً للأحكام و القواعد الشرعية .

➤ **تحقيق مصلحة جميع المتعاملين** : أن 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 ، وبين مصالح جماعات الضغط والمصالح العامة . وتبعاً لذلك ينشأ التنافر بين مصلحة

المتعاملين وبين هذه الأنظمة.¹

3- الضوابط الشرعية للهندسة المالية الإسلامية .

1.3. تحريم الربا ، و الغرر :

- **تحريم الربا بأنواعه**. الربا في اللغة الزيادة ، و المقصود به هنا هو الزيادة على رأس المال ، قلت أو كثرت.²

يقول الله تعالى: "وَ إِنْ تُبْتُمْ فَلَكُمْ رُؤُوسَ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلَمُونَ".³ و يقول سبحانه و تعالى : "يا أيها الذين آمنوا

اتقوا الله و ذرّوا ما بقي من الربا إن كنتم مؤمنين"⁴ ، و قال رسول الله صلى الله عليه و سلم : "اجتنبوا السبع

الموبقات" ، و ذكر منها "الربا"⁵ ، و هو محرم في جميع الأديان السماوية و الحكمة من تحريمه أن فيه ضرراً عظيماً ،

فهو يسبب العداوة بين الأفراد ، كما يؤدي إلى خلق طبقة مترفة لا تعمل شيئاً . و الربا قسمان : ربا النسيئة⁶ ،

و هو الزيادة المشروطة التي يأخذها الدائن من المدين نظير التأجيل ، و هذا النوع محرم بالكتاب و السنة و إجماع

الأئمة ، و ربا الفضل الذي هو بيع النقود بالنقود أو الطعام بالطعام مع الزيادة ، و هو محرم لأنه ذريعة إلى ربا

¹ إبراهيم سامي السويلم ، صناعة الهندسة المالية ، نظرات في المنهج الإسلامي ، مرجع سابق ، ص 10.

² سيد سابق ، 1998 ، " فقه السنة " ، الجزء الثالث ، دار الفكر للطباعة و النشر، بيروت ، لبنان ، الطبعة الثانية ، ص 126.

³ سورة البقرة ، الآية 279.

⁴ سورة البقرة ، الآية 278.

⁵ صحيح البخاري ، 2650.

⁶ النسيئة التأجيل و التأخير ، أي الربا الذي يكون بسبب التأجيل .

النسيئة . و يعتبر بحث الربا مشبعاً من النواحي الشرعية و مؤصلاً و مسنداً 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 و اللغة العلمية المعاصرة.

- **ضابط تحريم الغرر** : وهو لغة : الخطر والخديعة والتعرض للتهلكة¹ ، ومن الألفاظ ذات الصلة به الجهالة² والعنن³ والتدليس ، و العَرَزُ أَعْمُ منهم جميعاً⁴ أما اصطلاحاً فهو " : الجهل بحصول المعقود عليه، والجهل بصفته ومقداره، وعدم القدرة على تسليمه"³، وهو محرم شرعاً ، فعن أبي هريرة رضي الله عنه " : أن النبي صلى الله عليه وسلم نهى عن بيع الحصاة وبيع الغرر"⁴ ، والحديث عام يشمل كل البيوع التي يدخلها الغرر، وتضم الغرر في صيغة العقد، كبيع العربان و البيعتين في بيعة، و كذا الغرر في محل العقد، ويتفرع إلى الجهل بذات المحل، و بجنسه ونوعه، ومقداره وأجله، وعدم القدرة على التسليم ، والتعاقد على المعدوم، وعدم رؤية المحل وغير ذلك .

2.3 حرية التعاقد : و المقصود بحرية التعاقد إطلاق الحرية للناس في أن يعقدوا من العقود ما يرون ، و بالشروط التي يشترطون غير مقيدٍين إلا بقيد واحد ، و هو ألا تشتمل عقودهم على أمور قد نهى عنها الشارع، و حرمتها كأن يشتمل العقد على الربا ، أو نحوه مما حرمه في الشرع الإسلامي . فما لم تشتمل تلك العقود على أمر محرم بنص أو بمقتضى القواعد العامة المقررة التي ترتفع إلى درجة القطع و اليقين ، فإن الوفاء بها لازم ، و العاقد مأخوذ بما تعهد به ، و إن اشتملت العقود على أمر حرمه الشارع فهي فاسدة ، أو على الأقل لا يجب الوفاء بالجزء المحرم منها.⁵

¹ الفيروز آبادي ، 2009 ، القاموس المحيط ، دار الكتب العلمية ، بيروت لبنان ، الطبعة الثالثة ، ص 474 ، مادة غرر .

² وزارة الاوقاف بالكويت 1992 ، الموسوعة الفقهية الكويتية ، دار ذات السلاسل ، الكويت ط 2 ، ج 31 ص 149-150 .

³ رمضان حافظ عبد الرحمان ، 2005 ، نظرية الغرر في البيوع - دار السلام - القاهرة - مصر الطبعة 1 ، ص 10 .

⁴ انظر :

- الامام الدارمي ، سنن الدارمي ، كتاب البيوع ، باب النهي عن بيع الغرر : ر 2554 .

- محمد ناصر الدين الالباني ، 2007 ، السراج المنير في ترتيب احاديث الجامع الصغير ، دار الدليل الاثرية ، الجليل ، المملكة العربية السعودية ، ط 2 ، كتاب البيوع ، ر: 2434 ، ج 1 ، ص 399 .

⁵ محمد أبو زهرة ، 1977 ، الملكية و نظرية العقد في الشريعة الإسلامية " ، دار الفكر العربي ، مصر ، ص 232-233.

3.3 التيسير و رفع الحرج : من غير عسر أو حرج أي بدون مشقة، والمراد من الحرج الضيق، فإذا صار العبد في حالة لا يستطيع معها القيام بالعبادة على النحو المعتاد فإن الله سبحانه وتعالى يرحم له في أدائها حسب إستطاعته ، وفي هذا رفع للحرج عن العباد ، وقد عبر العلماء عن هذه القاعدة بقولهم { المشقة تجب التيسير } . يقول الله عز وجل : { لَا يُكَلِّفُ اللَّهُ نَفْسًا إِلَّا وُسْعَهَا }¹ ... ويقول : { وَمَا جَعَلَ عَلَيْكُمْ فِي الدِّينِ مِنْ حَرَجٍ }² ... وقال النبي صلى الله عليه وسلم : { إن الدين يسر ولن يشاد الدين أحد إلا غلبه } ، و يظهر أثر هذه القاعدة واضحا في التكاليف الشرعية، فالله جل وعلا لم يفرض علي المؤمنين من العبادات إلا ما وسعهم ، وفي مجال المعاملات نجد القاعدة مطردة حيث جعل الله سبحانه باب التعاقد مفتوحا أمام العباد وجعل الأصل فيها من الاباحة و لم يضع من القيود الا تلك التي تمنع الظلم أو تحرم أكل أموال الناس بالباطل.³

4.3 الاستحسان و الاستصلاح (المصالح المرسلة): و الاستحسان هو باب لحرية التعاقد. و يُروى عن الإمام مالك أنه قال: " الاستحسان تسعة أعشار العلم " . و الاستحسان هو ما يستحسنه المجتهد بعقله من غير أن يوجد نص يعارضه أو يثبتته ، بل يرجع فيه إلى الأصل العام ، و هو جريان المصالح التي يقرها الشرع ، و قال البعض أن الاستحسان هو أن يعدل المجتهد عن أن يحكم في المسألة بمثل ما حَكَمَ به في نظائرها ، إلى غيره ، و ذلك للدليل أقوى يقتضي العدول عن الدليل الأول الموثب لحكم هذه النظائر.⁴ أما المصالح المرسلة و التي يسميها بعض الأصوليين الاستصلاح، و هو الاستحسان ، و قريب منه في مرماه و إن كان هو أوسع شمولاً . و معنى المصالح المرسلة أو الاستحسان الأخذ بكل أمر فيه مصلحة يتلقاها العقل بالقبول ، و لا يشهد أصل خاص من الشريعة بإلغائها أو اعتبارها. و لكن لا بد من الأخذ بعين الاعتبار:

¹ سورة البقرة ، الآية 286 .

² سورة الحج ، الآية 78 .

³ د.محمد البتاجي، "الضوابط الشرعية للعمل المصرفي الإسلامي"،

[http://www.bltagi.com/dawabet_eltamweel.htm\(20/03/2006](http://www.bltagi.com/dawabet_eltamweel.htm(20/03/2006)

⁴ محمد أبو زهرة ، " الملكية و نظرية العقد في الشريعة الإسلامية " ، نفس المرجع السابق ، ص240-242.

- أن الأخذ بمبدأ المصالح ، و لو لم يشهد لها دليل خاص من الشارع يفتح باب الهوى و الشهوة ، فيكون كل ما يشتهيه الشخص و يرغبه مصلحة ينبنى عليها حكم شرعي بالإباحة و الإقرار، و ذلك يؤدي إلى المفسد و البوار .

- أن المصالح المرسله تختلف باختلاف البلدان و باختلاف الأقوام ، باختلاف الأشخاص ، بل باختلاف أحوال الشخص الواحد ، فإذا جعلنا كل مصلحة تقتضي حكماً يناسبها، فقد تتناقض أحكام الشريعة الإسلامية ، و تتضارب ، فيكون مرة حلال ، ومرة حراماً ، و ذلك لا يجوز في الشرع .

- أن المصلحة المرسله التي تناط بها أحكام الشريعة الإسلامية هي المصلحة التي فيها المحافظة على مقصود الشارع.¹

5.3. التحذير من بيعتين في بيعة واحدة : الأساس الآخر للهندسة المالية الإسلامية هو النهي عن بيعتين في بيعة واحدة . و النهي هنا ينصب على ما كان بين الطرفين ، لأنه صلى الله عليه و سلم نهي عن بيعتين في بيعة ، والبيعة إنما تكون بين طرفين ، فإذا تضمنت بيعتين عُلم أنها بين طرفين . فإذا كانت إحدى البيعتين مع طرف و الأخرى مع طرف آخر لم تدخل في النهي . و باختصار فإن أي بيعتين بين طرفين تكون محصلتهما بيعة من نوع ثالث ، ينبغي النظر إليها بمقياس البيعة الثالثة. و في هذه الحالة الحكم تابعاً لحكم البيعة الثالثة، فإن كانت (أي البيعة الثالثة) ممنوعة شرعاً كانت البيعتان كذلك . و إن كانت البيعة الثالثة مقبولة شرعاً لم يكن هناك حاجة للبيعتين ، و أمكن تحصيل المقصود من خلال البيعة الثالثة مباشرة.² و هذه القاعدة أي النهي عن بيعتين في بيعة واحدة هي أهم أسس الهندسة المالية الإسلامية. و ترجع أهميتها إلى أنها هي التي تضمن بالإضافة إلى السلامة الشرعية ، الكفاءة الاقتصادية للمعاملات المالية.

¹ محمد أبو زهرة ، "الملكية و نظرية العقد في الشريعة الإسلامية"، مرجع سابق ، ص243-244.

² إبراهيم سامي السويلم ، "صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي"، مرجع سابق ، ص21-23.

5.1- ضابط انتفاء الحيل الفقهيّة المحرمة : وهي " التصرفات المشروعة في ذاتها يأتي بها المكلف لبيطل حكماً شرعياً¹، وقال الشاطبي - رحمه الله - " فالحيل التي تقدم إبطالها وذمها والنهي عنها ، ما هدم أصلاً شرعياً وناقض مصلحة شرعية² " ، وهي محرمة شرعاً ، لما أورده ابن كثير في تفسير قوله تعالى: ﴿ وَسَأَلْتُهُمْ عَنِ الْقَرْيَةِ الَّتِي كَانَتْ حَاضِرَةَ الْبَحْرِ إِذْ يَعْدُونَ فِي السَّبْتِ إِذْ تَأْتِيهِمْ حِيتَانُهُمْ يَوْمَ سَبْتِهِمْ شُرْعاً وَيَوْمَ لَا يَقْتُلُونَ لِأَتْتِيهِمْ كَذَلِكَ نَبَلُوهُم بَمَا كَانُوا يَفْسُقُونَ ﴾³ ، يقول : " وهؤلاء قوم إحتالوا على إنتهاك محارم الله بما تعاطوا من الأسباب الظاهرة التي معناها في الباطن تعاطي الحرام"⁴ ، و قد أخرج الإمام أبو عبد الله بن بطة - رحمه الله - في كتاب " إبطال الحيل " عن أبي هريرة أن رسول الله صلى الله عليه و سلم قال : " لا ترتكبوا ما إرتكبت اليهود فتستحلوا محارم الله بأدنى الحيل "⁵ ، وجود إسناده ابن كثير في تفسيره.

ثالثاً : خصائص الهندسة المالية الإسلامية.

تهدف الصناعة المالية الإسلامية إلى إيجاد منتجات و أدوات مالية تجمع بين المصادقية الشرعية و الكفاءة الاقتصادية. فالمصادقية الشرعية هي الأساس في كونها إسلامية، و الكفاءة الاقتصادية هي الأساس في قدرتها على تلبية احتياجات الاقتصادية و منافسة الأدوات التقليدية .

1- **المصادقية الشرعية :** تعني المصادقية الشرعية أن تكون المنتجات الإسلامية موافقة للشرع بأكبر قدر ممكن، و هذا يتضمن الابتعاد الخروج من الخلاف الفقهي قدر المستطاع. إذ ليس الهدف الأساس من الصناعة المالية الإسلامية ترجيح رأي فقهي على آخر، و إنما التوصل إلى حلول مبتكرة تكون محل اتفاق قدر

¹ راجع :

- محمد عثمان شبير ، 2004 ، المدخل الى فقه المعاملات المالية ، دار النفائس ، الاردن ، ط 1 ، ص 20

- علي السالوس ، 2006 ، فقه البيع و الاستيثاق و التطبيق المعاصر ، مجمع فقهاء الشريعة بامريكا ، مؤسسة الريان ، قطر ، ط 4 ، ص 296 .

² أبو اسحاق الشاطبي ، 2011 ، المتوافقات ، مؤسسة الرسالة ناشرون ، بيروت لبنان الطبعة الاولى ص 653 .

³ سورة الأعراف الآية 361 .

⁴ اسماعيل ابن كثير ، 2005 ، تفسير القرآن العظيم ، دار الرشيد للكتاب و القرآن العظيم الجزائر الطبعة الأولى ، 1235 ، 1236 .

⁵ أبو إسحاق الشاطبي نقلا عن ابن بطة ، المتوافقات ، مرجع سبق ذكره ، ص 649 - 650 .

الإمكان. و عليه ينبغي أن نفرق ابتداءً بين دائرة ما هو جائز شرعاً، و بين ما تطمح إليه الصناعة الإسلامية. فالصناعة الإسلامية تطمح لمنتجات و آليات نموذجية إن صح التعبير. بينما دائرة المشروع تشمل ما قد يكون نموذجياً بمقياس العصر الحاضر، و ما ليس كذلك. السبب أن الشرع جاء للجميع في كل زمان ، و ظروف الأفراد و المجتمعات تتفاوت و تتباين، فقد لا تكون الحلول النموذجية الآن ملائمة لعصر آخر . بينما الحلول التي تقدمها الصناعة الإسلامية ينبغي أن تكون نموذجاً للاقتصاد الإسلامي، فينبغي اختيار أفضل تلك النماذج و أحسنها تعبيراً عن الإسلام.¹

2- الكفاءة الاقتصادية : إن التطرق لمفهوم الكفاءة الاقتصادية يستدعي البحث في المفاهيم التالية الربح القياسي، الربح البديل و التكلفة.² تتميز الهندسة المالية الإسلامية بالإضافة إلى المصادقية الشرعية بخاصية أخرى مناظرة لتلك التي تتميز بها الهندسة المالية التقليدية و هي الكفاءة الاقتصادية. و يمكن لمنتجات الهندسة المالية زيادة الكفاءة الاقتصادية عن طريق توسيع الفرص الاستثمارية في مشاركة المخاطر و تخفيض تكاليف المعاملات و تخفيض تكاليف الحصول على معلومات و عمولات الوساطة و السمسرة.³

3- العلاقة بين الكفاءة الاقتصادية ، و المصادقية الشرعية : إن الخاصيتين المشار إليهما : المصادقية الشرعية و الكفاءة الاقتصادية ، ليستا منعزلتين عن بعضهما ، بل في غالب الحالات نجد أن البحث عن الكفاءة الاقتصادية يؤدي إلى حلول أكثر مصادقية، و العكس صحيح. و يمكن توضيح ذلك من خلال الأمثلة التالية :

¹ إبراهيم سامي السويلم ، "صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي"، مرجع سابق، ص16.

² Berger.A and L. Mester, "Inside the Black box: What explains differences in the efficiencies of financial institutions", Journal Of banking and Finance, Vol 21, pp 895-947.

³ عبد الحميد عبد الرحيم الساعاتي ، 1999، "نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية"، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، المجلد 11، ص55.

- بطاقة الائتمان : من بين صور الترابط الكفاءة الاقتصادية و المصدقية الشرعية في الهندسة المالية الإسلامية

بطاقة الائتمان. حيث من الحلول التي أمكن استخدامها باستخدام الهندسة المالية الإسلامية ما يلي :

✓ يدخل المصرف شريكاً للتاجر من خلال شراء 97% من السلعة (بافتراض أن المصرف يفرض 3% رسماً من سعر السلعة) .

✓ يبيع التاجر السلعة، بحكم كونه شريكاً، لحساب المشاركة بثمن مؤجل على العميل، مثلاً بزيادة 10% على السعر الحال، مع تحديد وقت السداد.

✓ يتولى التاجر تسليم السلعة للمشتري و تقديم الخدمة الفنية المتصلة بها ، بينما يتولى المصرف التحصيل و متابعة السداد.

✓ عند اكتمال السداد، تم اقتسام الأرباح بين المصرف و التاجر بحسب الاتفاق.

بهذه الطريقة تصبح النسبة التي يخصمها المصرف على التاجر حصة في السلعة المباعة، و يصبح التاجر من ثم شريكاً للمصرف في الأرباح....

و هناك الكثير منها، نكتفي هنا بهذا المثال، و يمكن النظر إلى استخدام الهندسة المالية الإسلامية في التحوط و إدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية في ما بعد ، حيث تتأكد لنا ارتباط المصدقية الشرعية و الكفاءة الاقتصادية .

المطلب الثالث : مناهج واستراتيجيات تطوير منتجات الهندسة المالية الإسلامية

أولاً : مناهج تطوير منتجات الهندسة المالية الإسلامية

يمكن أن يكون لهندسة المنتجات المالية الإسلامية عدة مناهج ، وهي تتعدد تبعاً للطرق الممكنة استخدامها من طرف المؤسسات المالية الإسلامية في إقامة هذه الصناعة المالية، لكنها في الغالب الأعم لا تخرج عن إحدى المقاربات التالية:

1- منهج المحاكاة : يعني أسلوب المحاكاة " : أن يتم سلفاً تحديد النتيجة المطلوبة من المنتج المالي الإسلامي ، وهي عادة النتيجة نفسها التي يحققها المنتج التقليدي ؛ والمنهجية المتبعة هنا قائمة على المحاكاة و التقليد للمنتجات المالية وما يميز هذا الأسلوب أنه سهل في تطبيقه ، ويوفر الكثير من الجهد والوقت في عملية البحث والتطوير، وهو الأسلوب الأكثر ممارسة في واقع الصناعة المالية الإسلامية . رغم المزايا التي يتمتع بها هذا الأسلوب، إلا أن له العديد من السلبيات التي نوردتها في النقاط التالية.¹ :

- ✓ تعتبر الضوابط الشرعية مجرد قيود شكلية لا حقيقة لها ولا قيمة اقتصادية من ورائها، حيث تصبح عبئاً أمام الصناعة المالية الإسلامية ومجرد تكلفة إضافية تحمل للعميل رغم أنها تحقق النتيجة نفسها؛
- ✓ تصميم منتجات الصناعة المالية التقليدية كان لمعالجة المشكلات والأزمات التي تتعرض لها، وبالتالي يؤدي أسلوب المحاكاة إلى النتائج نفسها ؛ والأجدر أن تكون منتجات الصناعة المالية الإسلامية حملاً لها؛
- ✓ تبعية الصناعة المالية الإسلامية لنظيرتها التقليدية يفقدها شخصيتها وخصوصيتها وفلسفة عملها ؛ تقليد جميع المنتجات الرائدة في السوق لن يكون بأي شكل من الأشكال في صالح الصناعة المالية الإسلامية ، لذا عليها أن تقتبس تلك التي تتلاءم وفلسفة العمل المالي الإسلامي ومبادئه.

2- منهج التحوير : تعتمد هذه الاستراتيجية بشكل كبير على منتجات مالية شرعية للوصول إلى منتجات جديدة ، فيمكن الانطلاق من منتج واحد للحصول على منتج جديد، أو البدء بمنتجات أو أكثر للوصول إلى

¹ عبد الحليم غربي ، 2009 ، " الابتكار المالي في البنوك الإسلامية : واقع وآفاق "، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة فرحات عباس - سطيف، الجزائر، العدد ، 09 ، ص 234-235 .

منتج واحد . تؤدي هذه الطريقة إلى اشتقاق العديد من المنتجات المقبولة والتي يبقى فقط إعادة النظر في جوانبها الشرعية لأنه ليس بالضرورة أن نصل إلى منتج يراعي ضوابط الشريعة الإسلامية حتى ولو كان الأصل حلالاً¹ .

3- منهج الاصاله و الابتكار : يعتمد هذا الأسلوب على القيام بدراسة مستمرة لاحتياجات العملاء ، ثم

العمل على تطوير الأساليب الفنية والتقنية المناسبة لها، ليكون بذلك استراتيجية لاستقطاب أكبر نسبة من السوق . تعتبر هذه الطريقة أكثر جدوى وإنتاجية رغم تكلفتها المرتفعة والتي تتجه إلى الانخفاض إلى مستوى التكلفة الحدية للمنتجات المالية . من المهم على المؤسسة المالية الإسلامية أن تفرق بين الحاجة والوسيلة ، هذه الأخيرة التي تعتبر سبباً للوصول إلى الحاجة ، فالسعر والخدمات تعتبر حاجة فيما تمثل النقود وسيلة لتلبيةها² .

مما لا ريب فيه ، أن هذا الأسلوب أكثر كلفة من التقليد والمحاكاة ، لكنه في المقابل أكثر جدوى وأكثر إنتاجية، وهو يحافظ على أصالة المؤسسات المالية الإسلامية ، كما يسمح لها بالاستفادة من منتجات الصناعة المالية التقليدية ما دامت تفي بمتطلبات المصادقية الشرعية ، كما يساعد ذلك على استكمال المنظومة المعرفية للصناعة

المالية الإسلامية

✓ متطلبات أسلوب الأصالة والابتكار : هذا الأسلوب يوحي لنا بأن الابتكار المالي، هو جوهر الصناعة المالية

الناجحة، لأنه يجعلها متواجدة بشكل فعال وكفؤ في السوق المالية، لما فيه من تحديد لمنتجاتها، وذلك بهدف تلبية الاحتياجات التمويلية المعاصرة، لكن الأهم من ذلك أن تكون لدى المؤسسات المالية الإسلامية استراتيجيات واضحة وهادفة بهذا الخصوص .

ثانيا : استراتيجيات تطوير منتجات الهندسة المالية الإسلامية .

¹ سامي بن إبراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص 130 - 131 .

² سامي بن إبراهيم السويلم ، التحوط في التمويل الإسلامي ، المرجع السابق ، ص 133

1- استراتيجية الخروج من الجدل الفقهي¹ : تعتبر استراتيجية الخروج من الجدل الفقهي إحدى أهم

الاستراتيجيات التي يجب على المؤسسات المالية الإسلامية أخذها بعين الاعتبار في ابتكار مختلف منتجات الهندسة المالية الإسلامية ، والتي يتم طرحها لتلبية مختلف الاحتياجات التمويلية والاستثمارية للعملاء . وعلى الرغم من أن الخلاف الفقهي يعتبر من بين الظواهر الإيجابية في الفقه الإسلامي، لأنه وجد بسبب اختلاف الزمان والمكان والظروف؛ إلا أنه كذلك يعتبر من بين نقاط الضعف التي تحول دون وجود معايير موحدة للعمل المالي الإسلامي.

2- استراتيجية التميز في الكفاءة و المصدقية : المبتكرات المالية التي تقوم بها المؤسسات المالية الإسلامية لا

يكفيها اليوم أن يكون لها تكييف فقهي معين، وإنما يجب أن تكون ذات كفاءة اقتصادية عالية مقارنة بالمبتكرات المالية التقليدية لأن المنافسة وعدم وجود فوارق جوهرية بين المنتجات المالية التي تطرحها المؤسسات المالية بشكل عام تجعل الطلب على هذه المنتجات مرتباً جداً ، أي أن هذه المنتجات النمطية تتسم بمخاطر السوق العالية لحساسيتها لأي تغير في السوق ، كذلك يجب على المبتكرات المالية في المؤسسات المالية الإسلامية أن تتجنب المساعدة في زيادة الآثار الاقتصادية السلبية مثل التضخم والبطالة و سوء توزيع الثروة و الآثار السلبية للعملة .

3- استراتيجية التوافق مع السياسات و التشريعات الحكومية : تعمل المؤسسات المالية الإسلامية في بيئة تحكمها

القوانين والتشريعات والسياسات الحكومية التي تسعى إلى تحقيق الهدفين التاليين :

✓ تحقيق مصلحة الفرد و المجتمع في شتى مجالات الحياة؛

¹ أحمد محمد نصار، " إستراتيجيات الابتكار المالي في المصارف الإسلامية"، جريدة الغد، العدد 36025 ، 2005/07/29 ، متوفر على الموقع

<http://www.alghad.jo/?news>

✓ جعل مصلحة المجتمع متطابقة مع مصلحة الفرد : إن المؤسسات المالية الإسلامية ومن خلال عملها على تطوير واستحداث منتجات مالية تفي بالاحتياجات التمويلية والاستثمارية، عليها أن تحرص كل الحرص على مراعاة تحقيق المهدفين السابقين، وعدم الخروج عنهما ، لأن الاقتصاد كل لا يتجزأ وأي خلل في جزء يظهر في الآخر، أي أن تحقيق مصلحة فردية دون النظر أو الاهتمام إلى أثرها على التمتع، هو بحد ذاته تخطيط غير سليم ومضر، فمن واجبها العمل بالقاعدة الفقهية " لا ضرر و لا ضرار "

4- استراتيجية التميز في خدمة المجتمع : يعتبر القطاع الخيري جزءاً لا يتجزأ من الاقتصاد الإسلامي، فالعمل الخيري خاصية تميز المؤسسات المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية ؛ لذا فقد كان لزاماً على المؤسسات المالية الإسلامية بمختلف أنواعها أن تراعي خدمة المجتمع في هذا الجانب لأن فيه تلبية لحاجاته الروحية وتعظيمًا لمنفعته الأخروية ، وذلك من خلال تقديم منتجات مالية تلي هذه الحاجة ، والاستفادة من الأفكار الواردة في مباحث الزكاة والوقف والصدقات في المدونات الفقهية ، وكيفية تطبيقها على أرض الواقع ، مثل إدارة صناديق الزكاة والقيام بالنظارة على الوقف.

ثالثاً : متطلبات تحقيق الهندسة المالية الإسلامية .

هناك أربع متطلبات أساسية لتحقيق مبادئ الهندسة المالية الإسلامية ، قد أشار إليها من قبل : منور إقبال والتي سماها " **Four Cs of Islamic Financial Engineering** " : يمكن تقسيمها إلى ما يلي :

1. الوعي بالسوق¹ : يقصد بالوعي بالسوق ان تكون الحاجات التي يتطلبها السوق معروفة لمن يقوم بالابتكار و التطوير للادوات المالية الاسلامية ، لان الهدف الاساسي للهندسة المالية الاسلامية هو تلبية الاحتياجات المختلفة لجميع الاعوان الاقتصاديين .

¹ انظر :

- عبد الكريم قندوز ، الهندسة المالية الاسلامية ، مجلة الاقتصاد الاسلامي ، مرجع سبق ذكره ص 19 .

2. **الوضوح في المعاملات :** وهو "بيان المعاملات التي يمكن أن تؤديها تلك الأدوات التي يتم ابتكارها أو حتى 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، أو بميزة المصادقية الشرعية للهندسة المالية، يشكل بهذا الخصوص صمام أمان بسبب انضباط قواعد الشرعية الإسلامية ويؤدي الإفصاح إلى تحقيق رضا جميع الأطراف ."

3. **الالتزام بالشرعية الإسلامية :** إن الالتزام بأحكام الشرعية الإسلامية هو أساس جوهري و مميز للتعاملات المالية الإسلامية عن غيرها من المعاملات و يجب أن يتم هذا الالتزام في جميع المراحل التي يمر بها المنتج الإسلامي من بداية الابتكار و أساسه الى غاية تسويقه و اطفائه .

4. **القدرة على الاستيعاب :** و نقصد بالقدرة أو القدرة "وجود مقدرة رأسمالية تمكن من الشراء و التعامل ."

يمكن القول أنه يوجد اختلافات جوهريّة بين الهندسة المالية الإسلامية و التقليدية يمكن ايجازها فيمايلي :

الجدول رقم 05 : أوجه الاختلاف بين الهندسة المالية التقليدية و الإسلامية

الهندسة المالية الإسلامية	الهندسة المالية التقليدية	أوجه الاختلاف
التصميم و التطوير و التنفيذ لكل من الأدوات المالية المبتكرة إضافة الى صياغة حلول ابداعية لمشاكل التمويل و كل ذلك في اطار توجيهات الشرع الإسلامي	التطوير و التطبيق المبتكر للنظرية المالية و الأدوات المالية لاجتاد حلول للمشاكل المالية المعقدة و لاستغلال الفرص المالية	التعريف
مبادئ الشرعية الإسلامية (تحريم الربا و الغرر ، التيسير و رفع الحرج ، التحذير من بيعتين في بيعة و احدة)	الاقتصاد الربوي (الربا ، الغرر ، القمار ، المجازفة ، بيع الدين)	المبادئ
يكون على دراية و معرفة جيدة بمقاصد الشرعية و فقه	يكون من ذوي الخبرة في المعاملات و العمليات المالية	القائم على التطوير و

- فتح الرحمن محمد صالح ن ادوات سوق النقد الإسلامية مدخل للهندسة المالية الإسلامية ، مرجع سبق ذكره
le (30/06/2013). Consulté www.bankofsudan.org/arabic/period/masrafi/vol_26/masrafi_26.htm

المعاملات الإسلامية ، إضافة الى خبرته في العمليات المالية		الابتكار
التوفيق بيت الكفاءة و المصادقية	الكفاءة الاقتصادية	الخصائص
المنتجات التمويلية ، العقود المالية المركبة ، الصكوك الاستثمارية الإسلامية ، المشتقات المالية الإسلامية	المشتقات المالية (الخيارات ، المستقبلات ، المبادلات ، العقود الاجلة) ، التوريق ، المنتجات المالية التقليدية المنتجات المالية الحديثة و المركبة	المنتجات

المصدر : من اعداد الطالب

المبحث الثاني : منتجات الهندسة المالية الإسلامية

بعد أن تعرفنا على مفهوم الهندسة المالية الإسلامية وضوابطها الشرعية التي تعمل من خلالها بالإضافة الى خصائصها المميزة عن نظيرتها التقليدية ، سوف يتم من خلال هذا المبحث التعرف إلى أنواع منتجاتها و دور هذه المنتجات في التحوط و إدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية بالإضافة الى واقع الهندسة المالية الإسلامية و سبل تطويرها .

المطلب الاول : الصكوك المالية الإسلامية

المطلب الثاني : المنتجات المالية الإسلامية المستحدثة

المطلب الثالث : دور الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية

المطلب الرابع : واقع الهندسة المالية الإسلامية ، و سبل تطويرها .

المطلب الاول : الصكوك المالية الإسلامية

أولا : التصييك الإسلامي ، و تكييفه الفقهي

لقد جرى العرف على أن طرح أي منتج أو أداة يقتضي بيانا شاملا وتفصيلا دقيقا يعكس للفرد المتعامل المفهوم والمزايا وآلية العمل ، التي بني عليها ذلك المنتج أو تلك الأداة ، وتقيدا بهذا النهج فقد أثرنا أن نقدم بيانا مبسطا

يتناول التعريف بالتصكيك وآليته وبمزاياه والهدف منه إجمالاً وتخصيصاً (أي على مستوى البنك والمدخر تخصيصاً وعلى المستوى الكلي إجمالاً).

وفقاً لما جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 178(4/19) على أن التصكيك (التوريق الإسلامي) هو "إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون) قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب ، وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه . " كما تعرّف بأنها عملية تقسيم ملكية الأصول والموجودات المالية إلى أجزاء تمثل كل منها صكاً قابل للتداول لأغراض الاستثمار في سوق المال وفق الضوابط والمعايير الشرعية .¹ وعليه فإن نشاط التصكيك يستهدف بالأساس جذب المدخرات لتمويل استثمارات مخطّط لها. كما عرف التصكيك الإسلامي على أنه " : عملية تقسيم ملكية أصول أو منافع أو كليهما إلى وحدات متساوية القيمة ، و إصدار أوراق تعبر عن هذه الوحدات² . "

كما يعرف أيضاً على أنه " عملية تقسيم ملكية الأعيان المؤجرة أو منافعها ، أو موجودات المشروعات القائمة ، أو رأس مال المضاربة والمشاركة أو الوكالة في الاستثمار ، أو ثمن شراء بضاعة المراجعة أو السلم أو الأعيان المصنعة أو تكلفة تصنيعها ، أو نفقات زراعة الأرض ، أو تكاليف تحصيلها ، إلى أجزاء يمثل كل منها صك أو سند أو ورقة مالية ، وذلك بقصد عرض الصكوك التي تمثل هذه الأجزاء للبيع³ . " من خلال التعريفين السابقين يتضح بأن عملية التصكيك الإسلامي تتضمن تقسيماً لملكية أصول أو منفعة أو كليهما إلى أجزاء متساوية القيمة تمثل صكاً يتم بيعه إلى مختلف المستثمرين .

¹ الأمين حامد ، أحمد إسحاق ، 2005 ، "الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها"، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة الأردن ، ص 64.

² Dualeh, Suleiman Abdi , 1998 "Islamic Securitization: Practical Aspects", a paper given at: The World Conference on Islamic Banking, The Noga Hilton, Geneva , p 1.

³ حسان حامد حسين ، (2003) ، صكوك الاستثمار ، هيئة المحاسبة و المراجعة و المؤسسات المالية الإسلامية ، المنامة - البحرين ، ص 4،5.

من الواضح أن أي مصطلح من المصطلحات سابقة الذكر صار ينصرف إلى آلية تشتمل العناصر التالية¹ :

■ تركز عملية التصكيك الإسلامي على موجودات حقيقية² تكون متوافقة تماما مع أحكام المعاملات الإسلامية .

■ تجزئة قيمة الأصول المالية أو الديون إلى حصص أو أجزاء متماثلة تمثل الحد الأدنى للمشاركة على الأقل نظريا في، نشاط استثماري محدد .

■ توثيق عائدة هذه الحصص عن طريق إصدار وثائق خطية نمطية (صكوك) تثبت ملكية حائزها لما تمثله من قيمة تلك الأصول أو الديون .

■ توفير آلية لتداول هذه الوثائق من خلال الأسواق المالية.

■ يحصل حامل الصك على الناتج من عملية التصكيك الإسلامي سواء كان ربحا أو خسارة .

و بشكل عام تأخذ عملية التصكيك الإسلامي اتجاهين أساسيين³ :

الأول : يتعلق بوجود أصل أو مجموعة أصول منتجة وتم استصدار صكوك بموجبها لمدة محددة ، و هي بذلك تمثل عملية مشاركة في المنافع المتوقعة من أداء هذا الأصل أو الأصول .

الثاني : يتعلق بتمويل فكرة استثمارية معينة باستصدار صكوك مالية قابلة للتداول من حصيلتها يتم تمويل المشروعات أو المجالات الاستثمارية المحددة على أن يكون لحملة الصكوك هذه ثمار المنافع المتوقعة من هذا الاستثمار، وهي بذلك تمثل مضاربة/ وكالة/ مشاركة مقيدة .

يلاحظ من خلال التعريف السابق للتصكيك الإسلامي أن له مزايا ومصالح في الاستثمار وإدارة المالية لا سيما للبنوك الإسلامية. كما عرفنا التصكيك عموما عملية تجميع وتصنيف الأصول و تحويلها إلى صكوك ثم بيعها

¹ الأمين حامد ، أحمد إسحاق ، 2005 " الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها" ، مرجع سبق ذكره ، ص 64 .

² مجلس الخدمات المالية الإسلامية 2009، " مسودة مشروع متطلبات كفاة رأس المال لتصكيك الصكوك و الاستثمارات العقارية ، ص 06 .

³ فتح الرحمن علي محمد صالح ، 2009 ، " دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية" ، منتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت ، ص 05

للمستثمرين ، و أما التعريف الذي قرره المجمع الفقه الإسلامي هو إصدار أوراق مالية قابلة للتداول مبنية على مشروع استثماري يدر دخلا¹ ، وكذلك التعريف عند هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية فهو وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله.²

تبين أن الفرق بين التصكيك في مفهومه التقليدي و الإسلامي هو ضرورة وجود الأصول المشروعة التي تقوم عليها عملية التوريق التي تدر دخلا ، و ثانيا ملكية هذه الأصول لجماعة المستثمرين حسب حصصهم .

ثانيا ألية التصكيك الإسلامي : تمر عملية التصكيك الإسلامي بعدة مراحل يتم من خلالها³:

- تحديد حجم الأصول الاستثمارية أو الفرص الاستثمارية المطلوب تمويلها؛
- تقدير التكلفة الاستثمارية لها ؛
- تحويلها إلى صكوك بالحجم والأجل والشروط المناسبة للتمويل الاستثماري المطلوب ؛
- توزيع هذه الصكوك إلى فئات وآجال وشروط إصدار تناسب فئات مستهدفة من المدخرين ؛
- وفي آخر مرحلة تطرح هذه الصكوك للاكتتاب .

وتجدر الإشارة إلى أنه لا يمكن تصكيك كل الأصول ؛ ذلك أنه توجد أصول قائمة على المديونية⁴ ، والتي تحمل فائدة محددة، وكذا الأصول المحرمة، وهذه كلها غير قابلة للتصكيك نظراً للمحاذير الشرعية التي تشوبها ، أما الأصول

¹ مجلة المجمع الفقه الإسلامي، 2004/هـ1425م ، العدد الخامسة عشر، الجزء الثاني، ص 309 .

² هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ، 2007 ، المعايير الشرعية ، البند الثاني من المعيار الشرعي رقم 17 .

³ عبد الملك منصور ، 2009 ، العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي و الحاجة إلى تشريعات جديدة" ، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول ، دائرة الشؤون الإسلامية و العمل الخيري ، دبي ، ص 30.

⁴ أنظر القرار الصادر عن مجلس المجمع الفقهي التابع لرابطة العالم الإسلامي في دورته السادسة عشرة المنعقدة بمكة المكرمة حول بيع الدين 5-10 يناير 2002

التي تستوفي الضوابط الشرعية وتسري عليها عمليات التصكيك فتتعدد وتتنوع بشكل يتيح مجموعة من الصكوك التي تلي احتياجات مختلفة، ومنها¹ :

- الأصول المنقولة والتامة العقارية المدرة للدخل سواء كانت مؤجرة أو مشغلة في مشروع معين ؛
- الاستثمارات القائمة على صيغة المشاركة ؛
- ذمم البيوع المختلفة (المراجعة والسلم و الاستصناع) ، وبعض الفقهاء يشترط دخولها ضمن وعاء .
- التصكيك بقيمتها الاسمية (وفي ذلك منافع للمصكك الأصلي حيث تأتيه موارد حالية بدلا من ورودها مستقبلا) ؛
- المبيعات التجارية والسكنية وكل العمليات القائمة على صيغة الإجارة ؛
- عمليات التمويل بالمضاربة والمشاركة القائمة على الشراكة في المنافع المتوقعة يمكن أن تكون كذلك محلا لعمليات التصكيك .

ثالثا : الفرق بين التصكيك الاسلامي ، و التقليدي :

إن التصكيك الإسلامي لا يختلف عن التوريق التقليدي من حيث الإجراءات التي تقضي بتقسيم رأس المال إلى وحدات متساوية قابلة للتداول ؛ إلا أننا وفي إطار الحديث عن تمويل وأدوات مالية إسلامية ، فإننا ندور في فلك المعاملات المالية الإسلامية وأحكامها التي تضبط كافة أوجه التعامل .

و التصكيك شأنه في ذلك شأن أية معاملات أخرى منضبطة بتلك الضوابط مما يجعله مختلفاً عن التصكيك التقليدي من عدة أوجه² نعرض لها في الجدول الموالي :

¹ فتح الرحمن علي محمد صالح ، 2002 ، " أدوات سوق النقد الإسلامية : مدخل الهندسة المالية الإسلامية " ، مجلة المصري العدد 26 / ص 07 .

² زاهرة علي محمد بني عامر ، 2008 ، " التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية " ، رسالة ماجستير منشورة ، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية ، جامعة اليرموك ، إربد ، الأردن ، ص 81 .

الجدول رقم 06: الفرق بين التصكيك الاسلامي و التقليدي

وجه المقارنة	التوريق التقليدي	التصكيك الاسلامي
محل العملية	<ul style="list-style-type: none"> توريق القروض) الديون (المدرة للفوائد توريق مختلف الديون كديون الدول، وقروض الإسكان، وقروض البطاقات الائتمانية، وقروض السيارات... إلخ. 	<ul style="list-style-type: none"> تصكيك الأصول العينية الحقيقية المدرة للدخل تصكيك الأصول الحلال كالمناجم الناتجة من تأجير العقارات، والخدمات، وحقوق الامتياز، والحقوق التابعة لعقود BOT¹
ضابط الاصدار	<ul style="list-style-type: none"> أوراق مالية توافق المعايير والقوانين الوضعية. 	<ul style="list-style-type: none"> صكوك تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية
التدفق النقدي	<ul style="list-style-type: none"> يحكمه ضابط الربح والمخاطرة. تكون التدفق النقدي على أساس الفائدة. 	<ul style="list-style-type: none"> تحكمه الضوابط الأخلاقية. يكون التدفق النقدي على أساس الربح المحقق.
تحمل المخاطر	<ul style="list-style-type: none"> يتحملها المستثمرون. 	<ul style="list-style-type: none"> يتشارك فيها الأطراف على أساس "الغنم بالغرم."
الضمانات	<ul style="list-style-type: none"> تعطى الضمانات للبعض على حساب آخرين. 	<ul style="list-style-type: none"> تعطى الضمانات لكل المستثمرين على حد سواء.
نوع النشاط الممول	<ul style="list-style-type: none"> يستخدم في تمويل نشاطات شراء الديون. 	<ul style="list-style-type: none"> يستخدم في تمويل النشاطات الإنتاجية وعمليات شراء وبيع الأصول الحقيقية، وخلق فرص تمويلة مفيدة اجتماعيًا.
ميزانيته	<ul style="list-style-type: none"> مخاطر عالية ؛ معاملات تشبه القمار؛ درجات عالية من الشك ؛ الغرر والغش. 	<ul style="list-style-type: none"> مخاطر غير محسوبة ؛ معاملات مضمونة نسبيًا ؛ بعيد عن التدليس والغش .
اهداف المستثمر	<ul style="list-style-type: none"> أهداف قصيرة الأجل وضيقة الرؤية. 	<ul style="list-style-type: none"> أهداف طويلة الأجل وواسعة الرؤية
نمو الاقتصاد	<ul style="list-style-type: none"> يساهم في نمو الاقتصاد المالي. 	<ul style="list-style-type: none"> يساهم في نمو الاقتصاد الحقيقي .

المصدر: يوسف علي وبوزيان رحمانى هاجر، 2009 " التوريق وأزمة المالية العالمية"، بحث مقدم خلال: الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية: النظام المصرفي الإسلامي نموذجًا، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة ، ماي ص 16 .

¹ عقد البناء و التشغيل والإعادة : Build, Operate & Transfer امتياز تمنحه الدولة أو إحدى هيئاتها لمستثمر فرد أو شركة وطنية أو أجنبية يتم بمقتضاها تدبير التمويل اللازم لإنشاء أو تطوير و إدارة وتقديم خدمات أحد مرافق البنية الأساسية للمنتفعين مقابل الحصول على عوائد لمدة محددة تنتهي بتسليمه لها في حالة صالحة لاستمراره أو تجديد العقد مرة أخرى . راجع : عبد الستار أبو غدة ، 2010 ، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية، ج 11 ، مجموعة البركة المصرفية ، السعودية ، ط1 ، ص 12

لقد ساهمت عمليات التصكيك الإسلامي في توفير كم هائل من الصكوك الإسلامية على الساحة المالية ، وتختلف هذه المنتجات باختلاف صور وأساليب التمويل والاستثمار التي تمارسها مختلف المؤسسات المالية الإسلامية. وبحسب هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ، فإنه يوجد نحو أربعة عشر نوعًا من إصدارات الصكوك الإسلامية¹ ، وتمثل خصائص هذه الأنواع من المنتجات المالية في أنها²:

- عبارة عن وثائق تصدر باسم مالكيها بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكيها في الأصول الصادرة بموجبها ؛
- يتم تداول الصكوك بناءً على الشروط و الضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها ؛
- يعطى لحامله حصة من الربح إن وجدت ؛
- يلزم صاحبه بتحمل مخاطر الاستثمار كاملة ؛
- تخصص حصيلة الاكتتاب فيه للاستثمار في مشاريع أو أنشطة تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية ، وعادة يتم تحديدها مستقبلاً ؛
- يستند على عقد شرعي يوطر العلاقة بين أطراف عملية التصكيك ؛
- انتفاء ضمان المدير (المضارب أو الوكيل أو الشريك) ؛

رابعاً : أنواع الصكوك الإسلامية :

لقد ساهمت عمليات التصكيك الإسلامي في توفير كم هائل من الصكوك الإسلامية على الساحة المالية ، وتختلف هذه المنتجات باختلاف صور وأساليب التمويل والاستثمار التي تمارسها مختلف المؤسسات المالية الإسلامية.

¹ Andreas A. Jobst, 2007 The Economics of Islamic Finance and Securitization, International Monetary Fund, Washington, United States, p 19.

² فتح الرحمان علي محمد صالح ، 2002 ، " أدوات سوق النقد الإسلامية ، مدخل الهندسة المالية الإسلامية " مرجع سابق ، ص 17

و بحسب هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ، فإنه يوجد نحو أربعة عشر نوعاً من إصدارات الصكوك الإسلامية¹ ، وتمثل خصائص هذه الأنواع من المنتجات المالية في أنها² :

◀ عبارة عن وثائق تصدر باسم مالكةها بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكةها في الأصول الصادرة بموجبها؛

◀ يتم تداول الصكوك بناءً على الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها ؛

◀ يعطى لحامله حصة من الربح إن وجدت ؛

◀ يلزم صاحبه بتحمل مخاطر الاستثمار كاملة ؛

◀ تخصص حصيلة الاكتتاب فيه للاستثمار في مشاريع أو أنشطة تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية ، وعادة يتم تحديدها مستقبلاً ؛

◀ يستند على عقد شرعي يوطر العلاقة بين أطراف عملية التصكيك ؛

◀ انتفاء ضمان المدير (المضارب أو الوكيل أو الشريك) ؛

وتمثل هذه الصكوك في :

1- الصكوك القائمة على عقود البيع :

1.1- صكوك السلم : تمثل ملكية شائعة في رأس مال السلم³ لتمويل شراء سلع يتم استلامها في المستقبل ثم

تسوق على العملاء، ويكون العائد على الصكوك هو الربح الناتج عن البيع، ولا يتم تداول صكوك السلم

¹ Andreas A. Jobst, 2007, The Economics of Islamic Finance and Securitization, International Monetary Fund, Washington, United States, p: 19.

² فتح الرحمان علي محمد صالح ، " أدوات سوق النقد الإسلامية ، مدخل الهندسة المالية الإسلامية ، مرجع سابق ، ص 17 .

³ الصكوك في 30 سؤال وجواب ، نشرة تعريفية صادرة عن الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي ، ص 11 www.eifa.eo

إلا بعد أن يتحول رأس المال إلى سلع ، وذلك بعد استلامها وقبل بيعها ، وتمثل الصكوك حينها ملكية شائعة في هذه السلع¹ .

لصكوك السلم أهمية كبيرة بالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية ومنها²:

- إعطاء دور أكبر للمؤسسات المالية الإسلامية لتوفير التمويل اللازم للاحتياجات الحكومية قصيرة الأجل ، الأمر الذي يخفف من العبء عن كاهل الحكومات في تدبير هذا التمويل ، وفي نفس الوقت تساهم في تنمية الإنتاج الغذائي .
- تطوير أدوات مالية ذات جودة عالية للمؤسسات المالية الإسلامية لاستخدامها في معالجة فوائض السيولة النقدية قصيرة الأجل عوضاً عن استثمارها في الأسواق الدولية في معاملات تشوبها الربا .
- استخدام صكوك السلم كأداة هامة لإنجاح فكرة إنشاء سوق مالية ونقدية عالمية.
- قدرة السلم على استقطاب و إدخال فئات جديدة من المزارعين المحجمين عن المشاركة في التنمية الزراعية ممن لا يملكون التمويل اللازم لقيام مشروعاتهم الزراعية.

2.1- صكوك الاستصناع : تعتبر وثائق تمثل حصة معينة في رأس المال المكتتب فيه، والذي يستعمل في تصنيع

السلعة المطلوبة³ ، والتي تصبح ملكاً لحامل الصك كما يمكن اعتبارها شهادات أو وثائق أو عقود يتم إصدارها باسم المكتتب مقابل المبلغ الذي اكتتب فيه في شركة معينة وفقاً لقواعد وشروط معينة، وهي تمثل

¹ كمال توفيق خطاب ، الصكوك الاستثمارية الإسلامية و التحديات المعاصرة ، مرجع سابق ، ص 15 .
² أسامة عبد الحلیم الجورية ، 2009 ، "صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد"، مذكرة ماجستير، معهد الدعوى الإسلامي للدراسات الإسلامية ، ص 42-43 .
³ وليد مصطفى شاويش ، الربا في الصكوك والسندات الممثلة للنقود والدينون ، ندوة مستجدات الفكر الإسلامي الحادية عشرة ، الاجتهاد بتحقيق المناط (فقه الواقع والتوقع)، الكويت 18-20 فيفري 2013 ، ص 6 .

بذلك حصصاً شائعة في شركات متخصصة لممارسة نشاط الصناعة حيث تقوم الجهات المصدرة لصكوك الاستصناع بتكوين شركات ذات قدرة وخبرة في تصنيع السلع بمختلف أنواعها من الصناعات¹.

3.1- صكوك المراجعة : تعتبر المراجعة من أهم القنوات الاستثمارية في البنوك الإسلامية ، نظراً لإمكان هذه الصيغة من تمويل متطلبات التنمية كأدوات الإنتاجية وسهولة التنفيذ والمتابعة، هذا بالإضافة إلى العائد المعلوم والمضمون في أغلب الحالات خصوصاً في حال امتلاك البنوك للضمانات الجيدة لتغطية مخاطر عدم السداد. أما بالنسبة لصكوك المراجعة فيمكن أن تسهل للبنوك الإسلامية والدول تمويل شراء السلع والمستلزمات، و المعدات عن طريق طرح الصكوك للمستثمرين للاكتتاب فيها ، و المشاركة في التمويل عن طريق هذه الصيغة، بحيث يحصل كل طرف ومستثمر على نسب معينة من الربح وفق ما يمتلك من صكوك. كما يمكن تحويل المراجحة إلى صكوك ذات استحقاقات متتالية ، بحيث تخدم هدف السيولة للبنوك الإسلامية². ويبين الشكل الموالي إحدى طرق تصكيك المراجحة والتي .تعتبر وثائق تمثل حصة معينة في رأس المال المكتتب فيه ، و الذي يستعمل في شراء سلعة معينة ، و التي تصبح ملكاً لحامل الصك . يتم اصدار صكوك المراجحة في حالة السوق الاولي ، و بالذات في حالة كبر قيمة الاصل أو المشروع محل المراجحة ، بينما يعتبر تداولها في السوق الثانوي مخالفاً للشريعة ، لان بيع المراجحة قد يكون مؤجلاً ، بالتالي فانه يعتبر ديناً ، و بيع الدين لا يجيزه الفقهاء ، و يتم اصدار صكوك المراجحة وفق الخطوات التالية³.

- تحدد المؤسسة المالية البادئة بالتصكيك) المنشئ (الأصول المادية ثم تبيعها للشركة ذات الغرض الخاص.
- تقدم الشركة ذات الغرض الخاص بإصدار أوراق مالية) صكوك (للمستثمرين مقابل هذه الاصول .
- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بتجميع الاموال من المستثمرين

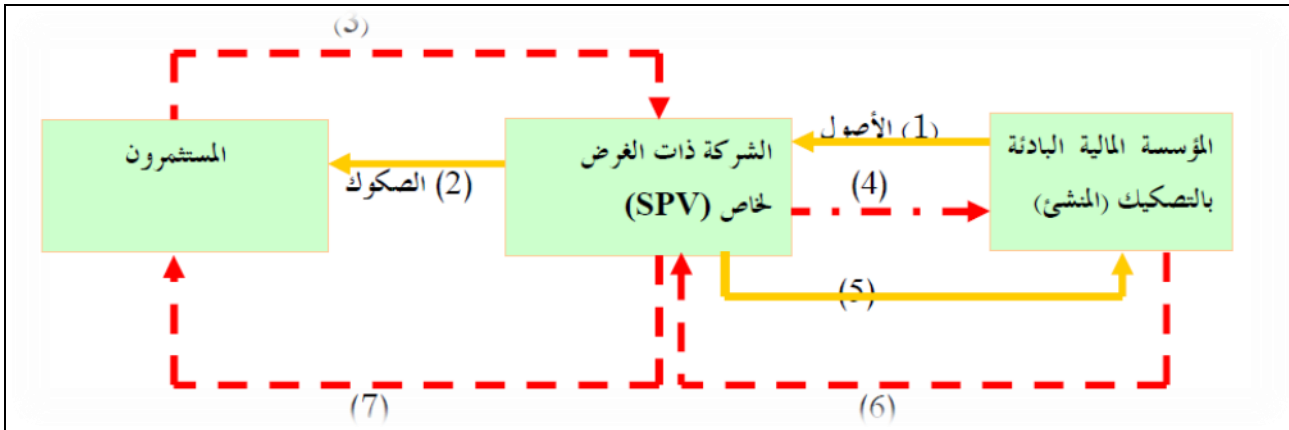
¹ موسى محمود ، صكوك الاستصناع من البدائل الشرعية لسندات القروض الربوية ، الملتقى الدولي حول البنوك الإسلامية والمالية ، 15 - 16 جوان 2010 ص 04 .

² Kabir Hassan, 2007, "Handbook of Islamic Banking", edward elgar publishing, cheltenham, UK, , p195.

³ بن الضيف محمد عدنان ، وريع المسعود ، 2011 " أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية"، ملتقى الاقتصاد الإسلامي، الواقع...ورهنات لمستقبل 23، 24 فيفري ، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغرداية ، الجزائر، ص 13.

- تدفع الشركة ذات الغرض الخاص للمؤسسة المنشئ ثمن بيع الأصول
- المنشئ يعيد شراء الأصول مرة أخرى على أساس الدفع المؤجل.
- الشركة ذات الغرض الخاص تقوم بتحصيل ثمن الأصل للمنشئ في المستقبل.
- تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بتمرير المدفوعات المتحصل عليها من المنشئ إلى للمستثمرين بعد خصم حصة المضارب أو رسوم عقد الوكالة.

الشكل رقم 13: مخطط توضيحي يبين آلية صكوك المرابحة



Source : Kabir Hassan, "Handbook of Islamic Banking", op-cit,p195.

2- الصكوك القائمة على عقود الاجارة :

1.2- تعريف صكوك الاجارة : تعرف على أنها " : صكوك متساوية القيمة تمثل أجزاء متماثلة مشاعة في ملكية

أعيان معمرة مرتبطة بعقود اجارة ، أو تمثل عددًا متماثلًا من وحدات خدمة موصوفة تقدم من ملتزمها

لحامل الصك في وقت مستقبلي ، فهذه الصكوك تمثل أعيان معمرة أو ملكية خدمات مستقبلية¹ .

كنا نعرف على أنها "هي عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة ، تصدر من اجل إستثمار حصيلتها في شراء

أصول انتاجية على أن يعاد تأجيرها الى مستخدميه ومعنى ذلك أنها تقع على أعيان تصلح لاستغلال

¹ انظر - وليد خالد الشايحي وعبد الله يوسف الحجي ، 2010 ، " صكوك الاستثمار الشرعية" ، مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية" ص 15 .

منفعتها ، مع استمرار بقائها لفترة طويلة نسبياً ، وتصلح هذه الصيغة للأنشطة الاستثمارية المتوقع لها توليد تدفقات نقدية في المستقبل ، ويمكن أن تنتهي الإجارة بالتملك إذا تضمنت المدفوعات التي يحصل عليها المالك الأقساط الثانوية ، كما يمكن النص في العقد على بيع الأصل المؤجر في نهاية المدة للمستأجر، والعائد على صكوك الإجارة معروف ومحدد مسبقاً ، يقسم على حاملي الصكوك حسب حصة كل واحد منهم وحسب الاتفاق في العقد . وتعتبر صكوك الإجارة أقل خطورة عند مقارنتها ببقية أدوات الملكية الأخرى ، وذلك لأنه يمكن التنبؤ بدقة بعوائد الورقة المالية محل الإجارة وذلك لسهولة معرفة إيرادات ومصروفات العين المؤجرة¹ .

2.2- خصائص صكوك الإجارة : وتتمثل أهم خصائص هذه الصكوك في² :

- ◀ تتمتع صكوك الإجارة بمرونة لا تتمتع بها الصكوك الأخرى ، فهي لا تقيد الجهة المصدرة لهذه الصكوك بنوع معين من الأنشطة أو المشاريع أو الاستعمالات للأموال المحصلة ، و إنما يمكنها من تمويل ما تراه من الأنشطة المتاحة أمامها ؛
- ◀ أن الأجرة المدفوعة للمالكي هذه الصكوك لا يشترط فيها أن تكون من مصادر المشروع نفسه ، وبخاصة أن هذه الصكوك يمكن أن تستعمل لشراء أصول غير إيرادية مثل أصول البنية التحتية ؛
- ◀ تعتبر ذات إيراد ثابت محدد مسبقاً ، فهي نوع من أنواع الاستثمارات الإردادية التي لا تتعرض لكثير من التغيرات بالقيمة السوقية ؛
- ◀ تعتبر صكوك الإجارة قابلة للتداول لأنها تمثل ملكية في أصل حقيقي ؛
- ◀ تتميز بمخاطر منخفضة نسبياً ، لأن عائدها (الإيجار) معروفاً مسبقاً . و تتمثل الأنواع المختلفة لصكوك الإجارة في¹

¹ حامد ميرة ، صكوك الإجارة ، مجلة الاقتصاد الإسلامي ، جامعة الملك عبد العزيز ، المملكة العربية السعودية ، جدة ، مجلد 23 عدد 01 ص 111
² وليد خالد الشايحي ، وعبد الله يوسف الحجي ، " صكوك الاستثمار الشرعية" ، مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية" مرجع سابق ، ص 914 .

أ- صكوك ملكية المنافع : وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة بغرض إجارة منافعها و

استيفاء أجرا من حصيلة الاكتتاب ، و تصبح منفعة مملوكة لحملة الصكوك ؛

ب- صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة أو الموصوفة في الذمة : تمثل وثائق متساوية القيمة يصدرها

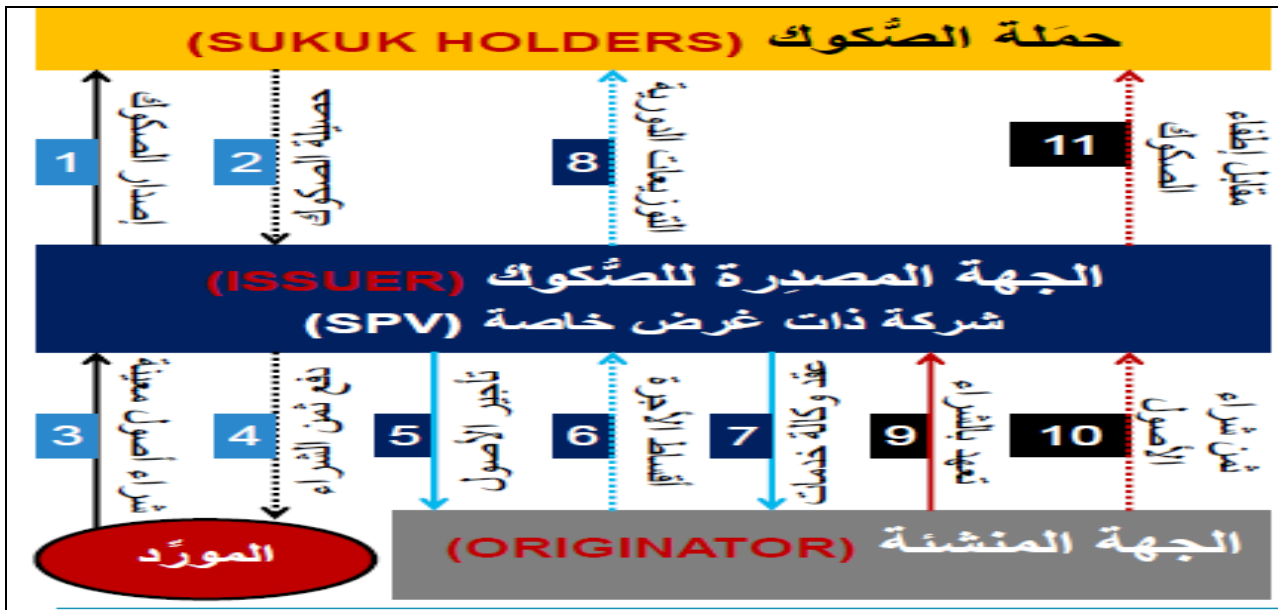
مالك منفعة موجودة - مستأجر - بغرض إعادة إجار ، واستيفاء أجرا من حصيلة الاكتتاب فيها ، وتصبح

منفعة مملوكة لحملة الصكوك ؛

ت- صكوك ملكية الخدمات: تعتبر وثائق متساوية القيمة تصدر بغرض تقديم الخدمة من طرف معين ، واستيفاء

الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها ، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك

الشكل رقم 14: منخطط بياني يوضح هيكلية صكوك الاجارة (تاجير مع الشراء)



المصدر : أسيد الكيلاني ، اليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية 8-9 ديسمبر 2013 المدرسة العليا للتجارة الجزائر .

¹ كمال توفيق حطاب ، الصكوك الاستثمارية الإسلامية و التحديات المعاصرة ، مرجع سابق ، ص 14

3- الصكوك القائمة على عقود الشراكة :

1.1.3 - صكوك المضاربة : هي وثائق مضاربة تمثل مشروعات تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من

الشركاء لإدارته ، وصكوك المضاربة هي عبارة عن عقد يتم بموجبه تقديم مال من رب المال ليتاجر فيه الآخر الذي ليس برب المال¹ ، ويمكن أن يتم عقد صكوك المضاربة بين اثنين فأكثر².

وتتمثل أهم خصائص هذه المنتجات في³ :

- تعتبر أداة تدر المال ، وهي قائمة على تقسيم رأس مال المضاربة إلى حصص متساوية تسجل بأسماء مالكيها لتمويل مشروع استثماري معرف بوضوح في نشرة الإصدار؛
- تمثل حصصًا شائعة في رأس مال المضاربة تتيح لحاملها فرصة الحصول على أرباح المشروع إن تحققت ، وبصورة غير محددة مسبقًا ، وبحسب مساهمات حملة الصكوك؛
- قابلة للتداول طالما أنها تمثل محلا لأصل معروف يعمل في نشاط معلوم غير مخالف للشرع ، وتطبق عند التداول الأحكام التالية :
- إذا كان مال المضاربة المتجمع بعد الاكتتاب ما يزال نقودًا ، فإن تداول صكوك المضاربة يعتبر مبادلة نقد بنقد ، و تطبق عليه أحكام الصرف ؛
- إذا أصبح مال المضاربة ديونًا تطبق على تداول الصكوك أحكام التعامل بالديون ؛
- إذا صار مال المضاربة موجودات مختلطة من النقود والمنافع، فإنه يجوز تداول صكوك المضاربة وفقًا للسعر المتراضى عليه .

¹ شوقي جباري ، فريد خميلي ، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية ، المؤتمر العلمي الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي اسلامي"، مرجع سابق الذكر، ص 15 .

² صافية أحمد أبو بكر، 2004، "صناديق الاستثمار الإسلامية: خصائصها وأنواعها"، بحث قدم خلال مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية ، ص 11-12.

³ نادية أمين محمد علي ، 2004 ، " صكوك الاستثمار الشرعية : خصائصها و أنواعها" ، مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية ، ص 990 .

2.1.3- صكوك المشاركة : تمثل وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع ، أو تمويل

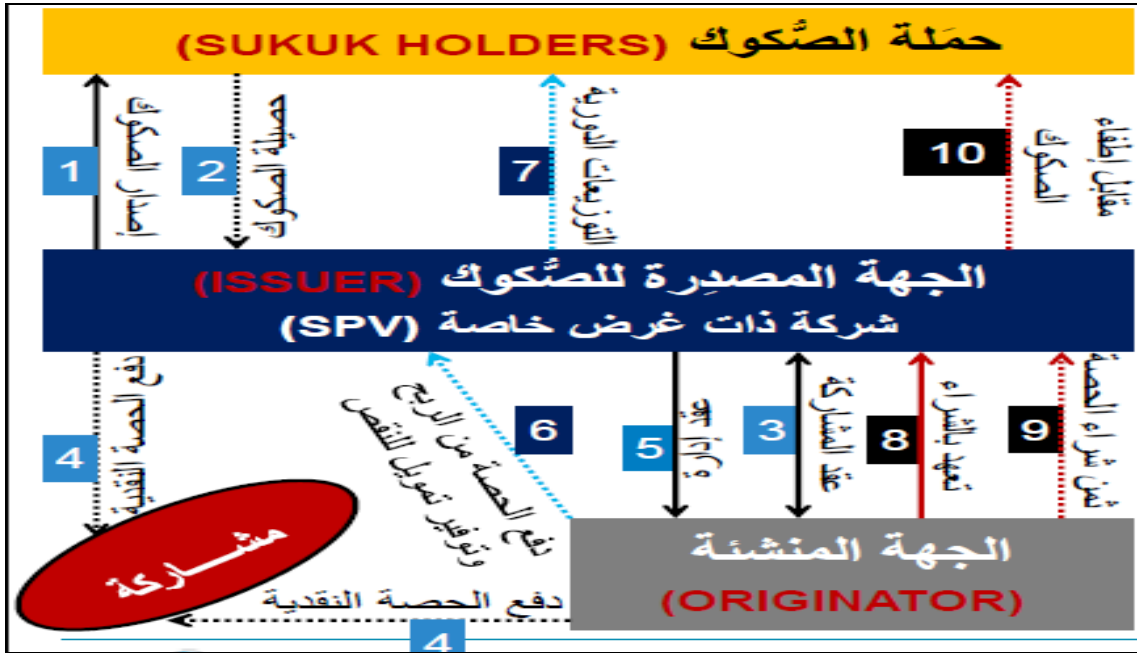
نشاط على أساس المشاركة ، ويصبح المشروع ملكًا لحامل الصكوك ، حيث تدار على أساس المشاركة أو المضاربة.¹

1.2.1.3- الية صكوك المشاركة :

- 1- يقوم المصدر (الشركة ذات الغرض الخاص) بإصدار الصكوك ، وفق نشرة الإصدار.
- 2- يكتب المستثمرون في الصكوك، ويدفعون المقابل ، ويفوضون المصدر بإتمام التعاقدات بالنيابة عنهم .
- 3- يُرم المصدر عقد مشاركة مع الجهة المنشئة ، التي تحتاج السيولة .
- 4- يقوم المصدر بدفع حصة الصكوك النقدية في رأس مال المشاركة ، من حصيلة الصكوك ، للجهة المنشئة ، التي تدفع حصتها النقدية أيضا .
- 5- يرم المصدر (الشريك) عقد إدارة مع الجهة المنشئة (مدير المشاركة) لإدارة المشاركة واستثمار رأس مالها .
- 6- تدفع الجهة المنشئة حصة الصكوك من ربح المشاركة ، وتستبقى ما يزيد عن نسبة محدّدة في احتياطي . وهي توفر التمويل اللازم لتلبية التوزيعات الدورية إذا لم يكن ما تم تحقيقه من ربح وما هو متوافر في الاحتياطي كافيًا . وما يبقى من الاحتياطي في النهاية يكون حافزًا للجهة المنشئة (المدير) .
- 7- يقوم المصدر بتسليم الربح ودفع التوزيعات الدورية .
- 8- تُصدر الجهة المنشئة (المتعهد) تعهدًا بشراء حصة الصكوك في حال الإخلال أو عند الإطفاء النهائي .
- 9- يتم تنفيذ التعهد بالشراء وتشتري الجهة المنشئة (الحصة من المصدر) (البائع) في الحالات المحددة..
- 10- يدفع المصدر ما تم تحصيله من تنفيذ التعهد بالشراء لحملة الصكوك وبذلك يتم إطفاء الصكوك بها.

¹ كمال توفيق حطاب ، 2009 ، " الصكوك الاستثمارية الإسلامية و التحديات المعاصرة " ، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول ، ص 13 .

الشكل رقم 15 : مخطط بياني يوضح آلية صكوك المشاركة



المصدر : أسيد الكيلاني اليات ترشيد الصناعة المالية الاسلامية ، مرجع سبق ذكره .

3.1.3- صكوك المزارعة : هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل

مشروع للمزارعة ، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول¹.

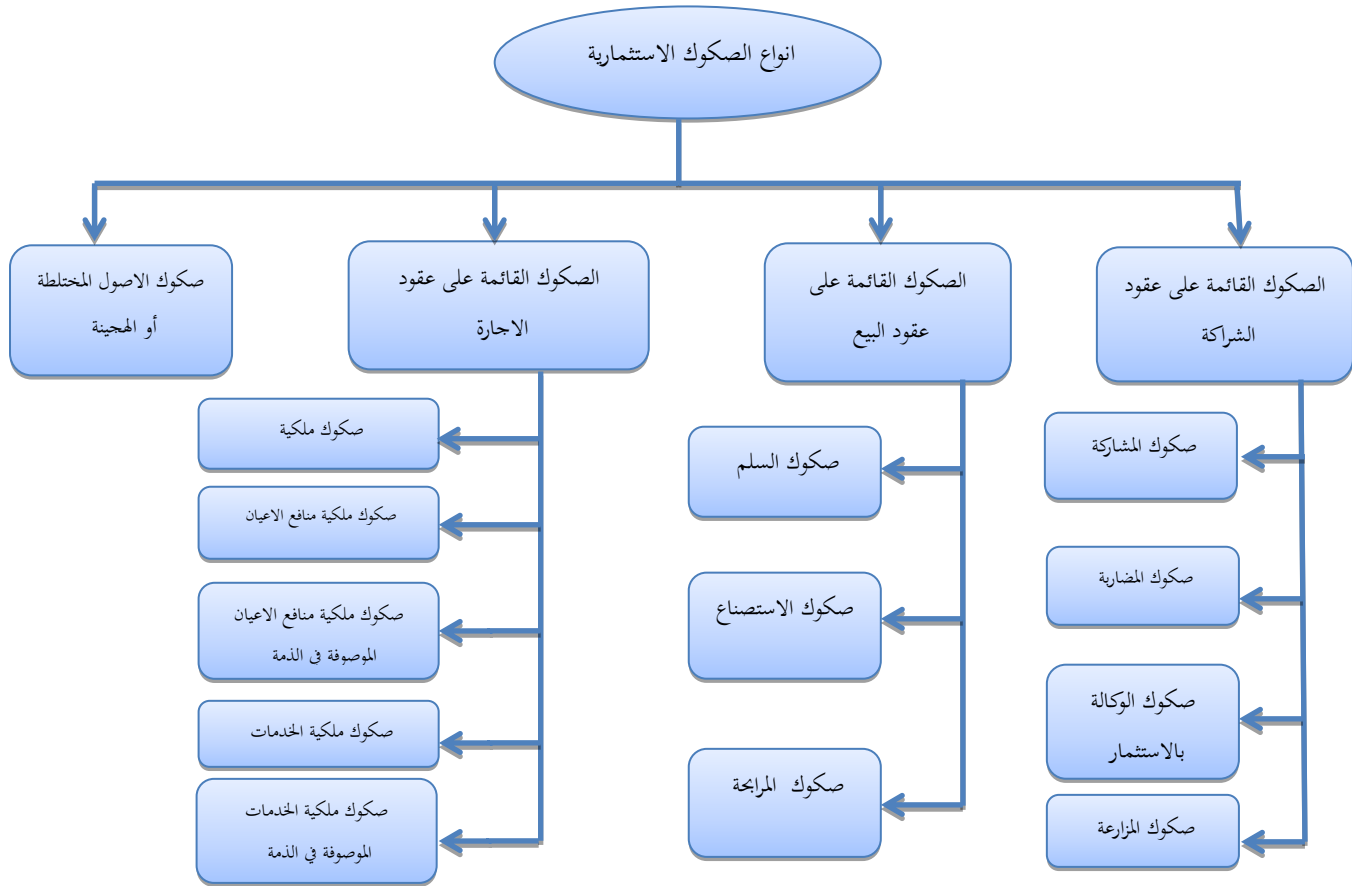
بالإضافة إلى صكوك المزارعة هناك صكوك أخرى تقوم على أساس المساقاة، وتسمى " صكوك المساقاة" ،

حيث تستخدم الأموال المكتتبه فيها في مشروع للسقي على أن يأخذ مالكةا حصة من الثمر. إضافة إلى

صكوك المغارسة التي تعطي مالكةا حصة من الغرس ، وتقوم على أساس عقد المغارسة.

¹ صفة أحمد أبو بكر ، صناديق الاستثمار الإسلامية : خصائصها وأنواعها" ، بحث قدم خلال مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية ، مرجع سابق ص

الشكل رقم 16: مخطط بياني يوضح أنواع الصكوك الاستثمارية الإسلامية



المصدر : من اعداد الطالب .

خامسا : أهمية الصكوك المالية الإسلامية

1- على مستوى الاقتصاد الكلي :

1.1- تحقيق التوازن بين الاقتصاد الحقيقي و المالي : لقد شهدت الدول الغربية تطورات هائلة في عمليات

التوريق كانت في معظمها في مجال توريق الديون ، وقد رافق ذلك موجة من المضاربات التي أدت إلى اتساع

الفجوة بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصادي المالي باعتبار أن عقود الربا تفصل الربح عن النشاط الاقتصادي

الحقيقي ، وعلى العكس من التجربة الغربية فإن التصكيك الإسلامي يشترط وجود الأصول قبل تصكيكها؛

الأمر الذي يحفظ لهذه الأصول قيمتها ، وبالتالي فهو يربط الاقتصاد الحقيقي بالاقتصاد المالي مما يخلق توازناً كبيراً بينهما، ومن ثم فالتصكيك الإسلامي يشكل فرصة هامة لتصحيح المسار¹.

2.1- جذب المدخرات : يحث النظام الاقتصادي في الإسلام على تعبئة المدخرات ويعتبره من الأهداف الأساسية له ، ذلك إن الإسلام يدين اكتناز الأموال ، ويطالب باستخدامها المنتج بما يحقق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية المرجوة منه، ولكن هذا الاستخدام المنتج قد لا يكون متاحاً للأفراد، إما لضعف حجم الأموال التي لديهم، أو لضعف قدرتها الإنتاجية والإدارية. لذلك لا بد من وجود مؤسسات مالية منظمة تنظيمياً فعالاً لا تقوم بتعبئة المدخرات المعطلة ، و توجيهها إلى استخدامات إنتاجية ، كما يجب أن تكون هذه المؤسسات مجهزة تجهيزاً مناسباً يمكنها من تمويل الاحتياجات الحقيقية² ، خصوصاً إذا ما علمنا ما لهذه المدخرات من أهمية في تمويل التراكم الرأسمالي الذي يشكل أحد أوجه التنمية ، والذي يقوم - كما يرى البعض - على ثلاثة أنواع من العمليات وهي : الادخار والتوظيف والاستثمار .

3.1- تمويل المشاريع الاستثمارية : ما زالت التنمية من أهم القضايا التي تطرح نفسها على شعوب العالم النامي ، وعلى الرغم من شمول هذا المصطلح لجوانب متعددة إلا أن الجانب الاقتصادي يحتل المقام الأول في أولويات المنظرين وصناع القرار على حد سواء ، لذلك فقد ركزت معظم الدراسات التنموية على التركيز الرأسمالي والاستخدام الأمثل للموارد . و فيما يتعلق بجانب تعبئة الموارد فقد استنفذت الدول النامية كافة المصادر لتوفير ذلك من مدخرات محلية ومن قروض خارجية وهبات ومساعدات دولية واستثمارات خارجية ، إلا أن تلك الموارد لم يحسن استخدامها ، بالإضافة إلى ما ترتب على بعض هذه المصادر من مشروعية باعدت بين تلك المصادر وبين الهدف التنموي المنشود منها. لذلك جاءت الدعوة مجدداً للتركيز على

¹ عبد القادر زيتوني ، 2010 ، " التصكيك الإسلامي ، ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية " ، المؤتمر العلمي الدولي حول : الأزمة المالية و الاقتصادي ، العالمية من منظور اقتصادي إسلامي ، جامعة العلوم الإسلامية العالمية 1-2 ديسمبر ، عمان ص 17

² عمر شابرا ، 1990 ، نحو نظام نقدي عادل ، ترجمة : سيد محمد سكر ، دار البشير ، عمان الاردن ، الطبعة الثانية ، ص 23

المصادر الداخلية لتوفير تلك الموارد وربطها باستخدامات تنمية حقيقية ، ومن بين الوسائل التي قد تكون فعالة في هذا المجال هي الصكوك الاستثمارية الشرعية ، التي تستطيع أن تحقق الغرضين معاً ، وهما تعبئة الموارد وضممان توجيهها إلى مجالات استثمارية حقيقية. حيث أن التحدي الرئيسي في مجال الصناعة المالية الإسلامية يكمن - ليس في قدرة المبتكرات المالية على تعبئة الموارد المالية على ما لذلك من أهمية كبرى - ، وإنما في طريقة الاستخدام لهذه الموارد ، فلا يضير إذا ما جمعت تلك الموارد عن طريق ودائع أو أوراق مالية أو استثمارات عينية مباشرة ، ما دامت ستوجه نحو استثمارات فعلية يمكن أن تحدث أثراً تنموياً في البلدان الإسلامية ، لذلك فإن كفاءة استخدام الموارد التمويلية التي تم جمعها عن طريق الصكوك الإسلامية توازي قدرتها على تعبئة هذه الموارد¹.

4.1- حل مشكلة المديونية : تعتبر مشكلة المديونية من المشاكل التي تعاني منها كافة الدول الإسلامية حيث

نجد الديون الخارجية التي تكون لدول أجنبية أو مؤسسات دولية ، أو أفراد أجنب ، والديون الداخلية التي تكون للمواطنين والمؤسسات المحلية على الدولة أو الجهات السيادية المختلفة . ومن المعروف أن هذه الديون هي قروض ربوية ، وقد قدمت عدة اقتراحات للتخلص من هذه المديونية ، تخفيض الهوامش الربحية حيث يشكل الاستثمار قصير الأجل المتمثل في المراجعات ما نسبته 70 % من أصول المصارف الإسلامية².

5.1- الصكوك الإسلامية أداة فعالة لتمويل عجز الموازنة العامة : تعد مشكلة العجز في الموازنة العامة من

أكبر المشاكل الاقتصادية التي تؤرق الدول المتقدمة والنامية على حد سواء ، بالأخص في ظل الأزمة العالمية الراهنة حيث اندفعت الدول إلى حشد السيولة وحقنها في على أمل أنقراض النظام وتخفيف من وطأت الأزمة على المؤسسات المتهاوية، إلا أن هذا الإجراء جعلها تغرق أكثر في مشكلة العجز في الموازنة العامة،

¹ زاهرة علي محمد بني عامر، 2008 ، " التصكيك و دوره في تطوير سوق مالية إسلامية " رسالة ماجستير منشورة ، كلية الشريعة و الدراسات

الإسلامية ، جامعة اليرموك ، إربد ، الأردن ، ص 126 ، 125

² زاهرة علي محمد بني عامر ، " التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية" ، مرجع سابق، ص 159 .

ولعل المتتبع لما يجري يوقن كيف أن إستراتيجية الحقن اللاعقلاني قد أدخلت الكثير من الدول الأوربية على وجه الخصوص في دائرة الإفلاس .

وعموماً فإن الأزمة أفرزت شحاً كبيراً في الموارد المالية لتمويل الحكومات ، ومن هنا توجهت الأنظار للصكوك الإسلامية بوصفها فرصت هامة يمكن من خلالها توفير السيولة اللازمة وسد فجوة العجز الذي يتزايد بمعدل نمو متسارع من سنة إلى أخرى ، وفي هذا المجال تمكنت السودان من خفض عجز الموازنة من 6% إلى فائض بنسبة 6% كنتيجة للاستخدام الصكوك في امتصاص السيولة الزائدة. و في ذات السياق ، اتجهت الحكومة البريطانية إلى إصدار صكوك إسلامية للحصول على تمويل للخزينة البريطانية من السوق المالية الإسلامية ، وكذلك حذت فرنسا الخطى من أجل اللحاق ببريطانيا ، بل لكي تكون السبّاقة في الحصول على الحصة الأكبر من التمويل الإسلامي في أوروبا .

6.1- تفعيل الاستثمارات طويلة الأجل : إن أشكال التمويل التي تقدمها البنوك الإسلامية هي في معظمها

أشكال العوائد الثابتة مثل المراجعة وكان من بينها تحويل هذه القروض الربوية إلى قروض حسنة (بدون فوائد) ، ولكن هذا الاقتراح غير عملي وذلك لما قد يواجهه من اعتراضات من قبل مالكي السندات الربوية الذين ما استثمروا أموالهم إلا لقاء الفائدة المحددة على هذه السندات¹ ، و من الاقتراحات التي قدمت أيضاً في هذا المجال هو تحويل هذه السندات إلى أسهم في مشاريع عامة، ويعني هذا الاقتراح أن تحويل الدين الثابت في ذمة الحكومات أو الجهات السيادية إلى رأس مال في شركة أو رأس مال في مضاربة ، ولكن الشريعة الإسلامية لا تبيح اعتبار الدين حصة في الشركة شأنه في ذلك شأن المال الغائب ، لأن المقصود من الشركة الربح ، ولا يتم إلا بالتصرف ولا يمكن التصرف في مال غائب أو دين.

¹ زاهرة علي محمد بني عامر ، " التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية" ، مرجع سابق، ص 150.

2- على مستوى المؤسسات المالية الإسلامية :

تكمن أهمية عمليات التصكيك الإسلامي بالنسبة للمؤسسات المصرفية الإسلامية في معالجة جملة من المشاكل التي تواجهها ، والتي من شأنها دعم مسيرتها ، وتمثل هذه المشاكل في :

1.2- مشكلة السيولة : ففي حالة السيولة الفائضة عن المشروعات القائمة والمخططة ، يقوم المصرف الإسلامي

بشراء تلك الصكوك وفق معايير وضوابط معينة ، أما في حالة عجز السيولة ، يقوم المصرف الإسلامي بتسييل بعض ما عنده في محافظ الصكوك وفق معايير و ضوابط معينة ، على أن يضبط عمليات البيع و

الشراء مجموعة من السياسات المالية و الاستثمارية التي تحكم إدارة الخزينة في المصارف الإسلامية؛¹

2.2- ادارة المخاطر : ومن الأدوات التي يمكن أن تشكل أدوات ملائمة للتعامل مع مخاطر المصارف الإسلامية

الصكوك الشرعية ، فهذه الصكوك تتيح إمكانية تنويع الاستثمارات مما يسمح بتشتيت المخاطر وتوزيعها ، كما تسمح تلك الصكوك بتشكيل حافظة استثمارية تلائم حاجات و رغبات المستثمرين ، مما سيعمل على التخلص من التركيز الشديد في التمويل قصير الأجل المسيطر على أعمال المصارف الإسلامية، الذي يعتبر ظاهرة غير صحية من وجهة النظر القائلة بتوزيع المخاطر، وذلك لما له من تأثير على والإجارة والتي هي أيضاً ذات مستوى مخاطرة أقل، بالرغم من أن ذلك يشير إلى مرونة وتكيف العمل المصرفي لمتغيرات البيئة التي يعمل فيها، إلا أنه يعد انحرافاً في مسيرة العمل المصرفي عما كان متوقعاً له . ولمعالجة هذا الخلل وإعادة التوازن إلى نشاطات البنوك الإسلامية لابد من إحداث تغيير في أساليب التمويل التي يمكن أن تستخدمها هذه البنوك .

ويمكن للصكوك الإسلامية أن تقدم تمويلاً طويلاً ومتوسط الأجل ، حيث يمكن للمصارف الإسلامية أن تعيد التوازن لاستثماراتها من خلال توظيف الأموال المودعة لديها في صكوك استثمارية طويلة الأجل ، فليس

¹ حسين حسين شحاتة ، " إدارة السيولة في المصارف الإسلامية ، المعايير و الأدوات" ، مرجع سابق ، ص 38 ، 39.

من الضروري أن تقوم المصارف بعمليات الاستثمار المباشر لهذه الأموال ، فوجود الصكوك الاستثمارية الإسلامية ، و وجود مؤسسات متخصصة في استثمارها سوف يخفف عن المصارف الإسلامية تكاليف دراسات الجدوى والترتيبات الأولية للمشروعات ، كما يمكن لهذه الصكوك أن تخفف عبء متابعة المشروع وإدارته طالما أن هناك جهة تتولى توظيف هذه الأموال وإدارتها ومتابعتها . كما يمكن للمصارف الإسلامية أن تعيد التوازن لنشاطاتها التمويلية ، و ذلك من خلال المساهمة في آلية عمل الصناديق الاستثمارية الإسلامية سواء بطرح فكرة المشروع ، أو تقديم دراسة الجدوى لهذه المشاريع ، أو تكوين الصندوق وإدارته والمشاركة فيه .

3- على مستوى الاسواق المالية المحلية و الدولية : مع التطور المستمر لأسواق المال العالمية ازداد انحسار

الوساطة المالية التقليدية ، وتحولت وظيفة البنوك بشكل جذري من الوساطة القائمة على الإقراض والاقتراض إلى الوساطة القائمة على الإدارة مقابل رسوم ونسب من الربحية. وقد تأخر وصول هذه الظاهرة إلى المنطقة العربية لأسباب متعددة ، من أهمها غياب أسواق مالية فعالة، وغياب أدوات مالية تحوز على القبول العام ، وسيطرة منطق الوساطة التقليدية القائمة على الإقراض والاقتراض. لكن مع تطور الأسواق المالية ، خاصة في دول الخليج ، ومع بروز الصكوك الإسلامية ونموها المتواصل ، بدأت ملامح مرحلة جديدة في الوساطة المالية في الظهور، بما يمكن أن يرفع معدلات الكفاءة ويخفض تكاليف التمويل للشركات والحكومات ، لأنه أصبح بإمكانها التوجه مباشرة للمدخرين من خلال الأسواق المالية.

لكن لكي تحقق الأسواق المالية أهدافها المرجوة لا بد من استكمال عدة جوانب تعاني حاليًا من الخلل. أول هذه الجوانب هو النقص الملحوظ في الأدوات المالية التي يصدرها القطاع الخاص من الشركات والمؤسسات، وتلك التي يصدرها القطاع العام والمؤسسات الحكومية. وقد كان من أسباب ذلك، بالإضافة إلى نقص كفاءة الأسواق المالية ، هو غياب الأدوات المالية التي تحظى بالقبول العام كالصكوك الإسلامية . لكن مع تطور السوق من جهة ، ومع نمو

المنتجات الإسلامية من جهة أخرى ، لم يعد هناك ما يمنع من استغلال هذه الفرصة بشكل جيد. وثاني هذه الجوانب هو طريقة تصميم وتسويق الصكوك الإسلامية التي تعيق بشكلها الحالي تحقيق أهدافها المنشودة. فالجمهور المستهدف من الصكوك في الغالب هو نفسه جمهور السندات التقليدية ، وهو ما أدى إلى أن تصبح الصكوك أشبه ما يكون بنسخة معدلة من هذه السندات ، سواء من حيث العائد (مرتبط بمؤشر اللايبور) ، أو من حيث المخاطر (مخاطر ائتمانية مستقلة عن الأداء الاقتصادي) ، أو من حيث نظام الطرح والتسويق (من خلال السماسرة وليس الطرح العام للجمهور) . كما أدى ذلك إلى أن تصبح الصكوك محدودة السيولة نظرًا لمحدودية حجم الصكوك المطروحة للتداول .

إذا أردنا للصكوك الإسلامية أن تحقق دورها المأمول عبر الأسواق المالية ، ينبغي أن يكون الجمهور المستهدف هو نفسه جمهور الأسهم والاككتابات العامة . فالجمهور الإسلامي سيكون أكثر حرصًا على الاكتتاب في هذه الصكوك نظرًا للغطاء الشرعي الذي تمتاز به . وحيث أن الجمهور مستعد لتحمل المخاطر كما هو الحال في الأسهم ، و يبحث عن أفضل عائد في المقابل ، فإن مصدري الصكوك لن يكونوا ملزمين بالأساليب المعقدة التي تسلب عن الصكوك الروح الإسلامية في العائد والمخاطر، والتي تجعلها من ثم صورة محورة من السندات التقليدية . وهذا مع كونه يخدم الجانب الإسلامي ، فهو أيضًا يحقق مصالح جميع الأطراف : المصدرين والمدخرين . فالمصدر سيكون بإمكانه التخفف من المخاطر التي يتحملها في حال إصدار السندات التقليدية القائمة على الديون، بالإضافة إلى التخفف من التكاليف الإجرائية للصكوك الحالية والتي لا تحقق أي قيمة مضافة . وفي المقابل سيكون بإمكان المدخرين الاستفادة من العائد المرتفع نسبيًا ومن السيولة التي يتيحها التداول في الأسواق المنظمة. وكذا يمكن رفع كفاءة الوساطة المالية وتحقيق درجة أفضل في دعم وتمويل الاقتصاد الوطني . لقد قامت المصارف الإسلامية خلال العقود الثلاثة الماضية بدور مهم ومؤثر في دعم التمويل الإسلامي ونشر الوعي به وبمنتجاته المختلفة . أما المرحلة المقبلة فهي بالدرجة الأولى من مسؤولية القطاع الخاص من الشركات والمؤسسات الربحية . فتحول الشركات إلى الأدوات الإسلامية

من خلال السوق المالية سيحقق نقلة نوعية في مسيرة التمويل الإسلامي من جهة ، وفي تعزيز الاستثمار في الاقتصادات الإسلامية من جهة أخرى . والتحول نحو سوق المال ، كما سبقت الإشارة إليه ، يفرضه منطوق المنافسة وتعزيز الربحية ، و لن يكون هناك في الحقيقة مفر للقطاع الخاص من مواجهة هذا التحول الذي ابتدأ في الغرب قبل أربعين عامًا . وبدلاً من الانتظار والتهرب من المسؤولية ، يجب على القطاع الخاص أن يأخذ زمام المبادرة و واستغلال التطور الملحوظ في السوق الإسلامية ليحقق الهدفين معاً : الالتزام الإسلامي و الكفاءة الاقتصادية.

1.3- دور الصكوك الإسلامية في الرفع من كفاءة الأسواق المالية :

لا يمكن بأي شكل من الأشكال الخوض في الدور الذي تلعبه الصكوك الإسلامية في إرساء وتمتين دعائم كفاءة الأسواق المالية دون التعريف بهذا المفهوم ومتطلبات تحقيقه على أرض الواقع ولو بشكل مقتضب، وبعليّة تعرف الكفاءة بأنها: " السوق التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق وتحليلها وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية."¹

ومن أجل الوصول إلى التخصيص الكفء للموارد المالية فيجب توافر الشرطين التاليين¹:

➤ **كفاءة التسعير:** يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية، ويقصد بها أن تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة، حيث أن المعلومات تصل إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة.

➤ **كفاءة التشغيل:** يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية ، والتي يقصد بها قدرة السوق على إحداث التوازن بين الطلب والعرض، وذلك في ظل وجود تكاليف للمعاملات منخفضة، وبالتالي تحدث عملية التداول بسرعة وبمجم كبير، ومن ثم تكون فرصة المتخصصين في تحقيق هوامش ربح ضئيلة ، ومن خلال زيادة الطلب

¹ منير إبراهيم هندي ، 1999 ، أسواق رأس المال ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، ص 42 .

على الأوراق المالية للمؤسسات غير الواعدة ستخفيض أسعار أوراقها المالية، وتغيير العرض والطلب يحدث توازن في الاقتصاد الوطني وتحقق الكفاءة الاقتصادية للسوق.¹

وتأسيساً على ما سبق ، يمكن القول أن الصكوك الإسلامية يمكنها رفع مستوى كفاءة الأسواق المالية ، ذلك أنها تبتعد على الغش والغرر والغبن والمجازفات الهدامة التي تلعب دوراً سلبياً في تحقيق التخصيص الأمثل للموارد وبالتالي فهي تضعف كفاءة الأسواق وتنخر بها كالمسوس من الداخل وتجعلها وسيلة لتمويل المشاريع الفاشلة غير المنتجة، مما يجعل سوق المال تنحرف عن رسالتها التنموية السامية.

و خلاصة القول أن الصكوك الإسلامية تعمل على تحريك الموارد المالية وتوجيهها إلى الاستثمارات المنتجة الحقيقية، وتقليل حدة المضاربات وتلقي دائرة من الاهتمام المتوازنة والمتكافئة بين السوقين الأولى والثانية ، كما أن إزدياد كميتها ونوعيتها سيكون له بالغ الأثر في زيادة درجة تعمق السوق واتساعها، وهو ما يصب في بوتقة تغطية الاحتياجات التمويلية والاستثمارية وتغطية عجز السيولة... الخ.²

سادساً : واقع ، و مستقبل الصكوك الإسلامية ، و تحدياتها .

1- تطور الصكوك الإسلامية و هيكلتها :

يمكن تناول حجم الصكوك حتى نهاية الربع الأول من سنة 2015 في الآتي :

- يمكن تلخيص قطاعات التمويل الإسلامي حتى العام 2013 على النحو التالي :

حيث و فيما يخص الجباب الأكبر من قطاع التمويل ، فلقد حازت عليه الصيرفية الإسلامية بنسبة تقدر بـ 76 بالمائة ، تليها الصكوك في المرتبة الثانية بنسبة تقدر بـ 19 بالمائة ثم باقي قطاعات التمويل ، و الجدول الموالي يوضح ذلك .

¹ المعهد العربي للتخطيط. كفاءة أسواق الأوراق المالية مقال منشور على الموقع تاريخ التصفح 2015/05/13 ، http://www.arab-api.org/course9/c9_3_1.htm

² زهراء علي محمد بني عامر ، 2008 ، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، رسالة ماجستير ، جامعة الأردن ، ص196.

الجدول رقم 07 : قطاعات التمويل الاسلامي حتى عام 2013 .

القطاع	الحجم بالمليار دولار	النسبة
الصيرفة الاسلامية	985	76
الصكوك	251	19
الصناديق	44	3
التكافل	26	2
التمويل المتناهي الصغر	0.628	---

Source :Thomson Reutevs Mar 2015. Gloloal-suka

كان حجم الصكوك المصدرة للسنوات 2004 (ولغاية شهر مارس/2015) كما يلي¹ :

الجدول رقم 08: حجم الصكوك الاسلامية حتى مارس سنة 2015 .

2004	4,98 مليار دولار	2010	51,24 مليار دولار
2005	11,27 مليار دولار	2011	84,40 مليار دولار
2006	20,99 مليار دولار	2012	137,14 مليار دولار
2007	37,63 مليار دولار	2013	116,93 مليار دولار
2008	20,99 مليار دولار	2014	118,84 مليار دولار
2009	34,3 مليار دولار	3/2015	18,70 مليار دولار

Source :Thomson Reutevs Mar 2015. Gloloal-sukak

- بلغ حجم إصدارات الصكوك القائمة حتى الربع الثالث من العام (2014 حوالي 312.3 مليار دولا) .
- بلغ عدد إصدارات الصكوك القائمة حتى الربع الثالث من العام 2014 حوالي 587 إصدار .
- توزعت الإصدارات القائمة جغرافياً حتى الربع الثالث من العام 2014 كما يلي 67% منها في ماليزيا ، 20% منها في دول مجلس التعاون الخليجي و 13% منها في الدول الأخرى .

¹ Thomson Reuters (sukuk perceptions and forecast 2015) Global Sukuk (1).report Q1 2015.

كان هيكل إصدارات الصكوك حتى نهاية العام 2014 ، كما يلي ¹:

الجدول رقم 09 : هيكل إصدار الصكوك الإسلامية حتى نهاية 2014 .

النوع	المبلغ مليار دولار	النسبة	العدد	النسبة
المراوحة	53,875	48	342	42
الاجارة	20,594	18	119	15
الوكالة	11,388	10	47	6
البيع لاجل	9,100	8	12	1
المشاركة	4,749	4	79	11
المضاربة	1,999	2	5	1
السلم	1,176	1	154	19
اخرى	10,247	9	40	5

Source :Thomson Reuters Mar 2015. Gloalal-sukak

تنوعت العملات التي صدرت بها الصكوك خلال العام 2014 على النحو الآتي ²:

الجدول رقم 10 : انواع العملات التي صدرت بها الصكوك خلال سنة 2014 .

نوع العملة	النسبة	نوع العملة	النسبة
رنيجت ماليزي	63	درهم إماراتي	3
دولار امريكي	21	دينار بحريني	2
ريال سعودي	5	ليرة تركية	1
ريال قطري	3	عملات اخرى	2

Source :Thomson Reuters Mar 2015. Gloalal-sukak

¹ Thomson Reuters (sukuk perceptions and forecast 2015) Global Sukuk (1) . report Q1 2015.

² Thomson Reuters (sukuk perceptions and forecast 2015) Global Sukuk (1) . report Q1 2015.

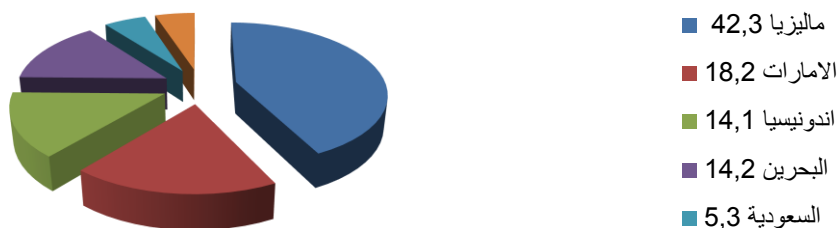
توزعت إصدارات الربع الأول من العام 2015 جغرافيا على النحو الآتي :

الجدول رقم 11: توزع إصدارات الصكوك جغرافيا خلال الربع الأول من سنة 2015 .

الدولة	النسبة	الدولة	النسبة	الدولة	النسبة
ماليزيا	42,3	الامارات	18,2	البحرين	14,2
اندونيسيا	14,1	السعودية	5,3	تركيا	5
غامبيا	0,05	بنغلادش	0,1	بروناي	0,8

Source :Thomson Reuters Mar 2015. Glolal-sukak

الشكل رقم 17 : نسبة توزع الصكوك الاسلامية عالميا لسنة 2015



المصدر : من اعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الجدول السابق .

توزعت إصدارات الربع الأول من العام 2015 حسب نوع المصدر على النحو الآتي :

الجدول رقم 12 : توزع إصدارات الصكوك حسب نوع المصدر خلال الربع الأول من سنة 2015 .

نوع المصدر	النسبة
حكومات	53
شركات	19,3
مؤسسات حكومية	12,5

Source :Thomson Reuters Mar 2015. Glolal-sukak

- آخر تطورات الصكوك خلال الربع الاول من العام 2015 :
 - تم إطلاق 5 إصدارات جديدة في سوق الصكوك في ماليزيا بما قيمته (2.5 مليار دولار) ، مقابل 60 إصدار بقيمة (6.4 مليار دولار) لنفس الفترة من العام السابق .
 - قامت كل من المملكة المتحدة والسنغال وجنوب إفريقيا ولوكسمبورغ وهونج كونج ببيع جزء من الصكوك.
 - من المتوقع أن تصدر الأردن صكوكا سيادية خلال الربع الثالث من العام 2015 .
 - وافق بنك مسقط على إصدار صكوك بقيمة 1.3 (مليار دولار) ، وبذلك تكون عُمان قد وضعت نفسها على خارطة الصكوك السيادية .
 - من المتوقع أن تصدر نيجيريا وساحل العاج وتونس صكوكا هذا العام 2015 .
- 2- التحديات العملية لصناعة الصكوك الإسلامية و متطلبات نجاحها .

تواجه الصكوك كسائر منتجات الصناعة المالية الإسلامية مجموعة من التحديات الاقتصادية والقانونية والتنظيمية، والتي قد تؤثر في صناعة الصكوك وتطورها ، ومن أهم التحديات تتمثل فيما يلي:

- أ. **التحديات التسويقية :** الصكوك أداة ملكية ، ومخاطرها أعلى من مخاطر السندات ، و لذلك تواجه تحديات في عملية التسويق والبيع لأن المستثمرين يبحثون عادة عن أدوات مالية مضمونة رأس المال ومضمونة العوائد ، وهاتان الخاصتين غير متوفرتين في الصكوك¹ « كما تتزايد التحديات التسويقية مع التعارض في الفتاوى والاجتهادات الفقهية المعاصرة الخاصة بالصكوك. وإصدار صكوك تلبي المتطلبات السوقية ومتوافقة مع الأحكام الشرعية يدفع بعض الهيئات الشرعية إلى البحث عن مخرج، ومنها (الوعد الملزم ، إصدار صكوك على أساس الوكالة بالاستثمار ، تقليل المخاطر، وسهولة الضمان وتدقيق العوائد²).

¹ سعيد بو هراوة ، و آخرون، 2015 ، تقويم نقدي للقضايا الشرعية المتعلقة بصكوك الإجارة، الدورة العشرين لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، ص 13 .

² محمد أكرم لال الدين، 2014 ، تحديات عمليات إصدار الصكوك، دراسة استكشافية تحليلية ص 05 .

ب. **تحديات وعي المستثمرين ومنظمات الأعمال بالصكوك:** تواجه الصكوك تحديا يتعلق بالمستثمرين، حيث لا يتعامل جميعهم مع الصكوك على أساس توافقها مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، لأن هدف البعض الحصول على أرباح من استثمارات مضمونة، كما أن هنالك مستثمرين في الصكوك من غير المسلمين ، وهذا يتطلب زيادة الوعي المحلي والعالمي بالصكوك ونشر ثقافتها وأهميتها في التنمية من خلال الحملات الإعلامية وورش العمل والندوات، ... الخ.

ت. **تحديات التصنيف:** لسهولة تسويق الصكوك المصدرة و بيعها يطلب كثير من المستثمرين أن تكون هذه الصكوك مصنفة من وكالات عالمية مثل S&P ، Fitch ، Moody's، وعادة تعتمد وكالات التصنيف العالمية معايير تصنيف الديون عند تصنيفها للصكوك ، حيث يتم عادة التركيز على الجدارة الائتمانية لمنشئ الصكوك أو المصدر، وضمان رأس المال والعائد، وهذه الخصائص لا تكون في الصكوك وبالتالي سيكون تصنيفها متدنياً، الأمر الذي ينعكس سلباً عليها¹ ، وبالتالي يؤدي إلى ضعف السوق الأولية لها ، وهذا يستلزم إيجاد وكالات تصنيف إسلامية لتصنيف الصكوك² .

ث. **تحدي الظروف الاقتصادية السائدة:** تتأثر الصكوك بالحالة الاقتصادية السائدة في البلد المعني ، ففي حالات الكساد تراجع أعمال المشاريع الممولة بالصكوك وبالتالي تراجع أرباحها ، وربما تحقق خسائر، الأمر الذي يؤثر سلباً على الإقبال على الصكوك ، كما أن حجم الموارد والثروات الطبيعية في البلد يتناسب عكسياً مع نمو حجم الصكوك ، فكلما زادت الموارد و الثروات الطبيعية قلت الحاجة إلى الموارد المالية و بالتالي تراجع في حجم الصكوك المصدرة .

¹ سعيد بو هراوة ، سلمى سيرلي ، شبانه أحمد حسن ، تقوم نقدي للقضايا الشرعية المتعلقة بصكوك الإجارة ، مرجع سابق ، ص 13 .

² مثل الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف : (IIRA) Islamic International Rating Agency

ج. تحدي ارتفاع تكاليف الصكوك : إن طلب إعداد نشرة الإصدار و ما يتبع ذلك من وجود مدير للإصدار وأمين استثمار ، ومدير للاستثمار والقيام باستشارات شرعية و قانونية ودراسات جدوى اقتصادية سيؤدي إلى ارتفاع تكاليف الصكوك ، و تزداد التكاليف إذا لم تدعم البنية التحتية لسوق الصكوك .

ح. تحديات قانونية ورقابية :

◀ إن غياب الإطار التشريعي والمنظم لعملية إصدار وإدارة الصكوك يشكل عائقاً وتحدياً رئيساً في تطور ونمو صناعة الصكوك .

◀ تعامل المحاكم النظامية في بعض الدول العربية و الغربية مع حملة الصكوك بصفتهم دائنين وليس مالكيين للأصول قياساً على السندات ، وبالتالي يفقد حملة الصكوك حقوق ملكيتهم للأصول ، الأمر الذي يمكن أن يفقد الصكوك مصداقيتها .

◀ تضارب القوانين في قضية الملكية القانونية والملكية النفعية ، وصعوبة تطبيق مبدأ الملكية النفعية في بعض القوانين ومن ثم عدم قبولها قضائياً في بعض البلدان ¹ .

◀ عدم اعتراف بعض القوانين بالصكوك وطبيعة الاستثمار بها انظر تحديات المستثمرين بالصكوك .

خ. تحديات تشغيلية :

◀ ربط وجود المؤسسات المالية الإسلامية وتشجيع العمل بالأدوات المالية الإسلامية كالصكوك بالظروف والعلاقات والحزبية السياسية في تلك الدول .

◀ نقص الكوادر البشرية المؤهلة في إصدار الصكوك والجوانب الشرعية والقانونية والمالية المحيطة بها . وضعف القدرة على الإبداع والابتكار .

◀ صعوبة توفير وسائل حماية للصكوك مقنعة للمستثمرين ومقبولة من ناحية شرعية .

¹ محمد أكرم لال الدين ، تحديات عمليات إصدار الصكوك ، دراسة استكشافية تحليلية ، مرجع سابق ، ص 5 .

◀ ضعف السوق الثانوي للصكوك واقتصار التداول على عدد قليل من المؤسسات الاستثمارية ، الأمر الذي يصعب على المستثمرين تسييل استثماراتهم في الصكوك .

3. الآفاق المستقبلية لصناعة الصكوك الإسلامية .

بالرغم من تأكيد العلماء الشرعيين والاقتصاديين والخبراء المهنيين على أهمية الصكوك ومحورية دورها في خدمة الاقتصاد بصفة عامة والمالية الإسلامية بصفة خاصة ، فإن كثيراً منهم حذر من مغبة ما يسمى بنهاية عهد الصكوك إذا واصلت محاكاة الهندسة التقليدية في صياغة منتجاتها ، و واصلت وضع شروط هي أقرب إلى مواصفات السندات التقليدية منها إلى الأدوات الإسلامية . وعليه فإن ما ينبغي أن يوضع ضمن آفاق مهندسي الصكوك الإسلامية سواء أكانوا ممثلين للجهات الرقابية والإشرافية أم الجهات القانونية أم علماء الشريعة ، تناول أمرين رئيسيين : الأول يتعلق بالتأطير الكلي والثاني يتعلق بتطوير الأدوات والآليات .

1.3. آفاق على مستوى التأطير الكلي: إن جمع الصكوك بين الانضباط بأحكام الشريعة الإسلامية ومقاصدها

في المعاملات المالية الإسلامية ، وتحقيق التنافسية الدولية ، ومن ثم جعلها البديل الشامل للسندات التقليدية يتطلب مراعاة المتطلبات الكلية الآتية :

أ- تطوير رأس المال البشري: إن أهم ما ينبغي أن يوضع ضمن الآفاق المستقبلية لمنظري المالية الإسلامية إذا رأوا

تطوراً لصناعة الصكوك؛ تطوير رأس المال البشري المتخصص في المالية الإسلامية عموماً ، وصناعة الصكوك على وجه الخصوص . لأن المالية الإسلامية وصناعة الصكوك تعاني فيما يتعلق برأس المال البشري من قلة المتخصصين . والمسألة تتناول تقريباً كل الدول الإسلامية ، فقد ذكرت دراسات أن السوق المالية الإسلامية الخليجية تحتاج إلى 30000 متخصصاً في المالية الإسلامية . وعلى افتراض أن % 50 منهم سيكونون تنفيذيين أو أعلى مستوى ، فإنه لابد من تدريب 15000 متخصصاً . وذكرت الدراسات أيضاً أن باكستان وأندونيسيا ودول جنوب شرق آسيا تحتاج إلى 35000 من التنفيذيين . علماً بأنه على مدى العقد القادم لن

تستطيع المؤسسات التعليمية الحالية أن تخرّج أكثر من 15000 متخصصاً¹. ويزداد الأمر تعقيداً عندما يتعلق بالصكوك ، فقد لاحظ بعض المتابعين لسوق الصكوك، أن الفئة المهندسة لها إما أنها ذات خلفية غير إسلامية ، لأن كثيراً من المنظمين لهذه السوق غير مسلمين ينتمون لبنوك بريطانية وأمريكية ، أو أنها من مسلمين جاؤوا بالتحربة الغربية لاسيما منها الأمريكية في توريق الديون، وأرادوا أن يطبقوها بحذافيرها على سوق الصكوك مع بعض التغييرات الشكلية، وتداعيات هذا الوضع تجلت في بعض الشروط التي حولت بعض أنواع الصكوك من صكوك ملكية إلى أدوات دين .وحل هذه المعضلة يتمثل في الاهتمام برأس المال البشري من خلال تأسيس جامعات و مراكز بحوث ومؤسسات تدريب تغطي هذا العجز .وقد أدركت دول مثل ماليزيا والبحرين والإمارات والأردن و غيرها من الدول هذه الأهمية فبادرت بتأسيس جامعات متخصصة ، ومراكز بحوث ومؤسسات تضطلع بهذه الأهمية ، غير أن هذه الجهود غير كافية مما يحتم على الدول و الحكومات مضاعفة الجهود لتغطية هذه الفجوة.

ب- توعية المستثمرين بالجوانب الشرعية: إن أكبر مشكلة تواجه المؤسسات المصدرة للصكوك فيما يتعلق بالشروط التي توضع في الصكوك وعي المستثمرين، مما يضعفها تحت مظنة الشبهة أن المستثمر إذا لم يرَ في الصك رأس مال مضمون تحت أي مسمى وعائد ثابت ، فإنه لن يشتري هذه الصكوك لاسيما وأن كثيراً من هؤلاء المستثمرين يستثمرون أموال حكومية مثل معاشات المتقاعدين ، وغيرها مما يحتم عليهم البحث عن ضمانات لهذه الأموال وعائد ثابت لها . والتوعية في تقدير الباحثين تبدأ من مؤسسات التربية والتعليم ، وتنتهي بالهيئات الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية التي يجب أن تراعي المقاصد الشرعية في المعاملات المالية حتى تتجنب بناء فتاواها على الجوانب الشكلية للعقود على حساب مقاصدها والآثار المترتبة عليها.

¹Agil Natt, Syed Othman Alhabshi and, Mohd-Pisal Zainal, (2009), A Pro -posed Framework For Human Capital Development in the Islamic Financial Services Industry. The Journal of Knowledge Economy & Knowledge Management, Volume I, Spring, p. 20

ت- تحقيق الاستيعاب /الإدماج المالي للمالية الإسلامية **Financial Inclusion** : وذلك بتوفير أنواع من

الصكوك تحقق الاستيعاب المالي من خلال إتاحتها لشرائح أوسع من المستثمرين، وذلك بتجاوز شرط الحد الأدنى للاكتتاب مما يجعلها حكراً على المؤسسات الكبيرة . وقد مثلت مثل مبادرات التمويل الجماعي **Crowd funding** الناجحة¹ ، وإصدار سندات متاحة لشرعية أوسع من المستثمرين حافزاً للدول الإسلامية من السعي إلى توفير ما يسمى بصكوك التجزئة مما يتيح لشرحية أوسع من المستثمرين المشاركة في الاكتتاب.

ث- تعزيز التواصل العالمي للمالية الإسلامية: وذلك بتقريب هوة الخلاف بين المؤسسات المالية في الدول

الإسلامية مما يسهل الاستثمار البيئي في مجال الصكوك، ويسهم في حل مشكلة إدارة السيولة لا سيما قصيرة الأجل منها². وتعزيز التواصل العالمي يتطلب إجراء دراسات ميدانية تبحث عوائق تحقيق التواصل العالمي في المالية الإسلامية لا سيما الشرعية منها، وقد قامت الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية بالتعاون مع البنك المركزي الماليزي بإجراء دراسة ميدانية تناولت ستة عشرة دولة تبين من خلالها أن الخلافات الشرعية محدودة ، ويمكن تجاوزها بسهولة ، وأن أكبر مشكلة تواجهها المؤسسات المالية على مستوى الدول فيما يتعلق بسوق الصكوك تطوير قوانين تسهل تداول الصكوك على المستوى الدولي، وضعف معايير الحوكمة المسهمة في الربط الدولي لهذه المؤسسات . والمشكلة الثانية التي يواجهها سوق الصكوك على المستوى الدولي هو مواءمتها مع الأنظمة القانونية المعتمدة بما لا يخالف مبادئها الشرعية . وقد أسس البنك المركزي الماليزي قسماً خاصاً بالمواءمة بين الضوابط الشرعية والقوانين المحلية ، كما أسهمت دول أخرى في هذا الجانب من خلال المواءمة بين المبادئ الشرعية والقوانين المرعية بما يخدم السوق المحلية والدولية دونما تجاوز لأحكام الشريعة الإسلامية ، وهو ما يعني أن الشريعة

¹ انظر :

-[www://http /fundraising-for-sites-crowdfunding.com/10-top/08/05/2013/chancebarnett/sites/com.forbes](http://www.fundraising-for-sites-crowdfunding.com/10-top/08/05/2013/chancebarnett/sites/com.forbes)

² انظر خطاب محافظ البنك المركزي الماليزي :

. <http://www.bnm.gov.my/index> 436=php?ch=en_speech&pg=en_speech_all&ac

الإسلامية لا تعدم حلاً لأي معضلة ما دام هناك شرعيين وخبراء يبذلون وسعهم لتذليل الصعاب التي تعترض المالية الإسلامية .

ج- تحقيق القيمة المضافة في جميع المجالات : من التحديات التي تعترض المؤسسات المالية الإسلامية في

مجال الصكوك وغيرها الوفاء بوعودها المسجلة في أهداف تأسيسها، وهو التنمية وتحديدًا؛ التنمية الشاملة المستدامة . وهو ما يعني أن المؤسسات المالية الإسلامية حملت على عاتقها منذ تأسيسها مسؤولية تنمية اقتصاد حقيقي يستوعب كل شرائح المجتمع . وهو ما يقتضي تطوير الإسهام في تطوير البنى التحتية، وإتاحة فرص استثمارية لكل قطاعات المجتمع، والقضاء على الفقر والبطالة والآفات الاجتماعية . والشطر الأول، وإن كانت الدول الإسلامية أسهمت في تحقيق جزء مهم منه، غير أن الشطر الثاني المتمثل في إتاحة فرص استثمارية لكل قطاعات المجتمع، وتحقيق المسؤولية الاجتماعية من خلال الحد من الفقر والبطالة والآفات الاجتماعية ما زالت قاصرة عن بلوغه . ومن المؤسف أنه لا يتم تناول مثل هذه الموضوعات بجدية رغم أنها من صميم أهداف المالية الإسلامية ومقاصدها إلا بعد مبادرة المؤسسات الغربية إليها ، فلم يتم مثلاً التأطير القانوني لها من قبل سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية وغيرها ، إلا بعدما تم في الغرب . ولم يتم تناول موضوع الاستيعاب المالي والتمويل الجماعي إلا بعدما بادرت المؤسسات الغربية إليه، ولم يتم تناول الصكوك الخضراء في المنظومة المالية الإسلامية كما هي في إعلان خزنة الوطنية الماليزية إصدار صكوك خزنة الوطنية الماليزية الخضراء ، و إعلان إمارة دبي إلا بعدما تم إصدارها في الغرب ، ولم يتم تناول الصكوك ذات الأبعاد الاجتماعية¹ كما في صكوك خزنة ناسيونال كذلك وصكوك

¹ عرض عام للسندات الخضراء لمؤسسة التمويل الدولية"، وحدة إدارة الخزنة لمؤسسة التمويل الدولية، مقال على الموقع الإلكتروني أول يوليو/تموز 2015
http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/Topics_Ext_Content/IFC_External_Corporate_Site/IFC+Finance/Investor+Information/Green+Bonds/

The International Finance Facility for Immunisation بغرض توفير التطعيم للأطفال المحرومين¹ إلا بعدما بادر الغرب لإصدار مثلها ، سندات بيتربور البريطانية The Peterborough Social Impact Bonds UK² وهي أول سندات ذات أبعاد اجتماعية في عام 2010 لتمويل برنامج يهدف إلى خفض معدل العودة إلى الإجرام بين السجناء الذين يقضون أحكاماً قصيرة في سجن بيتربورو . وسندات مدينة نيويورك ذات الأثر الاجتماعي The New York City Social Impact Bond³ بقيمة 9.5 مليون دولار سنة 2012 بهدف تخفيض الإجرام لدى المراهقين و سندات " نيويين" ذات الفائدة الاجتماعية⁴ The Newpin Social Benefit Bond بأستراليا بقيمة سبعة ملايين دولار أسترالي سنة 2013 بهدف إعادة الأطفال من دار الرعاية لأسرهم غير القادرين على النفقة عليهم . وهذا لا يعني عدم تبني المبادرات الغربية الهادفة إلى خدمة المجتمع وتحقيق الاستيعاب الاجتماعي للتمويل، وإنما يعني أن تكون لدينا مبادرات ابتكارية تنطلق من مبادئ الشريعة ومقاصدها بدل الانفعال لما يأتي من خارج المنظومة الإسلامية.

2.3. آفاق على مستوى الأدوات والآليات :

أ- هندسة منتجات تشاركية : المنتجات التشاركية تجعل المصرف طرفاً في المشاريع المقدمة ، ومن ثم تضمن جودة المشاريع المقدمة والقيمة المضافة التي تقدمه للاقتصاد ككل . فالمؤسسات المالية وإن كانت أصدرت منتجات تشاركية مثل المشاركة المتناقصة والمضاربة والوكالة بالاستثمار وغيرها من المنتجات، غير أن نسبتها بالمقارنة مع المنتجات الأخرى ضعيفة تحتاج إلى تطوير، ولعل مبادرة قانون المصارف الإسلامية الأخير الصادر عن البنك المركزي الماليزي سنة 2013 و المفرقة بين الأموال المضمونة التي تودع من أجل الحفظ ، ولا يسمح فيها بأي نوع من الضمان ، والأموال غير المضمونة التي تودع من أجل الاستثمار، وتوجه البنك المركزي الماليزي لاسيما بعد خطاب محافظة البنك المركزي الماليزي الافتتاحي للمندى العالمي للمالية الإسلامية الذي عقد بكوالالمبور

¹<http://www.iffim.org/Library/News/Press-releases/2015/IFFIm-s-debut-Sukuk-awarded-Social-Impact-Deal-of-the-Year-2014/>

²<https://www.rockefellerfoundation.org/blog/success-peterborough-social-impact/>

³ http://www.nyc.gov/html/om/pdf/2012/sib_media_presentation_080212.pdf

⁴<http://socialventures.com.au/work/newpin-social-benefit-bond/>

سنة 2014 م¹ المشجع على التحول إلى المنتجات التشاركية التي يتحمل فيها الطرفان المخاطر يعد على الصعيد المحلي محفزاً على زيادة هذه المنتجات التشاركية.

ب- هندسة منتجات تتواءم وآجال التمويل : إن أكبر إشكالات التمويل المواءمة بين آجال الودائع وآجال التمويل، وقد استحدثت الغرب لأدوات مالية تحل جانباً من هذه المشكلة غير أنها تقوم كلها على الربا. غير أن المالية الإسلامية لم تصل بعد إلى حل ناجع لهذه المشكلة. نعم ثمة مبادرات مثل مبادرة الهيئة العالمية الإسلامية لإدارة السيولة (IILM) في توفير صكوك تستهدف متطلبات السيولة قصيرة الأجل . وثمة إصدار الصكوك المؤبدة (Perpetual sukuk) يمكن أن يُحتلها إلى أسهم تسهل عملية التداول غير أن هذا غير كاف . وجدير بالذكر أن الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية في المالية الإسلامية بالتعاون مع الجامعة العالمية للمالية الإسلامية . INCEIF. تقوم في الوقت الراهن ببحث يتناول اقتراح إصدار أوراق مالية إسلامية تشاركية أو صكوك تشاركية على مستوى البنك المركزي أو البنوك الإسلامية يرتبط بقطاعات الاقتصاد الحقيقية والحيوية التي يتم تمويلها على المستوى المحلي، تتناول أموال المودعين الإستثمارية في البنك زيادة على مشاركة البنك برأس مال في هذه الأوراق، ويتم تقسيم هذه الأوراق المالية أو الصكوك حسب الاستثمارات والآجال؛ أوراق ذات استحقاق قصيرة الأجل ومتوسطة الأجل وطويلة الأجل ، وقد لقي المشروع في مناقشاتها الأولية ترحيباً من قبل الاقتصاديين والخبراء المهنيين.

ت- تطوير آليات حماية رأس مال الصكوك من أهم الآفاق التي يجب أن تحظى بأولوية في الاعتبار تطوير آليات لحماية رأس مال الصكوك بطريقة شرعية وتكون مقبولة في التشريعات الدولية ، والأمر وإن قدمت فيه اقتراحات مثل ضمان الطرف الثالث لرأس المال ، وضمان الدولة ، و المشروع الأولي المقدم من قبل قسم تطوير المنتجات في البنك الإسلامي للتنمية بالتعاون مع الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية فيما يتعلق بآلية مبتكرة

¹ http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=en_speech&pg=en_speech_all&ac=518

لحماية الصكوك . غير أن الاقتراحات العملية ما تزال شحيحة لاسيما من الجهات الحكومية أو التي لها وزن اقتصادي .

المطلب الثاني : المنتجات المالية الإسلامية المستحدثة .

يقصد بالعقود المالية المستحدثة ، تلك العقود التي تنظم أنواعا من العلاقات المالية المستحدثة بين الناس ، و التي لا أصل لها تقاس عليه لأن محلها لم يكن أمرا معهودا في القديم¹ أو لأنها جاءت وليدة التطورات في التقنية و الاتصالات و المعلومات التي هي من سمات هذا العصر الحديث مثال ذلك عقد الاشتراك في المجالات و الجرائد² . كما تعرف أيضا على أنها تلك العقود التي أحدثت مما لم يكن في عصب التشريع أو العقود التي تغير موجب الحكم فيها نتيجة لما طرأ عليها من تغير ، أو العقود و المعاملات الحديثة التي تكونت و تركبت من عقود شرعية عدة³ .

وليست الحاجة للعقود المستحدثة وليدة العصر الحديث بل هي تظهر في كل عصر إستجابة للتغيرات التي تحدث في حياة الناس فتولد أنواعا جديدة من العلاقات و المعاملات بينهم ، كما تُستجد في كل عصر ظروف و أوضاع للناس لم تكن معروفة عند سابقهم ، فتظهر لهذا السبب أنواع العلاقات و العقود التي تنهض بحاجاتهم إلى تلك المعاملات المختلفة .

ولكن أكثر المستجدات إشكالا و أكثرها شيوعا بين الناس هي العقود المهيكلة للمنتجات المالية ومن هذه العقود ما هو مقتبس من أمم أخرى مثل التأمين و معاملات البنوك و عقود البورصة .

¹ يقصد بمحل العقد أو المعقود عليه ما يثبت فيه أثر العقد و حكمه و هو المقصود من العقد و غايته و ذلك كالمال المبيع في عقد البيع و الموهوب في عقد الهبة و المرهون في عقد الرهن و المعقود عليه قد يكون مالا أو أعيان مالية أو منافع أو عملا (عبد الحميد محمود البعلبي ، ضوابط العقود في الفقه الإسلامي ، القاهرة ، مطابع الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية ، بدون تاريخ الجزء الأول ص 109 .

² محمد بن علي القري 1418 هـ / 1997 ، العقود المستحدثة : ضوابطها ونماذج منها مجلة مجتمع الفقه الإسلامي الدورة العاشرة العدد العاشر جدة الجزء الثاني ص 524 .

³ حامد بن حسن بن محمد علي ميرة ، 1432 هـ ، عقود التمويل المستحدثة في المصارف الإسلامية ، الرياض ن دار الميزان للنشر و التوزيع ، ص 38

ومن هذه العقود ما هو عربي محلي نشأ في بلاد المسلمين مثل الخلو و الاعتياض¹ عن الحقوق و غيرها و هذه المعاملات و سواها مما تعلق به جميع شوؤون الحياة في كل بلدان العالم على أكثرها مدار العمل في النشاط الاقتصادي صناعة و زراعة و تجارة .

ولذلك فانه لا يجب ترك المعاملات المستحدثة دون بيان حكم الشرع فيها لان فيه الضرر بقدر ما في الافتراء على الشريعة بغية فك عراها عروة عروة .

بالاضافة الى أنه لا يتفق مع حكمة الشريعة و شمولها الزماني و المكاني فالفقهاء مطالبون بالتصدي للعقود المالية المستحدثة التي استخدمها الناس في تحقيق مصالح مالية و اجتماعية ثم يبينون بعد التأمل و أعمال النظر و استفراغ الوسع ما يغلب على الظن انه الحكم الشرعي .

أولا : المنتجات المالية التمويلية

1- منتج التوريق المصرفي : يعرف التوريق المصرفي على أنه " : تملك أصول بضمن مؤجل ثم يبيعها بضمن حال لغير من اشترت منه² ، و التوريق نسبة إلى الورق، و يسمى بذلك لأن المشتري الذي يشتري السلعة لا يقصد السلعة و إنما يقصد الورق و الورق هو الفضة ، أي أنه يريد النقود لا السلعة³ . "

يتضح من التعريف السابق أن التورق آلية تمويلية يتمكن عن طريقها المتورق (طالب النقود) من شراء سلعة بضمن مؤجل ، ثم يقوم ببيعها بضمن حال إلى طرف آخر غير الذي اشترت منه قبلا ، وهكذا يكون المتورق قد تحصل على التمويل اللازم من خلال بيع السلعة المملوكة حالا، على أن يقوم بتسديد ثمنها الآجل حسب ما تم

¹ معنى الاعتياض لغة و اصطلاحا أخذ العوض و هو البدل و هو يجري في كل ما يملكه الانسان من عين أو دين أو حق أو منفعة في إطار نصوص الشرع و قواعده العامة و قد يكون سببه عقدا من عقود المعاوضات المالية المحضة كالبيع و الاجارة او من عقود المعاوضات غير المحضة كالمكاتبات و الخلع و قد يكون سببه اتلاف المال او الحاق الضرر المالي بالغير بحسب ما هو مقرر في قاعدة الجوابر في الفقه الاسلامي (نزيه حماد ، معجم المصطلحات الاقتصادية في لغة الفقهاء ، الولايات المتحدة الامريكية ، المعهد العالمي الاسلامي للبحوث و التدريب 1993 ص 61 .

² يطلق لفظا على منتج التورق المصرفي المراجحة السلعية "Reverse Murabahah" . وكذا "المراجحة العكسية Commodity Murabahah"

³ سامر مظهر قنطجني، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 259 .

الاتفاق عليه . تجدر الإشارة إلى أن عملية التورق تختلف من حيث الجوهر عن بيع العينة الذي يقوم فيه مشتري السلعة بثمن آجل ببيعها للبائع نفسه الذي اشترت منه هذه السلعة¹ ، وهو من البيوع غير الجائزة التي وردت فيها نصوص من السنة النبوية الشريفة تبين ذلك². أما التورق المصرفي فهو الآلية التمويلية التي يقوم من خلالها عميل المصرف الإسلامي بشراء سلعة من هذا الأخير بالأجل ، على أن يقوم ببيعها حالا لطرف آخر غير البائع الأول، لتكون هذه الصيغة التمويلية آلية للحصول على السيولة النقدية التي يحتاجها العميل.

2- الاجارة الموصوفة في الذمة : تعتبر الاجارة الموصوفة في الذمة من بين المنتجات المالية التي تبنتها المؤسسات

المالية الإسلامية لتلبية احتياجات معينة ، وقد عرفت على أنها من العقود " : التي يلتزم فيها المؤجر بتقديم منفعة يتم وصفها التام- بصفات السلم - سواء كان محلها منفعة عين كإيجار سيارة موصوفة أو منفعة شخص كالخياطة والتعليم و ليس شرطاً فيها أن يكون المؤجر مالكا للمنفعة عند العقد بل تضاف للمستقبل ليكون على تملكها للتنفيذ³ . " فالإجارة الموصوفة في الذمة عقد يلتزم بموجبه المؤجر بتقديم منفعة يتم وصفها وصفاً لا يجعل مجالاً للنزاع ، وسواء كان محلها منفعة عين كإيجار سيارة موصوفة، أو منفعة عمل كالخياطة والتعليم ، ولا يشترط فيها أن يكون المؤجر مالكا للمنفعة عند العقد بل تضاف للمستقبل ليكون قادراً على تملكها للتنفيذ⁴ .

الإجارة الموصوفة بالذمة هي عقد مسمى بالفقه الإسلامي ، يشتمل على معنيين من معاني العقود المسماة بالفقه الإسلامي ، وهما عقد السلم وعقد الإجارة ، أي انه يمكن تعريف عقد الإجارة الموصوفة بالذمة بأنه « بيع منافع

¹ سامر مظهر قنطقجي، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 259 .

² حديث ابن عمر أن النبي صلى الله عليه و سلم قال " :إذا ضن الناس بالدينار و الدرهم ، وتبايعوا بالعينة ، و اتبعوا أذنان البقر، وتركوا الجهاد في سبيل الله ، أنزل الله عليهم بلاء لا يرفعه حتى يراجعوا دينهم . " رواه أحمد وأبو داود.

³ البوطي محمد سعيد ، 2007 ، الإجارة الموصوفة في الذمة ، بحث مقدم إلى مؤتمر العمل المالي والمصرفي الإسلامي في البحرين ، ص 3 . - بدر الحسن القاسمي ، " الإجارة الموصوفة للخدمات غير المعينة " ، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول ، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري ، دبي ، 31 مايو 3 - يونيو: 2009 ، ص 24 .

⁴ البوطي ، محمد سعيد ، الإجارة الموصوفة في الذمة ، مرجع سبق ذكره ، ص 3 .

مستقبلية بثمن حال» أو هي: «سلم في المنافع» سواء كانت منافع أعيان أو منافع أعمال . أو هي «إجارة الذمة» لأن المنفعة المستوفاة متعلقة بذمة المؤجر وليست متعينة ، أو الإجارة الواردة على منفعة مضمونة ، لأن المنفعة فيها يضمن المؤجر تقديمها في كل الحالات ، وهي متعلقة بذمته

1.2- أنواع الإجارة الموصوفة بالذمة .

- النوع الأول : الإجارة التي يكون الثمن فيها موصوفاً بالذمة ، وهذا العقد لا يلغى بتلف ما قد عينه الأجير أو المكري لنفسه من الأجرة التي ضبطها موصوفة في ذمة المستأجر أو المكتري ، كما لا يلغى العقد بظهور عيب فيه .

- النوع الثاني : الإجارة التي يكون العمل فيها موصوفاً بالذمة : وهي كقول المستأجر : ألزمت ذمتك أو أسلمت إليك هذه الدراهم في خياطة هذا الثوب .

- النوع الثالث : الإجارة التي تكون فيها العين موصوفة بالذمة : وهي كقول المؤجر للمستأجر: جعلت لك منفعتها (أي العين الموصوفة بالذمة) سنة بكذا .

2.2 أحكام الإجارة الموصوفة بالذمة في الفقه الاسلامي : الشرط العام المكون لضوابط وأحكام عقد الإجارة

الموصوفة بالذمة، هو استقصاء صفات سلم في موصوفة بالذمة، أي الالتزام الكامل بشروط وضوابط عقد السلم، لان الإجارة الموصوفة بالذمة هي سلم في المنافع كما تقدم بيانه ، وفيما يلي الأحكام العامة للإجارة الموصوفة بالذمة

- لا يجوز تأجيل الأجرة ولا الاستبدال عنها ، ولا الحوالة بها ولا عليها، ولا الإبراء ، بل يجب التسليم في المجلس كراس مال السلم ، لأنه سلم في المنافع ، فان كانت الأجرة مشاهدة غير معلومة القدر، فعلى القولين في رأس مال السلم، وقال ابن رشد: «ومن شرط إجارة الذمة أن يعجل النقد عند مالك ، ليخرج من الدين بالدين

- عقد الإجارة الموصوفة بالذمة متعلق بذمة المؤجر وليس بعمله: وهذا يعني انه مكلف بأن يتعهد للمستأجر بتنفيذ العمل المطلوب منه على الوجه السليم ، أيا كانت الوسيلة إلى ذلك، وأياً كانت الجهة المنفذة ، وبناء على ذلك ، فإن للأجير أن يستأجر بدوره من يكلفه بإنجاز ما طلب منه، وله الحق في أن يتفق معه على الأجر الذي يشاء ، يقول الإمام النووي « هي قسمان (أي الإجارة) : واردة على عين ، كإجارة عقار ودابة وشخص معينين ، وعلى الذمة كاستئجار دابة موصوفة بالذمة ، وبأن يلزم ذمته خياطة أو بناء» ، أي أن استئجار الدابة في الذمة لا بد أن تخضع للوصف دون استئجار الشخص للالتزام بعمل ما.
- يجوز للمؤجر في الإجارة الموصوفة بالذمة أن يؤخذ عربوناً من المستأجر ، تحسباً لنكوله عن تنفيذ العقد وتسلم العين التي التزم في العقد باستئجارها بدلاً من رفع الأمر إلى الحاكم أو السلطان ، وقد قرر مجمع الفقه الإسلامي في قراره رقم : 72 (8/3) بجواز أخذ العربون في كل من عقد البيع والإجارة ، مستدلاً بما روي عن نافع بن عبد الحارث انه اشترى لعمر بن الخطاب دار السجن من صفوان بن أمية ، وقال له نافع : إن رضي عمر بالشراء فذاك ، وإلا فله من ثمنها كذا وكذا .
- إذا نكل المؤجر ولم يسلم المستأجر العين المؤجرة في الوقت المحدد ، أو فر بها، كان للمستأجر الخيار في إمضاء العقد قابلاً بالتأخير أو فسخه.
- يجوز استخدام الأجرة في أغراض خاصة للمؤجر ، وقياس ذلك على جوازه في السلم.
- يجوز أخذ رهن من المؤجر، كما إذا أجر بنائين على بناء دار، فإنه يصح أن يأخذ رهنا منهم في نظير عملهم حتى إذا لم يبنوا الدار، فإن للمرتهن الحق في بيع المرهون ويستأجر منه من يعمله .

3.2 نماذج تطبيق الإجارة الموصوفة في الصناعة المالية الإسلامية .

- النموذج الأول : تمويل التعليم : حيث تقوم المؤسسة المالية الإسلامية بتمويل خدمة التعليم بشرائها المقاعد الدراسية او خدمة التعليم نقداً، ومن ثم تأجيرها للعملاء. ويجب ان تكون محددة بالوصف الذي لا يدع مجالاً للنزاع . والجدوى الاقتصادية من هذا النوع للتمويل من وجهة نظر العميل هو تقسيط مصروفات الدراسة مما يعتبر تسهياً لتقديم هذه الخدمة .

- النموذج الثاني : تمويل العلاج : بحيث تكون الإجارة التي محلها تقديم الخدمات من المؤسسات المالية إلى المتعاملين معها، هي إجارة موصوفة في الذمة، وتكون بعدم تعيين الطبيب بل بوصف الخدمة (الأعمال والإجراءات) وصفاً يمنع التنازع. وفي الإجارة الموصوفة بالذمة يمكن للمؤجر (أي المؤسسة المالية) إبرام عقد الإجارة قبل تملك منفعة العين التي تريد أن تؤجرها، فتبرم المؤسسة العقد مع العميل، ثم تتعاقد المؤسسة مع الطبيب أو الجهة الصحية مثلاً ، وتشتترط تقديم الخدمة لها أو لمن تحدده من عملائها. ويجب عدم الربط بين الإجارة الموصوفة بالذمة إذا تم إبرامها مع مقدم الخدمة أولاً وبين عقد الإجارة مع المستفيد من الخدمة، لأن الموصوف في الذمة لا يجوز التصرف فيه قبل قبض محله، أي تعيينه فتكون من قبيل الإجارة المتوازية.

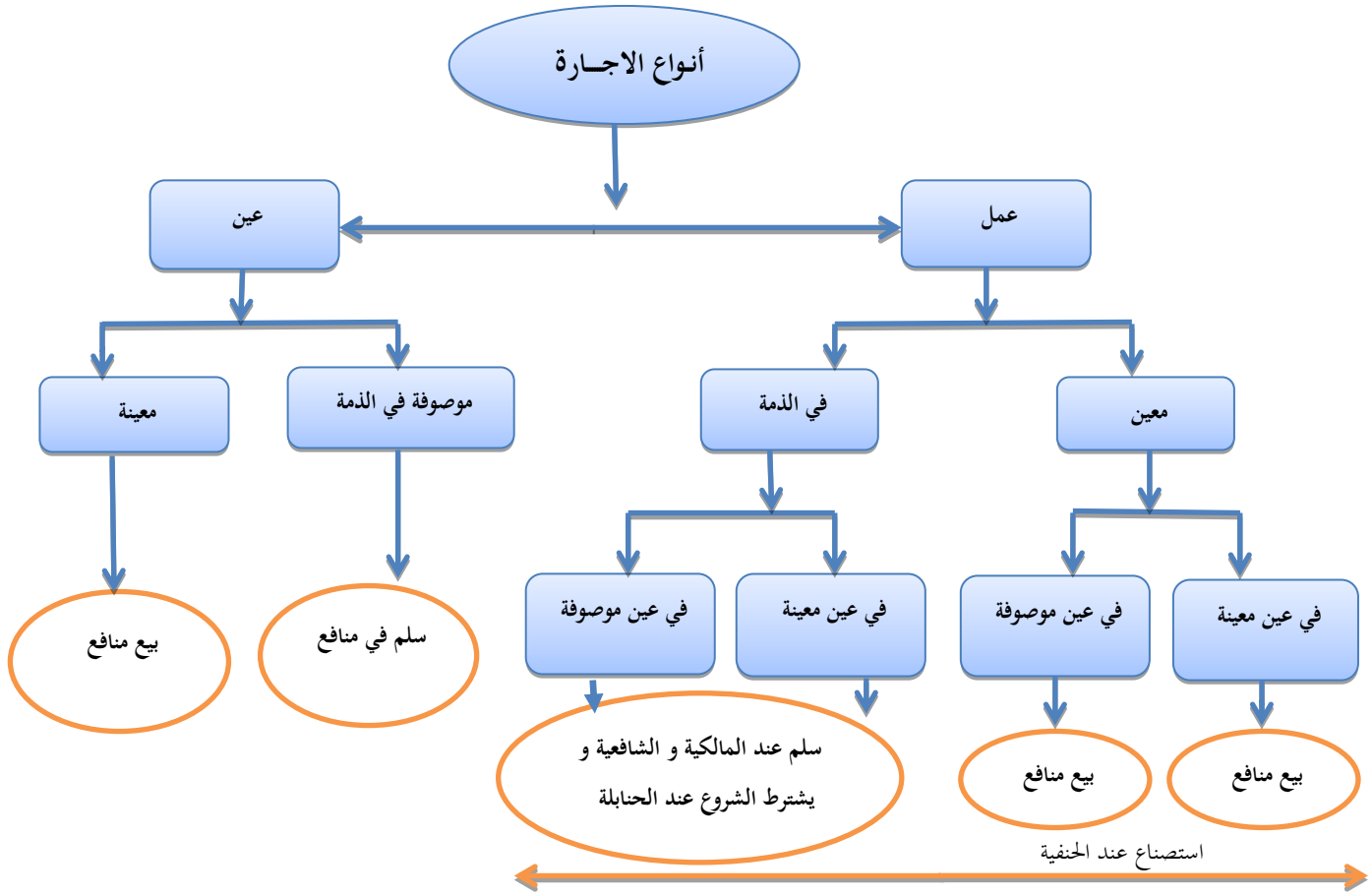
- النموذج الثالث : تمويل رحلات الحج : وهذا النموذج مطبق في العديد من المؤسسات المالية الإسلامية وبأسماء مختلفة، منها على سبيل المثال مصرف أبو ظبي الإسلامي تحت اسم « ترحال » ، بحيث يقدم عميل المؤسسة طلب استئجار خدمة النقل، وذلك بعد أن تستأجرها المؤسسة من مقدم الخدمة، ثم يقدم العميل وعدا بتملك خدمة وبعدها عقد تملك خدمة الموصوفة بالذمة، بحيث يقوم البنك بالدفع إلى شركة السياحة والسفر نقداً، وتقسيم المبلغ على العملاء ، ويضاف في حالة تمويل رحلة الحج ملحق لوصف الخدمة وصفاً دقيقاً خلال مناسك الحج.

- النموذج الرابع : تمويل الأعمال الإنشائية : يوقع العميل والبنك على عقد ايجار العقار(موصوف بالذمة) الذي سيتم تسليمه في تاريخ لاحق. يقدم هذا المنتج إلى العملاء الراغبين بشراء منازل قيد الإنشاء، ويتولى البنك الإسلامي دفع كافة المبالغ المستحقة مباشرة إلى مقاول المشروع وفق الجدول الموضوع خلال فترة الإنشاء. وقد يقول قائل انه لا يجوز لأن الإجارة الموصوفة بالذمة كما في السلم لا تجوز في العقار ، ويرد عليه بأن الموصوف بالذمة هو هنا البناء الذي سوف يتم انشاؤه وهو غير معين، أي لا يرى بالعين لحظة توقيع العقد، ويسمى هذا المنتج في بنك دبي الاسلامي بالإجارة الموصوفة بالذمة المنتهي بالتملك، وعند انتهاء مشروع البناء، يخضع هذا المنتج لقوانين عقد الإجارة، ويبدأ العميل بتسديد الأقساط للبنك بعد استلام العقار

- النموذج الخامس: صكوك الاستثمار :

- **صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة بالذمة :** وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض اجارة أعيان موصوفة في الذمة، واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك .
- **صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف بالذمة:** وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من مصدر موصوف في الذمة (كمنفعة التعليم من جامعة يتم تحديد مواصفاتها دون تسميتها) واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك .

الشكل رقم 18 : مخطط بياني يمثل أنواع الاجارة .



المصدر: سامي السويلم ، 2010 "منتجات صكوك الإجارة"، ندوة: الصكوك الإسلامية: عرض وتقوم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24- 25 مايو ص 18 .

3- شهادات الايداع القابلة للتداول :

تعتبر شهادات الإيداع القابلة للتداول أوراقاً مالية تصدر من قبل المصارف في مقابل الودائع الاستثمارية المودعة لديها، حيث تقوم على أساس المضاربة باعتبار حاملها رب المال والمصرف مضارباً ، وتعطي الحق لحاملها في الحصول على الربح قبل تاريخ استحقاق الورقة المالية وبالنسب المتفق عليها، كما تعطيه الحق في بيعها من أجل الحصول على السيولة التي يحتاجها خلال مدة استحقاقها. يساهم هذا النوع من الشهادات المصرفية في ¹ :

◀ توفير مصدر تمويل طويل الأجل في المصارف الإسلامية؛ وهو الأمر الذي يمنحها القدرة على تحقيق

أهدافها الاقتصادية والاجتماعية ؛

¹ أشرف محمد دوابة، " شهادات الاستثمار القابلة للتداول ، رؤية إسلامية "، مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية ، مرجع سابق ، ص 976

- ◀ تخلص المصارف الإسلامية من عبء الأرصدة العاطلة دون تشغيل ، والتي تمثل عبئًا على صافي الأرباح بالنسبة للودائع المشغلة ، و ذلك من خلال ربط الموارد بالاستخدامات ؛
- ◀ تحقيق رغبة أصحاب الأموال في توافر القدرة على استرداد أموالهم في آجال قصيرة دون أن يؤثر ذلك على قدرة المصارف الإسلامية في توجيه هذه الأموال إلى المشروعات الاستثمارية طويلة الأجل ؛
- ◀ تتيح لأصحاب الأموال فرصة اختيار النشاط المناسب لرغبتهم ؛
- ◀ تتيح لحاملها ميزة المرونة نظرا لقابليتها للتداول ، وهو الأمر الذي يحقق التوافق بين آجال الاستخدامات وآجال الموارد ،
- ◀ تساعد على توفير أسواق مالية إسلامية إذا تم استخدامها على نطاق واسع .

ثانيا :المنتجات المالية المركبة

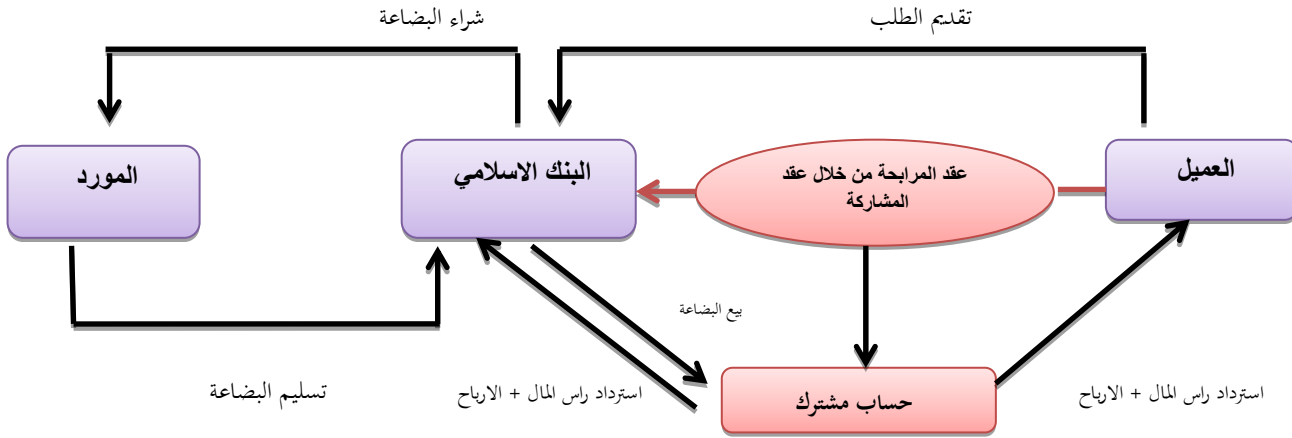
1. بيع المرابحة للآمر بالشراء من خلال عقد المشاركة :

- يقوم هذا النموذج على إعادة هندسة بيع المرابحة للآمر بالشراء من خلال عقد المشاركة كما يلي¹ :
- يقوم التاجر الذي ينوي تخصيص جزء من مبيعاته لتكون بالتقسيط بفتح حساب لدى المصرف الإسلامي كحصته في حساب المشاركة ، ويقوم المصرف كذلك بإيداع مبلغ مماثل أو يزيد كحصة المصرف في حساب المشارك ؛
 - يقوم التاجر بعملية البيع بالتقسيط ونقل الملكية وكل ما يتعلق بالأمر الفنية لبضاعته، ويتولى المصرف متابعة الأقساط والتسديد وكافة الأمور المالية ؛
 - الأرباح التي يجنيها هذا الحساب المشترك توزع بين التاجر والمصرف بالاتفاق .

¹ المجلس العام للبنوك و المؤسسات المالية الإسلامية "، دور الهندسة المالية في تطوير الصيرفة الإسلامية" ، مقال منشور على موقع المجلس ، تاريخ الاطلاع :

وبهذه الطريقة يحقق المصرف عدة أهداف ، فهو أولاً يقلل التكاليف الإجرائية التي تتسم بها عمليات المراجعة بالمقارنة مع البنوك التقليدية ، ومن ثم يتعد عن الشبهات الشرعية المتعلقة بالقبض والحيازة .

الشكل رقم 19 : مخطط بياني يوضح عقد المراجعة للآمر بالشراء من خلال عقد المشاركة .



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على عدة مراجع .

2. **المغارة المشتركة** : تقوم فكرة هذا النموذج على تملك المصرف الإسلامي للأراضي الصالحة للزراعة ، على أن

يتفق مع أصحاب الخبرة والتخصص في المجال الزراعي المتعلق بغرس الأشجار المثمرة ، حيث وبعد إجراء الدراسة

اللازمة لمعرفة مدى ملاءمة غرس الأشجار المثمرة في الأراضي محل العقد؛ يتم الاتفاق بين الطرفين على غرسها

مع تملك الخبير جزءاً من الأرض ، وحصولهم على جزء من المحصول، وكذا جزء من الأشجار . ومن شروطها¹ :

- تحديد المدة الزمنية حسب نوعية الأشجار في إثمارها ؛
- يكون النصيب الأكبر من الثمار والأشجار والأرض للمصرف ؛
- يحظى الخبير بالجزء الباقي من الثمار والأشجار والأرض المملوكة ؛

3. **المغارة المقرونة بالبيع و الاجارة** : تقوم المغارة المقرونة بالبيع على تملك المصرف الإسلامي لأرض صالحة

للزراعة ، حيث يقوم ببيع جزء منها بسعر رمزي للخبراء الزراعيين على أن يقرن هذا البيع بعقد إجارة على العمل

¹ فارس مسدور ، 2012 ، التمويل الإسلامي من الفقه إلى التطبيق المعاصر لدى البنوك الإسلامية ، مرجع سابق، ص 200 .

في الجزء الباقي من الأرض ، ويكون الأجر جزءًا من الشجر والثمر . وتعتبر المغارسة من المنتجات التي يجب أن تحظى بالتطبيق كباقي المنتجات الأخرى ، ذلك أنها تساهم في توظيف أصحاب الخبرة الزراعية ، وتحقيق الاكتفاء الذاتي في المحاصيل الزراعية ، و إيجاد مصادر جديدة لإحلال الواردات ، إضافة إلى تحقيق تنمية اقتصادية حقيقية . كما يمكن للمؤسسة المالية الإسلامية أيضا أن تقوم بدور العامل إذ تقوم بتعمير أراضي لأصحابها على سبيل المغارسة و ذلك باستخدام عمال أجراء توفر لهم البنوك الإسلامية التمويل اللازم، و بعد تملك البنوك الإسلامية لنصيب من الأراضي تطبق عليها المزارعة و المساقاة.

يمكن بالتالي الاستفادة من صيغة المغارسة في تعمير مساحات شاسعة من الأراضي الصالحة للزراعة في الوطن العربي، و تطبيق المغارسة بالصيغة المبينة سابقا ، وسن القوانين التي تنظمها خاصة في المناطق التي تنتشر فيها المذاهب المجيزة له بالصيغة المذكورة. و أكثر تلك المذاهب انتشارا المذهب المالكي، الذي تشاء الصدق أن تكون أكبر المساحات الصالحة للزراعة في الوطن العربي متواجدة في الدول التي يسود فيها هذا المذهب بشكل كبير خاصة بلدان المغرب العربي، حيث أن 44 % من تلك المساحات تضمها هذه البلدان .

لكن تجدر الإشارة هنا إلى أن عدم سيادة المذهب الذي يطبق المغارسة بالصيغة السابقة ليس عائقا أمام تطبيقها . لكن أعراف المجتمع تكون عادة من العوامل المساعدة على نجاح التقنين من طرف الدولة . و يرى الباحثون أن يكون دور هذه الأخيرة هنا هو حصر الأراضي الصالحة للزراعة و التي بقيت بورا ، ثم توزيعها على من يرغب في إعمارها خاصة من الشباب ، مع توفير موارد المياه الكافية، و تحديد نوعية الأشجار المغروسة مع العاملين بالشكل المتفق عليه ، و يمكن للدولة أن تدفع لهم نصيبها ليواصلوا عليه العمل بصيغة المساقاة .

و تكملة لدور الدولة في إعمار الأراضي بصيغة المغارسة ، فإن من واجبها أيضا أن تسن مجموعة من القوانين الصارمة التي من شأنها أن تحافظ على تلك الأشجار المغروسة، وأن تمنع أي تحويل للأراضي التي تحتويها إلى أغراض أخرى كالبناء ، و أن لا يكون عدم ملكيتها لتلك الأراضي عائقا أمام تطبيق تلك القوانين .

يتبين لنا مما سبق المزايا التي تتسم بها صيغة المغارسة ، سواء من حيث كونها صيغة إسلامية يمكن أن تحول مساحات شاسعة من الأراضي البور سواء في البلدان العربية و الإسلامية إلى أراضي منتجة ، أو من حيث أنها تشكل دافعا قويا للعامل في تلك الأراضي على العمل, لأنه يتحول بعد فترة من أجير إلى مالك, و هذا ما يكرس أيضا مدى الثراء والخصوبة اللذين يميزان الفقه الإسلامي الذي يوفر الحلول العملية والعادلة لجميع الأطراف في كل عملية اقتصادية¹.

و لا بد لنا من الإشارة الى أن صيغ التمويل الزراعي لا تقتصر فقط على المزارعة أو المساقاة أو المغارسة ، بل العكس تماما فالقطاع الزراعي يمكنه الاستفادة في تمويله من العقود الأخرى كالسلم و الاستصناع و المشاركة و غيرها .

و على هذا فإن فإن القطاع الزراعي يحتاج من البنوك الإسلامية الى إعادة نظر ضمن الصيغ الشرعية ، و إلى رؤية شاملة لا تعتمد فقط على أسلوب زراعة الأرض و سقي الأشجار فقط ، و إنما تفتح الباب أيضا أمام التصنيع الزراعي و تسويق المنتجات الزراعية محليا و دوليا ، فضلا عن توابع القطاع الزراعي من ثروة حيوانية و الدواجن و غير ذلك .

4. صكوك الاجارة الموصوفة في الذمة : صكوك الاجارة الموصوفة هي نوع مبتكر من الصكوك الإسلامية ، وهي

جمع بين الصك كأداة مالية وعقد الإجارة وعقد السلم ، وآليتها أن تكون هناك خدمة موصوفة في الذمة² مثل

التعليم الجامعي مثلا ، بحيث يكون الوصف تفصيلا ولا يدع مجالاً للخلاف ؛ كأن يكون تعليم طالب جامعي ،

تتوفر فيه شروط معينة و يحدد له مساق دراسي معلوم بزمته ومدته ووصفه ، بعد ذلك تقوم الجامعة وهي مقدمة

¹ فارس مسدور، التمويل الإسلامي ، من الفقه إلى التطبيق المعاصر لدى البنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 200-201

² راجع : شرح منتهى الإرادات للبهوتي وجواهر العقود والشروط للمنهاجي ، وهي أشهر المراجع التي تحدثت عن الإجارة الموصوفة في الذمة .

خدمة التعليم الجامعي بإصدار صكوك خدمة موصوفة في الذمة تمثل تعليم طالب في الجامعة على أن تقدم هذه الخدمة الموصوفة في الذمة بعد عشر سنوات مثلاً ، و يمثل الصك حصة ساعية واحدة ، و لحامل هذا الصك الحق في الحصول على الخدمة الموصوفة مقابل ما يدفعه الآن من ثمن للصك الذي يمثل ملكيته للمنفعة . إن هذا المبتكر يحقق ميزة الكفاءة في تعبئة المدخرات وميزة التخصيص الكفاء للموارد ، وتحقيق السيولة والربحية والضمان لكافة أطراف العلاقة بشكل كفؤ، وهو ما تهدف إليه الهندسة المالية .

5. الإجارة المنتهية بالتملك .

1.5- مفهوم الإجارة المنتهية بالتملك : لمنتوج الإجارة المنتهية بالتملك عدة أسماء تطلق عليها منها¹ البيع

الإيجاري ، الإيجار الساتر للبيع ، الإيجار الذي ينقلب بيعاً أو الإيجار المقترن بوعدهم بالبيع . ومهما تعددت الأسماء ، فإن حقيقة منتوج الإجارة المنتهية بالتملك تكمن فيما يلي " : عقد بين طرفين يؤجر فيه أحدهما لآخر سلعة معينة مقابل أجره معينة يدفعها المستأجر على أقساط خلال مدة محددة ، تنتقل بعدها ملكية السلعة للمستأجر عند سداده لآخر قسط بعقد جديد² .

2.5- علاقة الإجارة المنتهية بالتملك بالمنتجات المالية المركبة : تندرج الإجارة في الإطار العام للبيع ، فإذا

كان البيع ينصب على تملك الأعيان فإن الإجارة تختص بتملك المنافع بمقابل ألا وهو " : الأجرة " ، ولذا عرفت الإجارة فقها بأنها " عقد تملك منفعة عين أو عمل إنسان مقابل عوض (أجرة) معلوم لمدة معلومة . " و يطلق على الإجارة بهذا المعنى المتعارف عليه اسم " الإجارة التشغيلية " و " أحكامها الفقهية مستقرة من حيث أركانها و شروطها و حقوق المؤجر والمستأجر و التزاماتهما³ . " إن العلاقة بين الإجارة المنتهية بالتملك و المنتجات المالية المركبة هي علاقة الجزء من الكل ، حيث أن منتوج الإجارة المنتهية

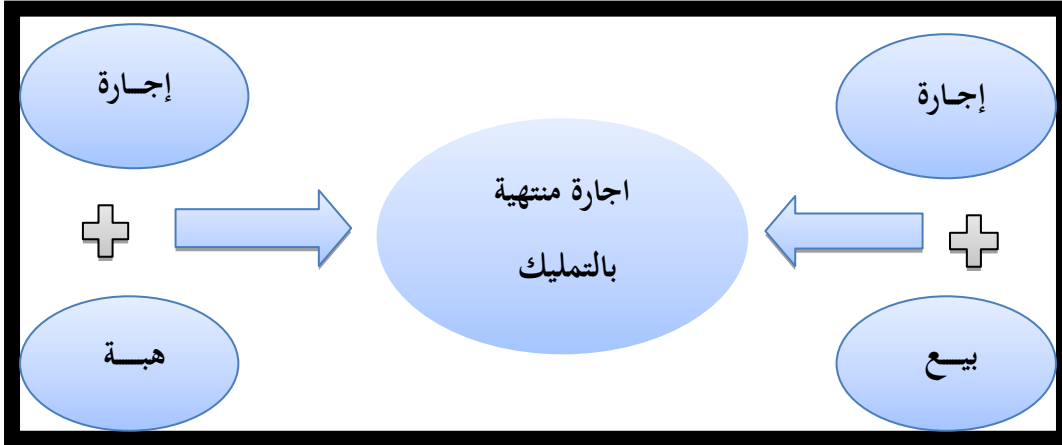
¹ انظر : بن بيه عبد الله ، 1988 الإجارة المنتهية بالتملك" ، بحوث مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدورة الخامسة . العدد الخامس، جدة ، ص 263 .

² الحافي خالد ، 2001 ، " الإجارة المنتهية بالتملك في ضوء الفقه الإسلامي " ، ط2 ، دار النفائس ، الاردن ، ص 60.

³ للوقوف على مختلف المفاهيم و الاحكام الفقهية لعقد الاجارة ، يرجى الرجوع الى : عبد الوهاب ابراهيم ، 2000 ، " عقد الاجارة مصدر من مصادر التمويل الاسلامية-دراسة فقهية مقارنة -" ، مطبوعات المعهد الاسلامي للبحوث و التدريب ، البنك الاسلامي للتنمية، جدة ، السعودية .

بالتملك هو واحد من المنتجات المالية المركبة المطبقة في غالب البنوك الإسلامية ، إذ أنه مركب من منتوجين اثنين ، يوضحهما الشكل الآتي.¹

الشكل رقم 20 : تركيبة الاجارة المنتهية بالتملك



المصدر : من اعداد الطالب

أ- الاجارة و الهبة : وهي أن يُقدّم على أنها منتوج إجارة مقرونة بهبة للسلعة محل التعامل ، بحيث تنتقل ملكية السلعة في نهاية المدة من المؤجر (البنك) إلى المستأجر (العميل) بدون عوض . هنا المنتوج التمويلي، مركب من إجارة في البداية وينتهي بهبة للسلعة، يعني انتقلت السلعة بلا عوض للعميل، الذي يسمّى في الحقيقة مستأجراً .

ب- الإجارة و البيع : حيث يُقدّم في البداية عن طريق منتوج إجارة ، ثم في نهاية المدة المتفق عليها ينتهي ببيع السلعة، في هذه الصورة يدفع المستأجر للمؤجر في نهاية كل شهر قيمة الإيجار المتفق عليها ، وفي نهاية المدة يدفع المستأجر مبلغ يكون في العادة أكبر من قيمة القسط وتنتقل حينها ملكية السلعة له والذي كان في

¹ - للمزيد من التفاصيل، يرجى الرجوع الى المراجع التالية :

- الحايي خالد : الإجارة المنتهية بالتملك في ضوء الفقه الإسلامي" ، مرجع سابق. ص 61 وما بعدها .
- حسن الشاذلي 1989م ، الإيجار المنتهية بالتملك "في مجلة مجمع الفقه الإسلامي، جدة ، الدورة الخامسة ، الجزء 4 ، ص 612 .
- السلامي محمد المختار 2000 " : الإيجار المنتهي ، بالتملك وصكوك التأجير" ، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، جدة، الدورة 12 ، ص 8-13
- محمد الخنيطي و آخرون " : البيع التدريجي في الإجارة المنتهية بالتملك" ، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي لثاني :الخدمات المصرفية الإسلامية بين النظرية والتطبيق" ، جامعة عجلون الوطنية ، الاردن، 15 علوم مقارنة" -، مجلة دراسات، - دراسة الإجارة المنتهية بالتملك ص 352.

السابق - هو نفسه المستأجر بعملية بيع . وعليه فيصبح المنتج في هذه الحالة مركب من إجارة وبيع . هذه هي أبرز صور الإجارة المنتهية بالتملك ، قد يضاف إلى بعض هذه الصورتين بعض الشروط وبعض الضوابط ، أو قد يكون هناك بعض من الالتزامات على أيّ من الطرفين بالاتفاق بينهما ، لكن في الحقيقة مردها إلى هاتين الصورتين .

3.5- مزايا التمويل بالإجارة المنتهية بالتملك : ما كان لمنتج الإجارة المنتهية بالتملك أن يبرز و يتطور، لولا

المزايا التي يحققها لكل من المستأجر و المؤجر على حدّ سواء ، هذه الايجابيات نوجزها فيما يلي :¹

2- المزايا بالنسبة للمستأجر : تحقق الإجارة المنتهية بالتملك بعض المزايا للمستأجر، أهمها يلي:

✓ تعتبر تمويلا خارج الميزانية ، فهي لا تشتري الاصل ، وبالتالي لا تحتاج لتبرير لاستثمارات اموالها تعتبر الأجرة نفقة ايرادية وليست رأسمالية .

✓ تقدم الاجارة تمويلا قابلا لشراء الأصل الثابت المستأجر بخلاف الأدوات الاستثمارية الأخرى-خاصة القرض الربوي -التي تتطلب مشاركة المستفيد بنسبة معينة من ثمن الأصل المطلوب.

✓ تساعد المستأجر على حسن التخطيط لنفقاته ، لأنه يعرف التزامه المالي مقدما ، و بالتالي فهي تهيء للمشروع فرصة جيدة لبرجحة نفقاته في المستقبل، والتعرف عليها سلفاً، مع عدم تحميله لمشكلات الاستهلاك والمخصصات

¹ للمزيد من التفاصيل يرجى الرجوع الى المراجع التالية - :هندي ابراهيم " 1998 الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"، منشأة المعارف، الاسكندرية، ص563 .

- الفقي فخر الدين ، 2000 ، صناعة التأجير التمويلي مع دراسة تحليلية للسوق المصري" ، سلسلة رسائل البنك الصناعي، القاهرة ، العدد 60 ، ص 23.

- منذر قحف 1426 هـ سندات الاجارة و الاعيان المؤجرة "، المعهد الاسلامي للبحوث و التدريب، البنك الاسلامي للتنمية، جدة .
-أحمد شوقي دنيا ، 2000 ، "التأجير المنتهي بالتملك اداة تجارية مقبولة شرعاً"، بحث مقدم لمجمع الفقه الاسلامي في دورته الثاني عشر، الرياض .
- زيد محمد عبد العزيز ، 1996 " بحث الإجارة بين الفقه الإسلامي والتطبيق المعاصر" ، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة ، ص34 .

- ✓ يعتبر الاستئجار وسيلة جيدة تحمي المستاجر من التضخم في حالة الاستئجار، و يبدو ذلك جليا كلما كانت مدة الإجارة طويلة ، وكانت الأجرة محددة وشاعت حالة التضخم .
- ✓ تعمل على تسهيل الاعمال المحاسبية و الادارية للمستاجر ، بإعفائه من تكوين مخصص استهلاك للأصل، والاحتياط للتغير في قيمة الأصل المستاجر .
- ✓ الاستفادة من الأصول الرأسمالية في نشاطه دون الحاجة إلى تخصيص جزء من سيولته لشرائها ، مما يتيح له فرصة أوسع في توظيف أمواله واستخدامها فيتحقيق مقصوده، فهي كما يقال تمويل من خارج الميزانية ، و تظهر أهمية ذلك بشكل بارز كلما كبر ثمن هذه الأصول ، وكلما غلبت حالة الكساد ، فهي توفر له سيولة نقدية وراسمال عامل كان عليه استعمالها لشراء الاصل فيما لو لم يتم استئجاره .
- ✓ الاستئجار لا يعمل على ادخال شركاء جدد لعدم وجود الحاجة لرأسمال لشراء الاصل ، الامر الذي يدفع بصاحب المؤسسة أن يدخل شريك آخر، أو يطرح أسهما جديدة - ان كان المستاجر شركة مساهمة عامة - من أجل الحصول على المال لشراء الأصل .فتعمل على- تحقيق إمكانية التوسع في مشروعه وسرعة الحصول على المعدات المطلوبة والمتطورة دون الاضطرار إلى التوسع في عدد الملاك أو طرح أسهم جديدة .
- ✓ الاستئجار يعني المستاجر من اللجوء الى الاقتراض للحصول على مال لشراء الأصل
- ✓ يحقق بعض المزايا الضريبية ، كون الأجرة تعتبر عبئا يخضم من الأرباح لغايات ضريبة الدخل ، على عكس ما لو كانت حصة مشاركة ، فهي توزيع للربح وليست عبئا عليه ، ومن ثم فلا يستفيد من تخفيض الضرائب ، مما يجعل التمويل بهذه الأداة غالبا أقل كلفة من غيره ، خاصة وأن المؤجر ، نظرا لما يتمتع به من ميزات ضريبية فإنه يعرض معداته بسعر منخفض .
- ✓ في الغالب لا يتحمل المستاجر تكاليف الصيانة و التأمين ، وإنما يتحملها المؤجر . كما يستفيد المستاجر من نقل عبء التقادم الى المؤجر .

- ✓ يستطيع المستأجر التملك في النهاية أي بعد سداد الأقساط .
- ✓ تتيح له التمويل بنسبة % 100 حيث لا يتحمل عادة بأية نسبة من قيمة الأصول ، عكس ما هو عليه الحال في العديد من أدوات التمويل الأخرى .
- ✓ تعد أداة مغايرة لغيرها من الأدوات التمويلية ، ما يتيح لطالب التمويل الحصول على احتياجاته تحت أفضل الشروط .

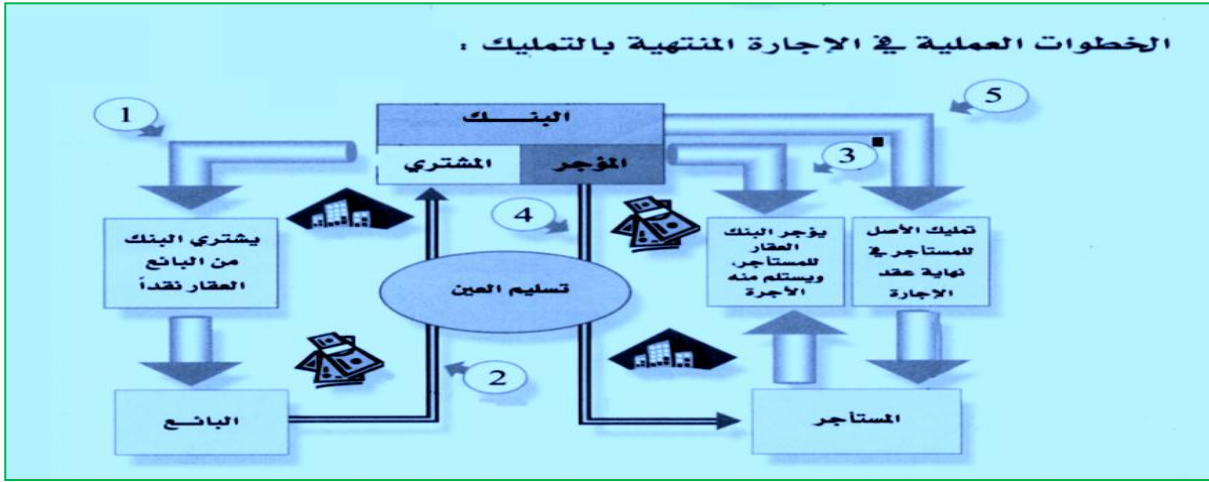
3- المزايا بالنسبة للمؤجر : نذكر منها ما يلي :

- ✓ تتيح له فرصة توظيف ماله مع عدم التعرض لقيود الائتمان الداخلي .
- ✓ تعتبر عملية التأجير بالنسبة له من صيغ الاستثمار الأقل مخاطرة من القراض المضاربة ، والمشاركة .
- ✓ وجود ضمان قوي ، عكس ما لو تم التمويل من خلال البيع الآجل ، حيث إنّ الأصل المؤجر ما زال على ملكيته ، ومن ثمّ يستطيع استرداده عند الحاجة دون قدرة المستأجر على التصرف فيه ، أو مشاركة دائني المستأجر عند إفلاس المستأجر. حيث يكون له الحق في استرداد العين في حال عدم وفاء المشتري بالتزاماته .
- ✓ الاستفادة من بعض الميزات الضريبية التي يوفرها له الكثير من القوانين السائدة . حيث يمكنه استهلاك الأصل سنويا وخصم قيمة الاستهلاك من الدخل الخاضع للضريبة . و هذه المزايا الضريبية تجعله في موقع يمكنه من تخفيض الأجرة ، وعليه تعتبر أكثر كفاءة من مزايا التمويل .
- ✓ تتيح له إمكانية تخطيط إيراداته المستقبلية ، وفي بعض صور التأجير يضمن المؤجر استمرارية التأجير إلى نهاية العمر الإنتاجي للأصل ، وكذلك تحميل المستأجر بعض الضمانات والمخاطر .
- ✓ يمكن التمويل بهذا الأسلوب المؤسسات الإسلامية من الاشتراك مع المؤسسات المالية التقليدية في تقديم التمويل المطلوب ، مثل اشتراك شركة الراجحي مع بنك (تشيز ماختان) في تقديم تمويل لتأجير طائرات لشركة طيران الإمارات ، مما يحقق للمؤسسات المالية مجالات أوسع للاستفادة من خبرات الغير .

✓ في بعض الحالات تكون مخرجا جيدا لتوظيف الأموال دون التفريط في ملكيتها مثل أموال الوقف وبضع الأموال الحكومية.

✓ انها تبقى العين في ملك البائع ، ولا تنتقل الملكية الى المشتري الا بعد سداد جميع الاقساط ضمانا لحق البائع ، كما يتمتع المالك المؤجر بإيراد شبه ثابت ، وسهلا للتوقع .

الشكل رقم 21 : الخطوات العملية للإجارة المنتهية بالتملك



المصدر : محمد عبد الحليم عمر: "التأجير التمويلي من منظور إسلامي"، ورقة مقدمة الى مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، مصر، 1998 .

من خلال الشكل ، نستنتج أنّ آلية تطبيق صيغة الإجارة المنتهية بالتملك ، تتمثل فيما يلي:

✓ يقوم البنك الإسلامي المؤجر بشراء أصول ثابتة من بائع معين ، محددة بطلب من العميل المستأجر.

✓ يستلم البنك الأصول أو العين قيد الإيجار من البائع ويتملكها .

✓ يقوم البنك الإسلامي بتأجير هذه الأصول إلى العميل .

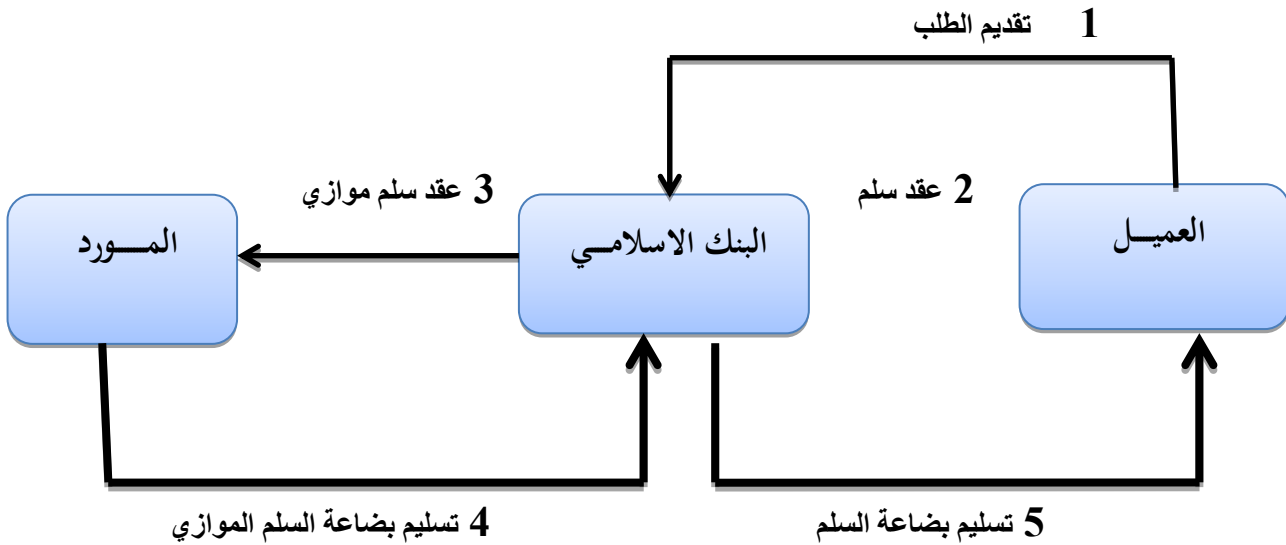
✓ تحتسب الدفعات الإيجارية على فترة التعاقد وتأخذ بعين الاعتبار ثمن الشراء وقيمة الأصل ، و

هامش الربح المناسب.

✓ يبقى البنك الإسلامي مالكا للأصول المؤجرة طيلة فترة الإيجار، حتى تمام سداد أقساط الإجارة ثم تنتقل الملكية للعميل.

6. عقد السلم الموازي : يتم وفق صيغة السلم نفسها ، حيث أن البنك يعتمد على اتمام عقد بيع السلم الاول الى تنفيذ عقد سلم موازي يكون فيه البنك هو البائع و العميل هو المشتري و بضاعة السلم تكون بمواصفات البضاعة في السلم الاول ، حيث انه لا يحق للبنك ان يجعل بضاعة السلم الاول بذاتها بضاعة السلم الموازي حتى لا يكون من قبيل بيع الدين بالدين و اجل التسليم يكون بعد اجل السلم الاول حتى يتسنى للبنك قبض بضاعة السلم الاول ، و يمكن توضيح خطوات السلم الموازي في الشكل التالي :

الشكل رقم 22: مخطط بياني يوضح خطوات السلم الموازي



المصدر : من اعداد الطالب

7. التأمين التعاوني (التكافلي) المركب :

1.7- تعريف التأمين التكافلي : يعرف التأمين التكافلي على أنه " تعاون منظم تنظيما دقيقا بين عدد كبير من

الناس معرضون جميعا لخطر واحد ، فإذا مات تحقق الخطر بالنسبة إلى بعضهم تعاون الجميع على مواجهته

بتضحية قليلة يبذلها الكل يتفادون بها أضرارا جسيمة تلحق بمن نزل به الخطر منهم ¹. وعرفه البعض على " أنه اشتراك مجموعة من الناس في إنشاء صندوق لهم يمولونه بقسط محدد يدفعه كل واحد منهم ، و يأخذ كل منهم من هذا الصندوق نصيبا معيناً إذا أصابه حادث معين " . و يعرف أيضا على أنه " : عمل مجموعات من الناس على تخفيف ما يقع على بعضهم من أضرار وكوارث ، من خلال تعاون منظم يضم كل مجموعة يجمعها جامع معين، بحيث يكون المقصد من هذا التعاون التقليل من حدة الخطر الذي ينزل ببعض الأفراد " ².

كما عرف التأمين التكافلي من طرف هيئة المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية (البحرين) على أنه "تقديم الحماية بطريقة تعاونية مشروعة خالية من الغرر المفسد للعقود والربا وسائر المحظورات ، وذلك بتقديم المؤمن له إشتراكات متبرع بها كلياً أو جزئياً ، لتكوين محفظة تأمينية تدفع منها التعويضات عند وقوع الضرر للمؤمن عليه ، و ما يتحقق من فائض بعد التعويضات والمصاريف واقتطاع الاحتياطات يوزع على حملة الوثائق (المؤمن لهم) ³ .

من خلال هذه التعارف يظهر لنا أن التأمين التكافلي مبني على نظام التبرع الذي يجعل هذا التأمين خالياً من الجهالة ومن القمار، فكل مشترك في نظام التأمين التكافلي يطلب الحماية عليه أن يخلص النية في مساعدة المشتركين الآخرين عند تعرضهم للمخاطر.

¹ محمد بلتاجي ، 1982 ، عقود التأمين من وجهة الفقه الإسلامي ، دار العروبة، الكويت ، ص205

² محمد بلتاجي ، عقود التأمين من وجهة الفقه الإسلامي ، نفس المرجع ، ص205 .

³ معمر حمدي ، 2012، نظام التأمين التكافلي بين النظرية و التطبيق — دراسة بعض التجارب الدولية—، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية واقتصاد دولي، جامعة حسينية بن بوعلوي الشلف ، ص 48 .

وهكذا يمكن القول أن لدينا تأمين تكافلي إسلامي عندما يوافق كحل مشترك على المشاركة في الصندوق أو حساب تم إنشاؤه لإصلاح الأضرار الذي قد يتعرض له أي من المشتركين المتكافلين نتيجة تحقق أي من الأخطار المضمنة الموجودة في عقود التكافل.¹

2.7- أنواع التأمين التكافلي :

1.2.7- نموذج المضاربة : المضاربة هي اتفاقية استثمار أموال بين اثنين أحدهما يقدم رأس المال والآخر يقدم

الجهد (المضارب) ، و ناتج المضاربة (الربح) يتم اقتسامه بين الاثنين بنسبة محددة مثلا 50/50 أو 1/2 و في هذا النموذج يكون حملة الوثائق هم الذين يقدمون رأس المال والمؤمن هو المضارب ، كما يوضحه الشكل التالي² :

2.2.7- نموذج الوكالة بأجر : حيث تقوم الشركة بدور الوكيل عن المؤمن لهم في إدارة عمليات التأمين، واستثمار

الأقساط مقابل أجر معلوم ، كما يوضحه الشكل الموالي :

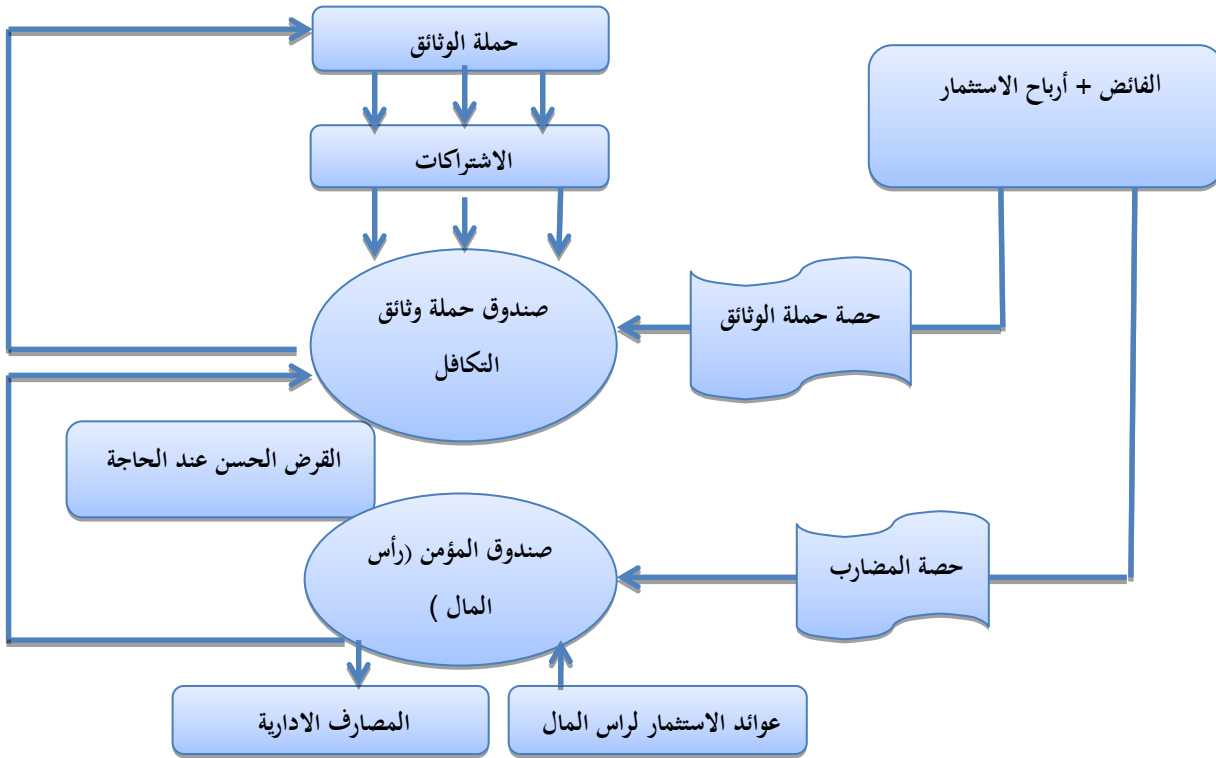
3.2.7- النموذج المختلط : في هذا النموذج تأخذ الشركة نسبة معينة من (الاشتراكات) مقابل ادارتها لاعمال

التأمين (الأجر المعلوم) ، مع نسبة معينة من عوائد الاستثمار والاشتراكات بصفتها المضارب

¹ للمزيد من التفاصيل انظر :

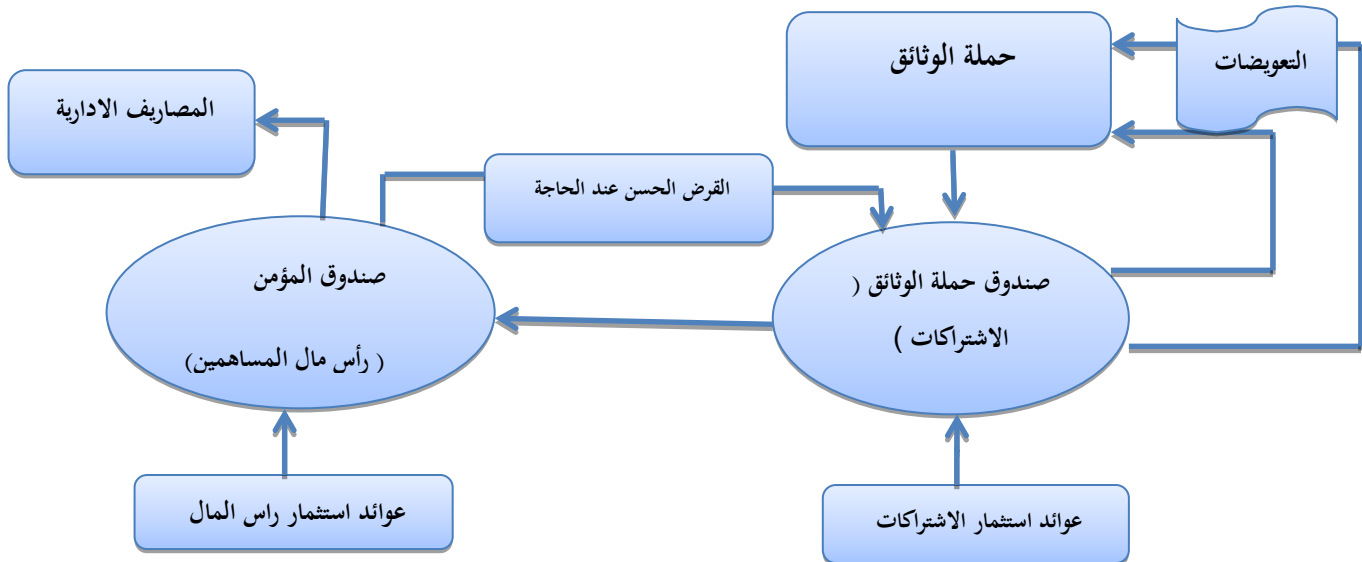
- ناصر، عبد الحميد (2009) "تقييم تطبيقات وتجارب التأمين التعاوني"، بحث مقدم إلى ملتقى التأمين التعاوني، الهيئة الإسلامية العلمية للاقتصاد والتمويل، رابطة العالم الإسلامي 2009 ، ص 7 .
 - أبوغدة عبد الستار 2007/03/01 " أسس التأمين التكافلي "، المؤتمر الثاني للمصارف الإسلامية ، المنعقد في ، دمشق ، ص 03 .
 - البعلی، عبد الحميد محمود "نظام التأمين التعاوني التكافلي الإسلامي) قواعده وفنائه مع المقارنة بالتأمين التجاري"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة الكويت، الكويت 2004. ص19
 - حسان، حسن حامد ، 2004 ، " أسس التكافل التعاوني في ضوء الشريعة الإسلامية "، بحث مقدم لمؤتمر الاقتصاد الإسلامي، دبي ، ص 3
- ² وليد سعود ، ديسمبر 2010 ، التأمين التكافلي الإسلامي الآلية و التطبيق ، تجربة سلامة للتأمينات الجزائر ، اليوم الدراسي حول التمويل الإسلامي ، واقع و التحديات ، جامعة الأغواط ، ص 27 .

الشكل رقم 23 : نموذج التأمين التكافلي بصيغة المضاربة



المصدر : وليد سعود، 2010، التأمين التكافلي الإسلامي، تجربة سلامة للتأمينات الجزائرية، اليوم الدراسي حول التمويل الإسلامي، جامعة الأغواط، ص 27 .

الشكل رقم 24 : نموذج التأمين التكافلي بصيغة الوكالة بأجر



المصدر : وليد سعود، التأمين التكافلي الإسلامي الآلية و التطبيق، نفس المصدر السابق ص 27 .

ثالثاً : المنتجات المالية الإسلامية المشتقة .

لقد كانت المشتقات المالية من أهم ما تم استحدثه كمنتجات للهندسة المالية ، وهذا يرجع إلى أهميتها في التحوط من مختلف المخاطر التي قد تواجه المستثمرين ، إضافة إلى المضاربة و المراجحة من خلالها ، ولكن ذلك لم يمنع من أن تُنتقد المشتقات وتكون سبباً في حدوث الأزمات باعتبارها أدوات تميل إلى القمار أكثر منها إلى الاستثمار ، وتخدم مصلحة طرف على حساب طرف آخر، وتكون في النهاية مجرد تسويات نقدية لا يترتب عنها لا تسلم ولا تسليم محل العقد ولا للثمن .

وباعتبار أن المشتقات في حقيقتها التزامات مالية بدفع مقدار الفرق ، فهي لا تختلف من حيث الجوهر عن الديون ، فكلاهما التزامات مالية يجب الوفاء بها عند نهاية العقد نقدًا دون وجود ملكية للسلع والخدمات ؛ الأمر الذي يؤدي إلى نمو مستمر في حجم المشتقات دون أن يصاحبها زيادة في النشاط الحقيقي ؛ وهو ما يؤدي إلى الهرم المقلوب الذي يهدد الاستقرار المالي والاقتصادي¹ .

1- العقود الآجلة في اطار عقد السلم : لقد كُيفت العقود الآجلة على أساس عقد السلم الذي يتفق فيه الطرفان على التعاقد على بيع بئمن معلوم يتأجل فيه تسليم السلعة الموصوفة بالذمة وصفًا مضبوطًا إلى أجل معلوم ، على أن لا يكون كلا البديلين مؤجلين .

2- المستقبلات في اطار عقد الاستصناع : تعتبر المستقبلات من بين العقود التي يتم فيها تسليم البديلين في وقت

لاحق ، ولقد اتفق الفقهاء على عدم جواز التعامل بالمستقبلات وذلك للأسباب التالية :

- يعتبر تأجيل تسليم الثمن والمئمن من بيع الدين بالدين الجامع على تحريمه ؛
- تشتمل العقود المستقبلية على الربا المتفق على تحريمه ، وهذا في حالة العقود على الذهب والفضة التي يشترط فيها التقابض وإلا وقع المتعاقدان في ربا النسيئة ؛

¹ سامي السويلم، 2009 " أسلحة الدمار المالي الشامل"، بحث منشور في كتاب: الأزمة المالية العالمية: أسباب وحلول من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي ، ص 41 ، جدة ، ط1

- تنتهي هذه العقود بالتسويات النقدية ، ويعتبر من قبيل القمار الظاهر إذا كان هذا مشروطاً في العقد ، ومن باب القمار في معناه إذا كانت التسوية غير مشروطة ؛ الأمر الذي يحقق الغنم لطرف على حساب طرف آخر.

وقد تم تكييف العقود المستقبلية على أساس عقد الاستصناع الذي يمكن أن يتأخر فيه تسليم الثمن والمبيع في مجلس العقد¹ ، وبخاصة في الحالات التي يكون فيها محل الاستصناع مرتفع القيمة ، بحيث يمكن حتى للمشتري القيام بتمويل المصنع من خلال دفعات محددة لآجال معينة . كما اشترط أن تكون السلعة موصوفة وصفاً دقيقاً (كماً ونوعاً) على أن يتم التسليم في زمن معلوم وبكيفية معلومة² .

3- الخيارات في اطار بيع العربون وخيار الشرط : لقد تم تكييف عقود الخيارات في الشريعة الإسلامية وفق ما يلي :

1.3- خيار الشرط : حيث يدخل الشخص في العقد اللازم (البيع أو الإجارة أو الاستصناع) و يشترط لنفسه حق الفسخ بإرادته المنفردة خلال مدة معلومة ؛ وهو ما يتيح الفرصة للتحوط في الحصول على سلعة يؤمل الربح منها ، وله الحق في عرض محل الخيار لطرف آخر خلال مدة العقد دون أن يكون هناك اقتران بالربح لأن ذلك يسقط الخيار³؛

¹ انظر القرار رقم 65 (7/3) الصادر عن مجمع الفقه الإسلامي في مؤتمره السابع بجدة حول عقد الاستصناع ، 9-14 ماي 1992 .
² عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي ، 2003 ، " مستقبلات مقترحة متوافقة مع الشريعة" ، مقال في :مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، المجلد 15 ، ص 41.

³ عبد الستار أبوغدة، " ضوابط وتطوير المشتقات المالية في العمل المالي (العربون - السلم - تداول الديون")، المؤتمر الثامن للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية ، البحرين 18-19 ماي 2009 ص 07 .

1.1.3- عقد الاختيار هو إلتزام أو ضمان أو كفالة :

وهذا يعني هل الإلتزام أو الضمان يصلح لأن يكون مادة لعقود المعاوضات؟ و للفقهاء في ذلك عدة آراء أشهرها قولان¹ القول الأول : إن محض الإلتزام فيه منفعة مقصودة ومصالحة مشروعة مشابهة للمنافع التي تبذل في الوديعة و العارية و الوكالة ، ولذلك يصح أن يكون محلاً للعقد في الضمان والوديعة، كما جاز مبادلتها بالمال في كثير من الفروع و المسائل و التطبيقات عند الفقهاء، ومن هذه التطبيقات :

- جواز أخذ الأجر على محض الإلتزام بالحفظ في الوديعة، ولو لم يكن إلى جانبه عمل.

- جواز أخذ العوض المالي على بعض الإلتزامات الجائزة شرعاً، مثل أن تدفع المرأة لزوجها مقابل التزامه بعدم الزواج عليها، أو يدفع الرجل لزوجته مبلغاً مقابل التزامها بعدم الزواج بعد وفاته.

- جواز دفع مبلغ من المال من الدائن للمدين إذا أحضر المدين ضامناً أو كفيلاً يكلفه في سداد دينه، فالإلتزام في عقد الكفالة مما يصح بذل المال في مقابلته. ومن الأدلة أيضاً : جواز اشتراط الأجر على الرقية بالقرآن ، وجواز أخذ الأجر على الطاعات كتعليم القرآن والأذان والإمامة وغيرها فهذه قرب وطاعات ، فإذا كان الضمان أو الكفالة قرينة وطاعة ، فلا يمنع أخذ الأجرة عليها. القول الثاني : يرى بعض الفقهاء أن الحقوق أو الإلتزامات أو الضمان أو الكفالة وكل ما ليس له صفة مادية محسوسة لا يجوز بيعه أو شراؤه لأنه ليس بمال فهو شبيه بحق الشفعة وحق الحضانة والولاية ، فتلك حقوق معنوية لم يجز الشرع بيعها أو التنازل عنها بعوض . وأدلتهم على هذا المنع : أن أخذ مقابل بعض هذه الحقوق مثل الكفالة ، معناه أخذ الرشوة والدخول في القمار والغرر ، لأن المكفول قد يدفع وقد لا يدفع ، فإذا دفع لكافله أصل المبلغ مع الجعل يكون رابح ، و إلا سوف يكون خاسراً. والأرجح فيما تقدم من الآراء جواز أخذ الأجرة على الإلتزام أو الضمان أو الكفالة، لقوة الأدلة خاصة مع وجود معاملات مالية تبتعد بالكفالة عن

¹ كمال توفيق حطاب ، نحو سوق مالية اسلامية ، مرجع سابق ، ص ص 16-17

عقود التبرعات ، ويتحقق من خلالها مصالح ومكاسب لطرفي المعاملة ، وبما لا يخالف المقاصد الشرعية . وقياسا على هذا الحكم يمكن القول بجواز اختيار البيع 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 .

1.2.3- عقد الاختيار و خيار الشرط

- **تعريفه (اصطلاحا)** : هو أن يشترط العاقدان أو أحدهما أن له الخيار في فسخ البيع أو إمضائه مدة معلومة ، و مثل ذلك أن يقول المشتري ابتعت هذه السلعة على أن يكون لي الخيار مدة أسبوع ، فيكون له الخيار خلال هذه المدة في إمضاء البيع أو فسخه و لو لم يظهر في السلعة عيب . و يشترط لصحة خيار الشرط شرطان هما : تراضي الطرفين سواء حصل اتفاق في نفس العقد أو قبله ، و تحديد المدة ولو طال¹ . و قد وضع خيار الشرط للتروي و التدبير والتراضي المحض و التحوط تجنبا للمنازعة . يتبين من تعريف خيار الشرط أنه حق يثبت لأحد المتعاقدين أو لكليهما في صورة شرط يخول صاحبه ان يمضي بالعقد أو أن يعدل عنه دون مقابل و إنما محض التزام بارادة تعاقدية حرة إذن هو حق لأحدهما مقابل التزام من الآخر دون عوض .

- **حكمه** : اتفق العلماء على جوازه ، إلا ابن حزم حيث إعتبره من الشروط الفاسدة . و عليه فإن خيار الشرط مشروع - مع كونه مخالفا لمقتضى العقد - و دليل مشروعيته ما يلي:²

- ما رواه ابن عمر رضي الله عنهما، قال : ذكر رجل ، هو "حبان بن منقذ" ، لرسول الله صلى الله عليه وسلم ، أنه يخدع في البيع فقال (: إذا بايعت فقل لاخلابة) متفق عليه ، وزاد ابن إسحاق (: ثم أنت بالخيار في كل سلعة ابتعتها ثلاث ليال ، فإن رضيت فأمسك ، وإن سخطت فاردد) . والحديث صريح ، في تشريع الخيار ،

¹ يوسف الشبيلي ، 1426 هـ مقدمة في المعاملات المالية وبعض التطبيقات المعاصرة "دورة ألقى في حفر الباطن ، ص 7

² يوسف عبدالفتاح المرصفي "الخيارات في العقود في الفقه الإسلامي" منشورات مجلة البحوث الفقهية المعاصرة ، ص 2-3

لمعنى معقول وهو الاستيثاق والتأكيد من أن هذا العقد لا غبن فيه، ليكون الرضا به تاماً ، وليس في الحديث ما يفيد أنه خصوصية حبان .

- يقول ابن رشد" و أما جواز الخيار فعليه الجمهور، إلا النووي و ابن أبي شبرمة وطائفة من أهل الظاهر، وعمدة الجمهور حديث حبان بن منقذ وفيه ولك الخيار ثلاثاً ، وما روي في حديث ابن عمر : "البيعان بالخيار ما لم يفتقرا إلا بيع الخيار"، وعمدة من منعه أنه غرر ، وأن الأصل هو اللزوم في البيع إلا أن يقوم دليل على جواز البيع على الخيار من كتاب الله أو سنة ثابتة أو إجماع -قالوا : وحديث حبان إما أنه ليس بصحيح ، وإما أنه خاص لما شكاه إليه صلى الله عليه وسلم، أنه يخدع في البيوع ، قالوا و أما حديث ابن عمر وقوله فيه - إلا بيع الخيار، فقد فسر المعنى المراد بهذا اللفظ، وهو ما ورد فيه من لفظ آخر وهو أن يقول أحدهما لصاحبه اختر."

- **مدة خيار الشرط** : لا خلاف بين الفقهاء على جواز اشتراط ثلاثة أيام فأقل ، فلو قال أحد المتبايعين ، بعد البيع ولو بأيام، جعلتك بالخيار ثلاثة أيام ، صح بالإجماع . لأما إذا اشترط أكثر من ثلاثة أيام فقد اختلف .
الفقهاء على النحو التالي¹ :

- ذهب أبو حنيفة وزفر والشافعي ، إلى عدم إجازة هذا الشرط ، ويرون أنه عقد فان ، والسبب في ذلك أن خيار الشرط جاء على خلاف القياس والأصل فيه الفساد لأنه يناقض مقتضى العقد فيقتصر فيه على ماورد به النص وهو ثلاثة أيام.

- يرى الصحبان وأحمد جواز شرط الخيار بأي مدة يتفق عليها المتعاقدان - طالت أم قصرت- مادامت محددة معلومة ، لأن الخيار شرع للحاجة، وقد يقتضي الاختيار والموازنة والاستشارة وقتاً أكثر من ثلاثة أيام ، وقصر العقادين واتفاقهما على مدة أطول من ذلك، دليل على أن موضوع العقد يقتضيه حتى يتم الخيار عن رضا أكيد

¹ يوسف عبد الفتاح المرصفي ، 2001 ، "الخيارات في العقود في الفقه الإسلامي" منشورات مجلة البحوث الفقهية - المعاصرة ، ص 3 .

يرتفع معه الغبن - وقالوا : إن المدة التي جاءت في الحديث كانت خاصة بالشخص المخاطب نفسه ، لأن الرسول - صلى الله عليه وسلم - لاحظ كفايتها له ولعقوده .

- أما الإمام مالك - فينظر إلى محل العقد لا إلى اتفاق المتعاقدين - لأن المدة تختلف باختلاف السلع ، فلا يقيد بالثلاثة - كما في قول أبي حنيفة وزفر والشافعي، ولا تفوض إلى تقدير وإذا كان المعيار عند المالكية هو أن تكون المدة - العاقدين - كما في قول الصاحبين والإمام أحمد مناسبة فينبني على ذلك أنه لو حدد العاقدان مدة أكثر أو أقل من المدة المتعارف عليها ، ردت إلى المدة المتعارف عليها ، ومثل ذلك ما إذا كانت المدة مجهولة، كأن يقول : أنت بالخيار متى تشاء - فإن العقد يصح وتتحدد المدة بما يتناسب مع المعقود عليه.

- أما عند الإمام أحمد - فإن شرط الخيار مع جهالة المدة شرط فاسد ، فيفسد الشرط ، وحده ، ويصح العقد ، ويكون لازماً ، ويلغو الشرط وحده.

- وعند الحنفية فالشرط الفاسد في عقود المعاوضات المالية ، يتعدى فساده إلى العقد ، ويحكم بفساد العقد أيضاً.

2.2.3 - خيار الشرط الاسلامي و حقوق الاختيار : إن خيار الشرط الموجود في الفقه الاسلامي - بالرغم

من الخلاف بينه و بين حقوق الاختيار- إلا أنه يلتقي معها في صورة من صورها و هي حالة خيار

الشراء و خيار البيع في العمليات الشرطية البسيطة التي تعطي صاحبه الحق في فسخ العقد و العدول

عن تنفيذ الصفقة إلا أن خيار الشرط في الفقه الاسلامي دون مقابل و خيار الشراء في الاختيارات

بمقابل و خيار الشرط في الفقه الاسلامي وارد على أصل حقيقي مملوك و خيار الشراء وارد على أصول

مالية غير مملوكة (غالبا) لكن ثبت أن بيع العربون ما هو في حقيقته إلا خيار شرط بمقابل . و يوضح

الجدول أسفله أوجه الاتفاق و الاختلاف بين اختيار الشراء ، و بين خيار الشرط الاسلامي¹ .

الجدول رقم 12 : أوجه الاتفاق و الاختلاف بين اختيار الشراء و بين خيار الشرط الاسلامي

اختيار الشراء	خيار الشرط الاسلامي	
يثبت حقا بالفسخ	يثبت حقا بالفسخ	أوجه التشابه
حق الفسخ مقابل التزام الطرف الآخر بتنفيذ الصفقة	حق الفسخ مقابل التزام الطرف الآخر بتنفيذ الصفقة	
شراء حق الفسخ بمقابل (العلاوة)	ثبوت حق الفسخ دون مقابل	أوجه الاختلاف
وارد على أصل مالي غير مملوك لصاحبه وقت العقد غالبا	وارد على أصل حقيقي مملوك لصاحبه وقت العقد	

المصدر : من اعداد الباحث

إذا هناك فروقا جوهرية بين الخيار الشرعي المعروف في الفقه الإسلامي و عقود الاختيار المتداولة في الأسواق المالية ، فمن 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 ناجز فيه عاقدان وصيغة ومحل العقد، وهو حق معنوي والتزام وليس محله أسهم أو سندات أو أعيان.

2.3- بيع العربون : يعتبر العربون جزءاً من ثمن السلعة ، يدفعه المشتري للبائع تعويضاً عن حبسه لسلعته ،

حيث يدخل ضمن الثمن المتفق عليه في العقد في حالة التنفيذ، ويكون حَقاً للبائع إذا تنازل المشتري عن

حقه في التنفيذ² . وتُحذر الإشارة إلى أن بيع العربون والخيار يقومان على دفع المشتري لمبلغ من المال مقابل

¹ محمد وجيه حنيني ، 2010 ، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الاسلامية ، دراسة تطبيقية دار النفائس للنشر والتوزيع ، الأردن ، الطبعة الأولى ، ص 105.

² انظر القرار رقم 72 (8/3) الصادر عن مجلس مجمع الفقه الإسلامي في مؤتمره الثامن بروناي حول بيع العربون، 27/21 جوان 1993 .

الحق في شراء أصل مالي معين بثمن محدد خلال فترة معينة، على أن يتم تملك الأصل في حالة إتمام العقد، أو خسارة المبلغ المدفوع مقدماً في حالة العكس، إلا أن بيع العربون يختلف عن الخيار في أنه لا يستخدم من أجل الاستفادة من فروق أسعار الأصل المالي، بل من أجل شراء الأصل في حد ذاته والانتفاع به، على أنه إذا ثبت له أن الأصل مناسب أمضى الشراء، وإلا فإنه يخسر العربون¹.

- **تعريف بيع العربون (اصطلاحاً) :** هو مبلغ من المال يدفعه المشتري للبائع ليتمتع بحق العدول عن العقد، فإن اختار اللزوم كان العربون من الثمن (العربون يحسب من الثمن) و إلا فهو للبائع².

من التعريف السابق لبيع العربون يتبين أنه بيع يثبت فيه (الخيار للمشتري) فإذا أمضى البيع كان العربون جزءاً من الثمن، و إذا رد البيع فقد العربون، فهو خيار شرط يقابله مال في حال الرد، و هذا الخيار للمشتري وحده .

إذن فحقيقة العربون أنه خيار شرط يقابله مال، و هو ثمن الخيار أو ثمن حق النكول يستحقه البائع مقابل ضرر التعطل والانتظار و تفويت الفرصة في صفقة أخرى، و العربون في الفقه الاسلامي : خيار للمشتري فقط أما العربون في القانون الوضعي فهو خيار للمشتري و البائع سواء³.

و يتجلى الغرض من بيع العربون في تثبيت السعر، و التحوط ضد تقلبات الأسعار المستقبلية لمصلحة يتوخاها دافع العربون (المشتري) و قابض العربون (البائع).

¹ سامي بن إبراهيم السويلم، 2011، مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، ص 92.

² عبد العظيم أبو زيد، 2004 " بيع المراجعة وتطبيقاته المعاصرة في المصارف الإسلامية " بدون دار نشر، الطبعة الأولى، ص 24 .

³ محمد وجيه حنيني، 2010، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية: دراسة تطبيقية "دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، ص 11

- خصائص العربون في الفقه الاسلامي¹ :
- أنه يكون مدفوعا كجزء من الثمن (سواء في البيع أو الاجارة) ، فالعربون هو دفع بعض الثمن، و هذه هي الدلالة الأصلية للعربون في الفقه الاسلامي ، إلا أن العربون قد يكون له دلالة أخرى و هي دلالة العدول لكن هذه الدلالة لا تثبت إلا بالشرط.
- العربون لا يرد إلا على العقد الصحيح اللازم ، و الذي يقبل بطبيعته الفسخ و لا يشترط لصحته القبض.
- يتميز عربون العدول في الفقه الاسلامي بأنه يعطي الخيار للمتعاقد الذي دفعه فقط ، أما الطرف الآخر فالعقد يكون لازما بالنسبة له ، أي أنه يعطي إمكانية أحادية للفسخ .
- أن العربون يكون مضافا للعقد أي ملحقا بالعقد و لكنه ليس من طبيعته. العربون مبلغ يدفع عند ابرام العقد و هو بذلك يختلف عن الأداءات الأخرى التي يدفعها أحد المتعاقدين بعد ابرام العقد.
- **حكم بيع العربون** : ذهب جمهور العلماء إلى عدم جواز بيع العربون بينما ذهب الحنابلة إلى جوازه.
- أولا : المانعون** وهم جمهور الفقهاء من الشافعية و الحنفية والمعتمد عند المالكية ، ولعل النهي الوارد على هذا البيع اشتماله على شرطين فاسدين ، أحدهما شرط كون ما دفعه إليه يكون مجانا إن اختار ترك السلعة ، والثاني : شرط الرد على البائع إذا لم يقع منه الرضا بالبيع ، بالإضافة إلى اشتماله على الضرر ودخوله في أكل أموال الناس بالباطل ،

¹ ياسر محمد علي النيداني ، 2007 ، " العربون : دراسة مقارنة بين الفقه الاسلامي و القانون المدني "المكتب الجامعي الحديث ، الاسكندرية، الطبعة الأولى ، صص 104-105 .

ولأنه كذلك بمنزلة الخيار المجهول ، فإنه اشترط أن يكون له رد المبيع من غير ذكر مدة¹ . و قد استدلوا بالأدلة التالية² : قاله تعالى " : يا أيها الذين آمنوا لا تأكلوا أموالكم بينكم بالباطل"³

من السنة ما رواه عمرو بن شعيب عن أبيه عن جده أن النبي صلى الله عليه وسلم " نهى عن بيع العُرَيان. " نهى النبي صلى الله عليه و سلم عن بيع الغرر.

- إن بيع العربون فيه شرط للبائع شيئاً بغير عوض ، فلم يصح كما لو شرطه لأجنبي؛ ولأنه بمنزلة الخيار المجهول فإنه اشترط أن له رد المبيع من غير ذكر مدة فلم يصح كما لو قال : ولي الخيار، متى شئت رددت السلعة ومعها درهم ، وفي هذا اشتغالها على شرط الرد و الهبة إن لم يرض بالسلعة .

- مناقشة أدلة المحرمين : إعتد المانعون كلية على حديث واحد ورد في الباب و هو : عن مالك عن الثقة عنده عن عمرو بن شعيب عن أبيه عن جده أن رسول الله - صلى الله عليه وسلم - نهى عن بيع العريان ، وهذا الحديث ضعفه جماعة من رجال الحديث منهم الإمام أحمد . لذلك لا يصح الاحتجاج بهذا الحديث . كما أن إستدلالهم بالآية هو استدلال عام ، و أن موضوع الغرر في بيع العربون ليس مؤكداً⁴.

ثانيا : المجيزون وهو رأي الإمام أحمد وجمهور أصحابه و به أفتى في المذهب أن بيع العربون صحيح . و تتمثل أدلتهم فيما يلي⁵ :

عن نافع بن عبد الحار - عامل عمر - على مكة ، أنه اشترى من صفوان بن أمية داراً لعمر بن الخطاب بأربعة آلاف درهم ، واشترط عليه نافع إن رضي عمر، فالبيع له ، و إن لم يرض فلصفوان أربع مائة درهم .

¹ فواز محمود محمد بشارت " 2007 ، أثر الأجل في عقد البيع في الفقه الإسلامي " أطروحة ماجستير، تحت اشراف جمال زيد الكيلاني ، جامعة النجاح الوطنية في نابلس، فلسطين ، ص 125.

² ياسر محمد علي النيداني " العربون : دراسة مقارنة بين الفقه الاسلامي و القانون المدني مرجع سابق ص 123-130

³ "سورة النساء، الآية 78 "

⁴ فواز محمود محمد بشارت " أثر الأجل في عقد البيع في الفقه الإسلامي " مرجع سابق ص 66.

⁵ كمال توفيق حطاب ، نحو سوق مال اسلامي ، مرجع سابق ، ص ص 14-15 .

- ما روى عن ابن سيرين أنه قال عن بيع العربون لا بأس به ، و قال سعيد بن المسيب و ابن سيرين لا بأس به إذا كره السلعة أن يردّها و يرد معها شيئاً ، و قال أحمد هذا في معناه - أي في معنى بيع العربون -
- ما أخرجه البخاري من باب ما يجوز من الاشتراط " قال الرجل لكرهه أدخل ركبابك (جهاز الدابة) فإن لم أرحل معك يوم كذا و كذا فلك مائة درهم ، فلم يخرج فقال شريح : من شرط على نفسه طائعا غير مكروه فهو عليه." و قد تم مناقشة أدلة المجيزين و تبين أن : واقعة شراء دار صفوان بن أمية لعمر رضي الله عنه تشبه بيع العربون ، و الاستدلال بهذه الحادثة استدلال سليم . ما أجازه ابن القيم و ابن سيرين و سعيد بن المسيب يتشابه مع بيع العربون.

بعد عرض أدلة المجيزين و الحرمين لبيع العربون يميل الغالبية إلى اعتبار أن أدلة المجيزين هي الأقوى خاصة باعتبار أنه ينسجم مع تحقيق المقاصد الشرعية المتمثلة في دفع الضرر و الحرج و المشقة ، ففي تحريم العربون تضيق على الناس ومصالحهم ، والغاية المرجوة من بيع العربون هي¹ :

- إعطاء المشتري أو المستأجر حق النكول (العدول) إذا بدا له أن الشراء في غير صالحه
- جبر ضرر البائع أو المؤجر، نتيجة نكول المشتري أو المستأجر ، فالعربون هو الجزاء أو الثمن الذي يتكبده أحد المتعاقدين ، نتيجة نكوله ، فقد يرغب أحد المستهلكين في شراء سلعة ، ولا يملك ثمنها كاملا ، فيدفع جزءا من الثمن للبائع ويقول له : لا تبع هذه السلعة لغيري ، فإن عدت إلى يوم كذا فما دفعته يكون جزءا من الثمن وإلا فلك . فقد يجد أحد المشتريين سلعة لدى أحد الباعة ويتردد في شرائها ؛ خشية عدم ملاءمتها جودة أو ثمنها أو غير ذلك ، فان لم يشتريها فرما عاد فلم يجدها وإن اشتراها على البيع البات فرما لم تعجبه بعد ذلك ، أو لم تعجب من اشتراها له كزوجة أو ولده أو موكله . فمن أجل ذلك شرع الخيار لكن قد لا يوافق البائع على

¹ فواز محمود محمد بشارات ، أثر الأجل في عقد البيع في الفقه الإسلامي ، مرجع سابق ، ص 58

الخيار بالمجان للمشتري ، ولا سيما أن ضررا قد يصيبه من جراء عدول المشتري عن الشراء ، مثل تفويت فرصة بيعها لآخر .

1.2.3- بيع العربون الاسلامي و حقوق الاختيار : يلتقي العربون مع حقوق الاختيار في صورة من صوره ، و هي حالة خيار الشراء في العمليات الشرطية البسيطة التي تعطي صاحبها الحق في فسخ العقد و العدول عن تنفيذ الصفقة مع خسارته للعلاوة ، و هذه الصورة تحديدا لا تختلف عن حقيقة بيع العربون ، أنه خيار شرط يقابله مال ، و هو ثمن الخيار أو ثمن حق النكول .

بمعنى : أن العربون يمثل حقا لدفع العربون لدى الطرف الآخر (قابض العربون) مقابل أن يلتزم الأخير بعدم بيع محل العربون و هو ما أجاز - عند من قال به - إلا ملاحظة لقيمة الفرصة البديلة التي يخسرها البائع مقابل شغل ذمته بالالتزام تجاه من دفع له العربون .

و يختلف بيع العربون عن اختيار الشراء في العمليات الشرطية البسيطة تحديدا في أن البائع في بيع العربون يمتلك الأصل الحقيقي محل العربون، أما البائع في خيار الشرط في العمليات الشرطية البسيطة ، لا يمتلك الأصل المالي محل الخيار غالبا و يحتسب العربون من ثمن الصفقة عند تنفيذها ، وليس كذلك في الخيار¹ .

و يوضح الجدول التالي أوجه الاتفاق والخلاف بين بيع العربون الاسلامي و خيار الشراء.²

¹ محمد وجيه حنيني، " تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الاسلامية :دراسة تطبيقية "، مرجع سابق، ص ص104-105 .

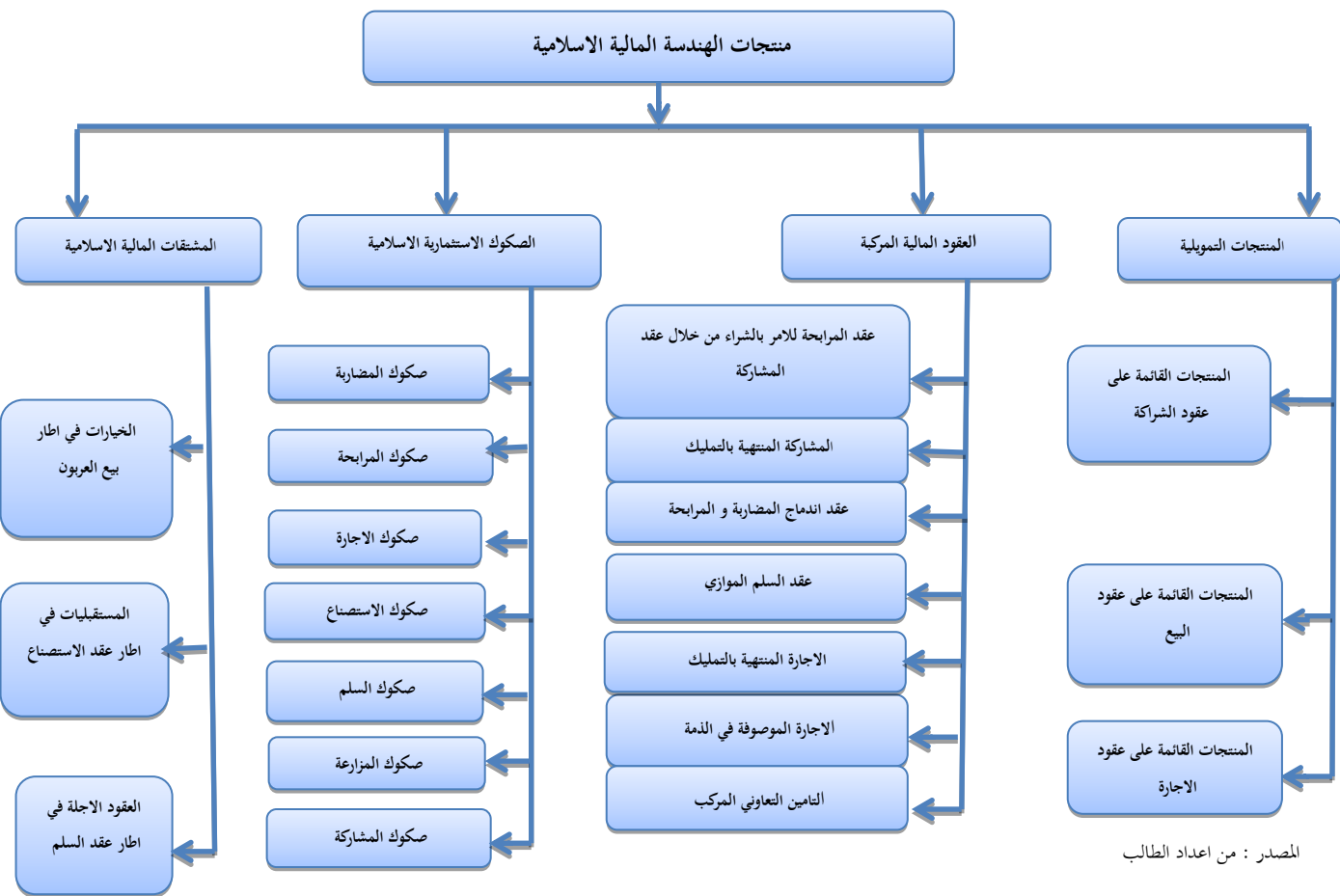
² محمد وجيه حنيني " تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الاسلامية ، دراسة .تطبيقية " مرجع سابق ص 107 .

الجدول رقم 13: أوجه الاتفاق و الاختلاف بين بيع العربون الاسلامي و بين خيار الشراء

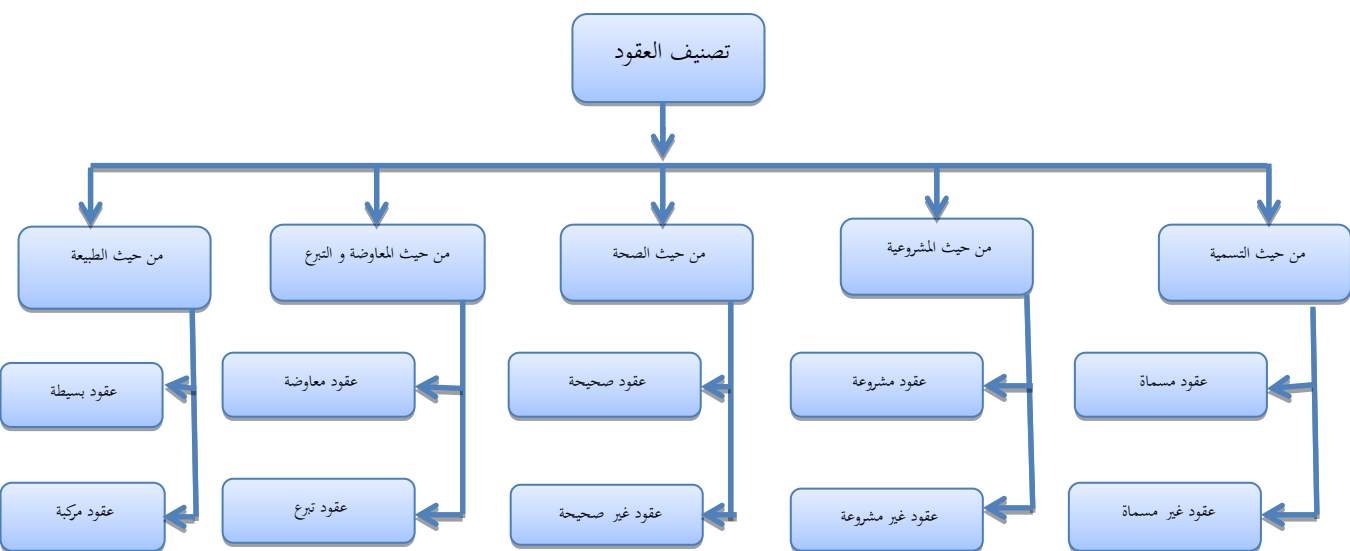
خيار الشراء	بيع العربون الاسلامي	
خيار شرط يثبت حقا بفسخ الصفقة	خيار شرط يثبت حقا بفسخ الصفقة	اوجه التشابه
خيار شرط مقابل التزام الطرف الثاني	خيار شرط مقابل التزام الطرف الثاني	
شراء خيار شرط (حق الفسخ) مقابل ثمن (العلاوة)	شراء خيار شرط (حق الفسخ) بـ ثمن (دفعة العربون)	
فيه خسارة العلاوة (ثمن الحق) عند العدول عن التنفيذ	فيه خسارة الدفعة (ثمن الحق) عند العدول عن الصفقة	
وارد على اصل مالي غير مملوك لصاحبه وقت العقد غالبا	وارد على اصل حقيقي مملوك لصاحبه وقت العقد	
لا يحسب ثمن الخيار ضمن الثمن الكلي عند تنفيذ الصفقة	يحسب ثمن العربون ضمن الثمن الكلي عند تنفيذ الصفقة	

المصدر : محمد وجيه حنيني " 2010 ، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة " دار النفائس للنشر، الأردن ، ص 105

الشكل رقم 25 : مخطط بياني يوضح مختلف منتجات الهندسة المالية الإسلامية



الشكل رقم 26 : مخطط بياني يوضح أنواع العقود



المطلب الثالث : دور الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية .

إن استخدامات الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر و التحوط منها لا يمكن حصرها بسبب تشعبها ثم لأنها لا تتقيّد بقيود إلا تلك التي أشرنا إليها عندما تطرقنا لأسس الهندسة المالية الإسلامية. و لكن يمكننا عموماً تقسيم استخدامات الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر إلى قسمين ، الأول منها يستخدم عقود تقليدية¹ إسلامية ، أي عقود مسمّاة في الفقه الإسلامي ، و الثاني يستخدم العقود المستحدثة (مثل المشتقات الإسلامية و التوريق...) و هي التي ما يزال النقاش دائراً حول مدى مشروعيتها أصلاً...

أولاً : استراتيجيات إدارة المخاطر : هناك على العموم ثلاثة أساليب يمكن استخدامها من طرف المؤسسات المالية في التعامل مع المخاطرة ، هي² :

1- تجنب المخاطرة: Avoiding Risk و من أمثلة ذلك في المؤسسات المالية، امتناع البنك عن منح القروض مرتفعة المخاطر وذلك لتجنب المخاطر الائتمانية ، أو عدم الاستثمار في الأوراق المالية طويلة الأجل لتجنب مخاطر أسعار الفائدة .

2- تقليل المخاطرة: Reducing Risk أما في هذا الأسلوب فإن المؤسسة المالية ولتقليل المخاطر تقوم بـ :

- رصد سلوك القروض من أجل استبانة علامات التحذير لمشاكل التوقف عن الدفع مبكراً

- تقليل مخاطر أسعار الفائدة باستخدام سياسة إدارة الأصول والخصوم Assets and Liabilities

Management و التي يجري تصميمها لذلك الغرض .

¹ المقصود بالعقود التقليدية هنا ، عقود مستخدمة قديماً ، أي عقود مسمّاة في الفقه الإسلامي .

² سمير عبد الحميد رضوان ، 2005 ، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها ، دار النشر للجامعات ، مصر ، الطبعة الأولى ، ص 314-315 .

3- نقل المخاطرة: **Transferring Risk** إن شراء التأمين هو إحدى وسائل نقل المخاطرة من شخص لا

يرغب في تحملها إلى طرف آخر (شركة التأمين) بيدي استعداده لتحملها مقابل ثمن .

ثانياً : أسباب الحاجة إلى منهج إسلامي لإدارة مخاطر التمويل الإسلامي

عموماً يمكننا تقسيم أهم دوافع أو أسباب الحاجة إلى مناهج لإدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية إلى أسباب عامة (تتعلق بالصناعة المالية ككل والتي تعتبر الصناعة الإسلامية جزءاً منها) ، وأسباب خاصة بالمؤسسات المالية الإسلامية ذاتها ، وفيما يلي إشارة إلى كل من تلك الأسباب :

1- الأسباب العامة : كما هو معلوم ، فإن مشاكل القطاع المالي (بمفهومه الواسع) تتعلق بشكل خاص حول

إدارة المخاطر ، لأن هذا القطاع يواجه أكثر من غيره مشاكل المخاطر المستقبلية وهو ما يستدعي أن يطور الأساليب والأدوات التي تمكنه من التعامل مع هذه المخاطر بكفاءة . إن مواجهة المخاطر مشكلة إقتصادية عامة، واجهت جميع الأفراد على مر التاريخ، إلا أن هذه المخاطر إرتفعت حدتها في وقتنا المعاصر، فضلاً عن أنها أصبحت أكثر وضوحاً في القطاع المالي عن غيره من القطاعات ، و تعتبر سلامة القطاع المالي - الذي يعتبر أكثر القطاعات الإقتصادية تعاملًا مع المخاطر - وإزدهاره وكفاءة عمله شرطاً أساسياً للتقدم الإقتصادي، ومن هنا إزداد الوعي بأهمية السلامة للمؤسسات المالية المختلفة، وباعتبار المؤسسات المالية الإسلامية أصبحت موجودة تقريباً في كل دول العالم، فهي تشكل بذلك جزءاً من القطاعات المالية لهذه الدول، مما يعني أنها مسؤولة (على قدم المساواة مع المؤسسات المالية التقليدية) عن استقرار النظام المالي ككل ومن ثم المساهمة في تطور الاقتصاد. ولا يتحقق لها ذلك إلا بوجود إطار سليم لإدارة المخاطر خاص بالمؤسسات المالية الإسلامية .

2- الأسباب الخاصة بالصناعة المالية الإسلامية : أدى عدم وجود منهج واضح لإدارة المخاطر بالمؤسسات المالية

الإسلامية، خاصة إدارة مخاطر الأساليب القائمة على المشاركة في الأرباح والخسائر إلى محاولة تجنبها قدر

المستطاع، والاعتماد على الصيغ القصيرة الأجل التي تعتبر عادة أقل مخاطرة¹ .. هذا ما أدى إلى انحراف مسيرة العمل المالي والمصرفي الإسلامي عما كان مستهدفاً أصلاً، وهو المساهمة في تمويل التنمية عن طريق التمويلات الطويلة الأجل باستخدام صيغ المشاركات بدل المدائبات² .

- أدى عدم وجود مشتقات وأدوات مالية إسلامية للتحوط وإدارة المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات المالية الإسلامية³ إلى انسحاب تلك المؤسسات من المعاملات المالية ذات المخاطر المرتفعة (مثل المضاربة والمشاركة)⁴ واعتمادها على صيغ التمويل المضمون والمنخفض المخاطر (مثل المراجعة).
- نقص وأحياناً عدم وجود دراسات لتقييم وقياس وتسعير المخاطر في أدوات التمويل الإسلامية⁵ وهو متطلب سابق لإمكانية استعمال وتسويق تلك الأدوات لذلك كان استخدام سندات القراض أو صكوك المشاركة أو شهادات التأجير أو الأدوات الأخرى المبنية على المشاركة في المخاطر محدوداً وهامشياً.

ثالثاً: استخدام الهندسة المالية الإسلامية في التحوط ، و إدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية.

1- إدارة المخاطر و التحوط منها باستخدام عقود مسماة في الفقه الإسلامي .

¹ سمير عبد الحميد رضوان ، 2005 ، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها» ، دار النشر للجامعات، مصر، الطبعة الأولى .

² طارق الله خان، أحمد حبيب ، 2003 ، إدارة المخاطر :تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية» ، ورقة مناسبات رقم5 ، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية .

³ طارق عبد العال حماد ، 2003 ، إدارة المخاطر ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر .

⁴ عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي ، 1999 ، نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية» ، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، المجلد. 11

⁵ عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، « ، 1999 ، مستقبلات مقترحة متوافقة مع الشريعة» ، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، المجلد. 11

1.1- البيع الحال : و ذلك بشراء جميع الاحتياجات المستقبلية حالاً و دفع قيمتها نقداً و استلامها و تخزينها .

إن هذه الطريقة قد لا تكون ممكنة أو تكون ممكنة بتكلفة مرتفعة و ذلك لأنه:¹

✓ قد لا تتوفر جميع الاحتياجات حالاً و خاصة المنتجات الموسمية.

✓ قد لا تتوفر السيولة لشراء الاحتياجات حالاً

✓ هناك تكاليف إضافية يتحملها المشتري مثل تكلفة التخزين للسلع و تكلفة الفرصة البديلة لثمن السلعة

المخزنة التي سوف لن يحتاجها إلا في المستقبل.

2.1- بيع السلم : و هنا يتم شراء احتياجاته المستقبلية و لكن بثمن حال ، و بالتالي يحقق بيع السلم التحوط

المطلوب بثبيت ثمن الشراء المستقبلي، و لكن فقط لمن يستطيع أن يقوم بسد حاجة البائع للتمويل.²

2- استخدام الهندسة المالية الإسلامية في التحوط وادارة المخاطر :

1.2- بيع دين السلم (أو التوريق الإسلامي) : يعتبر بيع دين السلم قبل قبضه من القضايا التي تثير خلافات

فقهية . فقد أجازہ الإمام مالك رحمه الله إذا كان من غير الطعام ، و منعه سائر الأئمة. قد يتبنى البعض

رأي الإمام مالك و يطرح فكرة تسييل (توريق) الديون السلعية على هذا الأساس . بل و من الممكن

تسييل الديون السلعية بصورة يوافق عليها جميع الأئمة (فالهندسة المالية الإسلامية كما رأينا من قبل تهدف

إلى الابتعاد قدر الإمكان عن الخلاف الفقهي) دون فارق كبير بالنسبة للمنتج. فيمكن للدائن (حامل

سند دين السلم) أن يبيع سلماً موازٍ للأول، بنفس المواصفات و الشروط و يمكن أن يضاف إلى ذلك

¹ عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي ، 1999 ، "نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية"، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، المجلد 11، ص 67-68 .

² و لذلك يسمي الفقهاء هذا البيع ببيع المحاويج .

اعتبار الدين رهناً للسلم الموازي.¹ فإذا صح اعتبار السلم الأول رهناً للسلم الثاني صار الدينان متقاربين في درجة المخاطرة و متماثلين في الخصائص الأخرى.²

2.2- التورق و إدارة المخاطر : التورق هو صيغة للحصول على السيولة³، و هو أن يشتري شخص السلعة إلى أجل، لبيعها و يأخذ ثمنها لينتفع به، و يتوسع فيه، كأن يحتاج إلى نقود، فيذهب إلى التاجر و يشتري منه ما يساوي مائة (100) بمائة وخمسين (150) على أجل، ليسد به حاجته. و هو بيع جائز لا مانع منه لأن البائع الذي كان مشترياً باع السلعة إلى شخص آخر غير البائع الأول.⁴ و هو مثال لهندسة مالية غير كفؤة، إذ يتحمل المشتري تكاليف القبض و الحيازة ثم خسارة البيع الفوري، و هي جميعاً تكاليف إضافية لا تفيد المتورق بشيء.⁵ لكن يوجد في الفقه الإسلامي ما يغني عن هذه الصيغة، بصورة أكثر كفاءة و أكثر مشروعية، و ذلك من خلال عقد السلم. حيث يقبض المحتاج للسيولة النقد مقدماً مقابل سلعة في الذمة مؤجلة. و إذا كان الدائن تاجراً كان السلم محققاً لمصلحة الطرفين: البائع (الراغب في السيولة) ينتفع من خلال الحصول على النقد دون إجراءات إضافية، و المشتري (التاجر)، ينتفع من خلال ضمان حصوله على سلعة تدخل في نطاق تجارته، بذلك يمكن للتاجر توظيف فائض السيولة لديه في مجال الائتمان. و إذا كان المشتري ممولاً، فيمكنه استخدام السلعة في البيع الآجل، و بذلك تكتمل الدورة التجارية للممول. فيشتري السلعة سلماً، ثم بعد قبضها يبيعها بالآجل. و هذا سيعطي الممول فرصة أفضل لتنويع محفظته

¹ و قد تعرض الفقهاء لرهن الدين ، و البعض قد أجازوه...

² سامي السويلم ، "صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي" ، مرجع سابق، ص22.

³ إن الهدف من اللجوء للتورق هو الحصول على التمويل النقدي، إما لعدم توافر التمويل عن طريق الشراء الآجل للسلعة أو للحاجة إلى النقد بذاته لتسديد دين حل ، أو لتعدد الحاجات وتنوعها مما يجعل التمويل النقدي أكثر ملاءمة من تمويلها عن طريق الشراء الآجل، مع ما في توحيد الجهة الدائنة من ملاءمة وسهولة .

⁴ وهبة الزحيلي، "أحكام المعاملات المالية المعاصرة"، مرجع سابق، ص 53.

⁵ و هذا ما دفع شيخ الإسلام ابن تيمية رحمه الله للقول بمنع التورق، إذ يمتنع، يحرم الله الاقتراض بفائدة ثم يجيزه بطريق أكثر كلفة و مشقة، "فالشرعية لا تحرم الضرر الأدنى و تبيح ما هو أدنى منه".

الاستثمارية، فبدلاً من أن تكون جميعها ديوناً نقدية، يكون بعضها نقدياً و بعضها سلعياً. و التنوع كما هو معلوم من أفضل الطرق لتحديد المخاطرة. فإذا ارتفعت أسعار السلعة محل المتاجرة، كان ذلك خسارة في ديون النقد، و لكنه يمثل ربحاً في ديون السلم، و العكس بالعكس. فالحصلة هي تخفيض المخاطرة بدرجة عالية. و بناءً على توقعات السوق يمكن للممول أن يوزع محفظته بين السلم و البيع الآجل بما يحقق أفضل عائد بأقل مخاطرة.¹

3.2- إدارة مخاطر عدم السداد أو المماثلة في الدفع في عقود المرابحة للآمر بالشراء : و يقترح بهذا

الخصوص أ.د أحمد بن علي السالوس الحل التالي:

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

- اللجوء إلى إعادة الاتفاق على نسبة الربح، بحيث تزيد هذه النسبة لصالح المصرف تبعاً للزمن الذي يتأجل إليه الدفع.²

هذا مع الإشارة في الأخير إلى أن هناك اعتقاداً لدى الكثير من المنظرين في التمويل و الصيرفة الإسلامية إلى أن المخاطر التي تواجه المصارف و المؤسسات المالية الإسلامية تزداد بشكل كبير نتيجة الفجوة ما بين النظرية و التطبيق... هذا ما يعني أن واحدة من أهم طرق تقليل مخاطر المصارف المؤسسات المالية الإسلامية هو الالتزام التام بأحكام فقه المعاملات المالية في كل تعاملاتها .

2.4- التحوط عن طريق بيع العربون : يقوم مشتري الأصل بدفع جزء من الثمن مع اشتراط إمكانية عدم إتمام

العملية ، فيكون بذلك العربون حقاً للبائع في حال فسخ العقد ، وتعويضاً له عن حبس السلعة ، وفي حالة إتمام الشراء يدفع الباقي على اعتبار أن العربون جزء من الثمن . ويعتبر العربون من المبادلات غير الصفريّة

¹ إبراهيم سامي السويلم ، "صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي"، مرجع سابق، ص19.

² و إن كانت هذه الطريقة أقرب إلى إعادة الجدولة للديون الربوية .

التي تسمح بانتفاع الطرفين سواء تم التنفيذ استفادة المشتري من السلعة والبائع من بيعها أو لم يتم انتفاع المشتري في عدم التنفيذ وانتفاع البائع من خلال الحصول على العيوب ، حتى وإن كان انتفاع أحد ما على حساب الآخر ، فإن ذلك يعد من الغرر اليسير المغتفر باعتبار أن احتمال انتفاع الطرفين هو الأرجح من حيث المقدار و من حيث الحصول¹ .

المطلب الرابع : واقع الهندسة المالية الإسلامية ، و سبل تطويرها

أولاً : واقع الهندسة المالية الإسلامية ، و تحدياتها .

1- واقع الهندسة المالية الإسلامية : بالرغم من أهمية المنتجات المالية الإسلامية في الاقتصاد؛ إلا أن مقدار الاهتمام بدراستها والعناية بتطويرها وتحقيق أهدافها لا يتناسب مطلقاً مع تلك الأهمية ، وذلك للاعتبارات التالية² :

➤ مخصصات التطوير : حجم الإنفاق المخصص للبحث والتطوير للمنتجات المالية الإسلامية لدى المؤسسات

المالية الإسلامية يكاد يكون معدومًا ؛ مقارنة برحمة هذه المؤسسات وأدائها المالي ؛

➤ التنظيم الإداري : عدد قليل من المؤسسات المالية الإسلامية التي تنشئ إدارات متخصصة في تطوير

المنتجات المالية الإسلامية، وتتوزع هذه المهمة في الغالب بين الهيئات الشرعية وإدارة التسويق والإدارات

المختلفة للبنك ؛

➤ الأهمية الاستراتيجية : هناك غياب واضح لتطوير المنتجات في الخطط الإستراتيجية والرؤية التي تحكم مسيرة

المؤسسات المالية الإسلامية ؛

➤ الواقع العملي : تقدم المؤسسات المالية الإسلامية الكثير من المنتجات باستمرار .

¹ سامي بن إبراهيم السويلم ، 2011 ، مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي ، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي ، جامعة الملك عبد العزيز، جدة ، ص 91.

² عبد الحليم غربي ، 2009 ، " الابتكار المالي في البنوك الإسلامية : واقع وآفاق "، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس- سطيف ، الجزائر، العدد 09 ، ص 234- 235 .

2- تحديات الهندسة المالية الإسلامية : فرضت التغيرات الجذرية و السريعة التي شهدها العالم الاقتصادي في

الفترة الأخيرة ضغوطا تنافسية حادة و غير متكافئة ، خاصة على المؤسسات المالية الإسلامية ، التي أصبحت

تبحث عن وسيلة تضمن بها البقاء و الاستمرار إلى جانب مؤسسات مالية تفوقها خبرة و حجما ، وقد

انتهت إلى أنه لا يمكن ذلك دون تقديم منتجات مالية إسلامية قادرة على منافسة المنتجات التقليدية من جهة

و على تلبية احتياجات البيئة التي تعمل فيها سواء كانت إسلامية أو غير إسلامية من جهة أخرى . لذا

فبالرغم من التطور الذي عرفته الهندسة المالية الإسلامية ، إلا أنها لازالت دون المستوى المطلوب ، و يرجع

ذلك إلى مجموعة من التحديات و العقبات التي تعيقها، و منها ما يلي¹:

➤ الافتقار إلى الكفاءات و الإطارات المؤهلة : يتطلب العمل المالي الإسلامي تأهيلا خاصا و كفاءات إدارية

مدرية تكون على إلمام بطبيعة عمل المؤسسات المالية الإسلامية على اعتبار أنها تختلف عن المؤسسات المالية

التقليدية . و مما لا شك فيه إن القوة العاملة الضعيفة ستفرض تهديدا من حيث المخاطر التشغيلية و تعيق في

نفس الوقت إمكانية نمو البنك .

➤ الافتقار إلى البحث و التطوير : تفتقر بعض المؤسسات المالية الإسلامية إلى الاهتمام بمفهوم الهندسة المالية

الإسلامية ، حيث تعاني من غياب ثقافة الإبداع و التطوير، فقد أثبتت التقارير السنوية لأكثر 12 مؤسسة

مالية إسلامية في منطقة الخليج العربي غياب شبه تام لمخصصات مالية ، خاصة بالبحث و التطوير للمنتجات

المالية الإسلامية ، في الوقت الذي أنفقت فيه 9 بنوك أوروبية ما يزيد عن مليار دولار على عمليات التطوير و

البحث .

¹ للمزيد من التفاصيل راجع :

- رزان عدنان ، سبعة تحديات للتمويل الإسلامي ، القيس الاقتصادي ، العدد 12664 ، السنة 37 ، 30 أغسطس 2008 ، ص 28 .

- فتح الرحمن على محمد الصالح ، مرجع سبق ذكره .

➤ غياب حقوق الملكية لصاحب فكرة منتج مالي مطور أو جديد : تقوم المؤسسات المالية من خلال عملية خلق منتج مالي بتحمل تكاليف التطوير الباهظة و مخاطر تطبيق المنتج للتحقق من جدواه ، و بعد نجاح هذا المنتج المطور أو المبتكر نجد أن المؤسسات المالية الأخرى تسارع إلى تطبيقه و الاستفادة منه، دون تحمل أي مخاطر أو تكاليف ، و هذا ما يثبط عزائم المؤسسات المالية عن محاولة التطوير و الابتكار .

➤ ضعف التنسيق بين الهيئات الشرعية و توحيد المرجعية الشرعية : تواجه أعمال المؤسسات المالية الإسلامية تحدي هام وهو ضعف التنسيق فيما بين الهيئات الشرعية و تضارب الفتاوى الفقهية بين الدول الإسلامية و حتى داخل البلد الواحد ، فمثلا نجد أن بعض البنوك تجير أعمال التوريق و البعض الآخر لا يميز التعامل به، لذا على المؤسسات المالية الإسلامية أن تعمل على إيجاد قاعدة علمية مشتركة للاجتهاد الجماعي و توحيد الفتاوى .

➤ الخطأ في تحديد الهدف من الهندسة المالية الإسلامية : تركز الهدف الأساسي من الهندسة المالية الإسلامية في إشباع احتياجات المسلمين أهل بطريقة أو بأخرى الهدف الجوهرى للمنتج المالي و المتمثل في خلق القيمة المضافة ، لذا يجب العمل على تصحيح ذلك من خلال الجمع بين الوجهة الدينية و الاقتصادية و إشباع احتياجات المسلمين و غير المسلمين .

➤ المصداقية و الثقة : و هذان التحديان في التمويل الإسلامي يبرزان ضمن جملة من القضايا الواقعية المندمجة بمجموعة من المعتقدات المسيئة لفهم الإسلام ، فهناك من يرى في صناعة التمويل الإسلامي قناة لتمويل الإرهاب و موطنا لغسيل الأموال ، إضافة إلى المشاكل المتعلقة بضعف المهارات الإدارية و التي تؤثر على مصداقيتها .

➤ المنافسة و كفاءة التكلفة : يمثلان هذان العاملان تحديان مهمان للمؤسسات المالية الإسلامية من حيث الخبرة الكبيرة و الشبكات الأوسع و الحجم الاقتصادي في السوق العالمي للمؤسسات المالية التقليدية ، و هي

مميزات تنافسية مهمة تتفوق بها التقليدية على الإسلامية ، إضافة إلى هذا تعاني المؤسسات التقليدية التي لديها نوافذ إسلامية و المؤسسات المالية الإسلامية على حدالسواء من مشكلة أخرى و هي تكلفة عمليات التشغيل العالية للمعاملات المالية الإسلامية .

➤ **التسويق** : يعتبر تسويق المنتجات المالية الإسلامية تحديا آخر خاصة بالنسبة لنمو قاعدة عملاء البنوك و المؤسسات المالية الإسلامية، و من غير المستغرب أن نجد إقبال المسلمين علىالمنتجات المالية الإسلامية ضعيفا بسبب عدم فهم الصناعة و الافتقار لمعرفة المنتجات، و من دونتثقيف و تعليم العملاء بمبادئ و آلية عمل التمويل الإسلامي، سيبقى العملاء بعيدا عن تناول المنتجات الإسلامية .

ثانيا : مستقبل الهندسة المالية الإسلامية : إذا ما بقي الحال على ما هو عليه من عمليات الهيكلة الشرعية لمنتجات تقليدية ؛ فإن مستوى المنتجات المالية الإسلامية بحكم أنها شرعية سينحدر ليصل إلى نقطة يتقارب فيها مع مستوى الخدمات التقليدية ، وستكون الصناعة المالية الإسلامية أمام ثلاثة مشاهد محتملة في المستقبل المنظور ، حيث أن¹ :

1. المشهد الأول (الأكثر احتمالا) : يتمثل في الإستراتيجية التي يجب أن تتبناها الصناعة المالية الإسلامية لتحقيق استدامتها؛ فالمطلوب منها أن تتحول في المستقبل العاجل إلى استغلال المخزون الاستراتيجي من الصيغ الفقهية الشرعية للمنتجات الإسلامية الأصلية في عمليات التطوير والابتكار ؛ حتى تحافظ على هوية الصناعة وتلبي احتياجات السوق وتسهم في تحقيق التنمية الاقتصادية المحلية ؛

¹ عبد الحليم غربي ، مرجع سابق ، ص . 237 : نقلا عن ناصر الزبادات ، " حذار المبالغة في تقليد المنتج التقليدي" ، جريد القبس الكويت 2008/01/20 ص 46 .

2. المشهد الثاني (الاقل احتمالا) : يتمثل في أن تتشابه المنتجات المالية الإسلامية تشابهاً كبيراً مع بعض

المنتجات المالية التقليدية ، وهو أمر سيعمل حتماً على دعم المنتجات المالية التقليدية ورفع مستوياتها واستدامة

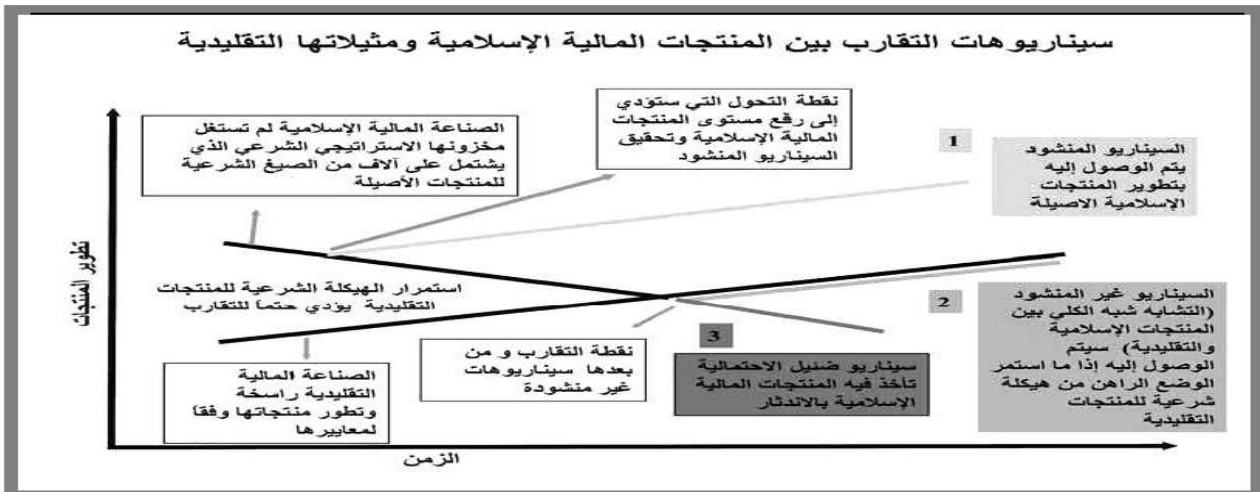
صناعتها ، تماماً كما يعمل على إضعاف خصوصية ومزايا الصناعة المالية الإسلامية ومنتجاتها ؛

3. المشهد الثالث (الأضعف احتمالاً) : يتمثل في اندثار المنتجات المالية الإسلامية نتيجة عدم تطوير منتجات

أصلية تدعم استدامة الصناعة ، ونتيجة لاستفادة المنتجات المالية التقليدية من عمليات الهيكلة الشرعية لمنتجاتها

؛ فستصبح جميع المنتجات من نتاج الصناعة التقليدية ؛ و الشكل الموالي يلخص هذه المشاهد

الشكل رقم 27 : سيناريوهات التقارب بين منتجات الهندسة المالية الإسلامية و نظيرتها التقليدية



المصدر : عبد الخليم غربي، مرجع سابق، ص 237 :نقلا عن ناصر الزبادات، " حذار المبالغة في تقليد المنتج التقليدي"، جريدة القبس ، الكويت 20/01/2008 ص 46 .

ومن هنا تبدو الحاجة ماسة لدعم آليات البحث والتطوير ولابتكار ودراسة الفرص لتحقيق ما يأتي¹ :

- تطوير آليات جذب الأموال في المؤسسات المالية الإسلامية من خلال تعميم تجربة الودائع الادخارية والاستثمارية

القائمة في بعض المصارف ، وغيرها من الأوعية القائمة على المشاركة في الربح و تقليص الاعتماد على الحساب

الجاري كأساس للأموال المجتذبة ، وذلك دعماً لآليات التفاعل الإيجابي بين المؤسسات المالية والجمهور؛

¹ عبد الباري مشعل ، 8 ، 10 مايو 2005 " آليات تطوير المصارف والشركات الإسلامية"، المؤتمر المصرفي الإسلامي الثاني ، رؤية جديدة للضكوك الإسلامية ، ص 8-9 .

- تطوير آليات تكوين الأوعية الاستثمارية المستقلة ذات المشاركة الجماهيرية الواسعة كالصناديق الاستثمارية والمخافظ الاستثمارية والصكوك الاستثمارية بما يحقق التفاعل الإيجابي بين الجمهور والمؤسسات المالية من جهة، وبما يؤدي إلى تجميع موارد مالية كبيرة قادرة على دعم المشروعات الضرورية على مستوى الاقتصاد والمجتمع كمشروعات البنى التحتية والمرافق العامة وغيرها ؛
- تطوير آليات توظيف الأموال من خلال دعم سبل تطبيق المشاركة والمضاربة و تقليص دور التمويل الديون تحقيقاً للمشاركة الإيجابية بين المؤسسات التمويلية والمستثمرين وفي هذا الصدد يبدو أن المجال مازال مفتوحاً لتطوير وابتكار منتجات إسلامية تتمتع بالمصداقية الشرعية من جهة، وبالكفاءة الاقتصادية من جهة أخرى ؛ وهذا يتطلب إعادة هيكلة آليات التطوير والابتكار وتطويرها من الواقع الحالي القائم على المحاكاة والتحوير للمنتجات التقليدية إلى بيئة تطويرية وابتكارية تقوم على دراسة الفرصة ابتداءً ، ومن ثم التوغل في بحث المنتج الإسلامي الملائم لتطبيقه في هذه الفرصة ، والمؤسسات المالية مدعوة لدعم البحث والتطوير في هذا الاتجاه سواء على مستوى إدارتها الداخلية ، أو على مستوى مراكز الأبحاث المستقلة ؛
- تطوير أساليب تقديم الخدمات المصرفية والرفع من مستوى الجودة والكفاءة اللازمة لمنافسة الخدمات المصرفية المقدمة من قبل المؤسسات التقليدية ، ويتسم هذا الجانب بتحد كبير خاصة إذا كانت هذه الخدمات تقدم بشكل مقبول شرعاً على مستوى المؤسسات التقليدية ؛
- العناية بأدوات تقليل المخاطر أو الاحتماء من خلال الكشف عن مكنوز تراثنا الفقهي ومن خلال الاجتهاد والابتكار الجديد لمنتجات إسلامية تحقق هذا الأمر، ومن هنا يجب التصدي لإيجاد بدائل للعقود المستقبلية ، والاختيارات ، والبيع الآجل للعمليات ، وغير ذلك .

ثالثا : معوقات تطبيق الهندسة المالية الإسلامية في السوق المصرفية الجزائرية .

بالرغم من قيام السلطات النقدية بإصلاحات مكثفة التي طالت المنظومة البنكية في الجزائر، سعيها منها لترشيد أدوات السياسة النقدية ؛ وقناعتها بجدوى الصناعة المالية الإسلامية في تطوير وابتكار أدوات مالية جديدة ، إلا أن مقدرتها على تحقيق الاستفادة القصوى من " الهندسة المالية الإسلامية " في مجال أعمالها مازالت متدنية ، وذلك لكون البنوك الإسلامية منذ نشأتها واجهت تحديات كبيرة أثرت على أعمالها وأعاقت تقدمها ، و هذه التحديات منها ما هو متعلق بالصيغة المؤسسية والآخر يخص الصيغة التشغيلية ، نوردها في الفرعين التاليين :

1. التحديات المتعلقة بالجوانب المؤسسية :

الإطار المؤسسي السليم : لكل نظام متطلباته المؤسسية ، والبنوك الإسلامية الناشطة في السوق المصرفية الجزائرية تحاول الاستفادة من الإطار المؤسسي الذي يدعم العمل البنكي التقليدي ، لكنها تعاني من انعدام الدعم المؤسسي الخاص بها لتلبية حاجاتها ، كما أن بناء كيان مؤسسي سليم يعتبر أخطر تحد يواجه التمويل الإسلامي ، ولحاجتها ذلك، وجب فحص المهام التي تقوم بها المؤسسات الموجودة بطريقة تمكنها من توفير دعم أفضل ، أو إنشاء مؤسسات جديدة حسب الحاجة¹ . و لقد أشار دوغلاس نورث Duglass.C.North في نظريته للمؤسسات في كتابه : " التغير المؤسسي و النمو الاقتصادي الأمريكي : Institutional Change and American Economic Growth " الذي ألفه رفقة " : دايفيس لانس : " Lance Davis عام 1791 ، إلى أهمية الهيكل المؤسسي ، باعتباره مفتاح التفسير الاقتصادي للنمو،

¹ اوصاف احمد ، منور اقبال ، طارق الله خان ، 1419/ 1998 ، التحديات التي تواجه العمل المصرفي الإسلامي ، المعهد الإسلامي للبحوث التدريب ، البنك الإسلامي للتنمية جدة ، المملكة العربية السعودية ، ص 37-63 .

وذلك من خلال ابتكار واشتقاق القوانين التي تحفز الأعوان الاقتصاديين لاستثمار مدخراتهم وطاقاتهم في المعرفة والمهارات التي ستعمل على تحسين مركزهم المادي في كل نظام تبادل¹ .

2.1- الإطار القانوني المناسب والسياسات الداعمة : لقد وُضعت قوانين التجارة والبنوك والشركات في

الجزائر -على غرار أغلب البلدان الإسلامية - على النمط الغربي ، في حين قد يتعاقد الأعوان الاقتصاديون على أساس عقود التمويل الإسلامي ، إلا أن تنفيذها في المحاكم يتطلب جهودا وتكاليف إضافية ، وتقتضي هذه الشروط وضع قوانين خاصة لإقامة وممارسة العمل المصرفي الإسلامي، إذ تعمل على تسهيل عمل البنوك الإسلامية إلى جانب البنوك التقليدية² .

3.1- الإطار الإشرافي : الإشراف على البنوك الإسلامية مهم بنفس درجة أهميته للبنوك التقليدية ، وانعدام

الإطار الإشرافي الفعال يعتبر أحد نقاط ضعف النظام القائم، وهناك حاجة لتنسيق وتقوية الأدوار التي تضطلع بها كل من هيئات الرقابة الشرعية والبنوك المركزية، وهناك أربعة أسباب لبيان أهمية تنظيم الصناعة المصرفية والإشراف عليها وهي :

- زيادة المعلومات المتوفرة لدى المستثمرين (الشفافية).
- ضمان سلامة نظام التمويل .
- تحسين سياسة الرقابة النقدية .
- إشراف الهيئة الشرعية على نشاطات البنوك الإسلامية .

2. التحديات المتعلقة بالجوانب التشغيلية .

¹ Jean Arroux(1999) “ Les Théories de la croissance ”, La Pensée Economique Contemporaine ,3e édition du seuil ; p: 229.

² اوصاف احمد ، منور اقبال ، طارق الله خان ، التحديات التي تواجه العمل المصرفي الاسلامي ، مرجع سبق ذكره ص 37-63 .

انعدام التمويل عن طريق تقاسم الأرباح : لقد علق الاقتصاديون الإسلاميون آمالهم على البنوك الإسلامية لتقديم قدر معتبر من التمويل عن طريق تقاسم الأرباح، بيد أنه ظل ضئيلاً في المعاملات الإسلامية، ويعزى ذلك إلى أسباب عديدة أهمها¹ :

- تفضيل المؤسسات للعقود المالية التي لا تفرض قيوداً وتشجع إعادة استثمار أرباح الشركة.
- زيادة تكاليف توظيف الأموال على أساس المشاركة في الأرباح، بسبب دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروع وكذا التقويم الفني المالي له، وعادة ما تتجاوز تكلفة هذه الجهود تكلفة الإيداعات بعوائد ثابتة

2.2- عدم سيولة الموجودات : بسبب انتشار صيغ التمويل القائمة على أساس الدين ، التي يصعب تحويلها إلى أدوات مالية يمكن التفاوض بشأنها ، فمجرد إحداث الدين لا يمكن تحويله إلى أي شخص إلا بقيمته الإسمية ، مما يجعل هيكل السوق المالية الإسلامية غير قابل للتسييل بدرجة عالية ، ما لم تصبح الصيغ القائمة على الأسهم أكثر شعبية ، أو يتم تطوير أدوات أخرى قابلة للتداول .

3.2- حشد الودائع وتوظيف الأموال محلياً : لقد حققت البنوك الإسلامية نجاحاً كبيراً في حشد الودائع ، إلا أن الكثير منها لم يأت بسبب جاذبية العوائد المرتفعة بل بسبب الالتزام الديني للعملاء ، لذا وجب عليها إنشاء أدوات مالية تتفق مع الصيغ الإسلامية² .

4.2- المنافسة : لقد برزت مؤخراً اتجاهات تنافسية من قبل المؤسسات المصرفية التقليدية وغير المصرفية بقوة لمنافسة البنوك الإسلامية في تقديم الخدمات المالية الإسلامية كشركات التأمين ، وبعض بيوت السمسة المالية وغيرها ، وهذا يمثل تحدياً كبيراً للبنوك الإسلامية³ .

¹ أوصاف أحمد ، منور اقبال ، طارق الله خان ، التحديات التي تواجه العمل المصرفي الإسلامي ، مرجع سبق ذكره ص 37-63 .

² أوصاف احمد ، منور اقبال ، طارق الله خان ، التحديات التي تواجه العمل المصرفي الإسلامي ، مرجع سبق ذكره ص 37-63 .

³ عزت عبد العزيز فرج ، 2000 ، اقتصاديات البنوك ، مطبعة كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، مصر، الطبعة الاولى ، ص11 .

خلاصة الفصل الثاني :

تطرقنا في هذا الفصل لماهية الهندسة المالية الإسلامية ، تاريخها ، مبادئها و خصائصها المميزة و كذا أدوات هذه الصناعة الحديثة ، بالإضافة الى دور هذه الأدوات في إدارة المخاطر ، بالمؤسسات المالية الإسلامية و خلصنا من خلال هذا الفصل ، الى أن هناك عدة احتمالات تواجه الصناعة المالية الإسلامية و إذا ما بقي الحال على ما هو عليه من عمليات الهيكلة الشرعية لمنتجات تقليدية ؛ فإن مستوى المنتجات المالية الإسلامية بحكم أنها شرعية سينحدر ليصل إلى نقطة يتقارب فيها مع مستوى الخدمات التقليدية ، وستكون الصناعة المالية الإسلامية أمام ثلاثة مشاهد محتملة في المستقبل إما الاندثار و هذا احتمال ضئيل ، التشابه بينها و بين منتجات تقليدية أو الاستدامة ، و أن الإستراتيجية التي يجب أن تتبناها الصناعة المالية الإسلامية لتحقيق استدامتها ؛ هي أن تعمل في المستقبل العاجل على إستغلال المخزون الاستراتيجي من الصيغ الفقهية الشرعية للمنتجات الإسلامية الأصيلة في عمليات التطوير والابتكار ؛ حتى تحافظ على هوية هذه الصناعة وتلبي إحتياجات السوق ، و تسهم في تحقيق التنمية الاقتصادية المحلية ؛ بالإضافة إلى العناية بأدوات تقليل المخاطر أو الاحتماء من خلال الكشف عن مكنوز تراثنا الفقهي من خلال الاجتهاد والابتكار الجديد لمنتجات إسلامية تحقق هذا الأمر .

الفصل الثالث :

دراسة لنماذج مالية إسلامية مبتكرة بفعل الهندسة
المالية الإسلامية

تقديم الفصل الثالث :

إن منتجات الهندسة المالية الإسلامية كثيرة و متنوعة ، و الهدف من هذا التنوع هو تلبية الاحتياجات التمويلية و الاستثمارية لمختلف المتعاملين سواء كانوا مستثمرين (عملاء) ، أو مصارف ومؤسسات مالية إسلامية إن هذه المنتجات غالباً ما تكون أصيلة تم استنباطها من مختلف كتب الفقه لتعكس جذور المالية الإسلامية المتوافقة وضوابط المعاملات المالية التي أقرها الكتاب و السنة .

كما أن هناك منتجات أخرى قامت على محاكاة المنتجات المالية التقليدية ، مع إضفاء الصبغة الشرعية عليها ، وتكييفها وفق ضوابط وأحكام الشريعة الإسلامية ، لتحقيق بذلك نفس الأهداف التي ترمي إليها المنتجات التقليدية . وبين الأصالة والمحاكاة ، نجد أن تطبيقات الهندسة المالية قد اختلفت من منظومة مصرفية إلى أخرى ، ومن مصرف إسلامي لآخر . ومن خلال هذا الجزء من الموضوع ، سنحاول التعرض الى دراسة بعض المنتجات المالية الإسلامية و المبتكرة بفضل الهندسة المالية الإسلامية كما سنحاول اعطائها تقييم اقتصادي و شرعي و هذا بناء على قرارات الهيئات الشرعية و كذا قرارات المجامع الفقهية و كذا تأثير الكفاءة على المصدقية الشرعية لكل منتج إسلامي ، سنتناول هذا الفصل بدراسة النماذج التالية :

المبحث الاول : نموذج التورق المصرفي المنظم في مصرف اسلام ماليزيا .

المبحث الثاني : نموذج الاجارة المنتهية بالتمليك في بنك الاردن الاسلامي .

المبحث الثالث : نموذج الصكوك الحكومية الإسلامية السودانية .

المبحث الأول : نموذج التورق المصرفي و مجال تطبيقه في مصرف اسلام ماليزيا "بيرهارد"

لقد تم اختيار نموذج التورق المصرفي في مصرف اسلام ماليزيا ، على إعتبار أن المنظومة البنكية الماليزية إسلامية مائة بالمائة ، كما أن نموذج التورق المصرفي المنظم حظي باهتمام كبير في هذه المنظومة ، و أصبح هيكل التمويل داخل أغلب بنوكها يدرجه ضمن أولويات هيكله التمويل و سيم تقسم هذا المبحث الى المطالب التالية :

المطلب الاول : مدخل للتورق المصرفي و مجال تطبيقاته .

المطلب الثاني : تجربة التورق المصرفي في مصرف اسلام ماليزيا

المطلب الثالث : التقييم الاقتصادي و الشرعي للتورق المصرفي في مصرف اسلام ماليزيا

المطلب الاول : مدخل للتورق المصرفي ومجال تطبيقاته

أولاً : مفهوم التورق المصرفي - أ : في اللغة : يؤخذ معنى التورق من الورق قال ابن فارس رحمه الله : (ورق) الواو و الراء و القاف : أصلان يدل أحدهما على خير و مال ، و أصله ورق الشجر ، و الآخر لون من الألوان . فالأول الورق ورق الشجر ، و الورق : المال ، من قياس ورق الشجر ، لأن الشجرة إذا تحأت ورقها إنجردت كالرجل الفقير¹ . و الورق بكسر الراء النقرة المضروبة ، ومنهم من يقول النقرة مضروبة كانت أو غير مضروبة قال الفراءى (الورق) المال من الدراهم و رجل وراق : كثير الدراهم و المستورق الذي يطلب الورق . وفي هذا المعنى ذكر القرآن الكريم الورق في قوله تعالى " فآبعثوا أحدكم بورقكم هذه الى المدينة فلينظر أيها أزكى طعاما فليأتكم برزق منه و ليتلطف ولا يشعروا بكم أحدا"² وقال رسول الله صلى الله عليه و سلم : " وفي الرقة ربع العشر"¹ قال ابن

¹ أحمد بن فارس بن زكرياء ، مادة ورق مقاييس اللغة (101/6) ، تحقيق عبد السلام بن هارون ، دار الجيل للنشر بيروت ، 395 هـ

² سورة الكهف الاية (19)

الجوزي رحمه الله : قوله في الرقة ربع العشر و هي الورق . فأصل التورق طلب النقود من الفضة ثم تحول المفهوم الى طلب النقد سواء كان فضة أو ذهباً أو عملة ورقية ، فبقي أصل اللفظ و صار التوسع في مدلوله تبعاً للتوسع في مفهوم النقد. وسمي هذا البيع تورقاً لأن المقصود منه الحصول على الورق .

ب- التورق في الاصطلاح : لا تعرف صورة التورق في الاصطلاح الفقهي بهذا الاسم الا عند الحنابلة فقد قال شيخ الاسلام ابن تيمية رحمه الله " وإن كان المشتري يأخذ السلعة فيبيعها في موضع آخر ، يشتريها بمائة و يبيعها بسبعين لأجل الحاجة الى دراهم فهذه تسمى (مسألة التورق) " ² ، أما المجمع الفقهي الاسلامي برابطة العالم الاسلامي فقد عرفه بأنه : " شراء سلعة في حوزة البائع و ملكه بثمان مؤجل ، ثم يبيعها للمشتري بنقد غير البائع للحصول على النقد (الورق) " ³ ، وعرفه مجمع الفقه الاسلامي الدولي بأنه : " شراء شخص المستورق سلعة بثمان مؤجل من أجل أن يبيعها نقدا بثمان أقل غالباً الى غير من اشترت منه بقصد الحصول على النقد " ⁴

ت- التورق المصرفي و حكمه : بعد أن كان التورق المصرفي يجري بين الناس صورة فردية و شبه ، عفوية ، حيث كان الافراد يتعاملون بينهم و فيما بينهم و بين المصارف الاسلامية دون تنظيم من قبل المصارف أو علمها ، أصبح هذا التورق يخضع لتنظيم المصارف و ترتيبها .

و يعرف التورق المصرفي على أنه قيام المصرف أو المؤسسة المالية بترتيب عملية التورق للعميل بحيث يبيع المصرف السلعة وهي غالباً معدن من المعادن المتوفرة في الاسواق الدولية على العميل بثمان آجل ثم يوكل العميل المصرف ببيع السلعة نقدا لطرف آخر و يسلم المصرف الثمن النقدي للعميل .

¹ أخرجه البخاري في باب الزكاة برقم (1376)

² مجموع الفتاوى لشيخ الاسلام عبد الحليم ابن تيمية رحمه الله ، جمع و ترتيب عبد الرحمان بن محمد بن قاسم ، مجمع الملك فهد لطباعة المصحف الشريف 1416 هـ (500/29)

³ قرارات المجمع الفقهي الاسلامي التابع لرابطة العالم الاسلامي ص 320.

⁴ القرارات و التوصيات للدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الاسلامي الدولي ص 12 .

وقد عرف المجمع الفقهي الاسلامي بقوله : " قيام المصرف بعمل نمطي يتم فيه بيع السلعة - ليست من الذهب و الفضة - من أسواق السلع العالمية أو غيرها على المستورق بثمن أجل على أن يلتزم المصرف أما بشرط مكتوب في العقد صراحة بحكم العرف و العادة بأن ينوب عنه في بيعها الى مشتر آخر بثمن حاضر و تسليم ثمنها للمستورق ".

من خلال تحليل التعريف نستنتج أن هناك أطراف أربع في هذه المعاملة :

أ - **المصرف و يقوم بدورين** : الأول وسيط دوره أن يرتب بيع سلعة من الاسواق العالمية على شخص معين بثمن أجل 1000 مثلا ، و الثاني بائع فالمصرف يقوم نيابة عن المشتري ببيعها لشخص آخر بثمن حال و ليكن 7000 و يسلم الثمن للمستورق .

ب - **المستورق** : وهو المحتاج للاموال و هو الذي يذهب للمصرف ليحدد سلعة هو في الاصل لا يريدتها لذاتها و إنما يريد المال بثمن مؤجل ثم يشتريها المصرف له على أن يبيعها نيابة عنه حالا و يعطيه الأموال .

ج - **مشتري للسلعة حالا و محتاج فعلا للسلعة** يأخذها من المصرف بصفته نائبا عن المستورق .

د - **السلعة نفسها** ، و قد يمتلكها المصرف و قد لا يمتلكها لأنها تكون في الاسواق العالمية و أقصى ما يمتلكه هذا ايصال يحدد أوصافها .

1.1. حكم التورق المصرفي المنظم : نظرا لصدور قرار مجمي في مسألة التورق المصرفي المنظم فانه سيتم

الاكتفاء بايراده دون الدخول في الآراء الاخرى في المسألة و نص القرار كما يأتي :

أ- عدم جواز التورق الذي سبق توصيفه في التمهيد للأموال التالية :

2. أن التزام البائع في عقد التورق بالوكالة في بيع السلعة لمشتري آخر أو ترتيب من يشتريها يجعلها شبهة بالعينة

الممنوعة شرعا ، سواء كان الالتزام مشروطا صراحة أم بحكم العرف و العادة المتبعة .

3. أن هذه المعاملة تؤدي في كثير من الحالات الى الاخلال بشروط القبض الشرعي اللازم لصحة المعاملة .

4. أن واقع هذه المعاملة يقوم على منح تمويل نقدي بزيادة لما سمي بالمستورق فيها من المصرف في معاملات البيع و الشراء التي تجري منه ، و التي هي صورية في معظم أحوالها هدف المصرف من اجرائها أن تعود عليه بزيادة على ما قدم من تمويل و هذه المعاملة غير التورق الحقيقي المعروف عند الفقهاء ، و الذي سبق للمجمع في دورته الخامسة عشر أن قال بجوازه بمعاملات حقيقية و شروط محددة بينها قرارهو ذلك لما بينهما من فروق عديدة فصلت القول فيها عدة بحوث ، فالتورق الحقيقي يقوم على شراء حقيقي لسلعة بثمن آجل تدخل في ملك المشتري و يقبضها قبضا حقيقيا و تقع في ضمانه ، ثم يقوم ببيعها هو بثمن حال لحاجته اليه ، قد يتمكن من الحصول عليه و قد لا يتمكن ، و الفرق بين الثمنين المؤجل و الحال لا يدخل في ملك المصرف الذي طرأ على المعاملة لغرض الحصول على زيادة لما قدم من تمويل لهذا الشخص بمعاملات صورية في معظم أحوالها ، وهذا لا يتوفر في المعاملة المبينة التي تجرئها بعض المصارف .

ب- يوصي مجلس المجمع جميع المصارف بتجنب المعاملات المحرمة إمتثالا لأمر الله تعالى كما أن المجلس يقدر جهود المصارف الإسلامية في إنقاذ الأمة الإسلامية من بلوى الربا ، فانه يوصي بأن تستخدم لذلك المعاملات الحقيقية المشروعة دون اللجوء الى معاملات صورية تؤول الى كونها تمويلا محضا بزيادة ترجع الى الممول .

1.4. صور التورق : صور التورق ثلاث

أ- التورق الفردي : وهو ما كان خارجا عن دائرة المؤسسات المصرفية و هو الصيغة المعروفة لدى الفقهاء القدامى ، قد ظلت هذه الصيغة مستخدمة لدى عامة الناس حتى العصر الحاضر و يمي هذا النوع بالتورق الفقهي نسبة الى كتب الفقه .

ب- التورق المنظم : وهو الصيغة المطورة للتورق الفردي و هو ان يتولى البائع (المصرف او المؤسسة) ترتيب الحصول على النقد للمستورق (المشتري) ، بان يبيعه سلعة بثمن آجل ثم يبيعه (البائع) نيابة عن المستورق (

المشتري) بضمن نقد الطرف اآخر أقل من الثمن الاول ، و يسلم الثمن النقدي للمستورق ، فيسمى منظما لما تقوم عليه هذه المعاملة من تنظيم بين اطراف عدة فقد يتفق البائع مع الطرف الاخر مسبقا ليشتري السلعة نقدا بضمن أقل من السعر الفوري السائد .

ت- التورق العكسي : وهو صورة التورق المنظم نفسها مع كون المستورق هو المؤسسة و الممول هو العميل . و الغاية منه جذب المال للمصارف كبديل للودائع الاجلة التي يتمتع عليها الفوائد وفق ما يطلق عليه الصيغة الاسلامية للتعامل ، و ذلك بأن يكون البائع هو المودع الذي يرغب في إيداع أمواله في المصرف و أخذ أرباح عليها و استخدام صيغة التورق لأخذ الربح على المال المودع لأجل .

و المتبع لواقع التورق العكسي في المؤسسات المالية و المصارف و النوافذ الاسلامية يجد انها تنقسم الى ثلاثة أقسام¹:

- أ- مصارف و نوافذ لا تمارس التورق العكسي .
- ب- مصارف و نوافذ تطبقه على الصعيد الفردي و قد اتبعت الاجراءات التالية لتنفيذه :
5. قيام العميل بإيداع مبلغ من المال في حسابه لدى المصرف .
6. يتقدم المصرف للعميل بتوجيهه لشراء سلعة ثمنها يعادل المبلغ الذي في حسابه ليشتريها المصرف منه مرابحة و بهامش ربح يجري الاتفاق عليه بينهما وفقا لوقت تاجيل الثمن و يفضل المصرف ان تكون السلعة مما تيسر له بيعها في الحال .
7. يعرض المصرف على العميل ان يتوكل عنه في شراء السلعة و لا يلزمه بذلك ان كان قادرا على شراء السلعة التي يريدتها المصرف .
8. يتوكل المصرف بعد تملك العميل للسلعة ببيعها لنفسه بضمن مؤجل لمدة محددة .

¹ محمد عثمان شبير ، التورق الفقهي و تطبيقاته المصرفية المعاصرة في الفقه الاسلامي ، الدورة التاسعة عشر ، 30 .

9. في حال عدول المصرف عن شراء السلعة من العميل فان هذا الاخير يعامل المصرف بمقتضى احكام الوعد الملزم
10. في حال رغبة العميل في السداد المبكر لمديونيته على المصرف او سحب المبلغ فان المصرف يتيح له تحقيق هذه الرغبة لكن يدخل معه في مسألة "ضع و تعجل" .
11. في حال توفر مبلغ لدى العميل و يرغب في اضافته الى حسابه ، فيمكنه اجراء عملية المراجعة مع المصرف وفق الاجراءات المتخذة في أول عملية مراجعة مع المصرف .
- ث- مصارف اسلامية تقتصر في تطبيقه على المؤسسات المصرفية الاسلامية لتوفير السيولة و ذلك في حالات الضرورة مثل توفير السيولة للمصرف الذي شحت السيولة لديه .

ثانيا : الفرق بين التورق الفقهي و التورق المصرفي المنظم

بالرغم من أن كل من التورق الفقهي (الفردي) و التورق المصرفي المنظم يتفقا في الحصول على النقود عن طريق شراء سلعة بالأجل و بيعها بالثمن الحال الا أنهما يختلفان من عدة أمور هي :

أ- التورق الفقهي (الفردي) يجمع بين عقدين منفصلين عن بعضهما البعض حيث يقوم العميل بشراء للسلعة مستوفية أركان البيع بالأجل ، ثم تنتهي هذه العملية لتبدأ عملية أخرى منفصلة عنها تماما ، وهي بيع السلعة التي اشتراها بثمان حال . أما التورق المصرفي فان عملياته مرتبطة مع بعضها البعض ، حيث يقوم المصرف باتفاقات سابقة على العملية ، مع كل من الجهة التي يشتري منها و الجهة التي يبيع عليها ، ليضمن استقرار السعر وعدم تذبذبه ، وهو تواطؤ يقترب من بيع العينة ، و بمجرد توقيع العميل على الاوراق تتم عملية البيع و الشراء و يدخل في ذمة العميل ديون و يدخل في حسابه ثمن السلعة بالنقد .

ب- في التورق المصرفي المنظم يكون المصرف وكيلا عن المشتري في بيع السلعة التي اشتراها منه ، ولولا وكالة المصرف بالبيع نقدا لما أقدم العميل على هذه المعاملة و لو انفصلت الوكالة عن البيع الآجل لانهار هذا

التمويل من أساسه في حين أن البائع في التورق الفقهي لا علاقة له ببيع السلعة مطلقا و لا علاقة له بالمشتري الثاني .

ت- في التورق المصرفي المنظم لم يتم قبض السلعة لا من قبل العميل و لا من قبل المصرف و هذا يؤدي الى ربح ما لم يضمن المنهي عنه شرعا .

ث- في التورق المصرفي المنظم يعمل البائع (المصرف) بهدف العميل من التورق و هو الحصول على النقود ، في حين أن البائع في التورق الفقهي لا يعلم بهدف المشتري الأول من الشراء و قد كانت المصارف الاسلامية في بداية نشأتها تمتنع عن إجراء بيع المراجعة للامر بالشراء اذا علمت أنه يريد بيع السلعة بقصد الحصول على النقود بناء على فتوى شرعية بذلك .

ج- في التورق الفقهي تدور السلعة دورتها العادية من مالك أصلي الى المتورق الى مالك جديد ثم منه الى أطراف أخرى . أما في التورق المصرفي المنظم فالسلعة قد ترجع الى الشركة التي باعتها الى المصرف . وبهذا يكون التورق المصرفي صورة من صور العينة . كما أن الغالب على البيع في التورق المصرفي أنه ليس حقيقيا ، لأنه بيع لا يصلات المخازن ، حيث أن البضائع التي يراد بيعها ترسل الى المخازن و بعد وصول تلك البضاعة الى المخازن تصنف في وحدات متساوية¹ .

ثالثا : مجال تطبيقات التورق المصرفي المنظم .

لقد توسعت المصارف الاسلامية خلال السنوات القليلة الماضية في استغلال أسلوب التورق في إطار مؤسسي متكامل ، وذلك لاستخدامه كأساس شرعي لنماذج جديدة و متنوعة من الأدوات المصرفية ، بما يتيح لعملائها مزيدا من الخدمات و يحقق للمصارف نفسها فرصا جديدة لمضاعفة الربح . ومن أبرز تطبيقات التورق المصرفي المنظم في المصارف الاسلامية ما يلي :

¹ محمد عثمان شبير ، التورق الفقهي و تطبيقاته المصرفية المعاصرة في الفقه الاسلامي ، الدورة التاسعة عشر ، ص 25

1- استخدام التورق المنظم بغرض توفير السيولة للعملاء : لقد إنتشر إستخدام التورق من خلال السلع و

المعادن الدولية بصفة خاصة على مستوى المصارف و المؤسسات المالية الاسلامية عامة و إدراكا منها لوجود حاجة ماسة للسيولة لدى الكثير من العملاء ، في ظل حرمة القرض الربوي ، مع قصور الصيغ التمويلية الشرعية المتاحة حاليا عن تلبية إحتياج السيولة كما في حالات الزواج و العلاج و الدراسة¹ .

هذا و تتم عملية التورق المصرفي المنظم لدى المصارف العاملة في مجال الصيرفة الاسلامية وفق الاجراءات التالية² :

- أ- يتقدم العميل للمصرف الاسلامي بطلب تمويل بأسلوب التورق المنظم .
- ب- يغرض المصرف قائمة بأسعار السلع ليحدد العميل نوع السلعة و الثمن و الاجل .
- ت- يطلب المصرف من العميل وعدا بالشراء و توكيله بشراء السلعة المشتراة .
- ث- يقوم المصرف بشراء السلعة من السوق الدولية أو المحلية .
- ج- بموجب الوعد يقوم المصرف ببيع السلعة للعميل بأسلوب المراجحة و تقسيط الثمن .
- ح- بموجب الوكالة يقوم المصرف ببيع السلعة بسعر الحال (النقد) لحساب العميل و يودع ثمنها في حساب العميل لديه .

خ- يستوفي المصرف أقساط بيع المراجحة من العميل حسب الاتفاق ، و بطبيعة الحال فانه يربح قيمة الفرق ما بين الثمن الحال و الذي اشترى به و الثمن الاجل للسلعة المباعة للعميل .

و تجدر الاشارة الى انه غالبا ما يتم اللجوء الى السلع و المعادن الخام الدولية و يرجع ذلك الى تميزها بثبات نسبي في أسعارها بل إن بعض المصارف تنص على انه حرصا على مصالح عملائها تختار مجموعة من السلع الاساسية التي يكون تداولها بكثرة في الاسواق العالمية و بشكل يومي و بذلك يسهل بيعها و بدون خسائر مالية كبيرة¹ .

¹ عبد الباري مشعل ، 25/24 افريل 2012 ، التورق كما تجرته المصارف الاسلامية ، بحث مقدم الى مؤتمر التورق المصرفي و الخيل الربوية ، ص 10.

² محمد عثمان شبير ، التورق الفقهي و تطبيقاته المصرفية المعاصرة في الفقه الاسلامي ، الدورة التاسعة عشر ، ص 23

2- استخدام التورق في سداد مديونية مشروعة أو غير مشروعة على العميل لمؤسسة أخرى أو للمؤسسة

نفسها : يبرز مثل هذا الاستخدام في مراحل التحول إلى النظام المصرفي الإسلامي سواء على مستوى النظام ككل أو على مستوى المؤسسة الواحدة، وبافتراض أن الدين الربوي المرغوب في سداده لمؤسسة أخرى غير المؤسسة التي يتورق بواسطتها فهذا لا جديد فيه، لكن الجديد فيما إذا كان الدين للمؤسسة نفسها، والمؤسسة في مرحلة تحول كما هو الحال في البنك الأهلي التجاري السعودي، وقد ذهبت الهيئة الشرعية لإدارة الخدمات المصرفية الإسلامية بالبنك إلى جواز استخدام التورق في هذه الحالة، ومعنى هذا أنها ستقوم بقلب الدين على العميل، ولم تتحقق فيها علة التحريم على أساس أن العميل هو المبادر لطلب التورق وليس المؤسسة وأن الدين الربوي لم يستحق عليه بعد.

3- استخدام التورق في جدولة دين بطاقات الائتمان عند استحقاقه : وقد أخذت به بعض البنوك

الإسلامية، فقد استعملت بطاقة الخير الصادرة عن البنك السعودي الأمريكي، وبطاقة التيسير الصادرة عن البنك الأهلي التجاري، وهي تحمل الصفة الائتمانية بأنها تتيح للعميل أن يؤجل الدين الذي حل عليه من خلال الدخول في عملية تورق منظم مع المصرف، مضمونها أن يقوم البنك ببيعه بضاعة بالأجل وهو يوكل البنك ببيع هذه البضاعة بالنقد ليستوفي منها الدين الذي حل، ويثبت في ذمة الحامل الثمن الآجل، ويتم هذا الأمر في كل شهر². يتضح أن هذه البطاقات تنتمي إلى عملية فسخ الدين بالدين وفقاً لمصطلح المالكية، وتعني استبدال الدين الحالي بدين مؤجل أكبر منه، وتؤول هذه الصورة إلى ربا الجاهلية، وذلك لما ذكر من السلف الصالح أنه إذا كان الغرض من التورق إطفاء مديونية سابقة للبائع على المشتري، فإن هذا يقضي إلى المسلك الجاهلي " أتربي أم تقضي "، وفي ذلك مخالفة صريحة لأمر الله في قوله تعالى : " وإن

¹ عبد الباري مشعل، 25/24 أفريل 2012، التورق كما تجرته المصارف الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر التورق المصري و الخيل الربوية، ص 10.

² فاطمة الزهراء عبادي، 25/24 أفريل 2012، الآثار الاقتصادية لتمويل بالتورق المصري، المؤتمر العلمي الأول حول التورق المصري و الخيل الربوية ص 14، 15.

كان ذو عسرة فنظرة إلى ميسرة " ، فالأمر في الانتظار يقتضي الوجوب ، وعلى هذا إنتهت المجاميع الفقهية في هذه الصورة من فسخ الدين بالدين إلى التحريم المطلق سواء أكان الدين ميسرا أم معسرا، كما تنطبق عليها القاعدة المجمع عليها والتي مفادها أن كل قرض جر منفعة فهو حرام ، وغيرها من الانتقادات آخرها قرار مجمع الرابطة ومجمع المنظمة الاسلاميين ، كما سيرد لاحقا .

4- استخدام التورق في اصدار بطاقة الائتمان وانشائها : وقد أخذ بهذا التطبيق مصرف أبو ظبي الاسلامي ، حيث أصدر بطاقات ائتمان مغطاة، ومصدر الغطاء يكون محصلة لعملية تورق منظم مع المصرف لكن ليس بالضرورة، وتجري عملية الورق هذه ابتداء عند فتح البطاقة و يودع مبلغها في حساب استثماري كضمان للثمن الآجل ، لكن يتاح للعميل حامل البطاقة باستخدام ذلك الضمان والذي يعد مملوكا له و يمثل في نفس الوقت غطاء للبطاقة من خلال السحب النقدي بالبطاقة وشراء السلع والخدمات بما أيضا غير أنه يلتزم بأن يقوم بإيداعات شهرية¹ ، لا تقل عن 11 % من المبلغ المستخدم.

المطلب الثاني : تجربة التورق المصرفي في مصرف إسلام ماليزيا

أولا : نشأة و تعريف مصرف إسلام ماليزيا

يعتبر مصرف إسلام ماليزيا بيرهاد أول مصرف تم تأسيسه ليزاول نشاطه في مجال الصيرفة الإسلامية في دولة ماليزيا، حيث افتتح في 1 جويلية 1983 ، برأس مال قدر بحوالي 80 رينجت ماليزي ، ويقع مقره الرئيسي بمدينة كوالالمبور . ومنذ تأسيسه ، بدأ مصرف إسلام ماليزيا ينمو سنة بعد أخرى إلى أن وصل حجم رأس ماله حتى بداية ديسمبر 2010، إلى 2.5 مليار رينجت ماليزي ؛ كما بلغ عدد فروع 119 فرعًا مصرفيًا . لقد لعب مصرف إسلام ماليزيا دورًا بالغًا في تدعيم الصناعة المصرفية الإسلامية في دولة ماليزيا ، واعتراقًا بهذا الدور، تم منحه

¹ عبد الباري مشعل ، 25/24 افريل 2012 ، التورق كما تجرجه المصارف الاسلامية ، بحث مقدم الى مؤتمر التورق المصرفي و الخيل الربوية ، ص 15.

جائزة "Reader's Digest Platinum Award" باعتباره المصرف ، الأكثر ثقة في تقديم الخدمات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية لمدة ثلاث سنوات متتالية 2011/2009 .

يعتبر أول مصرف في ماليزيا يعرض مشتقات مالية من أجل إدارة الأصول والخصوم ، وبغرض الاستثمار، و كان ذلك في شهر سبتمبر 2008

- أصدر أول صندوق إسلامي لحماية رؤوس الأموال تحت مسمى " النجاح"؛

- توسع مصرف إسلام ماليزيا ، وذلك من خلال قيامه بافتتاح فروع في عدد من المحافظات خلال الفترة الممتدة من شهر جانفي إلى أكتوبر من سنة 2009

- أول مصرف في ماليزيا والقارة الآسيوية ككل يطلق بطاقته الائتمانية " الماستر كارد العالمية".

ثانيا : منتجات و صيغ التمويل المعتمدة في مصرف إسلام ماليزيا

لقد نجح مصرف إسلام ماليزيا نجاحًا مكنه من البقاء والاستمرار في أداء أعماله على الساحة المصرفية ما يقارب الثلاثة عقود ؛ هذه التجربة التي أكسبته من الخبرة ما جعله يحقق انتشارًا في دولة ماليزيا ، و ذلك من خلال فتح عدة فروع في عدد من المناطق . إن هذا الأمر أدى بالمصرف إلى توسيع تشكيلة منتجاته وخدماته المقدمة لتلبي احتياجات مختلف شرائح المجتمع ، حيث وصل إلى 50 منتجًا متنوعًا بين صيغ مشاركة وتمويل تجاري ، إضافة إلى بعض المنتجات الأخرى ندرجها في النقاط التالية :

1. صيغ التمويل بالمشاركة :

1.1. المضاربة : لقد حظيت المضاربة بالتطبيق في مصرف إسلام ماليزيا منذ نشأته، وتنوعت بين مضاربة مقيدة ومطلقة ، أما تطبيقاتها فقد اختلفت و ندرجها في النقاط التالية :

- المشاركة في مشاريع استثمارية يكون المصرف فيها صاحب المال ، بينما يلعب المستثمر دور المضارب بهذه الأموال ، و ذلك مقابل نسبة من الربح محددة مسبقاً في العقد ، على أن يتحمل المصرف الخسارة في حالة وقوعها إذا لم يثبت أي تعد أو تقصير من طرف المضارب¹ .

- صندوق النجاح الذي يعتبر استثماراً وفق عقد المضاربة المقيدة، حيث يقوم المصرف المضارب (بجمع الأموال من المستثمرين لاستثمار ما يعادل % 90 منها فقط في شهادات إيداع قابلة للتداول موافقة لأحكام الشريعة الإسلامية، وتستحق عائداً عائماً يتم تقاسمه بين الطرفين عند تاريخ استحقاق الشهادات، بينما تعتبر % 10 الباقية عربوناً يتم دفعه للحصول على خيار شراء لمؤشر مالي معين ، وعند تاريخ الاستحقاق يحق لمصرف إسلام ماليزيا أن ينفذ العقد عن تاريخ الاستحقاق، ليحصل بذلك على أرباح من الفرق بين ثمن الشراء (العربون + المبلغ المدفوع عند تاريخ الاستحقاق) و ثمن البيع الحاضر يتقاسمها مع العميل؛

أما في حالة عدم تنفيذ المصرف للشراء، فلا يحصل على العربون، بل يصبح ملكاً لبائع الخيار² .

- الودائع الاستثمارية والادخارية - (Al-Awfar Deposit) حيث يقوم المصرف بدور المضارب بأموال المودع في مشروعات توافق الشريعة الإسلامية ، وما يميز هذا النوع من الودائع أن المصرف يمنح عليها جوائز نقدية ربع سنوية بعد إجراء عملية سحب لأسماء سبعة مودعين ؛ إضافة إلى نسبة الربح التي يحصلون عليها وفق عقد المضاربة خلال المدة المتفق عليها³ .

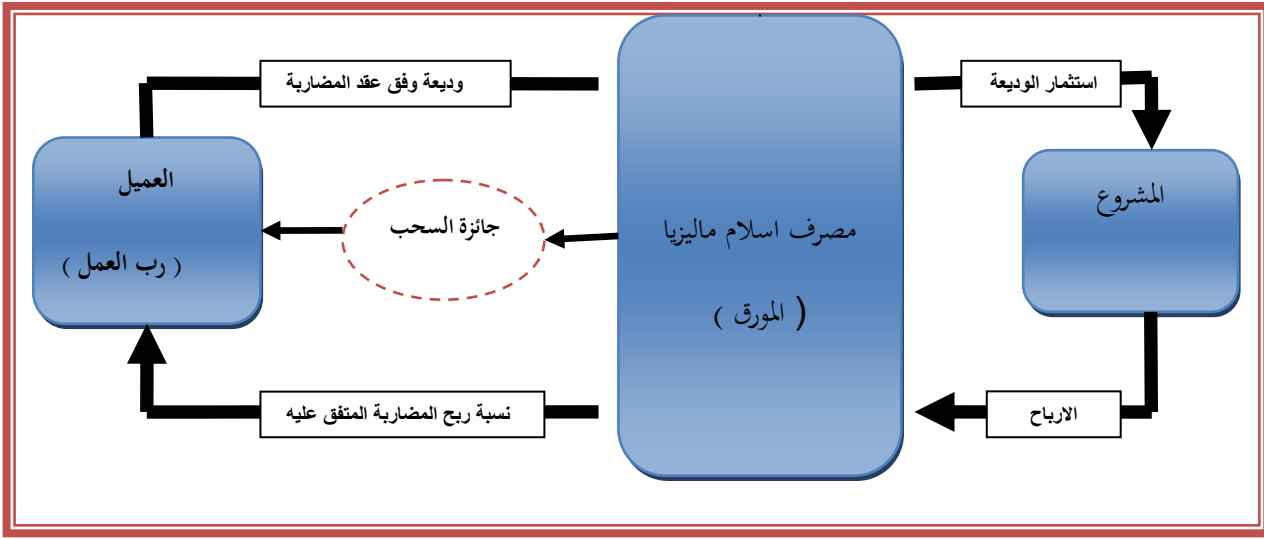
و الآلية موضحة بالشكل الموالي

¹Bank Islam Malaysia Berhad, October 2010, **Application Of Shariah Contract In Bank Islam's Products And Servises**, shariah report, p : 22.

² Ibid, p : 20

³ Ibid, p18

الشكل رقم 28 : ودیعة الأوفر في مصرف إسلام ماليزيا



Source: Bank Islam Malaysia Berhad, Application Of Shariah Contract In Bank Islam's Products And Services, shariah report, October 2010, p : 19.

2.1. المشاركة : تعتبر أيضا من صيغ التمويل التي عمل بها مصرف إسلام ماليزيا منذ سنة 1983 ، حيث

يساهم المصرف مع المستثمر كل بنسبة معينة في المشروع ، ثم يقومان بإدارته ، وعند الحصول على الأرباح أو حدوث الخسائر يتم تحملها معًا.

وتجدر الإشارة إلى أن المصرف قد أطلق آلية المشاركة المتناقصة لبدء العمل بها خلال سنة 2009 ، حيث تستخدم هذه الصيغة بالتنازل التدريجي عن جزء من ملكية أصولها للعميل المشارك ، الذي يقوم في كل مرة بشراء جزء من الأسهم إلى غاية نهاية عقد المشاركة.

2. صيغ التمويل التجاري :

1.2. بيع المرابحة : تعتبر المرابحة آلية تمويلية تعتمد المصارف الإسلامية بصفة عامة، ومصرف إسلام ماليزيا

بصفة خاصة ، حيث يفوق حجم التمويل وفقها حجم التمويل وفق باقي الصيغ الأخرى ، وقد اعتمدت من قبل المصرف منذ تأسيسه، فتعددت تطبيقاتها واختلفت ، إلا أنه و في السنوات الأخيرة بدأ المصرف يقلل من حجم التمويل بهذه الصيغة .

2.2. البيع الآجل : يعتبر هذا البيع من البيوع المطبقة في تمويل السيارات والمنازل ، حيث يكون تسديد الثمن في تمويل السيارات بالبيع الآجل وفق أقساط شهرية خلال المدة المتفق عليها ، أما تسديد الثمن في تمويل المنازل بالبيع الآجل ، فيكون دفعة واحدة في التاريخ المتفق عليه في العقد . والشكل الموالي يوضح تطبيقات هذه الآلية .

3.2. بيع العينة : لقد تبنى مصرف إسلام ماليزيا بيع العينة خلال سنوات التسعينيات من القرن العشرين ، أي بعد حوالي العقد من تأسيسه، وتعددت تطبيقات هذه الآلية التمويلية ، ونذكر على سبيل المثال استخدامها في تغطية بطاقات الائتمان ، حيث تتم هذه العملية وفق الخطوات التالية¹ :

- يقوم المصرف ببيع أصل محدد للعميل بثمن آجل (تكلفة + ربح)؛
- يقوم العميل بإعادة بيع الأصل إلى المصرف بثمن حال يعادل الحد الائتماني للبطاقة.
- يتم إيداع المبلغ في الحساب الادخاري للعميل، ليصبح الحد الائتماني للبطاقة المسموح باستخدامه من قبل العميل؛

- يتم تسديد المبلغ للمصرف وفق أقساط شهرية أو في المبلغ كاملا في التاريخ المحدد.

4.2. التمويل بالإجارة : لقد تبنى مصرف إسلام ماليزيا آلية التمويل بالإجارة منذ تأسيسه، حيث يطبق عقد الإجارة بصفته المؤجر، فيقوم بتأجير الأصول بشروط تتحدد فيها مدة الإجارة والأقساط الإيجارية الواجب دفعها من قبل العميل، حيث وخلال هذه المدة يبقى مالكا للأصل، وبنهايتها يمكن للمصرف بالاتفاق مع العميل أن يبيع الأصل المؤجر لهذا الأخير بالثمن المتفق عليه، وبالتالي يكون قد طبق ما يسمى بالإجارة المنتهية بالتملك.

5.2. التمويل بالتورق المصرفي : يعتبر من أحدث المنتجات التمويلية التي تبناها المصرف ، وكان ذلك سنة 2009، وعلى الرغم من حداثة فقد اختلفت تطبيقاته ، وسيتم تناوله من خلال هذا البحث بشيء من التفصيل وذلك في العنصر الموالي .

¹ Ibid, p : 10.

ثالثا : آلية تطبيق التورق المصرفي في مصرف إسلام ماليزيا

1- التورق المصرفي في مصرف اسلام ماليزيا : تعتبر صيغة التورق المصرفي من بين الآليات التمويلية التي تبناها

مصرف إسلام ماليزيا ، وذلك لتلبية مختلف الاحتياجات التمويلية للعملاء المتعاملين معه ، وبصفة خاصة العملاء المحليين .

ويعرف التورق المصرفي في مصرف إسلام ماليزيا على أنه الآلية التمويلية التي يقوم من خلالها المصرف بشراء معدن مارجئة من السوق الدولية لمصلحة عميله الذي يقوم بدوره بشرائها منه بثمن يحدد في العقد ، و يسدد وفق أقساط خلال فترة يتم الاتفاق عليها مسبقًا، على أن يقوم المصرف وعن طريق عقد وكالة من العميل ببيع المعدن ثانية في السوق الدولية، وبهذا يحول الورق المحصل عليه إلى حساب العميل ليستفيد منه في تلبية احتياجاته¹ .

2- مجال تطبيق التورق المصرفي في مصرف اسلام ماليزيا :

لقد اختلفت تطبيقات صيغة التورق المصرفي من مصرف إسلامي لآخر ، وكانت تطبيقاتها في الغالب على السلع الدولية والمحلية ، إضافة إلى اتخاذها كآلية لحل بعض المشاكل التمويلي التي تواجه مختلف العملاء لدى المصرف ، وقد رأينا من خلال التعريف السابق أن مصرف إسلام ماليزيا يطبق آلية التمويل بالتورق المصرفي عن طريق بيع السلع الدولية التي تضم المعادن على اختلاف أصنافها ، والتي يجري عليها التعامل في الأسواق الدولية ويرجع اختيار المصارف الإسلامية لهذا النوع من السلع بالتحديد إلى كونها من السلع التي يتم فيها التعامل عالميًا وبصفة يومية ، إضافة إلى سرعة إتمام عمليات بيعها وشرائها ، وخلوها من الشروط النظامية المطبقة على سلع غيرها ، وكذا سهولة الإجراءات والتكاليف التي تتميز أغلبية السلع الأخرى² .

¹ عن الموقع الرسمي لمصرف إسلام ماليزيا.

<http://www.bankislam.com.my/en/Pages/ShariahConcept.aspx?tabs=3&mlink=PersonalFinancing>

² خالد بن علي المشيقح، 1425، " التورق المصرفي عن طريق بيع المعادن"، مجلة علوم الشريعة واللغة العربية وآدابها ، جامعة أم القرى ، السعودية الجزء 18 العدد 30 ، جمادى الأولى ، ص 134 .

ثم إن مصرف إسلام ماليزيا يستخدم التمويل بالتورق المصرفي لتغطية البطاقة الائتمانية للعميل المخصصة للاستعمال الشخصي، حيث لا تطبق عليه أي نوع من التكاليف ، وإنما يستفيد إلغاء معدل الربح لمدة 20 يوما من تاريخ تعبئة البطاقة.¹

3- خطوات التمويل بالتورق المصرفي في مصرف اسلام ماليزيا .

أ- خطوات التورق ببيع المعادن : يطبق التمويل عن طريق التورق ببيع المعادن وفق مجموعة من الخطوات التي يمكن تلخيصها في النقاط الموالية:

✎ يتقدم العميل بطلب لتمويل سلعة معينة وفق آلية التورق المصرفي، حيث يحصل المصرف على كل الوثائق المطلوبة لإتمام المعاملة ؛

✎ يقوم المصرف بشراء السلعة المطلوبة (المعدن) من بورصة لندن للمعادن ، وهذا عن طريق المضارب الأول ؛

✎ يقوم المصرف ببيع المعدن للعميل وفق عقد مراجعة، بثمن يتضمن قيمة السلعة مضافاً إليها نسبة من الربح ، على أن يتم تسديده في تاريخ لاحق متفق عليه ؛

✎ يقوم العميل بتوكيل مصرف إسلام ماليزيا عن طريق إبرام عقد وكالة ، ببيع السلعة في السوق الدولية ؛

✎ يقوم مصرف إسلام ماليزيا ببيع المعدن إلى طرف آخر مضارب ثاني غير المضارب الأول؛

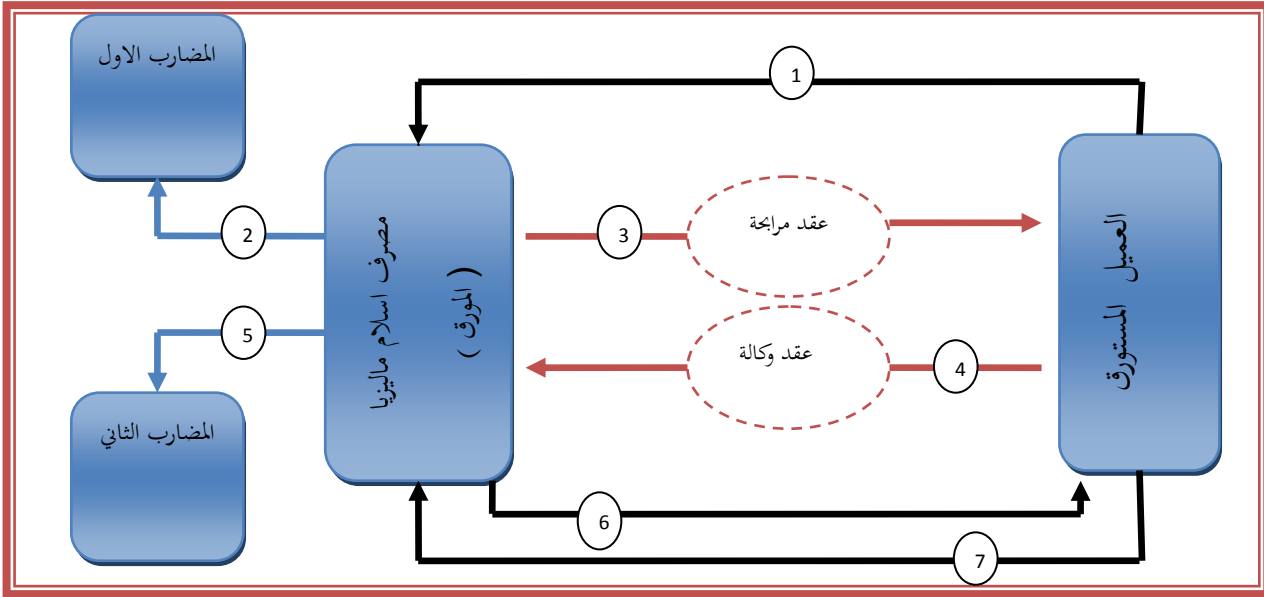
✎ يقوم المصرف بتحويل ثمن بيع المعدن إلى حساب العميل لدى المصرف؛

✎ يقوم العميل بتسديد ما عليه اتجاه المصرف على شكل أقساط.

من خلال آلية التورق ببيع المعادن الممارسة من طرف مصرف إسلام ماليزيا ، يتبين أن المصرف يستفيد من نسبة الربح التي تنتج عن عقد المراجعة ، إضافة إلى الأجر الذي يتقاضاه عن الوكالة أما العميل فيتمكن من الحصول على السيولة النقدية من خلال حسابه بالمصرف ، و هذا لتلبية مختلف احتياجاته التمويلية و الآلية ملخصة بالشكل الموالي

¹ Bank Islam Malaysia Berhad, Op.Cit., p: 10.

الشكل رقم 29 : آلية التورق المصرفي ببيع المعدن في مصرف اسلام ماليزيا



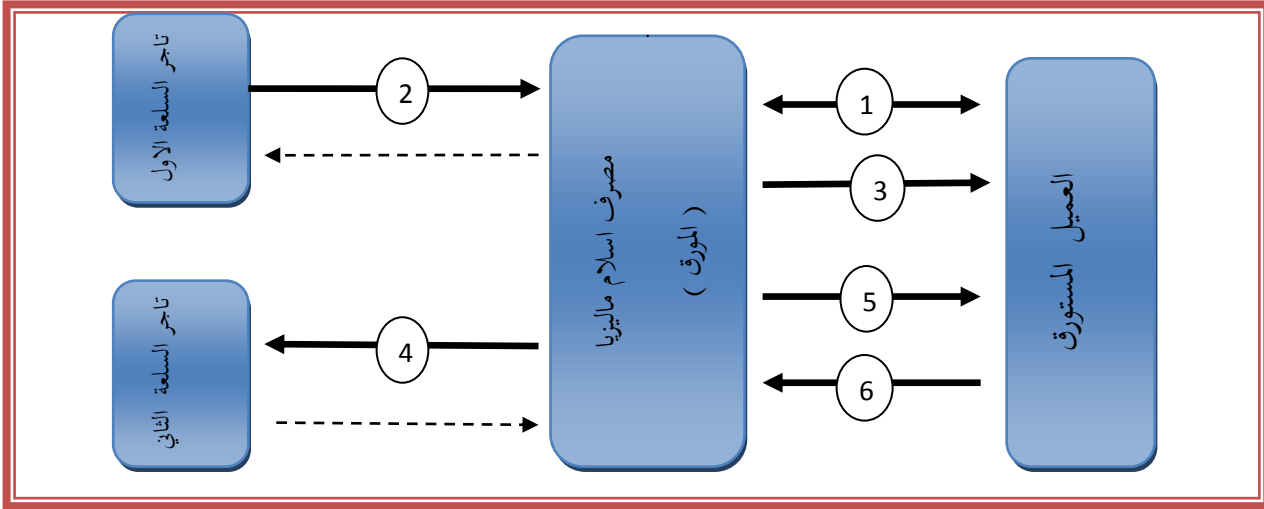
Source: <http://www.bankislam.com.my/en/Pages/ShariahConcept.aspx?tabs=3&mlink=PersonalFinancing>

ب- التورق لتغطية بطاقة الائتمان : أما التمويل بالتورق المصرفي لتغطية بطاقة الائتمان فيتم من خلال مجموعة

من الخطوات نعرضها في الخطوات التالية :

1. يتم توقيع اتفاقية بين العميل والمصرف يعد فيها بشراء سلعة محددة من المصرف ؛
2. يقوم المصرف بشراء السلعة المطلوبة من التاجر الأول آنيا ؛
3. يبيع المصرف السلعة للعميل بيغاً آجلا ، ثم يقوم العميل بتوكيل المصرف ببيع السلعة لطرف آخر؛
4. يقوم المصرف باعتباره وكيلا ببيع السلعة نفسها للتاجر الثاني آنيا ؛
5. يتم إيداع المبلغ في حساب العميل ، ليصبح المبلغ الحد الائتماني للبطاقة ؛
6. يسدد العميل أقساطاً شهرية أو المبلغ كاملا في بداية المدة حسب الاتفاق .

الشكل رقم 30 : آلية التورق المصرفي لتغطية بطاقة الائتمان لدى مصرف إسلام ماليزيا



Sources: Bank Islam Malaysia Berhad, Application Of Shariah Contract In Bank Islam's Products And Services, shariah report, October 2010, p : 11.

المطلب الثالث : التقييم الاقتصادي و الشرعي للتورق المصرفي في مصرف اسلام ماليزيا

أولا : التقييم الاقتصادي للتورق المصرفي في مصرف إسلام ماليزيا

1. حجم التمويل بصيغة التورق في مصرف اسلام ماليزيا : تعتبر صيغة التمويل بالتورق المصرفي من بين أحدث

صيغ التمويل الاسلامي التي تبناها البنك الاسلامي الماليزي ، و هذا ابتداء من سنة 2009 ، و يمكن عرض

تطور هذه الصيغة بالمقارنة مع إجمالي التمويل وفق الجدول الموالي :

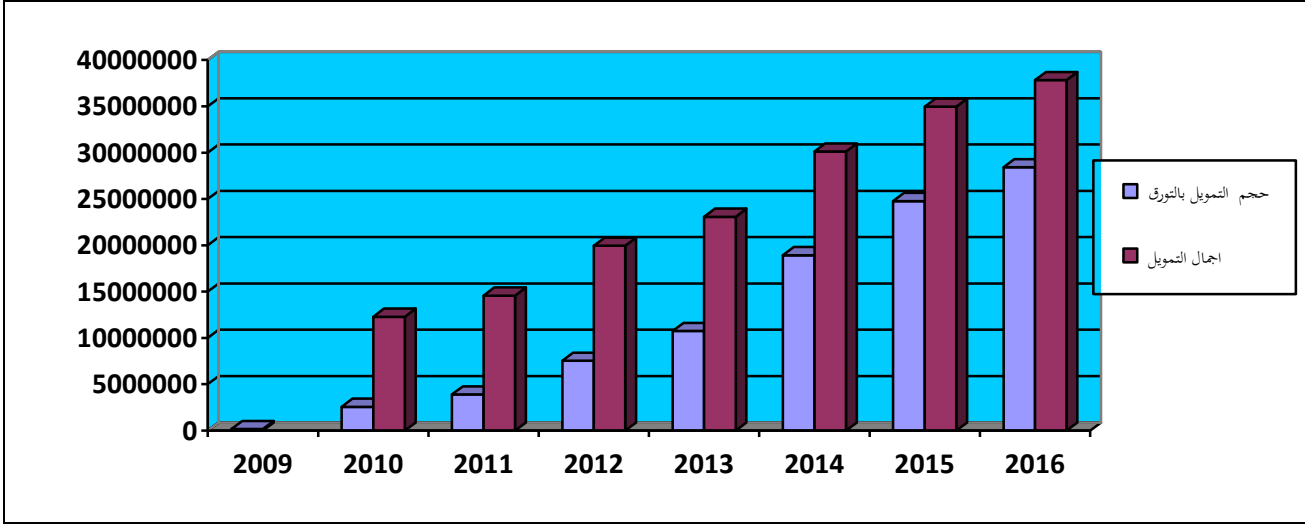
الجدول رقم 14: تطور التمويل بالتورق بالمقارنة مع إجمالي التمويل خلال الفترة 2016/2009 (رنج ماليزي)

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	السنة
28.413.063	24.779.486	18.921.260	10.752.579	7.530.581	3.903.981	2.573.328	167.378	حجم التمويل بالتورق المصرفي
37.824.001	34.960.226	30.111.712	23.077.965	19.949.055	14.563.795	12283.242	10.711.003	اجمالي التمويل
%75,11	%70,87	%62,83	%46,59	%37,75	%26,81	%20,94	%1,56	نسبة التمويل بالتورق الى اجمالي التمويل

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على التقارير المالية للمصرف خلال السنوات 2016/2009

و يمكن عرض بيانات الجدول السابق وفق الشكل البياني الموالي :

الشكل رقم 31 : مخطط بياني يوضح تطور صيغة التمويل بالتورق في مصرف اسلام ماليزيا بالمقارنة مع اجمالي التمويل



المصدر : من إعداد الطالب الاعتماد على بيانات الجدول رقم 14

من خلال ماتم عرضه سابقا ، يمكن القول بأن حجم التمويل بالتورق المصرفي في مصرف اسلام ماليزيا كان ضئيلا جدا في بداية اعتماده كآلية للتمويل سنة 2009 ، فلقد بلغت نسبته 1,56 بالمائة بحجم قدر بـ 167.378.000 رينجت ماليزي ، وهذا إذا ما قورن مع إجمالي حجم التمويل و المقدر بـ 10.711.003.000 رينجت ماليزي في نفس السنة ، أما خلال السنة الموالية 2010 ، فيلاحظ ارتفاع حجم التمويل بالتورق لتبلغ نسبته 20,94 بالمائة و هي نسبة معتبرة اذا ما قورنت بسابقتها بمبلغ قدر بـ 2.573.328.0000 رينجت ماليزي .

و الملاحظ على هذا البنك أنه و خلال السنوات الموالية واصل اعتماده على هذه الصيغة بشكل ملفت للانتباه ، حيث بلغت نسبة التمويل بالتورق المصرفي الى إجمالي التمويل نسبة 62,83 بالمائة خلال سنة 2014 لترتفع الى 70,87 سنة 2015 لتصل الى 75,11 بالمائة سنة 2016 .

من خلال عرض البيانات السابقة يمكن القول أن صيغة التمويل بالتورق المصرفي هي الصيغة المفضلة بالنسبة للبنك الإسلامي الماليزي و سوف نتعرض لحظ باقي الصيغ فيما يلي :

1.1. مقارنة حجم التمويل بالتورق مع صيغ التمويل بالمشاركة و الاجارة : كنا قد تعرضنا فيما سبق الى

دراسة حجم التمويل بالتورق المصرفي في بنك اسلام ماليزيا ، حيث توصلنا الى نتيجة مفادها أن التمويل بهذه الصيغة حظي بنسبة معتبرة بالمقارنة مع اجمالي التمويل ، وفيما يلي سيتم التعرض الى صيغتي التمويل بالاجارة و المشاركة و اللتان تعتبران من بين أهم صيغ التمويل الاسلامية التي تعتمد عليهما المصارف الاسلامية . وهذا على اعتبار أنهما تمثلان الأساس الذي تقوم عليه الصيرفة الإسلامية ، وهو المشاركة في الغنم و الغرم ، و فيما يلي نعرض حجم التمويل بصيغة المشاركة ، وكذا التمويل بالاجارة بالمقارنة مع حجم إجمالي التمويل و التمويل بالتورق .

الفصل الثالث : دراسة لنماذج مالية إسلامية مبتكرة بفعل الهندسة المالية الإسلامية .

الجدول رقم 15 : مقارنة حجم التمويل بالاجارة و المضاربة مع التمويل بالتورق و كذا إجمالي التمويل (الوحدة 1000 رينجت ماليزي)

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	السنة
28.413.063	24.779.486	18.921.260	10.752.579	7.530.581	3.903.981	2.573.328	167.378	-	-	-	حجم التمويل بالتورق
37.824.001	34.960.226	30.111.712	23.077.965	19.949.055	14.563.795	12283.242	10.711.003	10.458.831	9.888.297	10.311.593	حجم إجمالي التمويل
-	-	-	-	-	6.000	6.000	8.934	9.249	18.150	21.316	حجم التمويل بالمضاربة
-	-	-	-	-	0,041	%0,048	%0,05	%0,08	%0,18	%0,20	نسبة التمويل بالمضاربة الى إجمالي التمويل
-	-	-	-	-	%0,15	%0,23	%5,33	-	-	-	نسبة التمويل بالمضاربة الى التورق
213.247	210.391	217.714	258.659	237.516	318.529	345.763	317.567	273.397	342.234	320.974	حجم التمويل بالاجارة
%0.56	%0.60	%0.72	%1,12	%1,19	%2,19	%2,81	%2,96	%2,61	%3,46	%3,11	نسبة التمويل بالاجارة الى إجمالي التمويل
%0.75	%0.84	%1.15	%2,41	%3,15	%8,16	%13,43	%189,73	-	-	-	نسبة التمويل بالاجارة الى التورق

المصدر : من اعداد الطالب الاعتماد على التقارير المالية للمصرف خلال سنوات 2006-2016

من خلال عرض النتائج المدرجة في الجدول السابق يمكن القول :

- بالنسبة للتمويل بالمضاربة : يلاحظ أن حجم التمويل بالمضاربة ضئيل جدا إذا ما قورن مع إجمالي التمويل حيث بلغت نسبته 0,20% من إجمالي التمويل بمبلغ قدر بـ 21.316.000 رينجت ماليزي سنة 2006 ، ليواصل إنخفاضه الى نسبة 0,08 سنة 2008 .
- بعد تبني المصرف لصيغة التمويل بالتورق ابتداء من سنة 2009 وباعتبار أن إجمالي حجم التمويل في زيادة مستمرة ، فإن الوزن النسبي للتمويل بالمضاربة بدأ بالانخفاض ليصل الى نسبة 0,041 سنة 2011 بمبلغ قدر بـ 6.000.000 رينجت ماليزي .
- ابتداء من سنة 2012 ، لم يقيم مصرف اسلام ماليزيا باعتماد التمويل بالمضاربة ضمن هيكله التمويل ، ويمكن القول أن مصرف اسلام ماليزيا لا يتجه الى المخاطرة في التمويل و التي تعتبر سمة التمويل الاسلامي .
- بالنسبة للتمويل بالاجارة : إذا قارنا حجم التمويل بالمضاربة مع حجم التمويل بالاجارة فان حجم هذه الاخيرة مرتفع اذا ما قورن بنظيرتها ، حيث بلغ حجم التمويل بالاجارة سنة 2006 قيمة 320974000 رينجت ماليزي بنسبة 3,11 من حجم اجمالي التمويل لينخفض الى 273.397.000 رينجت ماليزي سنة 2008 ، ليعاود الارتفاع نسبيا ابتداء من سنة 2009 بقيمة 317.567.000 رينجت ماليزي ، و هي سنة اعتماد التورق المصرفي ضمن صيغ التمويل ضمن هيكله التمويل داخل البنك .
- ابتداء من سنة 2011 عرف التمويل بالاجارة انخفاضا من 2,19 من نفس السنة الى 0.56 سنة 2016.
- بمقارنة حجم التمويل بالاجارة مع حجم التمويل بالتورق نجد أن هذه النسبة مرتفعة جدا حيث بلغت 189,73 سنة 2009 لتتخف فجأة الى 13,43 في السنة الموالية ، لتبدأ هذه النسبة بالانخفاض تدريجيا لتصل الى 0,75 % سنة 2016 .

- عموما يمكن القول أن مصرف اسلام ماليزيا لا يتجه الى اعتماد التمويل بالمشاركة و الاجارة ضمن هيكله التمويل و هذا راجع الى ان البنك لا يجذب صيغ التمويل التي تتسم بالمخاطرة العالية خاصة مع اعتماده لصيغة التمويل بالتورق المصرفي و التي اثبتت نجاعتها .

2.1. مقارنة بين حجم التمويل بالتورق المصرفي مع باقي صيغ التمويل التجاري :

لمقارنة حجم التمويل بالتورق المصرفي مع باقي صيغ التمويل التجاري داخل البنك الاسلامي الماليزي نقوم بعرض الجدول الموالي و الذي يوضح نسب التمويل بصيغ البيع الأجل ، المراجعة ، و بيع العينة ، مع صيغة التمويل بالتورق و بتحليل النتائج الخاص بالجدول الموالي يمكن استخلاص مايلي :

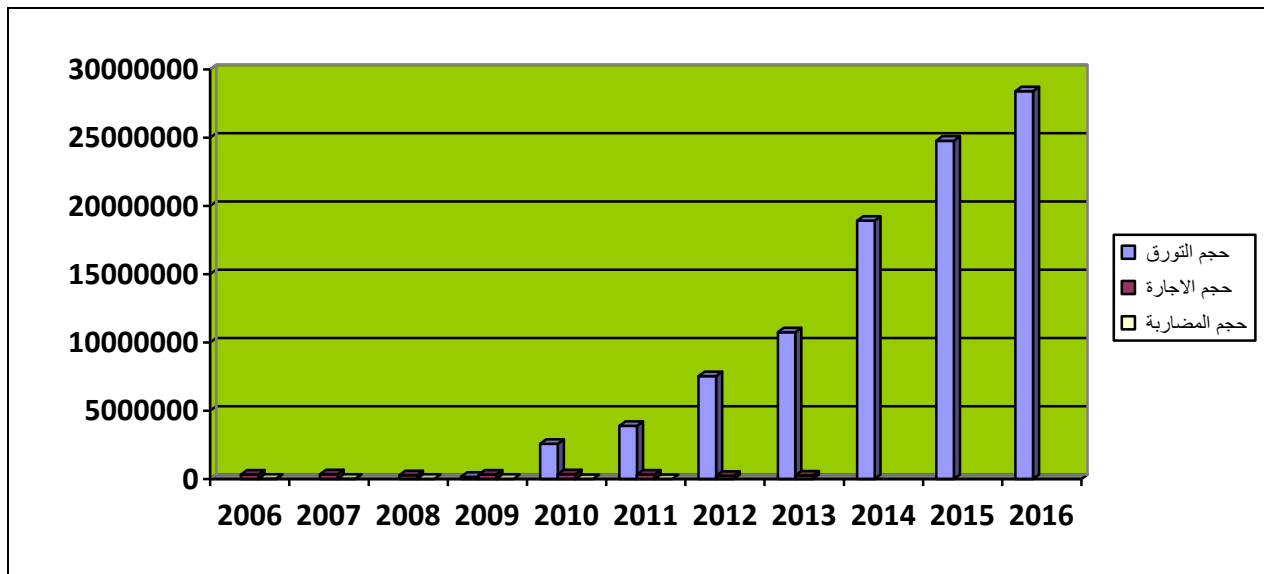
- بالنسبة للتمويل بالبيع الاجل : يمثل حجم التمويل بالبيع الاجل ما يفوق نصف اجمالي حجم التمويل بالبنك الاسلامي الماليزي بنسب فاقت 50 بالمائة خلال سنوات 2006 و الى غاية سنة 2011 و هذا ما يدل على ان مصرف اسلام ماليزيا يعتمد بصفة رئيسية على صيغة البيع الاجل في عملياته التمويلية خلال هذه الفترة .

- خلال السنوات الباقية عرف التمويل بالبيع الاجل انخفاضا ملموسا بالنسبة لاجمالي التمويل لينخفض من 43,71 سنة 2012 ، ليصل الى 17,59 سنة 2016 .

- أما فيما يخص نسبة التمويل بالبيع الاجل الى التورق المصرفي فان هذه النسبة كانت منخفضة جدا سنة 2009 حيث قدرت بـ 2,92 بالمائة لترتفع مباشرة في السنة الموالية الى 41,44 % ، لتواصل الارتفاع لتصل الى أعلى نسبة لها سنة 2012 قدرت بـ 86,36 % ، لتعاود الانخفاض نسبيا في السنوات الموالية لتصل الى نسبة 23,41 سنة 2016 .

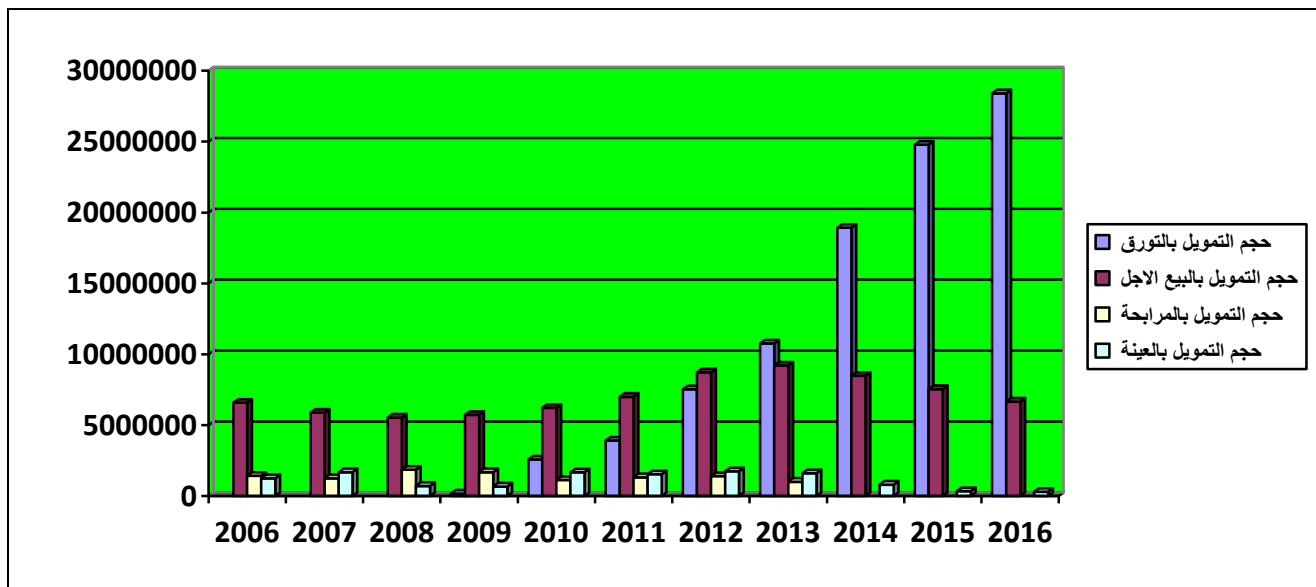
- من خلال ما سبق يمكن القول أن من مصرف اسلام ماليزيا يعتمد بدرجة كبيرة في عمليات التمويل على صيغتين رئيسيتين هما التمويل بالتورق و التمويل بالبيع الاجل حيث مثلت هاتين الصيغتين ما يفوق 90 % من حجم التمويل داخل المصرف خلال السنوات الثلاث الاخيرة من فترة الدراسة .
- بالنسبة للتمويل بالمراجحة : من خلال دراسة نتائج الدول السابق نجد ان حجم التمويل بالمراجحة في مصرف اسلام ماليزيا في تذبذب بين الارتفاع و الانخفاض الا اننا نميز بين مرحلتين ، المرحلة الاولى قبل اعتماد الية التمويل بالتورق ، حيث عرفت صيغة التمويل بالمراجحة نسب مرتفعة قدرت ب 13,79 – 12,36 – 17,67 خلال سنوات 2006-2007-2008 على التوالي ، و مع بداية اعتماد التمويل بالتورق المصرفي و هي المرحلة الثانية نلاحظ انخفاض في التمويل بالمراجحة حيث انخفض من نسبة 15,68 خلال سنة 2009 الى 9,12 في السنة التي تليها لتنخفض الى نسبة 4,45 خلال سنة 2016 .
- بالنسبة للتمويل بالعينة : هو الاخر عرفت نسب حجم التمويل بالعينة فترات ارتفاع و فترات انخفاض قبل و بعد اعتماد التمويل بالتورق المصرفي من طرف البنك الا انه و خلال السنوات الاخيرة عرف هذا النوع من التمويل انخفاض شديد خلال السنوات الخمس الاخيرة حيث قدرت نسبته سنة 2012 ب 8,67 % لتنخفض هذه النسبة الى 6,96 % في السنة الموالية لتواصل الانخفاض لتصل الى نسبة 0,76 % خلال سنة 2016 .

الشكل رقم 32 : مخطط بياني يوضح حجم التمويل بالاجارة و المضاربة الى نسبة حجم التمويل بالتورق



المصدر : من اعداد الطالب الاعتماد على بيانات الجدول رقم 15

الشكل رقم 33 : مخطط بياني يوضح نسب أنواع التمويل التجاري الى التمويل بالتورق



المصدر : من اعداد الطالب الاعتماد على بيانات الجدول رقم 16

الفصل الثالث : دراسة لنماذج مالية إسلامية مبتكرة بفعل الهندسة المالية الإسلامية .

الجدول رقم 16 : مقارنة حجم صيغ التمويل التجاري مع اجمالي التمويل و كذا التمويل بالتورق خلال فترة 2006-2016 (الوحدة 1000 رينجت ماليزي)

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	السنة
28.413.063	24.779.486	18.921.260	10.752.579	7.530.581	3.356.190	2.573.328	167.378	-	-	-	حجم التمويل بالتورق المصرفي
6.654.178	7.540.774	8.474.175	9.193.777	8.720.001	6.996.023	6.209.417	5.719.619	5.526.409	5.871.862	6.569.669	حجم التمويل بالبيع الآجل
% 17,59	% 21,56	% 28,14	% 39,84	% 43,71	% 50,70	% 50,55	% 53,40	% 52,84	% 59,38	% 63,71	نسبة التمويل بالبيع الآجل إلى إجمالي التمويل
% 23,41	% 30,43	% 44,78	% 85,50	% 86,36	% 47,97	% 41,44	% 2,92	-	-	-	نسبة التمويل بالتورق إلى التمويل بالبيع الآجل
1.684.609	1.847.525	1.451.035	1.000.832	1.403.165	1.316.853	1.120.380	1.680.071	1.848.075	1.248.975	1.422.832	حجم التمويل بالمراجعة
% 4,45	% 5,25	% 4,81	% 4,34	% 7,03	% 9,14	% 9,12	% 15,68	% 17,67	% 12,63	% 13,79	نسبة التمويل بالمراجعة إلى إجمالي التمويل
% 5,92	% 4,45	% 7,66	% 9,31	% 18,63	% 37,53	% 43,54	% 1003,75	-	-	-	نسبة التمويل بالمراجعة إلى التمويل بالتورق
289.272	339.794	797.589	1.606.105	1.730.606	1.532.028	1.675.229	662.701	708.527	1.683.055	1.254.298	حجم التمويل بالعينة
% 0,76	% 0,97	% 2,64	% 6,96	% 8,67	% 11,15	% 13,63	% 6,18	% 6,77	% 17,02	% 12,16	نسبة التمويل بالعينة إلى إجمالي التمويل
% 1,01	% 1,37	% 4,21	% 14,9	% 22,98	% 45,64	% 65,09	% 395,93	-	-	-	نسبة التمويل بالعينة إلى التمويل بالتورق

المصدر : من اعداد الطالب الاعتماد التقارير السنوية للمصرف خلال الفترة 2016/2006

ثانيا : دور و أهمية التورق في إدارة السيولة بمصرف اسلام ماليزيا

1. **وضعية السيولة في مصرف اسلام ماليزيا :** تعتبر السيولة مؤشراً هاماً للدلالة على قدرة المؤسسة المالية على

الوفاء بالتزاماتها القصيرة الأجل، والمحافظة على سمعتها الائتمانية ؛ ومن ثم البقاء والاستمرار في أداء عملياتها

المالية ومختلف أنشطتها . وتحظى السيولة باهتمام كبير من طرف المصارف الإسلامية ، ذلك أن نقص سيولتها

يمكن أن يعرضها لصعوبات في دفع ما يستحق عليها ، كما أن ارتفاع السيولة عن الحد المطلوب يؤثر على

ربحيتها . وفيما يلي، ندرس وضعية السيولة لمصرف إسلام ماليزيا ، وذلك من خلال النقاط الموالية

1.1 **المؤشرات المعتمدة في الدراسة :** سنعتمد في دراستنا لوضعية السيولة في مصرف إسلام ماليزيا على

مؤشرين للسيولة ، و هما نسبة النقدية الجاهزة إلى إجمالي الالتزامات و نسبة التداول ، حيث تضم النقدية

الجاهزة الأموال الحاضرة لدى المصرف ، والودائع لدى البنك المركزي والمؤسسات المالية الأخرى ، أما شبه

النقدية فتضم الأصول التي يتم تسيلها بالبيع مثلا للحصول على النقدية كالأوراق المالية.

نقدية جاهزة

نسبة النقدية الى الالتزامات =

إجمالي الالتزامات

شبه نقدية

نسبة التداول =

إجمالي الالتزامات

2.1 **وضعية السيولة في مصرف اسلام ماليزيا خلال فترة الدراسة :**

يمثل الجدول الموالي وضعية السيولة في مصرف اسلام ماليزيا خلال فترة الدراسة 2006-2016

الجدول رقم 17 : نسبة السيولة في مصرف اسلام ماليزيا خلال فترة الدراسة 2006-2016

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	السنة
4,063,268	2,978,315	3,269,127	3,728,658	1,695,442	3,846,942	2,862,281	8,430,872	10,134,055	6,144,171	2,866,488	نقدية جاهزة
51,620,033	46,788,752	42,560,160	39,567,404	35,755,356	25,846,798	27,294,378	18,896,319	13,267,338	12,885,952	11,651,114	شبه نقدية
55,683,301	49,767,067	45,829,287	42,836,531	37,450,798	29,693,790	30,156,659	27,327,191	23,401,396	19,030,123	14,517,602	اجمالي الاصول السائلة
51,297,346	45,734,014	42,098,659	39,507,157	34,351,183	29,425,547	27,837,198	25,968,651	22,250,474	18,076,963	14,886,724	اجمالي الالتزامات
% 7.87	% 6.51	% 7.76	% 9.43	% 4.93	13.07%	%10,28	% 32,46	% 45,54	% 33,98	% 19,25	نسبة النقدية الجاهزة الى الالتزامات
100.62	% 102.30	% 101.09	% 100.15	% 104.08	% 87.83	% 98.05	72.76%	% 59.62	% 71.46	% 78.26	نسبة التداول

المصدر : من اعداد الطالب بالاعتماد على ميزانية المصرف خلال سنوات 2006-2016

من خلال ماتم عرضه في الجدول السابق ، و الذي يمثل نسبة السيولة في مصرف اسلام ماليزيا يمكن استنتاج مايلي :

حيث يمكن التمييز بين فترتين ، الفترة الاولى 2006-2008 و هي فترة ما قبل اعتماد التمويل بالتورق في المصرف حيث عرفت نسبة النقدية الجاهزة الى الالتزامات نسب مرتفعة بلغت سنة 2008 حوالي 45,54 % و هي نسبة مرتفعة جدا ، اذ ان البنك يستطيع عند هذه النسبة تلبية نصف التزاماته اتجاه العملاء في حالة اذا ما قاموا بالتقدم لسحب مستحقاتهم في آن واحد .

الفترة الثانية و هي فترة ما بعد اعتماد التورق كآلية في التمويل ابتداء من سنة 2009 ، حيث كانت نسبة النقدية الجاهزة الى اجمالي الالتزامات في هذه السنة حوالي 32,46 % ، حيث نلاحظ انخفاض محسوس في نسبة السيولة مباشرة في أول سنة اعتماد التمويل بالتورق ضمن هيكله التمويل داخل البنك الاسلامي الماليزي لتواصل هذه النسبة الانخفاض حيث عرفت اقصى حدة لها في الانخفاض سنة 2012 اذ بلغت 4.93 % لتبقى منخفضة في السنوات الموالية تحت أقل من 10 % .

من خلال ماتم عرضه سابقا يمكن القول ان مصرف اسلام ماليزيا عرف فترة نقص في السيولة خاصة خلال السنوات الثلاث الاخيرة من فترة الدراسة و هذا الأمر يضعف من قدرة البنك على الوفاء بالتزاماته اتجاه العملاء عند الطلب .

3.1. دور التورق المصرفي في إدارة السيولة في مصرف اسلام ماليزيا :

بعد تناولنا لوضع السيولة في مصرف إسلام ماليزيا ، توصلنا إلى نتيجة مفادها أن البنك موضوع الدراسة يعاني نقص حاد في السيولة خاصة خلال السنوات الاخيرة من فترة الدراسة ، على اعتبار أن هذا الوضع كان احسن نوعا ما خلال فترة 2006-2009 ، وهذا يفسر على أن المصرف يقوم بتوظيف و استثمار جزء كبير من أمواله ، ودليل ذلك هو التنوع في استثمارات المصرف بين صيغ مشاركة وبيع وإجارة وغيرها من الأوراق المالية . و رغم هذا

التنوع في صيغ التمويل والاستثمار، إلا أنها لا تأخذ نفس الحظ من الاستخدام ، حيث نجد أن البيوع أكثر الصيغ المتعامل بها خلال السنوات الثلاث الأولى من فترة الدراسة ، ويأتي في مقدمتها البيع الآجل و المراجحة و العينة و التورق ، بالإضافة إلى الإجارة التي لم تختلف نسب استخدامها خلال سنوات الدراسة كثيرا.

إن هذا يدعونا للتساؤل فيما إذا كانت إحدى هذه الصيغ هي المتسبب في امتصاص سيولة المصرف، أو أنها تتسبب كلها و بنسب متفاوتة ، وللإجابة عن هذا التساؤل نورد الجدول التالي :

الجدول رقم 18: مقارنة نسب التمويل التجاري مع نسبة التمويل بالتورق المصرفي

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	السنوات
%75,11	%70,87	%62,83	%46,59	%37,75	%26,81	%20,94	%1,56	-	-	-	نسبة التورق الى اجمالي التمويل
% 17,59	% 21.56	% 28.14	% 39,84	% 43,71	% 50,70	% 50,55	% 53,40	% 52,84	% 59,38	% 63,71	نسبة البيع الاجل لى اجمالي التمويل
%0.56	%0.60	%0.72	%1,12	%1,19	%2,19	%2,81	%2,96	%2,61	%3,46	%3,11	نسبة الاجارة الى اجمالي التمويل
% 4,45	% 5.25	% 4.81	% 4,34	% 7,03	% 9,14	% 9,12	% 15,68	% 17,67	% 12,63	% 13,79	نسبة المراجعة الى اجمالي التمويل
% 0,76	% 0.97	% 2.64	% 6,96	% 8,67	% 11.15	% 13,63	% 6,18	% 6,77	% 17,02	% 12,16	نسبة بيع العينة الى اجمالي التمويل
-	-	-	-	-	0,041	%0,048	%0,05	%0,08	%0,18	%0,20	نسبة التمويل بالمضاربة الى اجمالي التمويل

المصدر : من اعداد الطالب بالاعتماد على بيانات الجدولين 15-16

الفصل الثالث : دراسة لنماذج مالية إسلامية مبتكرة بفعل الهندسة المالية الإسلامية .

من خلال مقارنة مختلف هذ النسب، نلاحظ أنه بدخول التمويل بالتورق المصرفي إلى هيكل صيغ التمويل والاستثمار في مصرف إسلام ماليزيا ، انخفضت نسبة التمويل بالمراجعة و انعدمت في التمويل بالاستصناع ، وهذا بافتراض أنه لا توجد عوامل أخرى أثرت عليها ، فيما بقيت نسبة التمويل بالمضاربة و الإجارة و البيع الآجل تقريبا عند نفس النسب .

و معرفة مدى مساهمة التمويل بالتورق في امتصاص سيولة المصرف ، نورد الجدول التالي حيث نفرض أن المصرف لم يتم بتوظيف الأموال في التورق ، ولا في أي نوع آخر من التوظيفات ، وقام بضمها إلى النقدية الجاهزة ، لنرى فيما إذا كان سيحسن من سيولة المصرف أو لا .

الجدول رقم 19 : مقارنة نسبة السيولة الى اجمالي الالتزامات بوجود التورق و بدونه

السنوات	نقدية جاهزة + تورق	اجمالي الالتزامات	نسبة النقدية الجاهزة و التورق الى اجمالي الالتزامات	نسبة النقدية الجاهزة دون تورق الى اجمالي الالتزامات	نسبة التداول
2009	8.598.250	25.968.651	33.11 %	32,46 %	72.76 %
2010	5.435.609	27.837.198	19.52 %	10,28 %	98.05 %
2011	7.203.132	29.425.547	24.47 %	13.07 %	87.83 %
2012	9.226.023	34.351.183	26.85 %	4.93 %	104.08 %
2013	14.481.237	39.507.157	36.65 %	9.43 %	100.15 %
2014	22.190.387	42.098.659	52.71 %	7.76 %	101.09 %
2015	27.767.801	45.734.014	60.71 %	6.51 %	102.30 %
2016	32.476.331	51,297,346	63.30 %	7.87 %	100.62 %

المصدر : من اعداد الطالب الاعتماد على ميزانيات المصرف لسنوات 2009-2016

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن نسب السيولة قد ارتفعت بإضافة حجم التورق إلى النقدية الجاهزة، هذا ما يعني أن التورق يساهم في إدارة جزء كبير من سيولة مصرف إسلام ماليزيا . بعد هذه الدراسة ، يمكننا القول أن التورق المصرفي يعتبر أداة هامة في إدارة السيولة الفائضة لدى المصارف الإسلامية ، وهو من بين الآليات التمويلية التي لا تتميز بتعقيد إجراءاتها، لذا تلجأ إليه معظم المصارف الإسلامية في تصريف فائض السيولة

ثالثا : التقييم الشرعي للتورق المصرفي في مصرف إسلام ماليزيا

تعتبر مطابقة المنتج المالي لأحكام الشريعة الإسلامية ، وخلوه من المحاذير التي تدخله ضمن دائرة المعاملات المحرمة ، الأساس الذي يميز منتجات الهندسة المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية . من هذا المنطلق ، فإنه من المهم إجراء تقييم شرعي لمنتج التورق المصرفي المطبق في مصرف إسلام ماليزيا ، لمعرفة مدى مصداقيته من الناحية الشرعية ، و للوصول إلى ذلك سيتم بحث النقاط التالية :

أولا : قرار الهيئة الشرعية في مصرف إسلام ماليزيا .

1. قرار الهيئة الشرعية للبنك المركزي الماليزي : يعتبر البنك المركزي الماليزي الهيئة العليا في الجهاز المصرفي الماليزي حيث يقوم بدور الرقيب والمشرّف على أنشطة مختلف المؤسسات المصرفية سواء كانت تقليدية أو إسلامية. لقد قامت هيئة الرقابة الشرعية للبنك المركزي الماليزي بإصدار فتوى بجواز بيع التورق الذي تجرّبه المصارف الإسلامية العاملة بما في اجتماعها ال 51 بتاريخ 28 جويلية 2005 ، وقد جاءت هذه الفتوى استناداً إلى أن آيات القرآن الكريم ، أباحت البيع دون الربا ، وعملا بالقاعدة الفقهية التي تفيد بأن الأصل في المعاملات الإباحة ، و يستثنى من هذه القاعدة المعاملات التي ورد دليل بعدم جوازها.¹

2. قرار هيئة الرقابة الشرعية بمصرف اسلام ماليزيا : يضم مصرف إسلام ماليزيا هيئة للرقابة الشرعية تضم

مجموعة من الفقهاء، حيث يتم تعيينها من قبل الجمعية العمومية للمصرف .تشرف هذه الهيئة على تطوير

¹ Bank Negara Malaysia October 2010, **Shariah Resolutions In Islamic Finance**, Bank Negara Malaysia, 2nd edition , p : 95.

المنتجات التمويلية والاستثمارية التي تتفق وضوابط الشريعة الإسلامية ، والقيام بمراجعة مختلف العقود ، وإصدار الفتوى والحكم الشرعي بشأن ما يستجد خلال ممارسة مختلف أنشطته وهذا قبل قيام المصرف بتنفيذها، إضافة إلى التأكد وبصفة دورية من مطابقة معاملات المصرف وفق أحكام الشريعة الإسلامية ، وفي ضمن حدود الفتاوى الصادرة عن الهيئة. و استناداً للقرار الصادر من قبل هيئة الرقابة الشرعية للبنك المركزي الماليزي حول بيع التورق، فقد أصدرت هيئة الرقابة الشرعية لمصرف إسلام ماليزيا قراراً شرعياً يفيد بأن التمويل وفق صيغة التورق المصرفي يجوز شرعاً، باعتباره- حسب قرار الهيئة - يوافق ضوابط المعاملات المالية في الاقتصاد الإسلامي، وقد بدأ رسمياً العمل به من قبل المصرف سنة 2009 .

ثانيا : قرارات المجامع الفقهية :

1. قرار المجمع الفقهي الاسلامي : جاء في قرار مجلس المجمع الفقهي الإسلامي سنة 1998 أن بيع التورق الفقهي جائز شرعاً ، حيث يقوم على شراء سلعة في حوزة البائع وملكه، بثمن مؤجل، ثم يبيعها المشتري لغير البائع للحصول على النقد (الورق) . وقد اشترط المجمع أن لا يبيع المشتري السلعة بثمن أقل مما اشتراها به ، و إلا وقع في بيع العينة و الربا . و جاءت هذه الفتوى باعتبار أن الأصل في البيوع الحل، ولأن الحاجة داعية له¹ . لقد جاء هذا القرار مبيحاً لنوع من التورق وهو التورق الفقهي أو الحقيقي الذي لا تشوبه الصورية، حيث تقع السلعة تحت ضمان البائع بما أنه المالك، لبيعها المشتري منه لطرف آخر وبثمن لا يقل عن ثمن البيع الأول ، ويحصل بذلك على الأموال التي يحتاجها.

2. قرار مجلس المجمع الفقهي الاسلامي سنة 2003 : جاء في قرار مجلس المجمع الفقهي الإسلامي سنة 2003 أن التورق الذي تجرّبه المصارف؛ والذي يقوم على "بيع سلعة من غير الذهب و الفضة من أسواق السلع العالمية على المستورق بثمن آجل ، مع التزام المصرف ببيع السلعة على مشتر آخر بثمن حاضر ، وتسليم الثمن

¹ قرار مجمع الفقه الاسلامي ، برابطة العالم الاسلامي في دورته الخامسة عشر المنعقدة بمكة المكرمة حول حكم التورق في 1998/10/31 .

للبيع" ، غير جائز من الناحية الشرعية، و حكم التورق المصري كما جاء في قرار المجمع الفقهي الإسلامي برابطة العالم الإسلامي في دورته السابعة عشر حول التورق المصري (مجلس المجمع الفقهي 2003) : نص القرار : إن مجلس المجمع الفقهي الإسلامي لرابطة العالم الإسلامي في دورته السابعة عشرة المنعقدة بمكة المكرمة في الفترة من 19-23 /10/1424 هـ الذي يوافق 13-17/12/2003 ، قد نظر في موضوع ، «التورق كما تجرّبه بعض المصارف في الوقت الحاضر» ، وبعد الاستماع إلى الأبحاث المقدمة حول الموضوع ، و المناقشات التي دارت حوله، تبين للمجلس أن التورق الذي تجرّبه بعض المصارف في الوقت الحاضر هو قيام المصرف بعمل نمطي يتم فيه ترتيب بيع سلعة (ليست من الذهب أو الفضة)، من أسواق السلع العالمية أو غيرها، على المستورق بثمن آجل، على أن يلتزم المصرف إما بشرط في العقد أو بحكم العرف والعادة بأن ينوب عنه في بيعها على مشتر آخر بثمن حاضر، وتسليم ثمنها للمستورق، وبعد النظر والدراسة، قرر مجلس المجمع ما يلي:

أ- عدم جواز التورق الذي سبق توصيفه في التمهيد للأمور الآتية:

- ان التزام البائع في عقد التورق بالوكالة في بيع السلعة لمشتري آخر أو ترتيب من يشتريها يجعلها شبيهة بالعينة الممنوعة شرعاً ، سواء أكان الالتزام مشروطاً صراحة أم بحكم العرف والعادة المتبعة.
- إن هذه المعاملة تؤدي في كثير من الحالات إلى الإخلال بشروط القبض الشرعي اللازم لصحة المعاملة.
- إن واقع هذه المعاملة يقوم على منح تمويل نقدي بزيادة لما سمي بالمستورق فيها من المصارف في معاملات البيع والشراء التي تجري منه، والتي هي صورية في معظم أحوالها، هدف المصرف من إجرائها أن تعود عليه بزيادة على ما قدم من تمويل، وهذه المعاملة غير التورق الحقيقي المعروف عند الفقهاء... وهذا يختلف عن التورق الحقيقي الذي أجاز في دورته المنعقدة في 1998 ، والذي يقوم على وجود قبض

حقيقي للسلعة ودخولها في ضمانه، ويقوم ببيعها بعد ذلك لحاجته الخاصة، ولا يعتبر الفرق بين الثمنين زيادة مقابل التمويل المقدم مثل ما يحدث في التورق المصرفي.

ب- يوصي مجلس المجمع جميع المصارف بتجنب المعاملات المحرمة، امتثالاً لأمر الله تعالى، كما أن المجلس إذ يقدر جهود المصارف الإسلامية في إنقاذ الأمة الإسلامية من بلوى الربا، فإنه يوصي بأن تستخدم لذلك المعاملات الحقيقية المشروعة من دون اللجوء إلى معاملات صورية تؤول إلى كونها تمويلاً محضاً بزيادة ترجع إلى الممول .

3. قرار مجلس المجمع الفقهي الاسلامي لسنة 2009 .

جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي سنة 2009 أن التورقين المنظم والعكسي لا يجوزان ، باعتبار أن فيهما تحايلاً من الطرفين لتحصيل النقد بأكثر منه وهو عين الربا . من خلال عرض مختلف آراء الجامع الفقهية الصادرة حول التمويل بالتورق الذي تقوم به المصارف الإسلامية ، تبين أنها تقول بجرمة هذا النوع من البيوع باعتبار أنه مجرد وسيلة يتم من خلالها توسيط السلع للحصول على الأموال في الوقت الحالي ، مقابل مال أكثر منه في وقت مستقبلي، وهذا الفرق بين الثمنين يمثل الربا المحرم بالكتاب والسنة.

رابعا : التقييم الشرعي و أثره على الكفاءة الاقتصادية .

لقد جاءت قرارات الجامع الفقهية مؤكدة على أن التورق المصرفي لا يحقق المصادقية الشرعية ، نظراً لما له من آثار اقتصادية ، وخدمة مصلحة طرف على حساب طرف آخر؛ وهذا ما جعله يصنف ضمن الحيل التي تعتمدها بعض المصارف الإسلامية .

فعلى عكس البيع الذي يهدف إلى الربح، نجد أن التورق ذريعة لتحصيل النقد، لأن المتورق لا يريد الانتفاع من السلعة لا بالاستهلاك ولا بالاستثمار، وبهذا تكون الزيادة للأجل المفروضة عليه دون مقابل ؛ وهو الأمر الذي ينزل

بالتورق منزلة الربا ، ويجعله أسوأ من الربا لتحمل المتورق تكاليف البيع والشراء والقبض والحيازة ؛ والنتيجة أن التورق ليس بالوسيلة الكفؤة للحصول على السيولة.

وباعتبار أن الأصل أن يكون التمويل تابعاً للمبادلات الاقتصادية التي يمكن من خلالها تغطية تكاليف التمويل، وهو ما قصده الشريعة من وجوب ربط التمويل بالتبادل، ولكن التورق يقلب القاعدة ويجعل المبادلات تابعة للتمويل ليصبح الهدف منها سداد تكاليف التمويل وخدمة الديون ؛ والنتيجة أن لا وجود لأي فرق بين النظام الإسلامي والنظام الربوي.

وبالتالي وبعد دراسة التورق المصرفي المنظم الذي يجريه المصرف الإسلامي الماليزي توصلنا الى بعض النتائج التالية :

✓ إن عملية التورق المصرفي المنظم هي صورة من صور بيع العينة، وبيع العينة بيع ربوي، والجمهور على تحريم العينة ، والحيلة الموجود في بيع العينة التي من أجلها حرّم الشارع قد وُجدت جلية في التورق المصرفي بسبب وجود التواطؤ التعاقدية بين البنك الإسلامي والمتورق، وهو تواطؤ على النقد الحلال بنقد أجل أكثر منه.

✓ إن التورق المصرفي أكثر كلفة من الفائدة التي تفرضها البنوك الربوية، ومن الصور الأخرى لبيع العينة، ذلك أن الفائدة في الفوائد الربوية تكون محددة بناء على مؤشر عالمي ، وهي قريبة منها في العينة، ينما نجد في التورق المصرفي مجموعة تكاليف تفوق بوضوح تكلفة الفائدة أو العينة، فهي مجموعة عقود متداخلة وملزمة، وهي عقد المراجعة التي تساوي فائدته الفائدة الربوية حيث تقاس به، وأحياناً تفوقه ، وتكاليف عقد الوكالة والسماسة ومذكرة التفاهم والعقود الأخرى.

✓ إن التورق المصرفي ليس بديلاً للتمويل النقدي القرض بفائدة وإنما هو شبيه به، ومثيل له، وهو استبدال الذي هو أدنى بالذي هو خير وهو يشكل ردة للتمويل الإسلامي عن مساره وصيغته السليمة القائمة على قاعدة

حقيقية من الزيادة من إنتاج الطيبات وتداولها إلى الربا ومبادلة نقد حال بنقد آجل مع الزيادة، وهو ما يجعل مسوغ قيام المصارف الإسلامية المتمثل في تجنب الربا غير قائم كونها آلت إليه.

✓ إن ثمة فرقا جوهريا بين تكلفة السيولة وبين اعتبار الزمن في الثمن، فتكلفة السيولة يراد بها الزيادة في الدين مقابل نقد حاضر، وهي زيادة لا يقابله ما ينتفع به المدين، وتؤدي إلى استفحال المديونية والاستيلاء على ثروة المدين، ولهذا حرمها الشارع لأنها من الظلم، أما اعتبار الأجل في الثمن الذي ذكره الفقهاء، فهو زيادة الثمن في البيع وليس في مبادلة نقد بنقد.

✓ إن السلع التي يتم تداولها في التورق المصرفي إما أنها مجرد عقود على أوراق جاهزة، وأن صور الشهادات مجرد صور ترسل إلى هنا وهناك، تكون غالبا في حوزة السمسار، وإما أنها سلع موجودة في المخازن تكون غير صالحة تجرى عليها عمليات المراجعة المتكررة، وإما أنها موجودة في المخازن غير أنها موجودة فقط لإجراء عمليات المراجعة.

خامسا : الآثار الاقتصادية للتورق المصرفي المنظم :

يترتب على الأخذ بصيغة التورق المصرفي المنظم عددا من الآثار الايجابية و السلبية نوردتها فيما يلي :

1. الآثار الايجابية للتورق المصرفي المنظم : إن من أبرز الآثار الايجابية للتورق المصرفي كما يراها مؤيدو هذا النوع من التمويل ما يلي :

☞ يعتبر التورق المصرفي بديل شرعي للتمويل الربوي القائم في المصارف التقليدية كما يتيح للمصارف مرونة أكبر في إدارة مواردها .

☞ تلبية حاجيات الافراد من السيولة في وقت قصير ، و تكاليف أقل بالنسبة لغيره من البدائل الاخرى المطبقة في المصرف الاسلامية .

☞ يعتبر التورق المصرفي أداة من أدوات التمويل قصير الأجل التي تحتاجها المصارف الاسلامية ، مما يؤدي الى زيادة كفاءتها في إستغلال مواردها ، و بالتالي رفع معدل ربحيتها .

﴿ يؤدي التورق المصرفي الى زيادة السيولة ، و رواج السلع التي تكون محل عملية تورق .

﴿ إن التورق المصرفي يفتح مجالات واسعة للمصارف الاسلامية لتمويل عدد من المشاريع ذات المخاطر العالية

دون الدخول كشريك فيها ، و هو ما يسهل من عملية إدارة المخاطر التي تعد الوظيفة الرئيسية للمصرف .

﴿ يعتبر التورق المصرفي أحد الوسائل التي تمكن الافراد من تسديد ديونهم لدى المصارف التقليدية و بذلك

يتخلصون من أثر الربا الذي سبق و أن وقعوا فيه .

2. الآثار السلبية للتورق المصرفي : يترتب على التورق المصرفي العديد من الآثار السلبية سواء على المصارف

الاسلامية ، و حتي على الاقتصاد ككل و نبين ذلك فيمايلي :

1.2. الأثر على المصارف الاسلامية : يترتب على هذا النوع من التمويل عدة آثار سلبية مباشرة و غير مباشرة

على مسيرة المصارف الاسلامية ، و مستقبلها و أهدافها و دورها في المجتمعات الاسلامية عن تحقيق

أهدافها.

1.1.2 ابتعاد المصارف الاسلامية عن تحقيق أهدافها : حيث أن أساس نشأة المصارف الاسلامية ، و مربر

وجودها و سند مشروعيتها ، دعوتها الى تجميع المدخرات من المسلمين ، و توجيهها للاستثمار بصيغ شرعية تسهم في

تحقيق التقدم و النمو الاقتصادي ، و ليس القيام بدور الوساطة المالية التي توفر السيولة للمتعاملين معها ،

فاستخدامها لآلية التورق المصرفي يعد تحولاً رئيساً عن طبيعة عملها ، حيث ينحصر دورها في تقديم السيولة النقدية ،

و تحقيق مكاسب من خلال ذلك فهي تتاجر بحاجة الناس لسيولة و تحقق عوائد مرتفعة عبر آليات شكلية وهمية

معقدة ، و مماثلة للتمويلات الربوية في المصارف التقليدية.

2.1.2 الأرباح المبالغ فيها : تستطيع المصارف الاسلامية عند تمويلها للغير بأسلوب التورق المصرفي الحصول على

معدلات ربح أعلى من معدلات القرض بالفائدة لأن المصارف التقليدية عند القرض تتحدث عن الفائدة و تربطها

بسعر الفائدة العالمي ، لكن عند التورق تبحث عن الربح لأن التورق بيع و عندئذ تخلصت معدلات الربح من رقابة البنك المركزي .

3.1.2. عدم الحاجة مستقبلا لعقود و أدوات التمويل الإسلامية : لا ننكر الجهود الكبيرة التي تبذل لتوجيه المصارف الإسلامية الى الاستثمار الذي يحقق التنمية للمجتمع من خلال توجيه التمويل الى الصيغ الإسلامية التي تؤدي الى ذلك مثل المضاربات و المشاركات و الاستصناع و الاجارة و بدرجة اقل المراجعة و في تبني المصارف الإسلامية للتورق المصرفي كصيغة تمويل بدبلة او مسابدة فانها ستقضي بقصد او بدونه على كل صيغ الاستثمار الحقيقي الذي يعد من أهم و اكبر اهداف المصارف الإسلامية .

4.1.2. انتهاء الحاجة الى ابتكار وسائل و صيغ تمويل اسلامية مستقبلا : ان استخدام المصارف و المؤسسات المالية السالامية للتورق المصرفي لن يقضي على وسائل التمويل الإسلامية فحسب بل ينهي تماما الحاجة الى ابتكار و تطوير وسائل و صيغ تمويل اسلامية التي تقوم على المشاركة في الغنم و الغرم و تساعد في تحقيق التنمية .

5.1.2. التشكيك في سلامة المنهج الاسلامي : إن التورق المصرفي المنظم يعد من أكبر الأساليب التي تدعم المشككين في جدوى وسائل التمويل الإسلامي ، فباستخدام هذه الألية للتمويل المشابهة بدرجة كبيرة للتمويل التقليدي الربوي ، و التخلي عن صيغ التمويل الإسلامي ، ينعدم الفرق الرئيسي بين تلك المصارف و نظيرتها التقليدية .

6.1.2. الدخول في باب الحيل : إن عملية التورق المصرفي المنظم كما تم تبيانه سابقا ، لا يعدو كونه حيلة محرمة للحصول على النقد في الحال مقابل دفع نقد أكثر منه مؤجلا ، و هذا معناه دخول المصرف الذي يجري هذه المعاملة و العملاء في باب الحيل المحرمة ، بل قال الكثير من العلماء أن التحايل على المحرم اشد حرمة من إرتكابه مباشرة .

2.2. الآثار على الاقتصاد الكلي : ينتج عن تطبيق و انتشار التعامل بالتورق المصرفي عدة آثار سلبية مباشرة و غير مباشرة على الاقتصاد الكلي نذكر منها .

1.2.2. تشجيع خروج رؤوس الاموال الوطني للاسواق الخارجية : حيث ان معظم السلع المستخدمة في تمويل التورق المصرفي هي عبارة عن معادن و سلع دولية التي لها بورصات عالمية وهذا الامر من شأنه ان يساهم في خروج رؤوس الاموال من الدول الاسلامية و توجيهها الى الاسواق الدولية و حرمان الاسواق المحلية من الاستفادة منها .

3.2. الآثار المترتبة على المتغيرات الرئيسة للنشاط الاقتصادي :

1.3.2. الأثر على الاستثمار : حيث ان التورق المصرفي لا يؤدي الى تكوين لرأس مال حقيقي ، و ذلك أن السلع التي تتعامل بواسطتها ليست من قبيل السلع الرأسمالية التي تساهم في زيادة الطاقة الانتاجية ، و من ثم رفع معدلات النمو الاقتصادي ، و يظهر الأثر السلبي للتورق على الاستثمار ، من خلال ارتفاع معدل التورق الذي يفوق معدل الربح المتوقع من الاستثمار الحقيقي ، و بالتالي يعمل عمل الفائدة في حال ارتفاعه في الحد من الاتجاه نحو الاستثمار .

2.3.2. الأثر على النشاط الانتاجي : حيث أنه و في ظل انتشار التمويل القائم على التورق المصرفي سيتجه الافراد نحو اشباع حاجياتهم الحالية على حساب المستقبلية ، و هذا يؤدي الى انحراف النشاط الانتاجي لتلبية الطلبات المتزايدة جراء السلع الكمالية نظرا لارتفاع الطلب عليها ، و من ثم ارتفاع أسعارها .

3.3.2. تشجيع الانفاق الاستهلاكي : إن إمكانية التمويل و إتاحتها للأفراد بشكل ميسر ، و دون تعقيد يجعلهم يقدمون على الاستهلاك غير العقلاني لتلبية رغباتهم اللامنتهية ، مما يزيد حتما في نفقاتهم مما يؤدي بهم الى التدين و العجز عن القضاء .

4.3.2. الأثر على الادخار : إن المجتمع الذي يسود فيه التورق المصرفي لن يكون مهياً للادخار ، و ذلك لانتشار النمط الاستهلاكي كما تم تبيانه سابقا ، و هذا الامر له عدة آثار سلبية على الاقتصاد القومي ، ذلك أن الدورة الاقتصادية تعتمد بالدرجة الأولى على المدخرات لتمويل الاستثمار .

5.3.2. الأثر على التضخم : يعتبر التضخم ظاهرة سلبية فهو يعبر عن عدم التوازن بين العرض و الطلب النقدي المتداول ، و حجم السلع و الخدمات المتوفرة فالمصارف الاسلامية تساهم في ارتفاع معدلات التضخم في الاقتصاد ، من خلال عمليات التورق بسبب ارتفاع عدد الصفقات المعقودة على عدد محدود من السلع ، و كذا زيادة القدرة الشرائية لدى الافراد التي يوفرها لهم هذا النوع من التمويل عن حجم الانتاج الحقيقي .

5.3.2. إلغاء وظيفة التمويل في الاقتصاد : من المعلوم أن دور التمويل في الاقتصاد بحسب الضوابط الشرعية أن يكون تابعا للمبادلات الاقتصادية ، لكن التورق المصرفي لا يلغي هذا الدور فحسب بل يعكس المهمة بحيث تصبح المبادلات تابعة للتمويل ، و أن تكلفة التمويل لا يمكن الوفاء بها من خلال النشاط الاقتصادي الحقيقي الذي لا وجود له في عمليات التورق المصرفي ، و هنا يتحول دور التمويل من خدمة الاقتصاد و دعم المبادلات و رفع مستوى المعيشة ، الى عبء على الافراد ، و بالتالي على المجتمع في محاولة لسداد تكاليفه و خدمة ديونه .

6.3.2. الأثر على تداول السلع : إن تداول السلع المترتبة على التورق المصرفي المنظم ليس من قبيل التداول الذي يعود بالنفع على المتعاملين أو الاقتصاد ككل ، لأن السلع ليست مقصودة لغرض الانتفاع بها ، بل هي مجرد وساطة شكلية ، فتداول السلع محل التورق لعدة مرات يؤدي الى نشوء سوق مغلقة لهذه السلع ، إذ يقتصر التعامل بها على المصرف و التاجر المتعامل معه فقط ، و بذلك لا تجد طريقها الفعلي الى السوق .

المبحث الثاني : نموذج الاجارة المنتهية بالتمليك بالبنك الاردني الاسلامي

المطلب الأول : مدخل عام للإجارة المنتهية بالتمليك

المطلب الثاني : تجربة الاجارة المنتهية بالتمليك في بنك الاردن الاسلامي

المطلب الثالث : التقييم الاقتصادي و الشرعي لنموذج الاجارة المنتهية بالتمليك في بنك الاردن

المطلب الاول :مدخل للاجارة المنتهية بالتمليك

أولاً : الإجارة ، مشروعيتها ، أركانها و سماتها :

أ - في اللغة : ذكر صاحب لسان العرب أن الأجر هو الجزاء على العمل والجمع أجور والإجارة من أجر يأجر وهو ما أعطيت من أجر في عمل والأجر الثواب ، وقد أجره الله يأجره ويأجره أجرًا وآجره الله إيجاراً وأجر الرجل تصدق وطلب الأجر¹ ، وذكر صاحب القاموس المحيط الجزاء على العمل كالاجارة ، والأجره : الكراء ، وأجرته فأجرني : صار أجيري²

ب - اصطلاحاً : تباينت تعريفات الفقهاء للإجارة في اللفظ مع اتفاقها بالمعنى فالإجارة عند فقهاء الحنفية : هي عقد على المنافع بعوض³ ، أما الإجارة عند المالكية فهي تمليك منافع شيء مباحة مدة معلومة بعوض⁴ ، وفقهاء الشافعية عرفوا الإجارة بعقد على منفعة مقصود معلومة قابلة للبدل والإباحة بعوض معلوم⁵ ، وأما تعريف الإجارة

¹ ابن منظور ، محمد بن مكرم بن علي ، لسان العرب ، دار صادر ، بيروت ، ط1 ، ج4 ، بدون تاريخ ، ص10

² الفيروز آبادي ، محمد بن يعقوب ، 1978 ، القاموس المحيط ، الهيئة المصرية العامة للكتاب ، ط3 ، ج1 ، ص359

³ السرخسي ، محمد بن أبي سهل ، 2000 ، المبسوط ، تحقيق خليل محي الدين الميس ، دار الفكر ، بيروت ، ط1 ، ج15 ، ص135

⁴ الدردير ، أبو البركات سيدي أحمد ، الشرح الكبير ، تحقيق محمد عليش ، دار الفكر ، بيروت ، ج2 ، بدون تاريخ ، ص2

⁵ الشربيني ، محمد الخطيب ، مغني المحتاج إلى معرفة المنهاج ، دار الفكر ، بيروت ، ج2 ، بدون تاريخ ، ص332

عند فقهاء الحنابلة فهي عقد على منفعة مباحة ، مدة معلومة ، من عين معلومة، أو موصوفة في الذمة ، أو عمل بعوض معلوم¹ .

ويلاحظ أن تعريف فقهاء الحنابلة هو الأدق من وجهة نظر الباحث ، فهذا التعريف تضمن تعريفات الفقهاء السابقة ، مضيفا إليها بعض الشروط اللازمة لعقد الإجارة ، من معلومية الأجرة والعين المؤجرة ومدة الإجارة ، كما ميز هذا التعريف بين الإجارة الموصوفة في الذمة وبين إجارة الأعيان والأشخاص .
وتقسم الإجارة إلى قسمين من حيث محلها كما يلي² :

- **إجارة منفعة الأعيان** : وهي التي ترد على الأعيان ، بأن يتم دفع عين مملوكة لمن يستخدمها مقابل عوض معلوم ، ويمكن أن تتم الإجارة على نوعين من الأعيان:
- **الأعيان المنقولة** : مثل وسائل النقل والملابس وغيرها .
- **الأعيان الثابتة** : مثل العقارات والأراضي .
- **إجارة العمل** : وهي التي تعقد على أداء عمل معلوم مقابل اجر معلوم ، وهذا النوع يتخذ صورتين حسب نوعية الأجير وهما :
- **أجير خاص** : وهو الذي يعمل لشخص أو مؤسسة باجرة محددة لمدة معلومة ، ولا يجوز له العمل عند آخرين إلا بإذن مستأجره ، والأجير الخاص يستحق الأجر على المدة لا على العمل مثل موظف الحكومة .
- **الأجير المشترك** : وهو الذي يعمل لعامة الناس ، ولحسابه الخاص ، ولا يجوز لمن استأجره أن يمنعه عم العمل لغيره مثل الخياط .

2 . **مشروعية الإجارة** : الإجارة مشروعة في القرآن والسنة النبوية المطهرة وإجماع الفقهاء وتوضيح ذلك كما يلي :

الأدلة من القرآن الكريم على مشروعية الإجارة نذكر منها :

¹ البهوتي ، منصور بن يونس ، 1996، شرح منتهى الإيرادات ، عالم الكتب ، بيروت ، ج2، ص241
² علي ، أحمد شعبان ، 2010 ، البنوك الإسلامية في مواجهة الأزمات العالمية ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، ط1، ص 120 - 121

قال تعالى: " فَأَنْطَلَقًا حَتَّى إِذَا أَتَيْتُمُ أَهْلَ قَرْيَةٍ اسْتَطَعْتُمْ أَهْلَهَا فَبِئْسَ أَهْلًا فَبُيِّنُوا أَنَّ يُضَيِّقُوهَا فَوَجَدَا فِيهَا جِدَارًا يُرِيدُ أَنْ يَنْقَضَ فَأَقَامَهُ قَالَ لَوْ شِئْتَ لَاتَّخَذْتَ عَلَيْهِ أَجْرًا " ¹ .

قال تعالى: " فَجَاءَتْهُ إِحْدَاهُمَا تَمْشِي عَلَى اسْتِحْيَاءٍ قَالَتْ إِنَّ أَبِي يَدْعُوكَ لِيَجْزِيَكَ أَجْرَ مَا سَقَيْتَ لَنَا فَلَمَّا جَاءَهُ وَقَصَّ عَلَيْهِ الْقِصَصَ قَالَ لَا تَخَفْ نَبَوْتُ مِنَ الْقَوْمِ الظَّالِمِينَ (25) قَالَتْ إِحْدَاهُمَا يَا أَبَتِ اسْتَأْجِرْهُ إِنَّ خَيْرَ مَنِ اسْتَأْجَرْتَ الْقَوِيُّ الْأَمِينُ (26) قَالَ إِنِّي أُرِيدُ أَنْ أَنْكِحَكَ إِحْدَى ابْنَتَيَّ هَاتَيْنِ عَلَى أَنْ تَأْجُرَنِي تَمَائِي حِجْحٍ فَإِنْ أْتَمَمْتَ عَشْرًا فَمِنْ عِنْدِكَ وَمَا أُرِيدُ أَنْ أَشُقَّ عَلَيْكَ سَتَجِدُنِي إِنْ شَاءَ اللَّهُ مِنَ الصَّالِحِينَ (27) " ² .

السنة النبوية الشريفة ، قال عليه الصلاة والسلام : " لا يساوم الرجل على سوم أخيه ولا يخطب على خطبة أخيه ولا تناجشوا ولا تبايعوا بإلقاء الحجر ومن استأجر أحيرا فليعلمه أجره " ³ ، وأيضا ما رواه ابن عباس رضي الله عنه : "أن النبي صلى الله عليه و سلم احتجهم وأعطى الحجام أجره " ⁴

الإجماع : فقد أجمعت الأمة الإسلامية على مشروعية الإجارة من زمن سيدنا محمد عليه الصلاة والسلام إلى يومنا هذا ، فقد قال الإمام الشافعي في كتابه الأم : " فمضت بها السنة وعمل بها غير واحد من أصحاب رسول الله صلى الله عليه وسلم ولا يختلف أهل العلم ببلدنا علمناه في إيجارها وعوام فقهاء الأمصار " ⁵ .

والحكمة من مشروعية الإجارة ، أنها وسيلة هامة للتيسير على الناس تمكنهم من الحصول على منافع أعيان لا يستطيعون على تملكها .

¹ (سورة الكهف آية 77)

² (سورة القصص آية 25-27)

³ البيهقي ، احمد بن الحسين بن علي ، 1994 سنن البيهقي الكبرى ، تحقيق محمد عبد القادر عطا ، مكتبة دار البار ، مكة المكرمة ، ج6 ، ص120

⁴ البخاري ، محمد بن إسماعيل أبو عبد الله ، 1987 الجامع الصحيح المختصر ، تحقيق د مصطفى ذيب البغا ، دار ابن كثير ، بيروت ، ط3 ، ج5 ، ص2154

⁵ الشافعي ، أبي عبد الله محمد بن إدريس ، 1983 ، الأم ، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع ، بيروت ، ط2 ، ج4 ، ص26

ومن هنا فليس فالمقصود الحديث عن الإجارة كما يراها الفقهاء القدامى ، وإنما القصد هو الكلام عن الإجارة المنتهية بالتملك ، حيث أنها آخذة في الانتشار والتوسع في المؤسسات المالية والمصارف الإسلامية أو على المستوى الفردي .

3. أركان الإجارة : هناك أركان رئيسية لعقد الإجارة وهي كما يلي¹ :

أ. **العاقدان** : وهما أطراف العقد المؤجر والمستأجر ويشترط فيهما أهلية إجراء العقود مثل العقل والبلوغ .

ب. **الصيغة** : وهي ارتباط الإيجاب بالقبول ، وهذه الصيغة يجب أن تكون بلفظ الإجارة ، كأن يقول أجزتكم هذا

البيت لمدة شهر مقابل 150 دينار ، فيقول المستأجر ، قبلت

ت. **المعقود عليه** : (الأجرة والمنفعة) فالأجرة : وهي المقصودة من عقد الإجارة ، سواء منفعة عين مثل البيت ،

أو منفعة آدمي مثل استئجار خياط لحياطة ثوب ، أما المنفعة فيشترط عدة شروط مثل أن تكون مباحة مع

القدرة على التسليم ، وان تكون معلومة وإمكانية الحصول عليها .

4. سمات الإجارة (الإيجار أو الأجر) : يجب أن تتوافر بها عدة سمات حتى تستطيع المصارف الإسلامية التعامل

بها ، من هذه السمات² :

➤ أن الأجر يمثل المقابل الذي يدفع مقابل منفعة العين المستأجرة ، وهذا عكس البيع حيث يدفع الثمن لتملك

العين ، إضافة إلى الاختلاف عن الإجارة حيث لا يدفع مقابلها أي شيء .

➤ يجب عدم ضمان العين المستأجرة من الهلاك ، لأنها تعتبر أمانة في يد المستأجر ، إلا في حالة التعدي أو

التقصير .

➤ يجب أن تكون الأجرة محددة ومعروفة مسبقا ، بحيث لا يحدث أي خلاف حولها ، كما يجب أن تكون

مدة الإجارة محددة بالضبط بحيث تنتهي الإجارة بانتهائه .

¹ العجلوني محمد محمود ، 2010 ، البنوك الإسلامية ، دار المسيرة للنشر والتوزيع ، عمان ، ط2 ، ص ، 262

² خلف فليح حسن ، 2006 ، البنوك الإسلامية ، جدارا للكتاب العالمي ، عمان ، ط1 ، ص 393

ثانيا : أنواع الإجارة في البنوك الإسلامية

تستخدم البنوك الإسلامية أسلوبين من أساليب التأجير هما: الإجارة التشغيلية ، والإجارة المنتهية بالتملك ، مع الإشارة إلى أن الفقه تناول موضوع الإجارة بشكل عام دون التفرقة بين الإجارة التشغيلية ، والإجارة المنتهية بالتملك ، بالتالي فإن كلا النوعين يخضعان شرعا لأحكام الإجارة، وإن اختلف الفقهاء المعاصرون حول إجازة وكيفية التعاقد بأسلوب الإجارة المنتهية بالتملك .

1. الإجارة التشغيلية¹ :

1.1. مفهوم الإجارة التشغيلية : وتتمثل بان يقوم البنك بشراء أصول تكون قابلة للتأجير ، ثم يتمك تأجيرها لجهات أخرى للانتفاع بها لفترة محددة وإيجار يتم الاتفاق عليه ، وعادة تكون هذه الأصول مرتفعة القيمة بحيث يعجز المستأجر عن اقتنائها أو تحتاج إلى وقت طويل لإنتاجها مثل : السفن والطائرات والمعدات الثقيلة والأجهزة الطبية ، ووسائل النقل ، وعادة تكون مدة الإجارة لهذا النوع قصيرة نسبيا ، كما يتم تحميل المستأجر نفقات الصيانة والتأمين ودفع الضرائب .

ويعرفها المعيار المحاسبي الإسلامي رقم 8 بأنها : الإجارة التي لا يسبقها وعد بالتملك فهي إجارة لا تنتهي بتملك المستأجر الموجودات المؤجرة² .

2.1. الخطوات العملية للإجارة التشغيلية في المصارف الإسلامية : تمر الإجارة التشغيلية بالخطوات التالية³ :

أ. يقوم البنك بشراء الأصول بغرض تأجيرها ، بعد أن يكون قد قام بدراسة السوق .

¹ عريقات حربي محمد ، 2010 ، إدارة البنوك الإسلامية ، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان ، ط1 ، ص 197

² معايير المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية 2004 ، صادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ، البحرين ، المعيار المحاسبي الإسلامي رقم 8 ، ص 268،304

³ علي أحمد شعبان ، 2010 ، البنوك الإسلامية ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، ط1 ، ص 202

ب. يقوم البنك بالبحث عن مستأجرين ، ثم يتم التفاوض مع المستأجرين المحتملين حتى يتم التوصل إلى إتفاق مع أحد المستأجرين .

ت. يتم توقيع عقد الإيجار مع المستأجر بناء على الشروط المتفق عليها مع البنك ، وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية .

ث. يعاد الأصل في نهاية المدة إلى البنك من قبل المستأجر الأول ، ثم يعاود البنك البحث عن مستأجر جديد ، والشكل التالي يوضح ذلك :

2. **الإجارة المنتهية بالتمليك** : تعد الإجارة المنتهية بالتمليك من أهم الأدوات التمويلية المستخدمة في المصارف الإسلامية ، فيها يتم تلبية ما يحتاجه العملاء من أصول وعقارات ، دون الحاجة إلى شرائها ، أو دفع كامل ثمنها دفعة واحدة .

1.2. **مفهوم الإجارة المنتهية بالتمليك** : وهي أن يقوم البنك بتأجير عين كسيارة إلى شخص مدة معينة بأجرة معلومة قد تزيد عن أجرة المثل ، على أن يملكه إياها بعد انتهاء المدة ودفع أقساط الأجرة بعقد جديد، فهي تشبه بيع التقسيط من حيث المقصد الذاتي للمتعاقدين والنتيجة¹ . كما تعرف على أنها عقد بين طرفين يؤجر فيه أحدهما لآخر سلعة معينة مقابل أجرة معينة يدفعها المستأجر على أقساط خلال مدة محددة ، تنتقل بعدها ملكية السلعة للمستأجر عند سداده لآخر قسط بعقد جديد² ، وهناك تعريف آخر وهي : الاستئجار الذي لا يتضمن خدمات صيانة ولا يمكن إلغاؤه من قبل المستأجر الذي يستهلك قيمة المعدات

¹ . شبير محمد عثمان ، 2001 ، المعاملات المالية المعاصرة ، دار النفائس للنشر والتوزيع ، عمان ، ط4 ، ص326

² . الحافي خالد بن عبد الله ، 1421هـ ، الإجارة المنتهية بالتمليك في ضوء الفقه الإسلامي ، ط2 ، ص60

- بأكملها ، أي أن الإقساط التي يدفعها المستأجر تساوي مجمل قيمة المعدات المستأجرة¹ . ومن جملة التعريفات للإجارة المنتهية بالتملك ، يتبين لنا عدة خصائص لهذا النوع من التمويل نذكر منها ما يلي :
- الإجارة المنتهية بالتملك تتطلب الإطفاء لكامل قيمة الأصل ، أو جزء منه خلال فترة سريان العقد ، أي كامل دفعات الإجارة ستغطي كامل أو جزء من تكاليف الأصل .
 - يتحمل المستأجر بعض النفقات ، مثل نفقات الصيانة التشغيلية ، أما نفقات بقاء المنفعة فتقع على المؤجر ، كما يتحمل المؤجر الضرائب وإقساط التأمين للأصل المؤجر خلال فترة سريان العقد ، لأنه لا يزال المالك للأصل .
 - عقد الإجارة المنتهية بالتملك من العقود اللازمة ، لا يستقل احد الطرفين بإتمامه قبل المدة المتفق عليها ، بمعنى أنه لا يحق لأي من الطرفين إنهاء العقد بإرادة منفردة ، ولكن يجوز فسخ العقد رضا الطرفين .
 - الهدف الرئيسي للإجارة المنتهية بالتملك هي تملك الأصل من قبل المستأجر علما بأنه محيرا بين تملك الأصل وإعادته للمؤجر .

2.2. الخطوات العملية للإجارة المنتهية بالتملك في البنوك الإسلامية : تمر الإجارة المنتهية بالتملك بالخطوات

التالية² :

- أ. يقدم العميل طلب استئجار أصل معين للبنك ، بعد أن يكون البنك قد اشتراه ، كما يحدد العميل مدة الاستئجار .
- ب. يدرس البنك الطلب وإذا وافق البنك على طلب العميل يعلمه بالموافقة والشروط التي سيتم التأجير عليها .

¹ حموي فواز صالوم ، 2005 ، مشكلات الاستئجار التمويلي وأثرها في عملية اتخاذ القرار التمويلي الأمثل في تنفيذ الاستثمارات ، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانون ، مجلد 21 ، ع1 ، ص226

² شبيب ، محمد عثمان ، 2001 ، المعاملات المالية المعاصرة ، دار النفائس للنشر والتوزيع ، عمان ، الطبعة الرابعة ، ص 328

ت. يتم توقيع عقد الإيجار بين البنك والعميل وفق الشروط المتفق عليها ، مع التوقيع على وعد من البنك للعميل بتمليكه الأصل المستأجر بنهاية المدة .

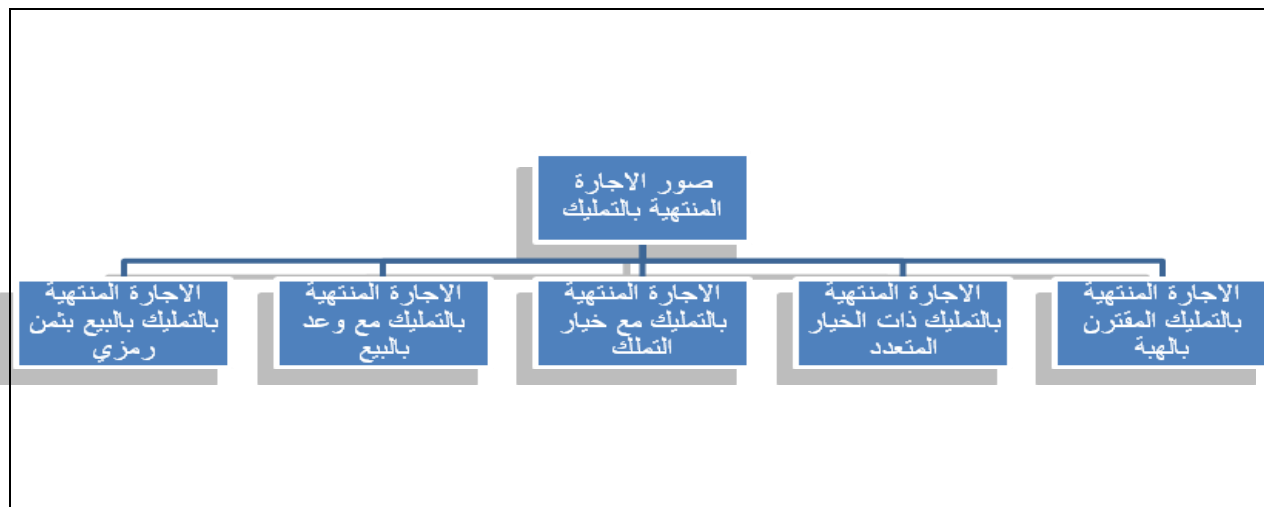
ث. يتنازل البنكاإسلامي في نهاية المدة عن ملكية الأصل للمستأجر إذا التزم بشروط العقد . ويرى الباحث أن الإجارة المنتهية بالتمليك وفق ما تم بيانه ، هي من قبيل أعمال الوساطة المالية ، حيث يؤجر البنك الإسلامي الأصل للمستأجر ، محققا من ذلك عائدا مقابل تأجير هذا الأصل ، مضافا إليه الإرباح التي تتحقق للبنك ، هذا مع العلم بان الإجارة التشغيلية قد تتيح للمؤجر أرباح أعلى من عملية الإجارة المنتهية بالتمليك ، لان الأصل يؤجر عدة مرات .

3.2. صور الإجارة المنتهية بالتمليك : تنوعت هذه الصور في الواقع العملي ، مع ملاحظة أن ملكية العين

المؤجرة تعود في نهاية عقد الإجارة إلى المستأجر بإحدى الطرق التي يتفق عليها الطرفين ، ولهذا العقد صور متعددة والشكل التالي يوضح جزءا من هذه الصور .

الشكل الموالي يوضح صور الإجارة المنتهية بالتمليك.

الشكل رقم 34 : مخطط بياني يوضح صور الاجارة المنتهية بالتمليك



المصدر : من اعداد الطالب بالاعتماد على عدة مصادر

وفيما يلي شرح مبسط لهذه الصور¹ :

- الإجارة المنتهية بالتملك المقترنة بالهبة : وفي هذه الصورة يتم إبرام عقد الإجارة ، مع التزام المالك (البنك الإسلامي) بحبة الأصل المستأجر إلى المستأجر ، بعقد مستقل ، وبمجرد أن يفي المستأجر بكافة التزاماته بسداد آخر قسط² ، وتكون الأقساط عالية بحيث تمكن البنك الإسلامي من استرداد أمواله زائد العائد المتفق عليه³ .

- الإجارة المنتهية بالتملك ذات الخيار المتعدد ، حيث يكون لمستأجر الأصل عدة خيارات في نهاية مدة الإجارة هي : تمديد عقد الإجارة في ضوء الأسعار السائدة في ذلك الحين ، رد العين المؤجرة إلى البنك الإسلامي ، تملك العين المستأجرة .

- الإجارة المنتهية بالتملك مع خيار التملك : وفي هذه الصورة يكون خيار لمستأجر الأصل بتملك الأصل خلال مدة الإجارة أو في نهايتها بعقد جديد ، وبسعر جديد .

- الإجارة المنتهية بالتملك مع وعد البيع : وفي هذه الصورة يبدأ استئجار الأصل مقترنا بوعد بيع الأصل المستأجر في نهاية المدة إذا رغب المستأجر بذلك ومن ثم يتم إبرام عقد البيع لاحقاً ، إما بسعر السوق أو بسعر محدد مسبقاً ومتفق عليه .

- الإجارة المنتهية بالتملك بالبيع بثمن رمزي : وفي هذه الصورة يكون عقد إجارة ابتداء يتحول في نهاية مدة الإجارة ليصبح عقد بيع بثمن رمزي ، مقابل التزام المستأجر بسداد كافة الأقساط للإيجاريه طوال مدة العقد .

¹السلامي محمد المختار ، 2000، الإيجار المنتهي بالتملك وصكوك التأجير ، مجلة مجمع الفقه الإسلامي ، جدة ، الدورة 12، ص 8-13

²حنفي عبد الغفار ، 2004، التأجير التمويلي ، الدار الجامعية للطباعة والنشر ، الإسكندرية ، ص 76

³قحف ، مندر ، الإجارة المنتهية بالتملك وصكوك الأعيان المؤجرة ، بحث منشور على الانترنت ، موقع إسلام أون لاين ، ص 9

ويرى الباحث أن كل نوع من الأنواع السابقة الإجارة المنتهية بالتملك يحقق هدف كل من المؤجر باستثمار أمواله وتحقيق العائد الذي يرغبه ، وهدف المستأجر باستخدام الأصل ، وربما امتلاكه في نهاية مدة الإجارة .

ومهما كانت صورة التملك إلا أن هناك قواعد يجب على البنك المؤجر الالتزام بها وهي كما يلي¹ :

➤ الوعد بالتملك ملزم لمن صدر منه ، ويجب أن يقتصر الوعد الملزم على طرف واحد ، أما الطرف الآخر

فيكون مخيراً ، تجنباً للمواعدة الملزمة للطرفين الممنوعة ، لأنها حينئذ في حكم الوعد .

➤ في جميع حالات التملك عن طريق الوعد بالهبة أو بالبيع ، لا بد من إبرام عقد التملك بصيغة جديدة عند

تنفيذ الوعد ، ولا تنقل ملكية العين تلقائياً بمجرد وثيقة الوعد الأولى .

➤ في حال اقتران عقد الإجارة بعقد هبة معلق على شرط سداد جميع الأقساط للإيجار ، وذلك بوثيقة منفصلة

، تنتقل ملكية العين للمستأجر إذا تحقق الشرط دون الحاجة لأي إجراء تعاقدي آخر ، أما إذا تخلف

المستأجر عن السداد ولو بقسط واحد فلا تنتقل له الملكية ، لعدم تحقق الشرط .

➤ إذا كانت العين المؤجرة مشتراة من المستأجر قبل إجارتها إليها إجارة منتهية بالتملك فلا بد لتجنب عقد العينة

من مضي مدة تتغير فيها العين المؤجرة أو قيمتها ما بين عقد الإجارة وموعد بيعها إلى المستأجر .

➤ يجب تطبيق أحكام الإجارة المنتهية بالتملك ، وهي التي يصدر فيها وعد من المؤجر بتملك المستأجر العين

المؤجرة ، ولا يصح أي مخالفة لتلك الأحكام بحجة أن العين اشترت بناء على وعد من المستأجر بالتملك ،

أو أنها ستؤول إليه ، أو أنه ملتزم بأقساط تزيد عن أجرة المثل وتشبه أقساط البيع ، أو أن القوانين الوضعية

والفكر المصري التقليدي يعتبرها بيعاً بالأقساط مع تأخر الملكية .

➤ لا يجوز التملك بإبرام عقد البيع مضافاً إلى المستقبل مع إبرام عقد الإجارة .

¹ المعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ، البحرين ، 2004 ، ص 120 - 121

➤ إذا هلك العين المؤجرة أو تعذر استمرار عقد الإجارة إلى نهاية مدته من دون تسبب من المستأجر في الحالتين ، فإنه يرجع إلأجرة المثل ، ويرد إلى المستأجر الفرق بين أجرة المثل والأجرة المحددة في العقد إذا كانت أكثر من أجرة المثل ، وذلك دفعا لضرر عن المستأجر الذي رضي بزيادة الأجرة عن أجرة المثل في مقابلة الوعد له في نهاية مدة الإجارة .

المطلب الثاني : تجربة الإجارة المنتهية بالتمليك في بنك الأردن الاسلامي

أولا : التعريف بالبنك الاسلامي الأردني و مكانته في القطاع المصرفي الأردني.

1- نشأة البنك الإسلامي الأردني و أهدافه : تأسس البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار، (كشركة مساهمة عامة محدودة) في 1978 /10/28 لممارسة الأعمال التمويلية والمصرفية والاستثمارية طبقاً لأحكام الشريعة الإسلامية الغراء، واعتبر بذلك أول مصرف إسلامي في الساحة الأردنية، بموجب القانون الخاص بالبنك الإسلامي الأردني رقم (13) لسنة 1978م⁽¹⁾ ، وتم إلغاء القانون المذكور، واستبدل بفصل خاص بالبنوك الإسلامية ضمن قانون البنوك رقم (28) لسنة 2000م و أصبح ساري المفعول اعتباراً من تاريخ 2000/8/2م⁽²⁾.

باشر الفرع الأول للبنك عمله في 1979/9/22 م برأسمال مدفوع لم يتجاوز المليون دينار أردني من رأس ماله المصرح به البالغ أربعة ملايين دينار أردني ، وقد أصبح رأسماله (100) مليون دينار أردني (أي حوالي 141 مليون دولار أمريكي) وذلك بعد أخذ موافقة مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية المعتمدة يوم 2009/8/26⁽³⁾.

يسعى البنك الاسلامي الأردني إلى تحقيق عدة أهداف، أهمها⁽¹⁾:

¹ البنك الاسلامي الأردني 1978 " قانون البنك الاسلامي الأردني"، ص 2.
² موسى شحادة (2-3 / 2010/3) "تجربة البنك الاسلامي الأردني"، ورقة مقدمة للملتقى الاستثمار والتمويل الاسلامي في الشرق الأوسط المنعقد في مركز الملك حسين بن طلال للمؤتمرات- البحر الميت، عمان، الأردن ، ص 2.
³ موسى شحادة: "تجربة البنك الاسلامي الأردني"، مرجع سابق، ص 2.

- توسيع نطاق تعامل الجمهور مع القطاع المصرفي عن طريق الخدمات المصرفية غير الربوية، مع الاهتمام بإدخال الخدمات الهادفة لإحياء صور التكافل الاجتماعي المنظم على أساس المنفعة المشتركة.
- تطوير وسائل اجتذاب الأموال و المدخرات و توجيهها نحو المشاركة في الاستثمار بالأسلوب المصرفي غير الربوي.
- توفير التمويل اللازم لسد احتياجات القطاعات المختلفة، و لاسيما تلك القطاعات البعيدة عن إمكان الاستفادة من التسهيلات المصرفية المرتبطة بالفائدة.

يتضح فيما تقدم شمول الأهداف بحيث تغطي احتياجات وحدات العجز وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.

- 2- الأعمال و الخدمات التي يقدمها البنك:** يقدم البنك خدماته المصرفية والاستثمارية والتمويلية من خلال فروعها البالغة (62 فرعاً و 13 مكتباً) ⁽²⁾ ، والمنتشرة في جميع أنحاء المملكة الأردنية الهاشمية، كما يقدم خدمات الصراف الآلي والتي يبلغ عددها في الفروع والمرافق العامة في جميع أنحاء الأردن (84) جهازاً، و يمكننا إجمال أهم الأعمال التي يقدمها البنك فيما يلي ⁽³⁾:

- قبول الودائع النقدية في حسابات مختلفة سواء في حسابات ائتمان او حسابات استثمار مشترك أو حسابات استثمار مخصص.
- اصدار سندات مقارضة مشتركة او سندات مقارضة مخصصة او انشاء محافظ استثمارية او صناديق استثمارية.
- أعمال التمويل والاستثمار القائمة على غير أساس الفائدة
- ممارسة الأعمال المصرفية الأخرى.

¹ البنك الإسلامي الأردني: " قانون البنك الإسلامي الأردني ، ص 8.

² موسى شحادة: "تجربة البنك الإسلامي الأردني"، مرجع سابق، ص 18.

³ موسى شحادة: "تجربة البنك الإسلامي الأردني"، مرجع سابق، ص 07.

- القيام بدور الوصي المختار.

- القيام بدور الوكيل الأمين في مجال الخدمات الاجتماعية.

4- حصة وترتيب البنك في السوق المصرفية الأردنية: تتبوأ أعمال البنك منذ عام 1989، المرتبة الثالثة بين

البنوك العاملة داخل الأردن، البالغ عددها (23) بنكاً في نهاية عام 2009. وفيما يلي بيان بتطور حصة

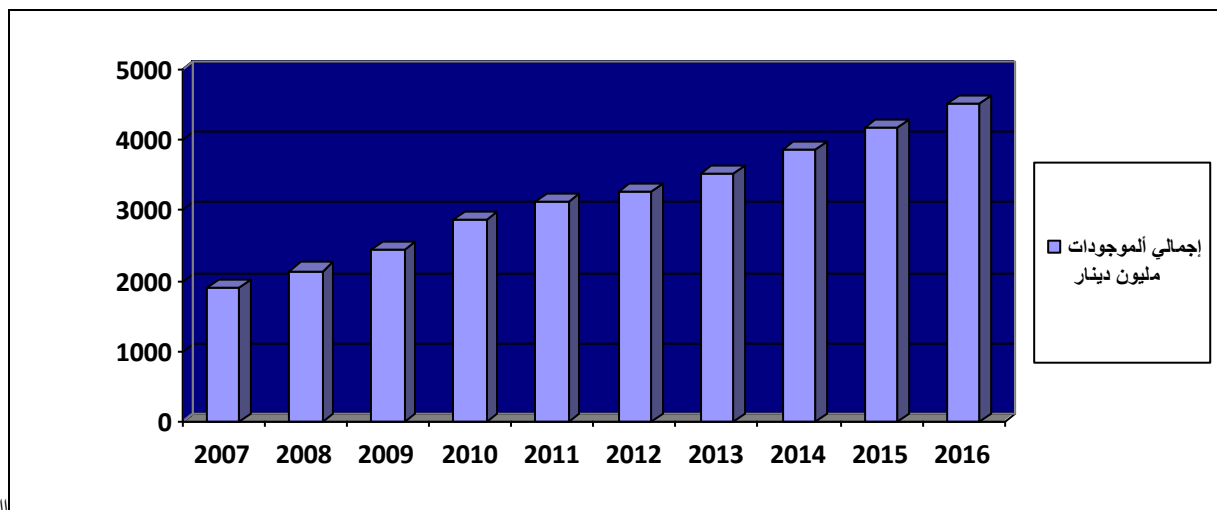
البنك وترتيبه في السوق المصرفية داخل الأردن:

جدول رقم 20 : تطور حصة البنك وترتيبه في السوق المصرفية الأردنية.

مجموع ارصدة التمويل والاستثمار لدى مصرفنا / مجموع التسهيلات الائتمانية المباشرة للبنوك العاملة داخل الاردن		مجموع ارصدة الاوعية الادخارية لدى مصرفنا / مجموع ودائع العملاء لدى البنوك العاملة داخل الاردن		مجموع الموجودات لدى مصرفنا / مجموع موجودات البنوك العاملة داخل الاردن		السنة
النسبة	الترتيب	النسبة	الترتيب	النسبة	الترتيب	
1.3%	13	1.6%	13	1.4%	13	1980
8.9%	3	7.9%	3	6.0%	3	1990
13.4%	3	9.1%	3	6.4%	4	2000
11.3%	3	10.5%	3	7.4%	3	2005
11.7%	-	10.8%	-	7.7%	-	2009

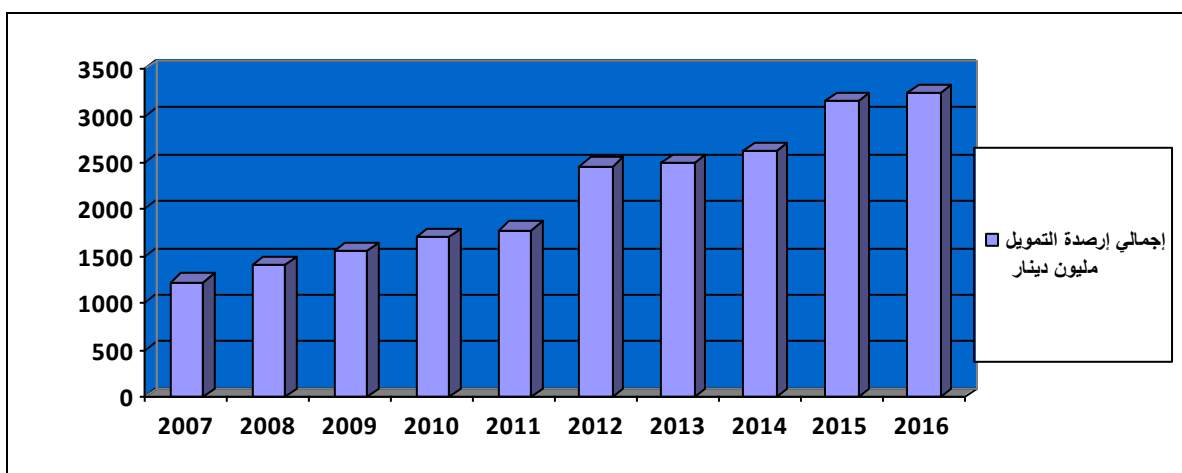
المصدر: موسى شحادة، نفس المرجع، ص 27.

الشكل رقم 35: تطور إجمالي الموجودات في البنك الإسلامي الأردني بالمليون دينار أردني



المصدر : من اعداد الطالب بالاعتماد على التقارير المالية لبنك الاردن الاسلامي

الشكل رقم 36 : تطور إجمالي أرصدة التمويل و الاستثمار في البنك الإسلامي الأردني بالمليون دينار



المصدر : من اعداد الطالب بالاعتماد على التقارير المالية لبنك الاردن الاسلامي

ثانيا : صيغ التمويل المعتمدة في البنك الإسلامي الأردني

1. عقود المُرَابحة :

- المُرَابحة : هي بيع السلعة بمثل الثمن الذي اشتراها به البائع مع زيادة ربح معلوم متفق عليه، بنسبة من الثمن أو

مبلغ مقطوع وهو أحد بيوع الأمانة التي يعتمد فيها على بيان ثمن الشراء أو التكلفة.

- المرابحة للآمر بالشراء : هي بيع البنك إلى عميله (الأمر بالشراء) سلعة بزيادة محددة على ثمنها أو تكلفتها بعد تحديد تلك الزيادة (ربح المراجعة) ويسمى بالمرابحة المصرفية.

• يقوم البنك بتطبيق مبدأ الإلزام بالوعد في عقود المراجعة للآمر بالشراء وبما ينسجم مع المعايير اللصادة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

• يتم إثبات إيرادات البيوع المؤجلة (التي يُسدد ثمنها دفعة واحدة تستحق بعد الفترة المالية الحالية أو يُسدد ثمنها على أقساط تُدفع على فترات مالية مُتعددة لاحقة) بتوزيعها على الفترات المالية المستقبلية لفترة الأجل بحيث يُخصص لكل فترة مالية نصيبها من الأرباح بغض النظر عما إذا تم التسديد نقداً أم لا.

• يتم إثبات ذمم البيوع المؤجلة عند حدوثها بقيمتها الإسمية ويتم قياسها في نهاية الفترة المالية على أساس صافي القيمة النقدية المتوقع تحقيقها

2. عقود الإستصناع :

- الإستصناع : هو عقد بيع بين المستصنع (المشتري) و الصانع (البائع)، بحيث يقوم الثاني - بناء على طلب من الأول - بصناعة سلعة موصوفة (المصنوع) أو الحصول عليها عند أجل التسليم على أن تكون مادة الصنع و/أو تكلفة العمل من الصانع، وذلك في مقابل الثمن الذي يتفقان عليه وعلى كيفية سداده؛ حالاً عند التعاقد أو مقسماً أو مؤجلاً.

- الإستصناع الموازي : هو عبارة عن إبرام عقدين منفصلين أحدهما مع العميل يكون فيه البنك صانعاً ، والآخر مع الصانع (المقاول) يكون فيه البنك مستصنعاً ويتحقق الربح عن طريق اختلاف الثمن في العقدين والغالب أن يكون أحدهما حالاً (مع الصانع) والثاني مؤجلاً (مع العميل).

- تشمل تكاليف الإستصناع التكاليف المباشرة و التكاليف غير المباشرة لأنشطة الإستصناع التي يمكن تخصيصها على أسس موضوعية لعقود بعينها ، و لا يدخل في هذه التكاليف المصروفات الإدارية و العمومية و التسويقية و تكاليف البحوث و التطوير .
- يتم اثبات تكاليف الإستصناع التي تحدث في الفترة المالية وكذلك تكاليف ما قبل التعاقد في حساب إستصناع تحت التنفيذ (في الإستصناع) أو في حساب تكاليف الإستصناع (في الإستصناع الموازي) .
- في حال عدم قيام المستصنع (المشتري) بدفع الثمن المتفق عليه بأكمله و الإتفاق على التسديد على دفعات أثناء تنفيذ العقد أو بعد إتمام تنفيذ العقد يتم إثبات أرباح مؤجلة و حسمها من رصيد حساب ذمم الإستصناع في المركز المالي للبنك سواء كانت الطريقة المتبعة في إثبات إيرادات الإستصناع هي طريقة نسبة الإتمام أو طريقة العقود التامة و يتم توزيع الأرباح المؤجلة على السنوات المالية المستقبلية بحيث يخصص لكل سنة مالية نصيبها من الأرباح بغض النظر عما إذا تم التسديد نقدًا أم لا .
- تظهر عقود الإستصناع بقيمة المبالغ المدفوعة من قبل البنك منذ نشوء التعاقد، و تظهر عقود الإستصناع الموازي بصافي القيمة التعاقدية، و يؤخذ أي تدني في القيمة عن القيمة النقدية المتوقع تحقيقها إلى بيان الدخل .
- يتم إثبات أي تكاليف إضافية يدفعها البنك في عقود الإستصناع الموازي نتيجة الإخلال بشروط الإلتزامات التعاقدية كخسائر في بيان الدخل و لا تدخل في قياس حساب تكاليف الإستصناع .
- في حال إحتفاظ البنك بالمصنوع لأي سبب كان يتم قياس هذه الموجودات بالقيمة النقدية المتوقع تحقيقها أو بالتكلفة أيهما أقل و يتم إثبات الفرق إن وجد كخسارة في بيان الدخل في الفترة المالية التي تحققت فيها .

3. موجودات مُتاحة للبيع الآجل:

- هي الموجودات التي يقوم البنك باقتنائها بهدف بيعها بيعًا آجلًا (بالتقسيط)، ويسمى بيع تلك الموجودات ببيع المساومة مع التقسيط ، وذلك لتميزها عن بيع المراجعة للآمر بالشراء.
- يتم إثبات الموجودات المتاحة للبيع الآجل عند التعاقد بالتكلفة ويتم قياسها على أساس التكلفة (قيمة الشراء وأية مصروفات مُباشرة مُتعلقة بالاقتناء).
- يتم تقييم الموجودات المتاحة للبيع الآجل في نهاية الفترة المالية بقيمتها العادلة ويُقاس مبلغ التغيير الناتج عن التقييم -إن وُجد - على أساس الفرق بين القيمة الدفترية مُقارنة بالقيمة العادلة ويتم إثبات الأرباح (الخسائر) غير المحققة في حساب إحتياطي القيمة العادلة.
- يتم إثبات الأرباح في عمليات البيع الآجل وفقًا لمبدأ الاستحقاق مُوزعة على الفترات المالية لمدة العقد وتُسجل أرباح السنوات القادمة في حساب إيرادات البيوع المؤجلة.
- يتم تسجيل ذمم البيع الآجل عند التعاقد بقيمتها الإسمية (المتعاقد عليها).

4. التمويل بالمُشاركة : هو تقديم البنك والعميل المال بنسب متساوية أو متفاوتة من أجل إنشاء مشروع جديد أو

- المساهمة في مشروع قائم ، بحيث يصبح كل واحد منهما ممتلكًا حصة في رأس المال بصفة ثابتة أو متناقصة ومستحقة لنصيبه من الأرباح . و تقسم الخسارة على قدر حصة كل شريك في رأس المال . و تقسم إلى المشاركة الثابتة و المشاركة المتناقصة المنتهية بالتملك .

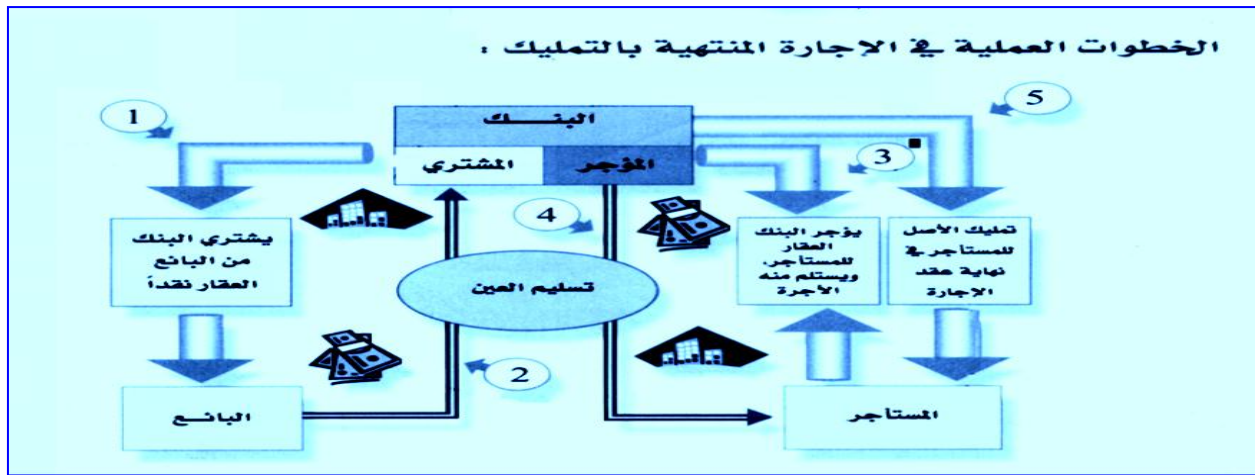
وعلى الرغم من أهمية الإجارة المنتهية بالتملك ، إلا أن استخدام هذه الصيغة التمويلية ، لم تتفق مع هذه الأهمية قد يكون ذلك بسبب عدم الانتباه إلى أهمية هذه الصيغة ، أو توجه نحو بعض الصيغ التمويلية الأخرى وعلى رأسها

صيغة المراجعة ، التي تتميز بقصر أجل التمويل على عكس التمويل بالإجارة التي تحتاج إلى وقت متوسط أو طويل الأجل ، أضف إلى ذلك أن صيغة الإجارة المنتهية بالتمليك بحاجة إلى خبرات قد لا تتوفر في المصارف الإسلامية في شراء الأصول المعدة للإجارة ، وقد تجد المصارف الإسلامية صعوبات في تخزين مثل هذه الأصول.¹

ثالثاً : آلية التمويل بصيغة الإجارة المنتهية بالتمليك في البنك الإسلامي الأردني .

من خلال الشكل الموالي ، نستنتج أنّ آلية تطبيق صيغة الإجارة المنتهية بالتمليك ، تتمثل فيما يلي :

الشكل رقم 37 : الخطوات العملية لإجارة المنتهية بالتمليك



المصدر : محمد عبد الحليم عمر ، 1998 ، "التأجير التمويلي من منظور إسلامي" ، ورقة مقدمة الى الحلقة النقاشية السابعة مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي ، مصر .

✓ يقوم البنك الإسلامي المؤجر بشراء أصول ثابتة من بائع معين ، محددة بطلب من العميل

المستأجر .

✓ يستلم البنك الأصول أو العين قيد الإيجار من البائع ويملكها .

✓ يقوم البنك الإسلامي بتأجير هذه الأصول إلى العميل .

✓ تحسب الدفعات الإيجارية على فترة التعاقد وتأخذ بعين الاعتبار ثمن الشراء وقيمة الأصل ، و

هامش الربح المناسب .

¹ . دنيا ، شوقي أحمد ، الإجارة المنتهية بالتمليك ، مجمع الفقه الإسلامي ، الدورة 12 ، ص 567-591

✓ يبقى البنك الإسلامي مالكا للأصول المؤجرة طيلة فترة الإيجار، حتى تمام سداد أقساط الإجارة ثم تنتقل الملكية للعميل .

ومهما كانت صورة التملك إلا أن هناك قواعد يجب على البنك المؤجر الالتزام بها وهي كما يلي¹ :

➤ الوعد بالتمليك ملزم لمن صدر منه ، ويجب أن يقتصر الوعد الملزم على طرف واحد ، أما الطرف الآخر فيكون مخيرا ، تجنبا للمواعدة الملزمة للطرفين الممنوعة ، لأنها حينئذ في حكم الوعد .

➤ في جميع حالات التملك عن طريق الوعد بالهبة أو بالبيع ، لا بد من إبرام عقد التملك بصيغة جديدة عند تنفيذ الوعد ، ولا تنقل ملكية العين تلقائيا بمجرد وثيقة الوعد الأولى .

➤ في حال اقتران عقد الإجارة بعقد هبة معلق على شرط سداد جميع الأقساط الإيجارية ، وذلك بوثيقة منفصلة ، تنتقل ملكية العين للمستأجر إذا تحقق الشرط دون الحاجة لأي إجراء تعاقدي آخر ، أما إذا تخلف المستأجر عن السداد ولو بقسط واحد فلا تنتقل له الملكية ، لعدم تحقق الشرط .

➤ إذا كانت العين المؤجرة مشتراة من المستأجر قبل إجارتها إليه إجارة منتهية بالتمليك فلا بد لتجنب عقد العينة من مضي مدة تتغير فيها العين المؤجرة أو قيمتها ما بين عقد الإجارة وموعد بيعها إلى المستأجر .

➤ يجب تطبيق أحكام الإجارة المنتهية بالتمليك ، وهي التي يصدر فيها وعد من المؤجر بتمليك المستأجر العين المؤجرة ، ولا يصح أي مخالفة لتلك الأحكام بحجة أن العين اشترت بناء على وعد من المستأجر بالتملك ، أو أنها ستؤول إليه ، أو أنه ملتزم بأقساط تزيد عن أجرة المثل وتشبه أقساط البيع ، أو أن القوانين الوضعية والفكر المصرفي التقليدي يعتبرها بيعا بالأقساط مع تأخر الملكية .

¹ المعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ، البحرين ، 2004 ، ص 120 - 121

- لا يجوز التملك بإبرام عقد البيع مضافاً إلى المستقبل مع إبرام عقد الإجارة .
- إذا هلك العين المؤجرة أو تعذر استمرار عقد الإجارة إلى نهاية مدته من دون تسبب من المستأجر في الحالتين ، فإنه يرجع إلى أجره المثل ، ويرد إلى المستأجر الفرق بين أجره المثل والأجرة المحددة في العقد إذا كانت أكثر من أجره المثل ، وذلك دفعا لضرر عن المستأجر الذي رضي بزيادة الأجرة عن أجره المثل في مقابلة الوعد له في نهاية مدة الإجارة .

المطلب الثالث: التقييم الاقتصادي ، و الشرعي للاجارة المنتهية بالتمليك في البنك الاسلامي
الأردني

أولا: التقييم الاقتصادي للاجارة المنتهية بالتمليك في بنك الأردن الاسلامي .

1. حجم التمويل بصيغة الاجارة المنتهية بالتمليك خلال الفترة 2007-2016

تعتبر صيغة الاجارة المنتهية بالتمليك من بين أهم الصيغ المعتمدة في التمويل داخل البنك الاسلامي الاردني و بتتبع تطورات هذه الصيغة التمويلية خلال الفترة 2007 -2016 ، يمكن القول :

- بداية الفترة أي في سنة 2007 ، بلغ حجم التمويل بهذه الصيغة 4930625 دينار في مقابل ما يعادل 1225000000 دينار ، رصيد مخصص للاستثمار و التمويل أي بنسبة 0.40 % و هي نسبة ضئيلة جدا .

في سنة 2008 ارتفع حجم التمويل بصيغة الاجارة المنتهية بالتمليك إلى 110308179 دينار ، في مقابل مبلغ 1411000000 دينار مخصصة للتمويل و الاستثمار ، أي بنسبة 7.81 % من إجمالي المبلغ المخصص

للاستثمار ، و هي نسبة مرتفعة جدا إذا ما قورنت بسنة 2007 ، و يمكن إرجاع تطور هذه النسبة الى إرتفاع العائد أو الايراد المترتب على هذه الصيغة .

- بتتبع مسار تطور التمويل بصيغة الاجارة المنتهية بالتملك خلال الفترة المتبقية من فترة الدراسة ، نلاحظ ارتفاع ملحوظ في الاعتماد على هذه الصيغة من طرف البنك ، إذ أخذ حجم التمويل بها بالارتفاع شيئا فشيئا ، من سنة لأخرى ، إذ بلغ المبلغ المخصص لها في سنة 2016 ما يعادل 565944539 دينار في مقابل 3243000000 دينار مخصصة للتمويل و الاستثمار أي بنسبة 17.45% من حجم إجمالي التمويل و الجدول المقابل يوضح تطور حجم التمويل بهذه الصيغة بالمقارنة مع إجمالي الموجودات ، و كذا إجمالي المبالغ المخصصة للتمويل و الاستثمار خلال فترة 2007-2016 .

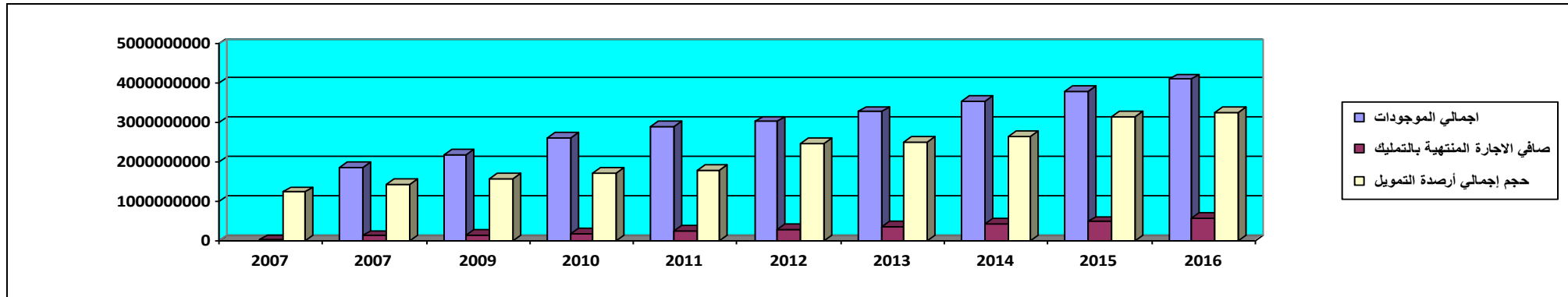
الفصل الثالث : دراسة لنماذج مالية إسلامية مبتكرة بفعل الهندسة المالية الإسلامية .

الجدول رقم 21 : تطور حجم صافي الاجارة المنتهية بالتملك بالنسبة لاجمالي الموجودات وكذا اجمالي ارصدة التمويل و الاستثمار (الوحدة دينار أردني)

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
حجم اجمالي الموجودات	-	1848373078	2173062940	2603683927	2898300754	3021270631	3271638362	3554739367	3797991435	4099519696
اجمالي ارصدة التمويل	1225000000	1411000000	1556000000	1701000000	1784000000	2468000000	2490000000	2630000000	3153000000	3243000000
حجم الاجارة المنتهية بالتملك	4930625	110308179	134951442	168539668	222921648	272454045	344936704	415315732	473095875	565944539
نسبة الاجارة المنتهية بالتملك الى اجمالي الموجودات	-	% 5.96	% 6.21	% 6.47	% 7.69	% 9.09	% 10.54	% 11.68	% 12.45	% 13.80
نسبة الاجارة المنتهية بالتملك الى اجمالي ارصدة التمويل	% 0.40	% 7.81	% 8.67	% 9.90	% 12.49	% 11.03	% 13.85	% 15.79	% 15.04	% 17.45

المصدر : من اعداد الطالب بالاعتماد على التقارير المالية للبنك الاسلامي الأردني لسنوات 2007 و الى غاية 2016 .

الشكل رقم : 38 تطور حجم صافي الاجارة المنتهية بالتملك بالنسبة لاجمالي الموجودات وكذا اجمالي ارصدة التمويل و الاستثمار



المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول السابق

2. تطور إيرادات الاجارة المنتهية بالتملك في البنك الاسلامي الأردني خلال الفترة 2007-2016.

يتعقد الباحث بأن صيغة الإجارة المنتهية بالتملك ، من أهم الصيغ الاستثمارية التي تدر إيرادات هامة ، إذا توجهت البنوك الإسلامية إلى هذه الصيغة في الآونة الاخيرة ، وكدليل على ذلك فان إيرادات هذه الصيغة في البنك الإسلامي الأردني كانت في عام 2007 تساوي 2745051 دينار أردني ، ليتضاعف هذا الإيراد ثلاثة مرات في عام 2009 حيث وصل حجم هذه الإيرادات إلى 10390060 دينار أردني ، لتصل في عام 2011 إلى 16269087 دينار أردني .

خلال باقي سنوات الدراسة ، واصلت إيرادات الاجارة المنتهية بالتملك بالارتفاع ، و هذا ما نلاحظه من خلال الجدول رقم ، و الذي يوضح تطور الإيرادات المنجرة عن التمويل بهذه الصيغة ، حيث بلغت سنة 2012 حوالي 20879080 دينار أردني لتواصل الارتفاع بنسب معتبرة جدا لتبلغ سنة 2014 مبلغ 30051475 دينار أردني ، لتبلغ أخيرا في سنة 2016 مبلغ 40362962 دينار ، أي ما يعادل ضعف الإيراد المتحصل عليه في سنة 2012 .

حيث تبين للباحث من خلال تتبع تطور حجم التمويل بالإجارة المنتهية بالتملك ، و كذا الإيرادات المترتبة عليها خلال فترة الدراسة الى أن الامر يدعو إلى التفاؤل بنجاح هذه التجربة ، وهذا يوحي إلى أن هذه الصيغة الاستثمارية هامة وفعالة ، إلا أن الملاحظ على البنك الإسلامي الأردني ، أنه لم يبين عدد المشاريع التي تم تمويلها بهذه الصيغة ، ولم يبين نسبتها بالمقارنة مع بقية الصيغ الاستثمارية مثل المراجعة والمضاربة ، و إكتفى بعرض حجم التمويل بها ، و كذا الإيرادات المترتبة عنها .

من خلال ماتم عرضه آنفا ، يمكن القول أن التمويل بالاجارة المنتهية بالتملك من بين أهم الصيغ الاستثمارية داخل البنك الاسلامي الأردني ، و هذا الأمر جلي و بين من خلال تتبع مقدار حجم الأموال

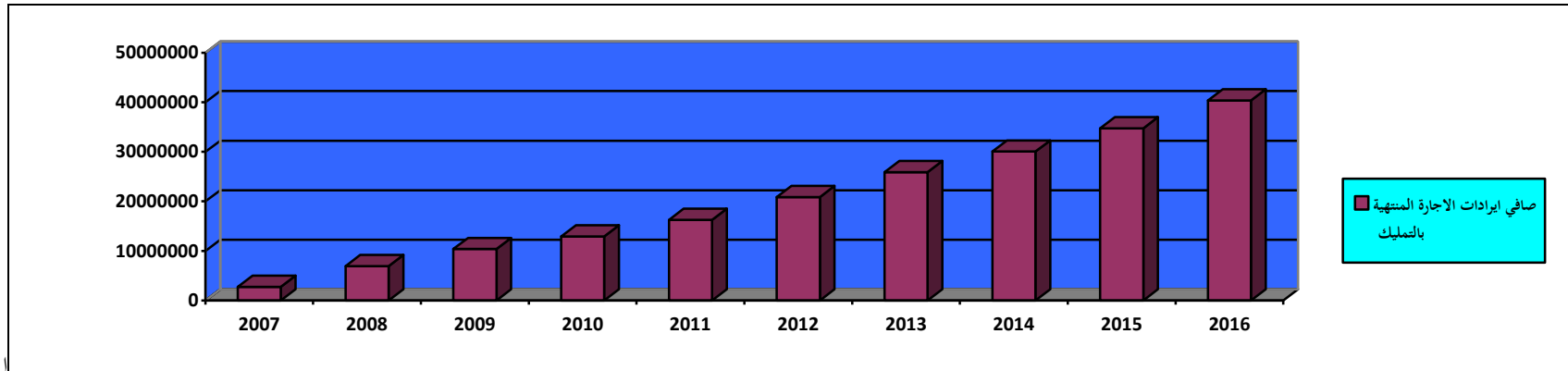
المخصصة لها ، و كذا الايرادات المترتبة عنها ، و لمعرفة مكانتها من بين صيغ التمويل و الاستثمار الأخرى المعتمدة من قبل البنك الاسلامي الاردني خلال فترة الدراسة ، سنقوم بالمقارنة بينها و بين الصيغ الأخرى المعتمدة في التمويل و الاستثمار داخل البنك في العنصر الموالي .

الجدول رقم 22 : تطور حجم ايرادات الاجارة المنتهية بالتملك داخل البنك الاسلامي الاردني خلال الفترة 2007- 2016 بالدينار الاردني

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
حجم صافي الاجارة المنتهية بالتملك	4930625	110308179	134951442	16859668	222921648	272454045	344936704	415315732	473095875	565944539
ايرادات الاجارة المنتهية بالتملك بالصافي	2745051	6951352	10390060	12941163	16269087	20879080	25897457	30051475	34741112	40362962

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على تقارير البنك الاردني

الشكل رقم 39: تطور صافي ايرادات الاجارة المنتهية بالتملك خلال الفترة 2007 - 2016 دينار أردني



المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول السابق

3. مقارنة حجم الاجارة المنتهية بالتمليك مع باقي صيغ الاستثمار و التمويل المعتمدة داخل البنك الاردني

لمقارنة حجم التمويل بصيغة الاجارة المنتهية بالتمليك مع باقي صيغ التمويل و الاستثمار المعتمدة داخل البنك

الاردني الاسلامي نستعرض الجدول رقم و من خلال الاطلاع على بيانات الجدول نلاحظ مايلي :

- تحتل صيغة التمويل بالمراجحة المرتبة الأولى من بين صيغ التمويل المعتمدة في البنك العربي الاسلامي الاردني خلال فترة الدراسة .

- تحتل صيغة التمويل بالاجارة المنتهية بالتمليك المرتبة الثانية بعد صيغة التمويل بالمراجحة في البنك العربي الاسلامي الاردني خلال فترة الدراسة .

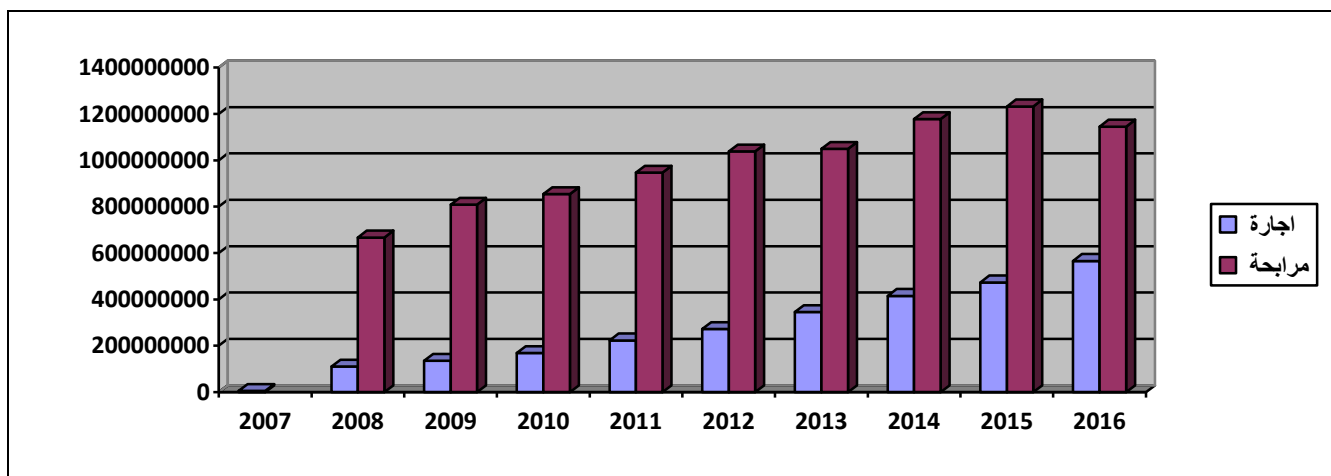
- بالنسبة لباقي صيغ التمويل الأخرى كالبيع الآجل و التمويل بالمشاركة و التمويل بالاستصناع ، فان البنك العربي الاسلامي الاردني ، لا يعتبرها ذات أهمية في سياسته التمويلية ، إذ نلاحظ من خلال الجدول بأن نسب التمويل بها ضئيلة جدا خلال فترة الدراسة .

- عرفت صيغة التمويل بالمراجحة إرتفاع ملحوظ خلال المرحلة الاولى من فترة الدراسة 2008-2011 ، إذ ارتفعت من نسبة 47% بحجم قدر ب 666647100 دينار خلال سنة 2008 الى نسبة 53 % بحجم قدر ب 947148984 دينار خلال سنة 2011 .

- خلال المرحلة الثانية من فترة الدراسة 2011-2016 ، فان التمويل بصيغة المراجحة عرف انخفاضا محسوسا إذ كانت نسبة التمويل بها خلال سنة 2011 ما يعادل 53 % لتتخفف الى نسبة 35,31 % في سنة 2016 .

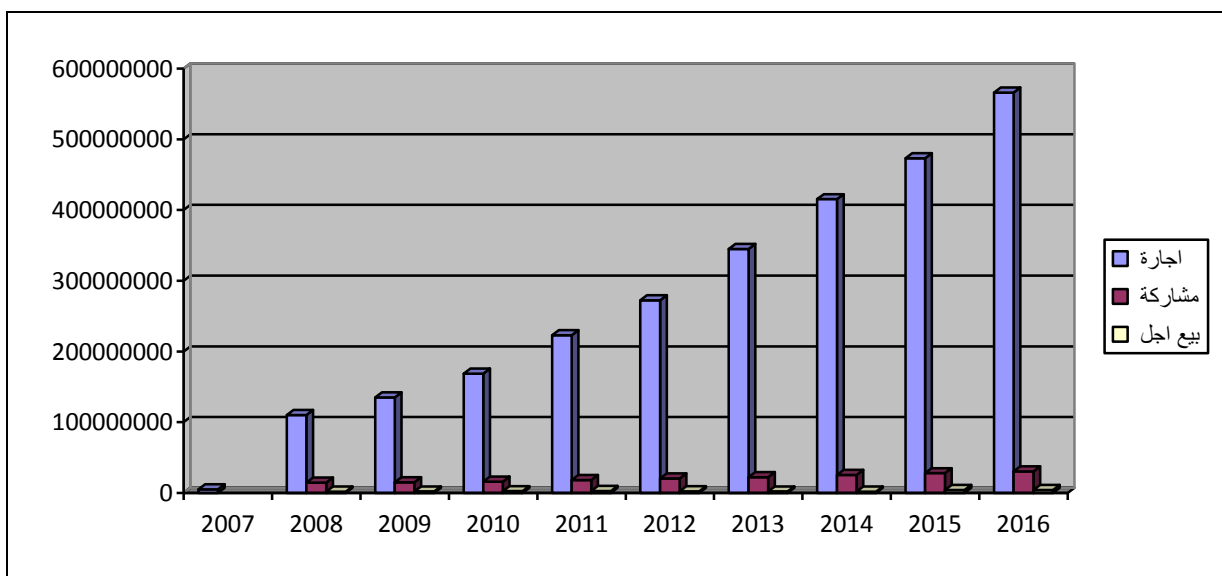
- عرفت صيغة التمويل بالاجارة المنتهية بالتملك ارتفاع متواصل خلال فترة الدراسة دون أن تعرف أي انخفاض اذ ارتفعت من نسبة 0.40 % خلال سنة 2007 بمبلغ إجمالي قدر بـ 4930625 دينار ، الى نسبة 17.45 % خلال سنة 2016 بمبلغ إجمالي قدر بـ 565944539 دينار .

الشكل رقم :40 مقارنة حجم الاجارة المنتهية بالتملك مع صيغة المرابحة داخل البنك الاسلامي الاردني خلال الفترة 2016/2007



المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول رقم

الشكل رقم : 41 مقارنة حجم الاجارة المنتهية بالتملك مع صيغة المشاركة و البيع الاجل



المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول رقم

الفصل الثالث : دراسة لنماذج مالية إسلامية مبتكرة بفعل الهندسة المالية الإسلامية .

الجدول رقم 23: مقارنة حجم الاجارة المنتهية بالتملك مع باقي صيغ الاستثمار و التمويل المعتمدة داخل البنك الاردني 2016/2007

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	السنوات
3243000000	3153000000	2630000000	2490000000	2468000000	1784000000	1701000000	1556000000	1411000000	1225000000	اجمالي ارصدة التمويل و لاستثمار
1145218892	1232458922	1177319504	1049266195	1037791835	947148984	853758921	808194265	666647100	-	مرايحة
%35.31	%39.04	%44.76	%42.13	%42.04	%53.09	%50.19	%51.94	%47	-	النسبة
565944539	473095875	415315732	344936704	272454045	222921648	168539668	134951442	110308179	4930625	إجارة منتهية بالتملك
% 17.45	% 15.04	% 15.79	% 13.85	% 11.03	% 12.49	% 9.90	% 8.67	% 7.81	% 0.40	النسبة
4088360	4012219	1744188	2054154	2252070	2776183	2499339	2054906	1859393	-	بيع اجل
%0.12	%0.12	%0.066	%0.082	%0.091	%0.15	%0.14	%0.13	%0.13	-	النسبة
30240023	27880227	25477824	22401791	20378116	18219217	15927784	15156623	14490021	-	مشاركة
%0.93	%0.88	%0.96	%0.89	%0.82	%1.02	%0.93	%0.97	%1.02	-	النسبة
2044488509	2076857795	1772701473	1761546082	1753437221	1080996393	1039338553	913106321	806222472		صافي الذمم
%63.04	%65.86	%67.40	%70.74	%71.04	%60.59	%61.10	%58.68	%57.13		النسبة

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الاردن الاسلامي خلال فترة الدراسة

3. الأهمية الاقتصادية للإجارة المنتهية بالتملك

لا شك أن للإجارة المنتهية بالتملك أهمية اقتصادية كبيرة ، لما تؤديه من خدمات متنوعة للاقتصاد ، بسبب ارتباطها الوثيق بالنشاطات الاقتصادية ، من زراعة ، وصناعة ، والنشاطات الاقتصادية الأخرى مثل : القطاعات الخدمية ، وقطاع النقل ... الخ¹ ، وتتجلى أهمية هذه الصيغة إذا تم تفعيلها في المصارف الإسلامية ، بحيث تنعكس ميزاتها على المستأجر ، والمؤجر ، والاقتصاد ، ويمكن توضيح ذلك كما يلي :

1.3- ميزات الإجارة المنتهية بالتملك بالنسبة للمستأجر

لصيغة التمويل بالإجارة المنتهية بالتملك عدة مزايا بالنسبة للمستأجر نذكر منها ما يلي :

- تمكن المستأجر من حيازة الأصول التي يحتاجها لممارسة نشاطه وبسرعة ، دون الحاجة إلى سيولة نقدية كبيرة ، وبذلك يخفف من أعبائه المالية التي يتحملها .
- تمكن المستأجر من الحصول على منافع الأصول الحديثة والمتطورة ، وبأفضل الأساليب ، وبأسرع وقت ، كما يمكنه امتلاك الأصول في نهاية مدة التأجير إذا رغب بذلك .
- تحسين المركز المالي للمستأجر ، وعدم إرهاب ميزانيته بالديون ، ففي حالة استئجار الأصول تظهر قيمتها في جانب الأصول من الميزانية ، بينما تظهر الديون في جانب الخصوم ، وهذا بدوره له تأثير على النسب التحليلية المستخرجة من قائمة المركز المالي² .

¹ خلف فليح عقل ، 2006 ، البنوك الإسلامية ، جدارا للكتاب العالمي ، ط 1 ، ص 366

² زيد محمد عبد العزيز ، 1996 ، بحث الإجارة بين الفقه الإسلامي والتطبيق المعاصر ، المعهد العلمي للفكر الإسلامي ، القاهرة ، ص 33

- تقليل التكاليف على المستأجر ، حيث يستغني عن طرح أسهم جديدة ، أو البحث عن شركاء جدد للحصول على الموارد المالية اللازمة لزيادة نشاطه الاقتصادي .
- يتم من خلال الإجارة المنتهية بالتمليك من الاستغناء عن القروض لشراء الأصول لممارسة النشاط الاقتصادي ، والذي يتضمن الفائدة المحرمة في الشريعة الإسلامية .
- التقليل من مخاطر تقادم الأصول ، لان مالك الأصل هو من يتحمل هذه المخاطر ، لذا نجد أن المؤسسات تفضل استئجار الأصول بدلا من شرائها .

2.3- ميزات الإجارة المنتهية بالتمليك بالنسبة للمؤجر نذكر منها ما يلي¹ :

- تؤمن الإجارة للمؤجرين فرصة استثمار أموالهم بصورة معدات ، يتم تأجيرها للغير مع وجود شروط تؤمن لهم استرداد الأصل في حال مخالفتها للشروط .
- تتاح للمؤجر فرصة استبدال الأصول التي يقوم بتأجيرها ، وذلك عن طريق استقطاع نسبة معينة من قيمة الأصل ، وإرباح الأموال المؤجرة ، تخصص اندثار واستهلاك هذه الأصول ، بحيث يتم استخدامها لشراء أصول جديدة .
- وعلى الرغم من جملة المميزات التي سبق ذكرها ، إلا إنها لا تخلو من بعض المساوئ مثل : حرمان المستأجر من إجراء أي تحسينات على الأصل إذا احتاج لأي تعديل ، كما أن المستأجر يتحمل تكاليف قد تزيد عليه تكاليف الاستئجار عن تكاليف شراء الأصل ، حيث أن المؤجر سوف يتقاضى الدفعات الإيجارية التي تفوق في مجموعها تكلفة الأصل .

¹ هندي منير ابراهيم ، 1998 ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، ص563

4.3- ميزات الإجارة المنتهية بالتملك بالنسبة للاقتصاد نذكر منها ما يلي¹:

➤ تساعد الإجارة المنتهية بالتملك المشروعات الاقتصادية في الحصول على المعدات وآلات الحديثة والمتطورة تكنولوجيا ، وهذا يؤدي إلى تحسين نوعية الإنتاج ، ورفع الطاقة الإنتاجية ، خاصة القطاعات الأساسية مثل الزراعة التي تستخدم معدات وآلات قد تكون بدائية في بعض الحالات .

➤ تساهم الإجارة المنتهية بالتملك في حالة أن الشركة مالكة الأصل ، شركة أجنبية ، لذا فان اثر ذلك سيكون ايجابى على ميزان المدفوعات ، حيث يقتصر التحويل للخارج على الدفعات الإيجارية ، على مدى فترة استخدام الأصل ، وعلى العكس من ذلك لو تم استيراد المعدات من الخارج ، وتم تحويل ثمنها مرة واحدة عند الشراء بما يشكل ضغوطا على ميزان المدفوعات .

➤ تساعد الإجارة المنتهية بالتملك على إنشاء المزيد من المشروعات الإنتاجية ، أو تحسين القائم منها ، وهذا بدوره له اثر على زيادة التنمية الاقتصادية ، إضافة إلى زيادة فرص العمل في المجتمع ، وهذه وظيفة اقتصادية هامة .

ويرى الباحث أن تفعيل الإجارة المنتهية بالتملك في المصارف الإسلامية ، يؤدي دورا مهما للاقتصاد والمجتمع ، إضافة إلى انتفاع المصارف نفسها نتيجة لذلك ، فتستطيع المصارف توسيع خدماتها لتشمل نشاطات عديدة وواسعة ومتنوعة ، منها التأجير للقطاعات الصناعية والزراعية ... الخ وفق الضوابط الشرعية ، خاصة إذا كانت هذه القطاعات لا تملك الأموال الكافية لشراء ما تحتاجه من أصول (معدات ، عقارات ، آلات ... الخ) .

كما يرى الباحث أن المصارف الإسلامية يمكنها القيام بالكثير من الأعمال بصفتها أجير مشترك ، تعمل لخدمة المتعاملين معها مقابل اجر معلوم ، وفي هذه الحالة تعتبر المصارف الإسلامية ضامنة لما تحت يدها من أعمال في

¹ زيد محمد عبد العزيز ، 1996، بحث الإجارة بين الفقه الإسلامي والتطبيق المعاصر ، المعهد العالمي للفكر الإسلامي ، القاهرة ، ص34

حالات الإجارة و التي يمكن أن تتوسع بها لأنها لا تتطلب استخدام أموال طائلة ، ومثال ذلك تحصيل الشيكات ، وحفظ الأشياء الثمينة ... الخ ، وبذلك فهي تقدم خدمة للمجتمع والاقتصاد .

ثانيا : التقييم الشرعي للإجارة المنتهية بالتملك في بنك الأردن الاسلامي :

1. قرار مجمع الفقه الاسلامي : صدر قرار من مجلس مجمع الفقه الإسلامي رقم 110(12/4) بشأن الإيجار

المنتهي بالتملك ، وصكوك التأجير ونصه كما يلي :

إن مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي في دورته الثانية عشرة بالرياض في المملكة العربية السعودية ، من 25 جمادى الآخرة 1421هـ إلى غرة رجب 1421 هـ (23-28 سبتمبر 2000م). بعد اطلاعه على الأبحاث المقدمة إلى المجمع بخصوص موضوع (الإيجار المنتهي بالتملك ، وصكوك التأجير) . وبعد استماعه إلى المناقشات التي دارت حول الموضوع بمشاركة أعضاء المجمع وخبرائه وعدد من الفقهاء . قرر ما يلي:

1.1. ضابط الصور الجائزة و الممنوعة للإيجار المنتهي بالتملك :

أ- ضابط المنع : أن يرد عقدان مختلفان، في وقت واحد، على عين واحدة ، في زمن واحد.

ب- ضابط الجواز:

- وجود عقدين منفصلين مستقل كل منهما عن الآخر، زماناً بحيث يكون إبرام عقد البيع بعد عقد الإجارة ، أو وجود وعد بالتملك في نهاية مدة الإجارة ، والخيار يوازي الوعد في الأحكام .
- أن تكون الإجارة فعلية وليست ساترة للبيع.

- أن يكون ضمان العين المؤجرة على المالك لا على المستأجر وبذلك يتحمل المؤجر ما يلحق العين من ضرر غير ناشئ من تعدد المستأجر أو تفریطه، ولا يلزم المستأجر بشيء إذا فاتت المنفعة.
- إذا اشتمل العقد على تأمين العين المؤجرة فيجب أن يكون التأمين تعاونياً إسلامياً لا تجارياً ويتحمله المالك المؤجر وليس المستأجر.
- يجب أن تطبق على عقد الإجارة المنتهية بالتملك أحكام الإجارة طوال مدة الإجارة وأحكام البيع عند تملك العين.
- تكون نفقات الصيانة غير التشغيلية على المؤجر لا على المستأجر طوال مدة الإجارة .

2.1. من صور العقد الممنوعة:

- عقد إجارة ينتهي بتملك العين المؤجرة مقابل ما دفعه المستأجر من أجرة خلال المدة المحددة ، دون إبرام عقد جديد ، بحيث تنقلب الإجارة في نهاية المدة بيعاً تلقائياً.
- إجارة عين لشخص بأجرة معلومة، ولمدة معلومة، مع عقد بيع له معلق على سداد جميع الأجرة المتفق عليها خلال المدة المعلومة، أو مضاف إلى وقت في المستقبل.
- عقد إجارة حقيقي واقترن به بيع بخيار الشرط لصالح المؤجر، ويكون مؤجلاً إلى أجل طويل محدد (هو آخر مدة عقد الإيجار).

وهذا ما تضمنته الفتاوى والقرارات الصادرة من هيئات علمية ، ومنها هيئة كبار العلماء بالمملكة العربية السعودية .

3.2. من صور العقد الجائزة :

■ عقد إجارة يمكن المستأجر من الانتفاع بالعين المؤجرة ، مقابل أجرة معلومة في مدة معلومة، واقتزن به عقد هبة العين للمستأجر، معلقاً على سداد كامل الأجرة وذلك بعقد مستقل، أو وعد بالهبة بعد سداد كامل الأجرة، (وذلك وفق ما جاء في قرار المجمع بالنسبة للهبة رقم 3/1/13 في دورته الثالثة).

■ عقد إجارة مع إعطاء المالك الخيار للمستأجر بعد الانتهاء من وفاء جميع الأقساط الإيجارية المستحقة خلال المدة في شراء العين المأجورة بسعر السوق عند انتهاء مدة الإجارة (و ذلك وفق قرار المجمع رقم 44 (5/6) في دورته الخامسة)

■ عقد إجارة يمكن المستأجر من الانتفاع بالعين المؤجرة، مقابل أجرة معلومة في مدة معلومة، واقتزن به وعد بيع العين المؤجرة للمستأجر بعد سداد كامل الأجرة بضمن يتفق عليه الطرفان.

■ عقد إجارة يمكن المستأجر من الانتفاع بالعين المؤجرة، مقابل أجرة معلومة، في مدة معلومة، ويعطي المؤجر للمستأجر حق الخيار في تملك العين المؤجرة في أي وقت يشاء، على أن يتم البيع في وقته بعقد جديد بسعر السوق (وذلك وفق قرار المجمع السابق رقم 44 (5/6) أو حسب الاتفاق في وقته.

هناك صور من عقود التأجير المنتهي بالتمليك محل خلاف وتحتاج إلى دراسة تعرض في دورة قادمة إن شاء الله تعالى.
والله سبحانه وتعالى أعلم.

2. قرار مجلس هيئة كبار العلماء في موضوع الإيجار المنتهي بالتمليك قرار رقم [198] وتاريخ

1420/11/6هـ

الحمد لله وحده ، والصلاة والسلام على من لا نبي بعده ، نبينا محمد وعلى آله وصحبه ، وبعد:

فإن مجلس هيئة كبار العلماء درس موضوع الإيجار المنتهي بالتمليك في دوراته التاسعة والأربعين ، والخمسين ، والحادية والخمسين ، بناء على استفتاءات متعددة وردت إلى الرئاسة العامة لإدارات البحوث العلمية والإفتاء ، واطلع على البحوث المعدة في الموضوع من قبل عدد من الباحثين ، وفي دورته الثانية والخمسين المنعقدة في مدينة الرياض ابتداء من تاريخ 1420/10/29 هـ ، استأنف دراسة هذا الموضوع ، وبعد البحث والمناقشة رأى المجلس بالأكثرية أن هذا العقد غير جائز شرعاً لما يأتي :

- أنه جامع بين عقدين على عين واحدة غير مستقر على أحدهما وهما مختلفان في الحكم متنافيان فيه ، فالبيع يوجب انتقال العين بمنافعها إلى المشتري ، وحينئذ لا يصح عقد الإجارة على المبيع ؛ لأنه ملك للمشتري ، والإجارة توجب انتقال منافع العين فقط إلى المستأجر ، والمبيع مضمون على المشتري بعينه ومنافعه ، فتلفه عليه عيناً ومنفعة ، فلا يرجع بشيء منهما على البائع ، والعين المستأجرة من ضمان مؤجرها ، فتلفها عليه عيناً ومنفعة ، إلا أن يحصل من المستأجر تعدٍ أو تفریط .
- أن الأجرة تقدر سنوياً أو شهرياً بمقدار مقسط يستوفي به قيمة المعقود عليه ، يعده البائع أجرة من اجل أن يتوثق بحقه حيث لا يمكن للمشتري بيعه ، مثال ذلك : إذا كانت قيمة العين التي وقع عليها العقد خمسين ألف ريال ، وأجرتها شهرياً ألف ريال حسب المعتاد جعلت الأجرة ألفين ، وهي في الحقيقة قسط من الثمن حتى تبلغ القيمة المقدرة ، فإن أعسر بالقسط الأخير مثلاً سحبت منه بناء على أنه استوفى المنفعة ، ولا يخفى ما في هذا من الظلم والإلحاء إلى الاستدانة إيفاء القسط الأخير .
- إن هذا العقد وأمثاله أدى إلى تساهل الفقراء في الديون حتى أصبح ذمم كثير منهم مشغولة منهكة ، وربما يؤدي إلى إفلاس بعض الدائنين ؛ لضياح حقوقهم في ذمم الفقراء .

ويرى المجلس أن يسلك المتعاقدان طريقاً صحيحاً وهو أن يبيع الشيء ويهرنه على ثمنه ، و يحتاط لنفسه بالاحتفاظ بوثيقة العقد واستمارة السيارة ، ونحو ذلك. والله الموفق ، وصلى الله على نبينا محمد وآله وصحبه وسلم.

3. قرار الهيئة الشرعية لبنك الأردن الاسلامي : صدرت عدة فتاوى من طرف هيئة الرقابة الشرعية لبنك الاسلامي تبيح التعامل بصيغة الاجارة المنتهية بالتملك بشروط نذكر منها مايلي :

● إذا اشترى البنك أصلاً ثم أجره لبائعه مع وعد المستأجر بشرائه من البنك ، فان ذلك يجوز ، و لا يعد عينة و لا بيع وفاء ، بشرط أن يكون البيع حقيقياً ينقل الملك الى المشتري ، و ينقل ملكية الثمن الى البائع للأسباب التالية :

● أن الوعد الصادر بالشراء من المستأجر يلزمه و حده دون المؤجر ، الذي يستطيع أن يمتنع عن البيع إذا شاء

● أن ما أخذه البائع هو ثمن الأصل الذي باعه ، وليس قرضاً لأن العين انتقلت ملكيتها الى المشتري و لا يجمع بين البدلين .

● أن الأجرة التي يأخذها البنك المؤجر هي ضمان للعين المؤجرة .

● لو هلكت العين فانها تملك على البنك المشتري ، و لا يجوز بيعها للواعد بالشراؤها لأن البيع المعدوم لا يجوز لفوات المحل ، و يلاحظ أن عقد البيع لا بد أن يكون صحيحاً مستكماً جميع الأركان ، و لا يتضمن شرطاً منافياً لمقتضاه ، و لا شرطاً يفرض على المشتري أن يبيع الأصل مرة أخرى لمالكه .

ثالثاً : الأخطاء الجوهرية وغير الجوهرية ومدى تأثير هذه الأخطاء على العقد

1. الوعد بالإستئجار :

- عدم ملكية المؤجر للعين أو لمنفعتها : خطأ جوهري غير قابل للتصحيح ، العقد باطل / الدليل : لأن النبي صلى الله عليه وسلم نهى أن يبيع الإنسان مالا يملك
- وجود عدة عمليات إجارة في عقد واحد : خطأ غير جوهري قابل للتصحيح _ بوضع كل عملية إجارة بعقد منفصل يذكر فيها: العين المؤجرة ومدة العقد والتمن و
- إعتبار مبلغ هامش الجدية مضمون على المؤجر من دون إعتباره جزءاً من الأقساط أو إستثماراً : خطأ غير جوهري قابل للتصحيح يعتبر مبلغ هامش الجدية إما أمانة لدى المؤجر أو جزءاً من الأقساط .
- مبلغ للإستثمار مضاربة بيد المؤجر و الدليل على جوازها مش الجدية : تأكيد جدية الواعد لأن الوعد الملزم منه يرتب عليه تبعة مالية و الدليل على إعتبار مبلغ هامش الجدية أمانة على المؤجر وليس مضموناً أنه بمثابة وديعة والوديعة ليست مضمونة .

2. تملك المؤسسة العين المراد إيجارها أو تملك منفعتها

- إشتراط المستأجر إستئجار السلعة بعد بيعها للمؤجر : خطأ غير جوهري قابل للتصحيح يلغى الشرط و لا مانع من إستأجار المستأجر للسلعة بعد بيعها للمؤجر ولكن من دون شرط مسبق / السبب : الخوف أن يكون الهدف من العقد هو العينة .
- تأجير المستأجر للعين لغيره في حال إشتراط المؤجر عدم إيجارها لغيره : خطأ غير جوهري قابل للتصحيح يلغى عقد الإجارة الثاني لمخالفته شرط المؤجر ولأن المنفعة إنتقلت للمستأجر مقيدة فعليه مراعاة القيد ولا يؤثر ذلك على صحة العقد الأول أما في حال عدم وجود الشرط فيجوز للمستأجر تأجيرها إلى غيره وتسمى هذه الإجارة : الإجارة من الباطن في حال عدم اشتراط المؤجر الامتناع عنه لأن المستأجر ملك المنفعة فيحق له تملكها بالأجرة التي يراها .

- إذا كانت الإجارة طريقاً لبيع العينة : خطأ جوهري لأن عقد العينة محرم عند أكثر الفقهاء و لكنه قابل للتصحيح صورة العينة : أن تقع الإجارة الأولى بمائة دينار حالة ، ثم يؤجرها المستأجر إلى نفس المؤجر بمائة وعشرة مؤجلة ، أو أن تقع الإجارة الأولى بمائة وعشرة مؤجلة ثم تقع الإجارة الثانية بمائة نقداً ، أو أن تكون الأجرة في الإجاريتين واحدة ، غير أنها في الأولى مؤجلة بشهر، وفي الثانية بشهرين و تصحح الإجارة ببقاء الإجارة الأولى و إلغاء الإجارة الثانية .
- إذا كانت السلعة موصوفة بالذمة و جاءت على غير المواصفات المتفق عليها : خطأ جوهري ولكن يمكن تصحيحه ويصحح إذا كانت السلعة مثلية فيأتي له المؤجر بمثلها وإذا كانت قيمية و لم يستطع المؤجر أن يأتي بنفس المواصفات المطلوبة فللمستأجر الخيار بقبولها أوالفسخ .
- إذا شارك المستأجر المصرف في شراء العين المراد تأجيرها وكانت الأجرة على الحصة كاملة المملوكة وغير المملوكة للمستأجر : خطأ جوهري قابل للتصحيح تعتبر الأجرة حصراً على الحصة غير المملوكة للمستأجر حتى لا يدفع أجرة لما يملك

3. إبرام عقد الإجارة وأحواله

- عدم وجود مدة محددة للإجارة : خطأ جوهري لأنه يؤدي إلى النزاع ولكنه قابل للتصحيح بالإتفاق على مدة محددة ولو بعد توقيع العقد ويمكن أن يوضع الإتفاق على المدة في ملحق للعقد
- وجود عدة مستأجرين على نفس العين لنفس الفترة : خطأ جوهري ولكنه قابل للتصحيح إذا كانت مدة الإجارة تتسع لأكثر من مستأجر - ويصحح على صورة المهايئة الزمانية (تحديد وقت محدد لكل مستأجر للإنتفاع بمنفعته) أما إذا إستحالت المهايئة الزمانية فلا يصحح العقد وتلغى الإجارة

4. محل الإجارة

- إذا كانت العين غير قابلة للإنتفاع أو غير مباحة : خطأ جوهري ولا يمكن تصحيحه لأنه خلل في ركن من أركان العقد فالعقد باطل
- في حال عدم الإتفاق على الصيانة و التأمين والإصلاحات : خطأ غير جوهري لا يؤثر على ماهية العقد يمكن الإتفاق عليها في ملحق خاص
- في حال كانت العين المؤجرة على الشيوع : خطأ جوهري ولكنه قابل للتصحيح عن طريق المهاية المكانية أو الزمانية (أي التدقيق على وجود مكان محدد أو زمان محدد للمستأجر)
- في حال إشتراط المؤجر براءته من عيوب العين المؤجرة : خطأ جوهري لأن الشرط مخالف لمقتضى العقد الذي هو المعاوضة بين الأجرة والمنفعة فإذا تعطلت المنفعة كلياً أو جزئياً صارت الأجرة من قبيل أكل المال بالباطل ، و لكنه قابل للتصحيح ، تبقى الإجارة و يلغى الشرط .
- في حال إشتراط المؤجر على المستأجر الصيانة الأساسية للعين التي يتوقف عليها بقاء المنفعة : خطأ جوهري قابل للتصحيح ، تبقى الإجارة و يلغى الشرط (يتحمل المستأجر الصيانة التشغيلية فقط) .
- في حال إشتراط المؤجر أن تكون ضمانات العين المؤجرة على المستأجر : خطأ جوهري قابل للتصحيح تبقى الإجارة و يلغى الشرط ولكن لو هلكت العين كلياً أو جزئياً بقصد من المستأجر فإنه يضمن العين عندئذ لأنه يعتبر متعدياً .
- الجهالة بالأجرة : خطأ جوهري ولكنه قابل للتصحيح يصحح بيان جنس الأجرة و نوعها و قدرها .
- في حال وجود أجرة متغيرة غير منضبطة بمعيار معلوم : خطأ جوهري لأنه يؤدي إلى جهالة الأجرة ولكنه قابل للتصحيح ، يصحح بربط الأجرة بمعيار معلوم يتفق عليه العاقدان ، وهو من قبيل الرجوع إلى أجرة المثل وهو لا مجال فيه للنزاع و لو بعد توقيع عقد الإجارة .

- في حال اشتراط زيادة على الأجرة في حال تأخير السداد عند وجود إجرة لم تدفع وأصبحت ديناً : خطأ غير جوهري لأن هذا الشرط يؤدي إلى الفائدة المحرمة وهو قابل للتصحيح ، تبقى الإجارة ويلغى الشرط

5. ضمانات مديونية الإجارة ومعالجتها

- في حال التنفيذ على الضمانات وقام المؤجر بإستيفاء الأقساط التي لم يحل أجلها بعد : خطأ غير جوهري قابل للتصحيح ، يقوم المؤجر بإعادة الأقساط التي أخذها قبل أن يحل أجلها وينال المؤجر فقط الأقساط التي حان أجلها عند تنفيذ الضمانات .

6. طوارئ الإجارة

- في حال عجز المستأجر من إستيفاء المنفعة و طالب المؤجر المستأجر بالأقساط عن تلك الفترة : خطأ غير جوهري ولا يؤثر في العقد لا يجاب المؤجر في طلبه ولا يدفع المستأجر إلا مقابل مدة الحصول على المنفعة لأن الأجرة مقابل الحصول على المنفعة .

- في حال فسخ المؤجر لعقد الإجارة فسخاً تعسفياً : خطأ غير جوهري ولا يؤثر في العقد ، يبقى عقد الإجارة ولا يلغى العقد إلا بالحالات التالية : - إتفاق الطرفين على إلغاء عقد الإجارة - إنتهاء مدة الإجارة - هلاك العين الكلي أو تعذر الإنتفاع منها - العذر الطارئ - بخيار الشرط لمن إشتطه .

- رفض المؤجر تمديد عقد الإجارة درءاً للضرر كعدم نضج الزرع في الأرض : خطأ غير جوهري قابل للتصحيح ، تبقى الإجارة ويمدد عقد الإجارة إلى حين إستيفاء المستأجر للمنفعة ولو جبراً عن المؤجر ،

7. تمليك العين المؤجرة في الإجارة المنتهية بالتمليك

- عدم تحديد طريقة تمليك العين للمستأجر بوثيقة مستقلة عن عقد الإجارة : خطأ جوهري غير قابل للتصحيح ، و السبب دفع ثمن العين إما أن يكون من خلال أقساط الإجارة نفسها أو من خلال أقساط الإجارة

- مضافاً إليها ثمن بيع السلعة ، في حال عدم تحديد طريقة التمليك فسيكون من الصعب تحديد قسط الإجارة وهل سيكون كافياً لتغطية ثمن العين أم لا .
- وعد التمليك ملزم لطرفين معاً : خطأ غير جوهري و يمكن تصحيحه ، يقتصر الوعد الملزم على طرف واحد ، أما الطرف الآخر فيكون مخيراً ؛ تجنباً للمواعدة الملزمة للطرفين الممنوعة .
 - في حال كان إبرام عقد التمليك في حالتي الوعد بالهبة أو البيع بوثيقة الوعد الأولى خطأ جوهري قابل للتصحيح - يبرم عقد التمليك بصيغة جديدة عند تنفيذ الوعد غير وثيقة الوعد الأولى .
 - في حال عدم تحقق شرط السداد في الإجارة بعقد هبة معلق على شرط السداد : خطأ جوهري قابل للتصحيح ، لا تنتقل ملكية العين المؤجرة إلا بسداد جميع الأقساط (يعتبر عقد بيع موقوف على سداد جميع الأقساط)
 - في حال كانت الإجارة المنتهية بالتمليك طريقاً لعقد العينة : خطأ جوهري قابل للتصحيح (كما في حال إذا كانت العين المؤجرة مشتراة من المستأجر قبل إيجارها إليه إجارة منتهية بالتمليك) و تصحح بمضي مدة تتغير فيها العين المؤجرة أو قيمتها ما بين عقد الإجارة وموعد بيعها إلى المستأجر .
 - في حال وجود أي مخالفة لأحكام الإجارة السابق ذكرها يرجع لنوع هذه المخالفة وقابليتها للتصحيح أم لا
 - في حال اشتراط المؤجر عدم إعادة الفرق بين الأجرة المثل والأجرة المحددة للمستأجر في حال هلاك العين أوتعذر منفعتها : خطأ غير جوهري ، و يصحح بإلغاء الشرط و بقاء الإجارة و يعاد الفرق إلى المستأجر في حال هلاك العين .

المبحث الثالث : نموذج الصكوك الإسلامية الحكومية (الصكوك السودانية)

المطلب الاول : نظرة عامة حول الاقتصاد السوداني

المطلب الثاني : تجربة السودان للصكوك الإسلامية

المطلب الثالث : التقييم الاقتصادي و الشرعي للصكوك الحكومية السودانية

المطلب الاول : نظرة عامة حول الاقتصاد السوداني .

1. تطور النمو الاقتصادي في السودان خلال الفترة (2002 – 2015)

يشير النمو الاقتصادي إلى زيادة نصيب الفرد في الناتج المحلي على المدى البعيد ، و بعد إجراء قراءة للجدول الموالي و ملاحظة للشكل المرافق له يلاحظ أن هناك تقلبات في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في السودان خلال الفترة (2002 – 2006)، التي ترجع إلى تقلبات في كل نمو القطاع الزراعي بشقيه الحيواني والنباتي، إضافة إلى التقلبات في نمو القطاع الصناعي¹.

- كما يلاحظ أيضاً أنه خلال الفترة (2006-2011) شهد معدل النمو الاقتصادي انخفاض متواصل، ويرجع ذلك لتداعيات انفصال جنوب السودان وخروج معظم حقول النفط من دائرة الانتاج.

- لقد كان تأثير الصدمة المرتبطة بالانفصال قويا ، مما خلّف انخفاضاً كبيراً في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي عام 2012 من 6,5 في المائة عام 2010 إلى 0,5 في المائة عام 2012 و هبوطاً حاداً في حصة المواد

¹ عثمان حمد محمد خير، تجربة السودان في مجال إصدار الصكوك الحكومية، بحث مقدّم لورشة العمل التي أقامتها شركة BDO ، بعنوان ” الصكوك الإسلامية؛ تحديات، تنمية، ممارسات دولية“ ، عمان، المملكة الأردنية الهاشمية، خلال الفترة 17-18/07/2010 ص 15 .

الهيدروكربونية في الناتج المحلي الإجمالي من 11,4 في المائة عام 2009 إلى 3,1 في المائة عام 2013 لقد سمح اقتران الخطة الاستعجالية 16 التي اعتمدها الحكومة عام 2012 ، و انتعاش إنتاج المواد الهيدروكربونية بعودة النمو عام 2013 ، غير أنه اقتصر على محاصيل غير كافية و إنتاج أضعف للذهب

- قُدِّر نمو الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 3,6 في المائة في عام 2014 مقابل 4,4 في المائة عام 2013 و يعود الانخفاض المسجل في النمو عام 2014 مقارنة بعام 2013 إلى نمو سلبي للقطاع الزراعي بسبب تقلُّص المساحات المزروعة . فقد سجّل القطاع الصناعي نمواً بنسبة 15,2 في المائة عام 2014 مقابل 10,4 في المائة عام 2013 مدفوعاً بقطاع المواد الهيدروكربونية 36,5 في المائة عام 2014 مقابل 23,2 في المائة عام 2013 ، بالإضافة إلى الصناعات التقليدية والنشاطات التحويلية 13,8 في المائة عام 2014 مقابل 8,9 في المائة عام 2013 أما قطاع المناجم والمحاجر فقد سجّل تراجعاً في نموه من 36 في المائة عام 2013 إلى 11,4 في المائة عام 2014 وانتقل نمو قطاع الخدمات من 2,1 في المائة عام 2013 إلى 3,2 في المائة عام 2014 مدفوعاً بقطاع البناء والأشغال العامة 5,8 في المائة عام 2014 مقابل 2,8 في المائة عام 2013 والخدمات المالية 4,8 في المائة عام 2014 مقابل 1,1 في المائة عام 2013 ومن وجهة نظر هيكلية، لا يزال الاقتصاد السوداني محتكراً من قطاع الزراعة ، ففي عام 2014 ، انخفضت حصة الزراعة في الناتج المحلي الإجمالي بثلاث نقاط بسبب ارتفاع حصة قطاع المناجم لا سيما النفط . وتبقى الزراعة قطاعاً أساسياً في الاقتصاد السوداني بحصة بلغت 28 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2014 30,5 في المائة عام 2013 مُعيلةً بذلك 77 في المائة من مجموع السكان ، وبالرغم من تقلُّب حصة الزراعة من عام إلى آخر إلا أنها تظل دائماً ما دون 30 في المائة . وخلال الفترة 2006 - 2012 ، ارتفعت القيمة المضافة الإجمالية بوتيرة متوسطة قدرها 4,4 في المائة وكانت الزراعة والصناعة أهم القطاعات المساهمة في النمو بمعدل 1,1 نقطة لكل منهما .

- ارتفع إنتاج الذهب ، المقدّر بحوالي 70 طنا عام 2013 ، إلى 73,3 طن عام 2014 ومن المنتظر أن يرتفع إنتاج النفط ، المقدّر بمعدل 130000 برميل يوميا، بحوالي 8 في المائة عام 2014 بفضل الاسترجاع الأنسب في حقول الاستغلال .ويمكن تحفيز توسيع الإنتاج من خلال تخفيف النزاعات في إقليم دارفور وجنوب كردفان وكذا تشجيع الشركات النفطية عبر دفع مُستحققاتها المتأخرة¹ .

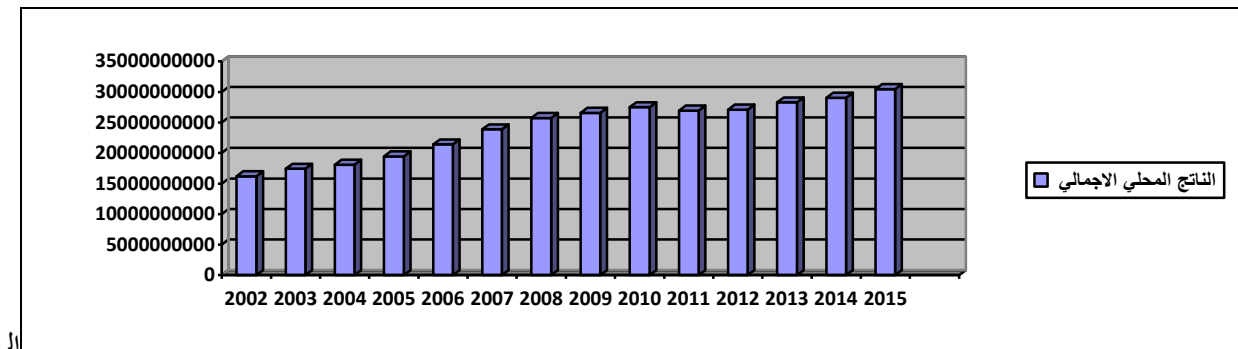
الجدول رقم 24 : النمو الاقتصادي في السودان خلال الفترة (2002-2015)

السنوات	الناتج المحلي الاجمالي	معدل النمو الاقتصادي%
2002	16167935500,00	6,42
2003	17418459300,00	7,73
2004	18094871600,00	3,88
2005	19450130100,00	7,48
2006	21407651100,00	10,06
2007	23874221400,00	11,52
2008	25736879400,00	7,80
2009	26571229800,00	3,24
2010	27493074800,00	3,46
2011	26952085600,00	1,96-
2012	27092656700,00	0,50
2013	28283300700,00	4,4
2014	29041126800,00	2,7
2015	30465897600,00	4,9

المصدر: البنك المركزي السوداني ، التقارير السنوية ، متاح على: <http://www.cbos.gov.sd> (تاريخ التحميل: 10-03-2017).

¹ التقارير السنوية للبنك المركزي السوداني ، ، متاح على: <http://www.cbos.gov.sd> (تاريخ التحميل: 10-03-2017).

الشكل رقم : 42 تطور الناتج المحلي الاجمالي خلال الفترة 2002/2015



مصدر : من إعداد الطالب الاعتماد على بيانات الجدول السابق

المطلب الثاني : تجربة السودان للصكوك الاسلامية .

لقد أثبتت الكثير من التجارب في إصدار الصكوك الاسلامية قدرتها على تمويل المشاريع الاستثمارية ، و كذا دعم ميزانيات الحكومات من العجز ، ففي إطار التحول الذي عرفه النظام المالي المصرفي للعمل وفق صيغ تتوافق مع أحكام الشريعة الاسلامية أصدرت الحكومة السودانية عام 1995 " قانون صكوك التمويل " و كان أول خطوة في إيجاد بدائل استثمارية و تمويلية للسندات الربوية التي كانت تستخدم لإدارة السيولة و كذا سد العجز الموازي العام .

1. الجيل الاول من الصكوك المستحدثة¹ :

1.1. شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم) : هي عبارة عن صكوك تمثل أنصبة محددة في صندوق خاص

يحتوي على الاصول المملوكة لبنك السودان ووزارة المالية في القطاع المصرفي و هي بذلك نوع من تصكيك

الاصول و تم إصدارها في جوان 1998 و تتميز بالخصائص التالية :

¹فتح الرحمن محمد علي صالح، 2012 ، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية بالإشارة للحالة السودانية، ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية، النسخة الرابعة ، 5 و 6 أبريل 2012 ، ص 10.

✓ لها قيمة اسمية محددة تكون مظهرة في الشهادات و قيمة محاسبية يتم إعلانها كل ثلاثة أشهر و تعكس الأرباح الحقيقية و جزء من الزيادة الرأسمالية في قيمة الشهادات ، و سعر للتبادل و يتحدد عن طريق التفاوض بين البائع و المشتري عند تبادل الشهادة .

✓ البيع و الشراء يتم أساسا من خلال مزادات و لكن توجد معاملات خارج المزاد ، و عمليات المزاد تحكمها أسس و ضوابط محددة .

✓ تمثل منفذا استثماريا سريع التسييل للمصارف التجارية آلية لإدارة السيولة بالنسبة للبنك المركزي .

✓ يكون العائد على شمم في شكل أرباح رأسمالية يتم تحقيقها عند بيع الشهادة و لا تدفع فيها أرباح نقدية

✓ تستخدم هذه الآلية من قبل البنك في التحكم في إدارة السيولة فاذا كان النشاط الاقتصادي في حاجة الى سيولة ، عرض شراء هذه الشهادات من مالكيها ، و في حالة تسجيل زيادة في عرض السيولة يقوم بعرض ما لديه من الشهادات بالقدر الذي يمتص به السيولة الزائدة .

✓ شهادات المشاركة لا تعني ان حاملها مالك لاسهم بنك السودان أو وزارة المالية في البنوك الأخرى و لكن تعني ان حاملها يشارك في المنفعة التي تتحقق لبنك السودان ووزارة المالية .

و قد سجلت هذه الشهادات النتائج التالية :

الجدول رقم 25: رصيد شهادات شمم خلال الفترة 1998-2004 مليون جنيه

السنة	الرصيد	نسبة الزيادة او الانخفاض
1998	48,51	-
1999	42,02	- 4,13

37,8	57,01	2000
7,8 -	53,40	2001
5,6	56,38	2002
88,8 -	6,33	2003
84,7	11,69	2004

المصدر : بالاعتماد على بيانات و احصائيات الخاصة بالبنك المركزي لسنوات الدراسة

وقد استخدمت هذه الشهادة لادارة السيولة بالدرجة الاولى ، و للاشارة فانه تمت تصفية شهادات مشاركة البنك المركزي (شتم) في نوفمبر 2004 ، بسبب انخفاض فعاليتها في إدارة السيولة كما توضحه بيانات الجدول السابق ، حيث سجل انخفاض في رصيدها خاصة خلال سنتي 2003-2004 ، بالاضافة الى انخفاض قيمة المكون لهذه الشهادات بعد خصخصة جزء من بنوك القطاع العام .

2.1. شهادات مشاركة الحكومة (شهامة) : هي أوراق مالية تصدر بواسطة وزارة المالية وعرف أول إصدار

لها في أيار 1999 وتقوم على صيغة المشاركة في الربح و الخسارة بفترة استحقاق سنة قابلة للتجديد ، وتبلغ القيمة الاسمية للورقة 500 جنية وتوزع أرباحها سنويا وهي قابلة للتداول بين الجمهور والبنوك والمؤسسات . و بالرغم من أن الغرض من إصدار هذه الشهادات هو مساعدة البنك المركزي في إدارة السيولة ، إلا أنها أصبحت خلال فترة وجيزة أداة فعالة في المساهمة في تمويل عجز الموازنة العامة ، إذ تستطيع الحكومة من خلالها استقطاب الموارد الحقيقية من الجمهور بدلا من اللجوء للاقتراض من القطاع المصرفي . وهي بذلك تعد وسيلة هامة لتجميع المدخرات الوطنية و تشجيع المؤسسات و الأفراد على استثمار فوائضهم فضلا عن كونها سهلة التسييل و لها سوق ثانوية متطورة ، وهذه الشهادات تسجل بأسماء من يحملها بسجل خاص ولها قابلية للتحويل من خلال تداولها في سوق الخرطوم للأوراق المالية و تعرض في

مزادات تحكمها ضوابط محددة وفترات محدودة و بهذا فان إصدار هذه الشهادات قد ساعد في إدارة السيولة للنشاط الاقتصادي من خلال عمليات السوق المفتوحة وبما يتماشى مع أحكام الشريعة الإسلامية . و بهذا فان إصدار هذه الشهادات قد ساعد إلى حد ما في سد عجز الموازنة للدولة والذي كان يغطي بأسلوب التمويل التضخمي (الإصدار النقدي) أو من خلال الاقتراض من البنك المركزي السوداني وما يخلفه ذلك من آثار تضخمية نتيجة لتفوق العرض النقدي بدرجات عالية على معروض السلع والخدمات . كما أن هذه الشهادات قد شاركت في إدارة السيولة على مستوى الاقتصاد من خلال ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة وفقا لضوابط الشريعة الإسلامية و قد عرف إصدار شهادة شهامة التطور الأتي

جدول رقم 25 : تطور إصدار صكوك المشاركة الحكومية شهامة خلال الفترة 1999-2016

السنوات	عدد الشهادات المصدرة	القيمة بالمليون جنيه	نسبة التغير في القيمة الكلية
1999	29450	1470	-
2000	153530	7680	422
2001	875830	43790	470
2002	1288040	64402	47
2003	2262270	11311	75
2004	3362197	16811	49
2005	5575274	27876	66
2006	7288217	36441	31
2007	8446201	42231	16
2008	11022653	551133	31
2009	14763179	743211	34
2010	18904539	94523	27.2

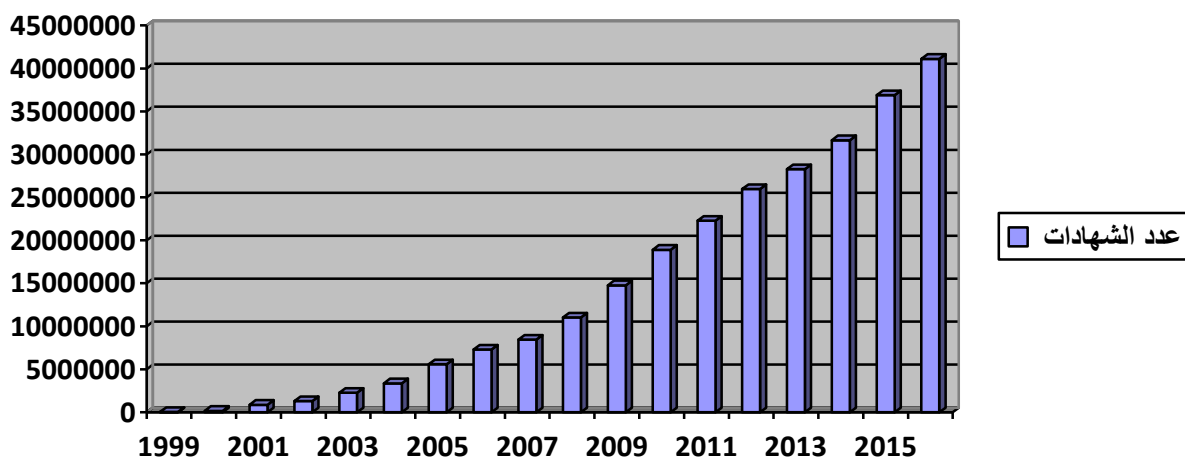
17.9	111397	22279547	2011
16.6	129860	25972660	2012
8.9	141344	28268735	2013
12	157730	31645804	2014
16.9	184460	36892037	2015
11.4	20559.6	41119261	2016

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على تقارير بنك السودان خلال فترات الدراسة .

- يلاحظ من خلال الجدول أن إصدارات هذه الشهادة قد نمت بشكل ملحوظ إذ قفزت من 14,7 في عام 1999 إلى 76 مليون جنيه لعام 2000 ، محققه نسبة زيادة مقدارها 42% ، وهذا ما يدل على أن هذه الشهادات قد وفرت بديلا مناسباً للسندات القائمة على الفائدة للتدخل من خلال عمليات السوق المفتوحة ، إذ كان استخدام هذه الشهادات بشكل فعال للفترة من 1999 / 2009 الأمر الذي ساعد البنك المركزي في تخفيض معدل التضخم من 467 % إلى 8% خلال تلك الفترة .
- استمر استخدام هذه الشهادات للسنوات اللاحقة و نمت بشكل واضح إذ ارتفعت إلى 18,4460 مليون جنيه لعام 2015 ، واستمرت الزيادة في عدد الشهادات المصدرة للأعوام التالية و لكن بنسب زيادة أقل حتى عام 2013 ، إذ سجلت أقل نسبة زيادة مقدارها 8,9 % في ذلك العام ، وبعدها ارتفعت إلى 16,5 % في عام 2015 .
- إرتفع عدد شهادات مشاركة الحكومة (شهامة) المباعة من 36,891,981 شهادة بقيمة 18,446.0 مليون جنيه بنهاية عام 2015 إلى 41,119,261 شهادة بقيمة 20,559.6 مليون جنيه بنهاية عام 2016 بمعدل 11.4 %.

- حازت المصارف على النصيب الأكبر من شهادات مشاركة الحكومة (شهامة) بنسبة 47.7 % ، تليها الشركات والصناديق بنسبة 30.9 % و الجمهور بنسبة 10.7 % ، ثم بنك السودان المركزي بنسبة 10.7 % في عام 2016 .

الشكل رقم : 43 تطور إصدار صكوك المشاركة الحكومية شهامة خلال الفترة 1999-2016



المصدر : من اعداد الطالب الاعتماد على بيانات الجدول السابق

و على الرغم من التشابه بين شهادات الاستثمار الحكومي " شمم " و " شهامة " باعتبار كليهما مستمدتان من صيغة المشاركة مع بنك السودان ووزارة المالية في ارباح المؤسسات التي يساهمان فيها ، فان هناك بعض الاختلافات في طبيعتها بسبب الاختلاف في الاهداف نوردها في الجدول الموالي :

الجدول رقم 26 : مقارنة بين شهادتي " شمم و شهاب "

شهادة شهامة	شهادة شمم	
توفير التمويل للحكومة	التحكم في السيولة عند المصارف	الغرض او الهدف
الجمهور عموما بما فيه المصارف	المصارف و المؤسسات المالية الكبيرة	السوق المستهدف

التكوين	أسهم الحكومات و بنك السودان في مختلف المصارف	اسهم الحكومة في بعض المؤسسات المالية الناجحة و الراجعة
الاجل	ليس لها اجل محدد مما يمكن من تداولها في الاسواق الثانوية	لها اجل محدد مما يسهل من عملية تمويل الحكومة حتى لفترات قصيرة
درجة السيولة	بنك السودان مستعد لشراؤها عند الطلب في اي وقت	ليس هناك التزام من طرف بنك السودان في اعادة شراؤها عند الطلب

المصدر : من اعداد الطالب الاعتماد على عدة مراجع .

2. الجيل الثاني من الصكوك المستحدثة : بعد النجاح الذي حققته كل من شهادات المشاركة الحكومية

"شهادة" و شهادات البنك المركزي "شتم" في السنوات الاولى لاصدارها فقد رات الساطات النقدية ان هناك حاجة لاستنباط و استحداث صكوك مالية اسلامية جديدة تستوفي شروط العقود الشرعية و تتسم بالمرونة و التنوع و باجال مختلفة بحيث تلبى جميع رغبات المستثمرين بم يتلائم و مواردهم المالية و كذا أوضاع السيولة لديهم و تصلح في نفس الوقت لاستخدامها من طرف البنك المركزي لادارة السياسة النقدية فضلا عن تمويلعجز الموازنة العامة و قد تمثلت الادوات الجديدة التي تم اصدارها فيما يلي :

1.2. صكوك تملك أصول بنك السودان المركزي و إجارتها له (شهاب)¹ : استحدثت بنك السودان في

سبتمبر 2005 ، بدلا من شهادات المشاركة شتم كأداة من أدوات إدارة السيولة ، و توفير فرص استثمارية تحقق ربحا لحملة هذه الصكوك و يتحقق ذلك بتصكيك أصول بنك السودان و عرضها للمستثمرين .

الجدول رقم 27: تطور شهادات شهاب خلال الفترة 2012/2005

صافي الشهادات لدى المصارف	رصيد البنك عند نهاية السنة	الشهادات المشتراة	الشهادات المباعة	رصيد البنك المركزي عند بداية السنة	عدد الشهادات	2005
135000	-	42400	177400	219800	عدد الشهادات	

¹ ربيعة بن زيد ، 2012 ، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها ، دراسة تقييمية لحالة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 2012/2005 ، رسالة ماجستير غير منشورة جامعة ورقلة ، الجزائر ص 278 .

14.3	-	4.3	17.7	22.2	القيمة مليار . د	
138500	-	333.000	336500	143871	عدد الشهادات	2006
13.9	-	33.3	33.7	24.4	القيمة مليار . د	
184400	-	682600	867000	243871	عدد الشهادات	2007
184.4	-	6826	8670	243.9	القيمة مليون ج	
2066	-	314740	523365	243871	عدد الشهادات	2008
206.6	-	314.7	521.4	243.9	القيمة مليون ج	
20137	-	5000	25137	243871	عدد الشهادات	2009
20.14	-	5	25.14	243.3	القيمة مليون ج	
180371	63500	172300	127800	19000	عدد الشهادات	2010
180.4	36.5	172.3	127.8	2348719	القيمة مليون ج	
187257	58489	20000	25000	63489	عدد الشهادات	2011
187.3	58.5	20.0	25.0	63.5	القيمة مليون ج	
144970	62485	13995	10000	49058	عدد الشهادات	2012
145.0	62.5	14.0	10.0	58.5	القيمة مليون ج	

المصدر : من اعداد الطالب الاعتماد على تقارير البنك المركزي خلال سنوات الدراسة

2.2. شهادات اجارة أصول مصفاة الخرطوم للبترول (شامة) : هي عبارة عن صندوق استثماري متوسط

الاجل تم انشاؤه بغرض حشد موارد المستثمرين عن طريق عقد الوكالة الشرعية لتوظيفها في شراء أصول

مصفاة الخرطوم و تاجيرها لوزارة المالية اجارة تشغيلية لتحقيق عوائد مجزية تم اصدارها خلال عام 2010 و

تحقق عائد سنوي يتراوح ما بين 12 % و 14 % .

و الهدف هذه وراء هذه الشهادات إصدار صكوك اسلامية بغرض توفير فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الصكوك بتصكيك أصول المصفاة ، و عرضها على المستثمرين ، و كذا توسيع عرض الاوراق المالية المسجلة بسوق الخرطوم للاوراق المالية ، من خلال اضافة اوراق مالية جديدة و توفير موارد مناسبة للدولة بجانب تطوير صناعة الصناديق الاستثمارية في البلاد .

الجدول رقم 28 : مقارنة تطور شهادات شامة خلال الفترة 2010/2012

	2012		التغير مقارنة ب 2010		2011		2010		
	عدد الشهادات	القيمة	عدد الشهادات	القيمة	عدد الشهادات	القيمة	عدد الشهادات	القيمة	
بنك السودان	599273	1096.4	2192851	226.8	433.578	796.8	1593587	570.0	1140000
المصارف	557133	601.8	1203520	164.5	329108	880.3	1760633	715.8	1431525
الشركات و الصناديق	-	176.8	353679	56.0	112098	176.8	353.950	120.8	241581
الجمهور	-	17.0	33950	1.4	2711	17.0	33950	15.6	31239
وزارة الاقتصاد و المالية	42160	-	-	21.1	42160	21.1	42160	-	-
الاجمالي	-	1892.0	3784000	469.8	939655	1892.0	3784000	1422.2	2844345

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على تقارير بنك السودان .

3.2. شهادات إجارة أصول الشركة السودانية لنقل الكهرباء (نور) : عبارة عن صندوق استثماري متوسط

الاجل (3 سنوات) براسمال قدره 758 مليون دولار امريكي و بقيمة اسمية قدرها 100 دولار أمريكي للشهادة الواحدة و بعائد سنوي متوقع في حدود 7 % تدفع كل ستة اشهر بنفس العملة او ما يعادلها ، و قد انشئ الصندوق في عام 2012 بغرض حشد الموارد من المستثمرين عن طريق عقد المضاربة المقيدة و توظيفها

لشراء أصول الشركة السودانية لنقل الكهرباء ، حيث يتم تأجيرها لوزارة المالية عن طريق إجارة تشغيلية تنتهي بعرض الأصول للبيع في السوق بالسعر الجاري ، بحيث يكفل لوزارة المالية حق الدخول في منافسة الشراء مع الآخرين .¹

يسعى الصندوق لتحقيق عدة أهداف تتمثل في توفير فرص استثمارية تحقق عوائد مجزية لحملة الشهادات من الافرد و الشركات المالية المقيمين و غير المقيمين و الاجانب و توفير موارد مناسبة للدولة بجانب تطوير صناعة هذا النوع من الصناديق الاستثمارية داخل السودان و قد كان تطور هذه الشهادات كما يلي :

الجدول رقم 29 : تطور مبيعات شهادات "نور" بنهاية 2012

الجهة	عدد الشهادات المباعة	القيمة بالدولار امريكي	نسبة المساهمة
الشركات و الصناديق	3519	1655200	0.04
الافراد	16552	351900	0.22
وزارة المالية و الاقتصاد	7559929	755992900	99.74
الاجمالي	7580000	758000000	100.0

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد عل تقارير بنك السودان

لقد عرفت شهادات إجارة أصول الشركة السودانية لنقل الكهرباء (نور) في السنة الاولى لاستحداثها بيع 7850000 شهادة و بقيمة 758 مليون دولار أمريكي .

3.2. صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) : بعد النجاح الذي حققته صكوك المشاركة الإسلامية الحكومية

شهامة ، عمدت السلطات النقدية إلى استحداث أوراق مالية إسلامية جديدة تستوفي شروط العقود الشرعية وتتسم بالمرونة و التنوع و بآجال مختلفة لتمويل بعض مشروعات التنمية متوسطة وطويلة الأجل نسبيا وهي صندوق استثماري متوسط الأجل يهدف إلى جذب الأموال من المستثمرين و تشغيلها في

¹ سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقارير السنوية متاح على : <http://www.kse.com.sd> تاريخ التحميل: 2017-03-11

مضاربة مقيدة في مشاريع تنمية لوزارة المالية ، و عليه فهي تلبي رغبات جميع المستثمرين بما ينسجم مع
مواردهم المالية ، و في نفس الوقت إمكانية استخدام هذه الشهادات من قبل البنك المركزي لإدارة السياسة
النقدية ، كما أنها تستخدم في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة . وقد تم استحداثها عام 2004 وفقا
لصيغة المضاربة الإسلامية من قبل وزارة المالية ، وتم إدارتها و تسويقها عبر شركة السودان للخدمات المرئية .
وتهدف هذه الصكوك إلى تجميع المدخرات و توظيفها في التمويل الحكومي على مشاريع البنى التحتية
وقطاعات الصحة والتعليم وغيرها . و يمكن ملاحظة تطور إصدارها من خلال الجدول الآتي:

الجدول رقم 30 : تطور اصدار صكوك الاستثمار الحكومي "صرح" خلال الفترة 2016/2004

السنوات	عدد الشهادات المصدرة	القيمة بالمليون جنيه	نسبة التغير في القيمة الكلية
2004	1280000	18,800	---
2005	5660000	65,60	342
2006	12990816	13	130
2007	17050795	1,705,1	31
2008	18725819	1,872.5	9.8
2009	20223815	2022.38	8
2010	18264917	3,108.2	-9.7
2011	19442477	1,944.2	6.5
2012	14761555	1,476.3	-24
2013	8413256	841	-43
2014	8319691	828	-11
2015	9042101	904	8.7
2016	8291901	829.2	8.3 -

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك السودان .

ومن الجدول يلاحظ أن صكوك الاستثمار (صرح) سجلت رقما قياسيا في الارتفاع في بداية إصدارها ، إذ ارتفعت بنسبة 324 % وهذا يؤكد زيادة الإقبال على التعامل بها حتى وإن سجلت تراجعاً في نهاية 2012 2013 لكن بعد هذا التراجع ارتفعت نسبتها إلى 87 % في عام 2015 .

المطلب الثالث : التقييم الاقتصادي و الشرعي للصكوك الحكومية السودانية

أولا : التقييم الإقتصادي للصكوك الحكومية السودانية

1. دور الصكوك السودانية في دعم الموازنة العامة : إن التطور الذي شهده إصدار الصكوك الإسلامية المختلفة قد رافقه تطور في مدى مساهمتها في تمويل الموازنة العامة للدولة حيث ارتفع عجز الموازنة إلى (6,976.4) مليون جنيه لعام 2015 بعد أن كان (6,457) و (4,425.1) مليون جنيه لعامي 2013 و 2014 على التوالي . كما تؤكد المعطيات أن السحوبات على المنح والقروض الأجنبية قد بلغت 1,425.2 بعد أن كانت 1,610.1 مليون جنيه محققة نسبة مساهمة 36 % بينما بلغت السدادات (1,830.6) مليون جنيه وبنسبة أداء 53 % ، وبذلك يكون صافي التمويل الخارجي للعجز (405.4) إذ بلغت نسبة مساهمته % (6) من إجمالي التمويل لعام 2015 بعد أن كانت . 17% لعام 2014 في حين بلغت السحوبات على التمويل المحلي 13,034.9 مليون جنيه لعام 2015 محققه نسبة مساهمة 187 % ، بعد أن كانت 12,547.5 مليون جنيه لعام. 2014 أما إجمالي السدادات 5,653.1 يمثل الفرق بينهما صافي التمويل المحلي 7,381.8 مليون جنيه بنسبة مساهمة 106 % من إجمالي تمويل العجز بعد أن كان 22 % في عام 2011 و بلغت الضمانات 3,419.8 مليون جنيه بنسبة مساهمة 49 % من إجمالي التمويل المحلي تليها شهادات المشاركة الحكومية شهامة بمبلغ 2,611.2 مليون جنيه بنسبة مساهمة 37 % كما بلغت صكوك الاستثمار الحكومية صرح سالب 50.3 مليون جنيه بنسبة مساهمة سالب 1 % . من إجمالي التمويل الداخلي لعام 2015 ، كذلك تم الاعتماد على الاستدانة من البنك المركزي في تمويل العجز الحكومي إذ تجيز

التشريعات القانونية المالية بموجب المادة (48-1) من قانون بنك السودان لعام 2002 ، منح تسليف مؤقت لا يتعدى 15 % من إجمالي تقدير الإيرادات العامة للحكومة في السنة المالية التي يمنح فيها التقدير وبالشروط التي يقررها البنك على أن يتم التسديد في اجل لا يتجاوز الستة أشهر التالية لنهاية السنة المالية التي منح فيها التمويل ، وعليه فقد استفادت الحكومة من تمويل مؤقت لعام 2015 و بمبلغ 3,500 مليون جنيه ونسبة مساهمة 50 % .

وبالرغم من أن شهادات الإصدار شهامة و صكوك الاستثمار صرح قد سجلوا معدلات نمو سالبة خلال (2010-2014) إلا أن إصدار شهامة حقق معدل نمو 62 % لعام 2015 و بنسبة مساهمة 37 % في تمويل العجز الكلي لنفس العام .

الجدول رقم 32 : مساهمة صكوك الاسلامية الحكومية في معالجة اختلال عجز الموازنة العامة للدولة

2016				2015				2014				2013				2012				
نسبة المساهمة	نسبة الاداء	الاداء الفعلي	تقديرات الموازنة	نسبة المساهمة	نسبة الاداء	الاداء الفعلي	تقديرات الموازنة	نسبة المساهمة	نسبة الاداء	الاداء الفعلي	تقديرات الموازنة	نسبة المساهمة	نسبة الاداء	الاداء الفعلي	تقديرات الموازنة	نسبة المساهمة	نسبة الاداء	الاداء الفعلي	تقديرات الموازنة	
100	102	(11234.9)	(11000.2)	100	103	6.976,4	6.7621,4	(100)	77	4.425,1	5.757,3	100	64	(6.457)	(10047,4)	100	83,2	7653,4	9199,1	العجز الكلي للموازنة
(14.3)	29	1605.7	5527	20	36	1425,2	3947,5	(36)	44	1610,1	3655,1	(32)	47	2060,3	2779,6	13,8	55,2	1053,1	1907,0	الدين الخارجي للسحوبات
4.1	18	(464.3)	(2551.9)	(26)	53	(1830,6)	(3477,0)	19	29	(853,8)	(2947,3)	15	56	(0'987)	(1759,0)	(10,3)	58,6	(784,8)	(1338,5)	التمويل الخارجي للسدادات
(10.3)	38	1141.4	2975.1	(6)	(86)	(405,4)	470,5	(17)	107	756,3	707,8	(17)	105	1073,2	(1020,6)	3,5	47,2	268,5	568,5	صافي التمويل الخارجي
(108.2)	70	12157.4	17322.5	187	79	13034,9	16400,0	(329)	116	14537,3	12547,5	(18,5)	70	11953,2	17143,3	163,9	92,9	12544,3	13502,3	التمويل الداخلي للسحوبات
18.5	22	(2083.2)	(9297.4)	(81)	54	(5653,1)	10435,8)	246	114	(10868,7)	(9497,9)	102	81	(6570,0)	(8116,5)	(93,5)	14,4	(3'7159)	(4'7415)	التمويل الداخلي للسدادات
(89.7)	126	10074.2	8025	106	117	7381,8	6291,7	(83)	73	3668,7	5049,6	(83)	60	5383,2	9026,8	70,4	88,5	5385,0	608,5	صافي التمويل الداخلي
(18.8)	105	2109.4	2000	37	201	2611.2	1300	(36)	743	1611.6	217	(11)	65	738.7	1128,4	24,6	92,4	1886,3	2042,5	شهادات شهامة
1.8	(201)	(206.4)	102.6	(1)	(4)	(50.3)	1300	(4)	25	173.1	706.4	(8)	14	495.7	3498,4	6,5	19,0	501.2	2640,2	صكوك صرح
0.1	0	(12.2)	00	(2)	0	(141.4)	0	9	417	(416.5)	(100)	7	452	(452.3)	(100,0)	(0,4)	5,9	(32,3)	(550,2)	سندات اطفاء الدين
(25.6)	92	2879.7	3122.5	49	159	34198	2149.2	(50)	119	2190.8	1837.5	(42)	108	2700.8	2500,0	45,7	2257	3498,8	155,0	الضمانات
0.9	8	(96.2)	(1200)	(28)	100	(1957.6)	(1957.6)	48	101	(2130.2)	(2111.2)	7	95	(475.1)	(500,0)	32,3	1234	(2469)	(200)	المتاخرات
(48.1)	135	5400	4000	(50.17)	100	3500	3500	(51)	90	2240	2500	(37)	95	2375.5	2500,0	26,1	100	2000,0	2000,0	الاستدانة من البنك المركزي

المصدر : من اعداد الطالب بالاعتماد على بيانات و احصائيات البنك المركزي السوداني خلال فترة الدراسة

الجدول رقم 33 : معدلات النمو لبعض المؤشرات المالية في السودان .

البيان	العجز الكلي	صافي التمويل الخارجي	نسبة المساهمة	صافي التمويل الداخلي	نسبة المساهمة	شهادات شهامة	نسبة المساهمة	صكوك صرح	نسبة المساهمة	السنوات
2010	(7586.1)	(706.6)	9.3	8292.7	88	2020.0	26.6	1662	21.9	
2011	(9,426.1)	(37.4)	(0.4)	2080.2	22.1	1687.5	17.9	521.5	5.5	
معدل النمو	24.2	(94.7)	-	(97.5)		(16.46)		(68.6)	-	
2012	(7,653.4)	268.3	3.5	5385.0	70.4	1886.3	24.6	501.2	6.5	
2013	(6,456.5)	1,073.2	(17)	5383.2	(83)	738.7	(11)	495.7	(8)	
معدل النمو	15.6	107.2	-	0.03		(0.6)		(1.1)	-	
2014	(4,416.9)	756.3	(17)	3,668.7	(83)	1,611.6	(36)	173.1	(4)	
2015	(6,976.4)	405.4	(6)	7,381.8	106	2,611.2	37	50.3	(1)	
معدل النمو	57.2	(153.6)	-	101.2	-	62		(129)	-	

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على تقارير بنك السودان خلال فترات الدراسة .

2. أداء الصكوك في سوق التداول للأوراق المالية : سوق التداول هو السوق التي تتم فيه عمليات شراء

الأوراق المالية و بيعها مباشرةً أو بالوكالة و تبادل ملكيتها في قاعة التداول أو في مكاتب السوق ، ومن خلال

الجدول رقم 32 نوضح تداول الصكوك الإسلامية في سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (2002 -

2017).

الجدول رقم 34: نشاط تداول الصكوك في سوق الخرطوم للأوراق المالية

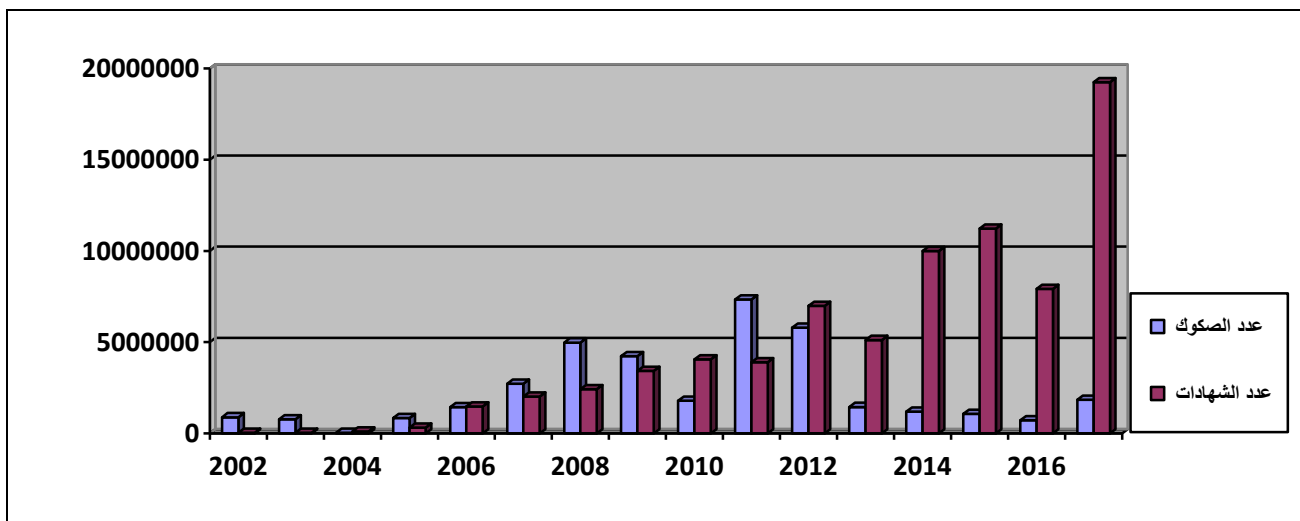
السنوات	عدد الصكوك المتداولة	عدد الشهادات المتداولة	عدد الكلي المتداول	السنوات	عدد الصكوك المتداولة	عدد الشهادات المتداولة	عدد الكلي المتداول
2002	884766	29724	914490	2010	1791114	4056906	5848020
2003	776999	37071	814070	2011	7333445	3892066	11225511
2004	30790	102108	132898	2012	5793575	6983324	12776899
2005	845830	308083	1153913	2013	1447341	5116623	6563964
2006	1433400	1472351	2905751	2014	1198891	9996076	11194967

12291561	11222669	1068892	2015	4733723	2016530	2717193	2007
8648753	7924732	724021	2016	7398962	2421055	4977907	2008
21088000	19242070	1845930	2017	7646614	3417714	4228900	2009

المصدر: سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقارير السنوية متاح على : <http://www.kse.com.sd> تاريخ التحميل: 11-03-2017 .

من الجدول و الشكل أعلاه يتضح لنا أن حجم تداول كل من الصكوك و الشهادات الإسلامية خلال الفترة (2002-2017) شهدت تقلبات من سنة إلى أخرى الى أن بلغت أقصى قيمة لها سنة 2008 بحجم تداول كلي يقدر بـ 7646614 صك وشهادة، بعد ذلك انخفض حجم التداول سنة 2010 ليصبح عدد الصكوك والشهادات المتداولة تُقدر بـ 5848020 صك وشهادة، ويمكن تفسير انخفاض حجم التداول بتداعيات بداية المرحلة الانتقالية لانفصال جنوب السودان عن شماله، بعد ذلك يلاحظ ارتفاع في حجم التداول إلى أن يصل إلى أقصى قيمة له سنة 2012 بحجم تداول يقدر بـ 12776899 صك وشهادة، بعد ذلك يلاحظ انخفاض حجم التداول سنة 2013 ليوصل الارتفاع في حجم تداول الصكوك بعد سنة 2013. ومن خلال الشكل رقم (01) يمكن لنا توضيح نشاط تداول الصكوك والشهادات الحكومية في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

الشكل رقم : 44 مخطط يوضح عدد الصكوك و الشهادات المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية



المصدر : من اعداد الطالب بالاعتماد على بيانات الجدول السابق .

يمكن القول أن شهادات المشاركة التي أصدرها البنك المركزي من الابتكارات المالية المهمة التي نجحت في إدارة السيولة نظرا لسيولتها العالية إذ يمكن بيعها بسهولة من خلال شركات الوكالة العاملة في سوق الأوراق المالية ، وريحتها العالية مقارنة بأوجه الاستثمار المختلفة ، فضلا عن أنها تتسم بتدني مخاطرها الاستثمارية كونها تستند إلى أصول في وحدات اقتصادية و في قطاعات اقتصادية مختلفة . كما أن البنك المركزي مستعد لشراء بعض أنواع شهادات المشاركة في أي وقت ، الأمر الذي يسهل على البنوك المالكة لهذه الشهادات بيعها متى ما احتاجت للسيولة ، و عليه فإن الصكوك الإسلامية قد ساهمت أيضا في زيادة التمويل المقدم من البنوك ورفع مستوى حجم تداولها في سوق الخرطوم للأوراق المالية .

وعليه لا يمكن إنكار الدور الذي لعبته التجربة السودانية ، إذ تعد محاولة جادة في مجال الصناعة المالية الإسلامية لكونها دامت أكثر من عقد من الزمن وساهمت في تغطية نسبة كبيرة من عجز الموازنة وفي تنويع أدوات إدارة السيولة للجهاز المصرفي وكذلك الضمانات المصرفية فضلا عن مساهمتها في تمويل التنمية الاقتصادية و الاجتماعية وتثبيت ركائز سوق الخرطوم للأوراق المالية ، وما لذلك من آثار ايجابية على مجمل الاقتصاد السوداني .

ثانيا : التقييم الشرعي للصكوك الحكومية السودانية

1. الهيئة العليا للرقابة الشرعية بالسودان: انشأ بنك السودان المركزي الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية المصرفية كأول⁽¹⁾ هيئة رقابة شرعية في العالم الاسلامي ويهدف البنك المركزي من وراء ذلك إلى تكامل الجهود بينه وبين هيئة الرقابة الشرعية إلى تطوير العمل المصرفي الاسلامي. و هي هيئة مستقلة في ادائها للمهام الموكلة إليها، ولكنها تعمل بالتنسيق والتعاون مع بنك السودان المركزي، كما أن إدارات البنك المتخصصة هي الذراع التنفيذي الفعال لانزال فتاوى الهيئة وقراراتها إلى واقع التنفيذ العملي.

¹صحيح أنه في عام 1983 كونت البنوك الإسلامية القائمة آنذاك هيئة عليا للرقابة الشرعية لكن الجديد في الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية أن المؤسسات التي تدير دفة الاقتصاد (السياسة المالية والسياسة النقدية) هي التي استشعرت الحاجة لتكوين هذه الهيئة العليا.

قد تم تكوين الهيئة العليا للرقابة الشرعية بالسودان في العام 1992م كهيئة متخصصة تهدف الى مراقبة ومتابعة مدي التزام المصارف والمؤسسات المالية بما فيها بنك السودان المركزي بتطبيق الصيغ الاسلامية في المعاملات واصدار الفتاوى والاحكام فيما يعرض عليها من مشاكل كما انه منوط بها الاجتهاد لاستنباط صيغ وادوات مالية اسلامية لتلبية حاجات المجتمع في التمويل.

وفي اطار الاهداف المنوط بالهيئة القيام بما فقد اصدرت الهيئة عبر البنك المركزي العديد من الفتاوى والمنشورات والموجهات التي تهدف الى ضمان شرعية التعامل بالصيغ والادوات المالية الاسلامية ومن ذلك:

- النص على أن تكون لكل مصرف أو مؤسسة مالية هيئة رقابة شرعية.
 - تخويل إدارات الرقابة المصرفية بعد التأهيل والتدريب إلى مراجعة عمل المصارف من الناحية الشرعية مع الهيئة العليا.
 - تخويل إدارة المصارف للتفتيش والمراجعة سلطة مراجعة الأعمال من الناحية الشرعية بالتعاون مع هيئة الرقابة الشرعية في كل مصرف .
 - ضرورة تعيين مراقب شرعي في كل مصرف.
 - إصدار منشورات ملزمة للمصارف بالالتزام بتطبيق الإجراءات الواردة في المرشد الفقهي الصادر من الهيئة العليا للرقابة الشرعية .
 - منع التعامل بالصيغ التي لم ترد فيها فتوى واضحة وصريحة من الهيئة .
 - الالتزام بالصيغ الصادرة من الهيئة لممارسة العمل المصرفي.
2. قرارات مجمع الفقه الاسلامي الدولي والتي لها علاقة بتداول الصكوك وهي :

سوف نتطرق في هذا المبحث الى أهم القرارات التي صدرت عن مجمع الفقه الإسلامي : بشأن تداول الصكوك وكذلك المعايير الشرعية وخاصة معيار صكوك الاستثمار رقم 17

1.2. القرار رقم 30 (3 / 4) بشأن سندات المقارضة و سندات الاستثمار : إن مجلس مجمع الفقه

الإسلامي الدول

... قرر ما يلي¹

الصورة المقبولة شرعاً لسندات المقارضة بوجه عام لا بد أن تتوفر فيها العناصر التالية...: **العنصر الثالث** أن تكون صكوك المقارضة قابلة للتداول بعد انتهاء الفترة المحددة للاكتتاب باعتبار ذلك مأذوناً فيه من المضارب عند نشوء السندات مع مراعاة الضوابط التالية :

➤ إذا كان مال القراض المتجمع بعد الاكتتاب وقبل المباشرة في العمل بالمال ما يزال نقوداً فإن تداول

صكوك المقارضة يعتبر مبادلة نقد بنقد وتطبق عليه أحكام الصرف .

➤ إذا أصبح مال القراض ديوناً تطبق على تداول صكوك المقارضة أحكام التعامل بالديون .

➤ إذا صار مال القراض موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع فإنه يجوز تداول صكوك

المقارضة وفقاً للسعر المتراضى عليه ، على أن يكون الغالب في هذه الحالة أعياناً و منافع . أما إذا كان

الغالب نقوداً أو ديوناً فتراعى في التداول الأحكام الشرعية التي ستبينها لائحة تفسيرية توضع وتعرض على

المجمع في الدورة القادمة ، وفي جميع الأحوال يتعين تسجيل التداول أصولياً في سجلات الجهة المصدرة...

مع مراعاة الضوابط السابقة في التداول :

➤ يجوز تداول صكوك المقارضة في أسواق الأوراق المالية ، إن وجدت ، بالضوابط الشرعية ، وذلك وفقاً

لظروف العرض والطلب ويخضع لإرادة العاقدين . كما يجوز أن يتم التداول بقيام الجهة المصدرة في فترات

¹قرار رقم (3 / 4) 30 ، بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، العدد الرابع، ج 3 ، جدة، المملكة العربية السعودية، 1408 هـ / 1988 م، ص 1809 ، ومتاح على الرابط <http://www.fiqhacademy.org.sa/qrarat> :

دورية معينة بإعلان أو إيجاب يوجه إلى الجمهور تلتزم بمقتضاه خلال مدة محددة بشراء هذه الصكوك من ربح مال المضاربة بسعر معين ، ويحسن أن تستعين في تحديد السعر بأهل الخبرة ، وفقاً لظروف السوق والمركز المالي للمشروع . كما يجوز الإعلان عن الالتزام بالشراء من غير الجهة المصدرة من مالها الخاص ، على النحو المشار إليه ، و هذه هي القواعد العامة في تداول الصكوك الإسلامية .

2.2. قرار رقم 137 (3 / 15) بشأن صكوك الاجارة : إن مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي

المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي بعد اطلاعه على البحوث الواردة إلى المجمع بخصوص موضوع صكوك الاجارة ، وبعد استماعه إلى المناقشات التي دارت حوله ، قرر ما يأتي :

➤ تقوم فكرة صكوك الاجارة على مبدأ التصكيك أو التسنييد أو التوريق الذي يقصد به إصدار أوراق مالية قابلة للتداول ، مبنية على مشروع استثماري يدرّ دخلاً . والغرض من صكوك الاجارة تحويل الأعيان والمنافع التي يتعلّق بها عقد الاجارة إلى أوراق مالية (صكوك) يمكن أن تجري عليها عمليات التبادل في سوق ثانوية .

➤ يجوز إصدار صكوك تُمثّل ملكية الأعيان المؤجرة وتداولها إذا توافرت فيها شروط تداولهما لأنهما تختصان بأعيان غير معينة وموصوفة في الذمة وبالتالي تلحق بحكم تداول الديون حكماً .

3.2. قرار رقم 178 (4 / 19) بشأن الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها .¹

إن مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي المنعقد في دورته التاسعة عشرة في إمارة الشارقة (دولة الإمارات العربية المتحدة) من 1 إلى 5 جمادى الأولى 1430هـ ، الموافق 26-30 نيسان (إبريل) 2009م

¹قرارات مجمع الفقه الإسلامي - موقع مجمع الفقه الاسلامي الدولي على الإنترنت <http://www.fiqhacademy.org.sa>

بعد اطلاعه على البحوث الواردة إلى المجمع بخصوص موضوع الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، وبعد استماعه إلى المناقشات التي دارت حوله.

قرر ما يأتي:

يراعى في الصكوك من حيث قابليتها للتداول الالتزام بالضوابط المنصوص عليها في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم: 30(4/3) التالية:

- إذا كانت مكونات الصكوك لا تزال نقوداً فتطبق أحكام الصرف.
- إذا انقلبت الموجودات لتصبح ديوناً كما هو الحال في بيع المراجعة فيطبق على تداول الصكوك أحكام الدين، من حيث المنع إلا بالمثل على سبيل الحوالة.
- إذا صار مال القراض موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع فإنه يجوز تداول صكوك المقارضة وفقاً للسعر المتراضى عليه، على أن يكون الغالب في هذه الحالة أعياناً ومنافع. أما إذا كان الغالب نقوداً أو ديوناً فتراعى في التداول الأحكام الشرعية التي ستبينها لائحة تفسيرية توضع وتعرض على المجمع في الدورة القادمة.

وفي جميع الأحوال يتعين تسجيل التداول أصولياً في سجلات الجهة المصدرة.

- لا يجوز أن يتخذ القول بالجواز ذريعة أو حيلة لتصكيك الديون وتداولها كأن يتحول نشاط الصندوق إلى المتاجرة بالديون التي نشأت عن السلع، ويجعل شيء من السلع في الصندوق حيلة للتداول.

ومما يؤخذ على هذا القرار عدم القدرة على تحديد النسب بشكل دقيق بين النقود والموجودات والديون وبالتالي يحصل تداخل بينهما، كذلك مسألة التفريق بين الديون الأصيلة والديون التابعة ونسبي كل منهما والتفريق بينهما.

4.2. قرار 188 (20/3) بشأن استكمال موضوع الصكوك الإسلامية¹

إن مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة التعاون الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره العشرين بوهران (الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية) خلال الفترة من 26 شوال إلى 2 من ذي القعدة 1433هـ، الموافق 18-13 سبتمبر (أيلول) 2012م بعد اطلاعه على البحوث الواردة إلى أمانة المجمع في موضوع: **الصكوك الإسلامية**، واستماعه إلى المناقشات التي دارت حوله، وبعد اطلاعه أيضاً على التوصيات الصادرة عن ندوة: **الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم**، التي عقدها مجمع الفقه الإسلامي الدولي بجدة في رحاب معهد أبحاث الاقتصاد الإسلامي (جامعة الملك عبد العزيز) بالتعاون معه ومع المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب (عضو مجموعة البنك الإسلامي للتنمية) خلال الفترة 10-11 جمادى الآخرة 1431هـ، الموافق 24-25 مايو 2010م، مع الأخذ في الاعتبار ما أصدره المجمع في القرار 178 (19/4) بشأن الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها في دورته التاسعة عشرة، وغيره من القرارات، واستماعه إلى المناقشات التي دارت حوله .

قرر ما يأتي :

- إذا تمحضت موجودات الورقة المالية للنقود أو الديون، فيخضع تداولها لأحكام الصرف أو بيع الدين.
- إذا تمحضت موجودات الورقة المالية للأعيان أو المنافع أو الحقوق، فيجوز التداول بالسعر المتفق عليه.

¹قرارات مجمع الفقه الإسلامي - موقع مجمع الفقه الاسلامي الدولي على الإنترنت <http://www.fiqhacademy.org.sa>

➤ إذا كانت موجودات الورقة المالية خليطاً من النقود والديون والأعيان والمنافع والحقوق، فلها حالتان:

✎ أن تكون النقود والديون تابعةً لما يصح أن يكون متبوعاً، وتكون الورقة المالية متضمنةً للملكية المتبوع، فيجوز

حيثُ تداول الورقة المالية دون مراعاة نسبة النقود والديون إلى الموجودات.

✎ انتفاء تبعية النقود والديون أو عدمُ تضمن الورقة المالية للملكية المتبوع. فيخضع التداول حينئذ لأحكام الغلبة.

➤ إذا كانت الشركة أو المشروع الذي تمثله الورقة المالية لم يبدأ العمل الفعلي أو كان تحت التصفية، فيخضع

التداول لأحكام الغلبة.

يعتبر هذا القرار من القرارات الشاملة و الواضحة في وضع الضوابط العامة لتداول الصكوك ولكن هذه

القواعد العامة لم تشمل بعض انواع الصكوك وخاصة تلك الصكوك الايجارية الموصوفة بالذمة.

3. قرارات هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية : وسوف نتكلم في هذا البحث تحديداً عن

معيار الاستثمار رقم (17) ، علماً ان بعض المعايير الاخرى لها علاقة غير مباشرة بموضوع الصكوك ومنها :

معيار رقم (9) الاجارة و الاجارة المنتهية بالتملك، ومعيار (12) المشاركة والشركات الحديثة...

1.3. المعيار الشرعي رقم (17) صكوك الاستثمار تداول الصكوك واستردادها:

➤ يجوز تداول الصكوك واستردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكي المراجعة، من أعيان أو منافع أو

خدمات، بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط، أما قبل بدء النشاط فتراعى الضوابط

الشرعية لعقد الصرف ، كما تراعى أحكام الديون إذا تمت التصفية وكانت الموجودات ديوناً، أو تمّ بيع ما

تمثله الصكوك بثمن مؤجل. ومما يؤخذ على هذه المادة أنها لم تضع ضابطاً لتحديد بدء النشاط وخاصة في

أنواع من الصكوك كصكوك المراجعة.

- في الصكوك القابلة للتداول يجوز أن يتعهد مصدر الصك في نشرة إصدار الصكوك، بشراء ما يعرض عليه من هذه الصكوك، بعد إتمام عملية الإصدار، بسعر السوق، ولا يجوز أن يكون وعد الشراء بالقيمة الاسمية للصك . وهذه المادة بحثت موضوع اطفاء الصكوك وليس تداولها.
- يجوز تداول الصكوك بأي طريقة متعارف عليها فيما لا يخالف الشرع ، مثل القيد في السجلات ، أو الوسائل الإلكترونية ، أو المناولة إذا كانت لحاملها.
- يجوز تداول صكوك ملكية الموجودات المؤجرة أو الموعود باستئجارها منذ لحظة إصدارها بعد تملك حملة الصكوك للموجودات وحتى نهاية أجلها.
- يجوز استرداد صكوك ملكية الموجودات المؤجرة من مصدرها قبل أجلها بالسعر الذي يتراضى عليه حامل الصك و مصدره حين الاسترداد . و لكن يشترط أن لا يكون هذا مشروطاً في نشرة الإصدار.
- يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودات (المعينة قبل إعادة إجارة تلك الأعيان، فإذا أعيدت الإجارة كان الصك ممثلاً للأجرة، وهي حينئذ دين في ذمة المستأجر الثاني، فيخضع التداول حينئذ لأحكام وضوابط التصرف في الديون . فالأصل عدم جواز تداولها.
- لا يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفى منها المنفعة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون، فإذا تعينت جاز تداول الصكوك.
- يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف معين قبل إعادة إجارة تلك الخدمات، فإذا أعيدت الإجارة كان الصك ممثلاً للأجرة ، وهي حينئذ دين في ذمة المستأجر الثاني فيخضع التداول حينئذ لأحكام وضوابط التصرف في الديون.

- لا يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف موصوف في الذمة قبل تعيين الطرف الذي تستوفى منه الخدمة إلا بمراجعة ضوابط التصرف في الديون. فإذا تعين الطرف جاز تداول الصكوك. وهذه المواد بحاجة الى تفصيل من حيث تحديد أنواع الخدمات وما هي القيود الواردة عليها.
- يجوز تداول أو استرداد صكوك الاستصناع إذا تحولت النقود إلى أعيان مملوكة لحملة الصكوك في مدة الاستصناع، أما إذا دفعت حصيلة الصكوك ثمناً في استصناع مواز أو تم تسليم العين المصنعة للمستصنع فإن تداولها يخضع لأحكام التصرفات في الديون.
- لا يجوز تداول صكوك السلم.
- لا يجوز تداول صكوك المراجعة بعد تسليم بضاعة المراجعة للمشتري ، أما بعد شراء البضاعة وقبل بيعها للمشتري فيجوز التداول.
- يجوز تداول صكوك المشاركة وصكوك المضاربة وصكوك الوكالة بالاستثمار بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع.
- يجوز تداول صكوك المزارعة والمساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان حملة الصكوك مالكي الأرض ، أما إذا كانوا الملتزمين بالعمل الزراعة أو السقي (فلا يجوز تداول الصكوك إلا إذا كان التداول بعد بدو صلاح الزرع أو الثمر.
- يجوز تداول صكوك المغارسة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط سواء كان حملة الصكوك مالكي الأرض أم الملتزمين بالغرس .

خلاصة الفصل الثالث :

لقد تم من خلال هذا الفصل التطرق الى ثلاث منتجات مالية إسلامية مختلفة مبتكرة بفعل الهندسة المالية الإسلامية تمثلت في التورق المصرفي على مستوى البنك الاسلامي الماليزي ، و صيغة الاجارة المنتهية بالتملك على مستوى بنك الأردن الاسلامي ، بالاضافة الى صيغة الصكوك الاسلامية الحكومية و المعتمدة من طرف حكومة السودان ، خلال فترات محددة .

حيث تم دراسة كل صيغة من هذه الصيغ على حدى ، و تم تبيان الدور الذي أنشأت من أجله هذه الصيغة ، بالاضافة الى دراسة نجاعة كل صيغة أو أداة من هذه الأدوات الاسلامية من الناحية الاقتصادية بالاضافة الى تقييمها من الناحية الشرعية بالاعتماد على قرارات الهيئات الشرعية و قرارات الجامع الفقهية ، و مدى إلتزام هذه الصيغ بالأحكام و المبادئ الشرعية في الواقع التطبيقي العملي على مستوى كل هيئة مالية اعتمدت هذه الصيغ .

لقد توصلت الدراسة التطبيقية لمنتجات الهندسة المالية الاسلامية الثلاثة ، أن هذه المنتجات لها نجاعة اقتصادية و كفاءة عالية ، لكن من الناحية الثانية فان المصادقية الشرعية لهذه المنتجات يختلف حسب تطبيق كل صيغة في الواقع العملي .

خاتمة عامة

خاتمة عامة :

تشكل عملية خلق و إبتكار ، و تطوير أدوات مالية اسلامية ، أكبر التحديات التي تواجه المؤسسات المالية الاسلامية ، فسعيًا من هذه الاخيرة في تعزيز مكانتها داخل النظام المالي ، فهي تعمل جاهدة على إيجاد أدوات مالية جديدة تلبي رغبات طالبي التمويل من جهة ، و تحقق للمؤسسة المالية الاسلامية ربحية من جهة أخرى .

تعد الهندسة المالية الاسلامية وسيلة هذه المؤسسات المالية الاسلامية في هذه العملية ، ففعلا إستطاعت الهندسة المالية الاسلامية إبتكار و تطوير عديد الأدوات المالية الاسلامية ، و من خلال دراستنا لموضوع الهندسة المالية الاسلامية كآلية لتطوير صناعة المنتجات المالية "دراسة لنماذج مالية إسلامية مبتكرة" و محاولة منا للاجابة على إشكالية الدراسة و المتمثلة في ، ما مدى مساهمة الهندسة المالية الاسلامية في إبتكار و تطوير المنتجات المالية الاسلامية ، وما مدى نجاعة هذه الأدوات في الواقع العملي من الناحيتين الاقتصادية و الشرعية ؟

كان من الضروري بداية إلقاء نظرة شاملة حول الهندسة المالية التقليدية من خلال الفصل الأول و الذي توصلنا فيه الى أن التغيرات التي عرفتتها البيئة الاقتصادية بصفة عامة و البيئة المالية بصفة خاصة ، خاصة مع انهيار النظام المالي و النقدي أدى بالضرورة الى البحث عن أدوات مالية أقل تكلفة و أدنى مخاطرة و أعلى عائد و أكثر تحوطا ، و قد تحقق هذا المبتغى من خلال الهندسة المالية التقليدية و التي مكنت من إبتكار مجموعة من الأدوات و التي أصبحت تعرف بالمشتقات المالية ،

حيث كان الهدف من إبتكار هذه الأدوات المالية هو عملية التحوط في الأسواق المالية بصفة عامة ، أي تجنب المخاطر الاستثمارية المالية ، حيث مكنت هذه الأنواع المستثمر المالي من اتخاذ أي استراتيجية يراها مناسبة له تمكنه من تخفيض الخسائر و تعظيم الأرباح .

تشير جميع الشواهد و البيانات أن التوسع في الائتمان خاصة العقاري ، أين لعبت المشتقات المالية دورا في خلق المزيد من فرص منح الائتمان ، وتوسعت البنوك في نظام التوريد و تحويل القروض إلى أسهم وسندات تباع في أسواق مالية ، قائمة على الافتراضات المالية المرتبطة بالمخازفات المستقبلية ، كل هذه الأمور دفعت إلى اندلاع الأزمة خلال المالية خلال سنة 2008 ، و بالتالي فلقد أثبتت التجربة أن التمادي في استعمال منتجات الهندسة المالية التقليدية يؤدي في النهاية الى كوارث مالية و إقتصادية و بالتالي بدأ البحث عن بديل مناسب يحل محلها في المعاملات المالية ، و هو منتجات الهندسة المالية الاسلامية و هو ما تعرضنا له خلال الفصل الثاني من خلال تطرقنا لماهية الهندسة المالية الاسلامية ، تاريخها ، مبادئها و خصائصها المميزة و كذا أدوات هذه الصناعة الحديثة ، بالإضافة الى دور هذه الأدوات في إدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الاسلامية .

و خلصنا من خلال هذا الفصل الى أن هناك عدة احتمالات تواجه الصناعة المالية الاسلامية و أن الإستراتيجية التي يجب أن تتبناها الصناعة المالية الإسلامية لتحقيق استدامتها ؛ هي أن تعمل في المستقبل العاجل على إستغلال المخزون الاستراتيجي من الصيغ الفقهية الشرعية للمنتجات الإسلامية الأصيلة ، في عمليات التطوير والابتكار ؛ حتى تحافظ على هوية هذه الصناعة وتلبي إحتياجات السوق ، و تسهم في تحقيق التنمية الاقتصادية المحلية ؛ بالإضافة إلى العناية بأدوات تقليل المخاطر أو الاحتماء من خلال الكشف عن مكنوز تراثنا الفقهي من خلال الاجتهاد والابتكار الجديد لمنتجات إسلامية تحقق هذا الأمر . و من خلال ماتم عرضه سابقا توصلنا الى النتائج التالية .

أولا : نتائج الدراسة النظرية :

- الهندسة المالية هي مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات و العمليات المالية المبتكرة ، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل . و عليه فالهندسة المالية الإسلامية هي " مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم و التطوير و التنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل و كل ذلك في إطار الالتزام بالضوابط الشرعية .

- تختلف الهندسة المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية في كون أن الهندسة المالية الإسلامية تكون دائما مضبوطة بتوجيهات الشرع الحنيف ، و بالتالي فالسلامة الشرعية تكون دائما مقدمة على كون المنتج ناجع إقتصاديا .
- تبعية الصناعة المالية الإسلامية لنظيرتها التقليدية يفقدها شخصيتها وخصوصيتها وفلسفة عملها ؛ حيث أن تقليد جميع المنتجات الرائدة في السوق لن يكون بأي شكل من الأشكال في صالح الصناعة المالية الإسلامية ، لذا عليها أن تقتبس تلك التي تتلاءم و فلسفة العمل المالي الإسلامي و مبادئه .
- لقد كانت الهندسة المالية الإسلامية في كثير من الأحيان هي حل لمشكل التمويل داخل المؤسسات المالية الإسلامية من خلال إيجادها لأدوات تتوافق و رغبات طالبي التمويل من جهة و مانحي التمويل من جهة أخرى (المؤسسات المالية الإسلامية) .
- على غرار الهندسة المالية التقليدية فان الصناعة المالية الإسلامية إستطاعت أن توجد لنفسها عديد المنتجات المالية الإسلامية تختلف باختلاف آجال التمويل ، و طبيعة المشاريع الممولة .

ثانيا : نتائج الدراسة التطبيقية :

من خلال الدراسة التطبيقية للنماذج المالية الإسلامية المبتكرة بفعل الهندسة المالية الإسلامية و المتمثلة في نموذج التورق المصرفي بمصرف إسلام ماليزيا ، و نموذج الاجارة المنتهية بالتمليك في مصرف الأردن الإسلامي ، و كذا نموذج الصكوك الإسلامية الحكومية السودانية و من خلال إختبار الفرضية أن أدوات الهندسة المالية الإسلامية تحقق كفاءة اقتصادية و مصداقية شرعية في نفس الوقت فاننا نفصل و حسب دراسة كل نموذج على حدى كمايلي :

- بالنسبة لنموذج التورق المصرفي في مصرف إسلام ماليزيا فلقد أثبتت نتائج الدراسة خلال الفترة 2006-2016 أن نسبة التمويل بالتورق المصرفي إلى إجمالي التمويل قد فاقت 75 % ، و بمقارنة نسبة التمويل بهذا الاخير الى باقي الصيغ الأخرى فإن مصرف اسلام ماليزيا لا يتجه الى اعتماد التمويل بالمشاركة و الاجارة ضمن هيكله التمويل ، و هذا راجع الى أن البنك لا يجذب صيغ التمويل التي تتسم بالمخاطرة العالية خاصة مع اعتماده

لصيغة التمويل بالتورق المصرفي و بالتالي فالتورق المصرفي يساهم في إدارة جزء كبير من سيولة المصرف وبالتالي فان هذه الصيغة أثبتت نجاعتها في إدارة السيولة الفائضة لدى هذا المصرف على إعتبار أن التورق من بين الآليات التمويلية التي لا تتميز بتعقيد إجراءاتها، لذا تلجأ إليه معظم المصارف الإسلامية في تصريف فائض السيولة . من الناحية الشرعية وبعد دراسة التورق المصرفي المنظم الذي يجريه المصرف الاسلامي الماليزي توصلنا الى بعض النتائج التالية :

- ✓ إن عملية التورق المصرفي المنظم هي صورة من صور بيع العينة ، وبيع العينة بيع ربوي ، والجمهور على تحريم العينة ، والحيلة الموجود في بيع العينة التي من أجلها حرمه الشارع قد وُجدت جلية في التورق المصرفي بسبب وجود التواطؤ التعاقدي بين البنك الإسلامي ، والمتورق ، وهو تواطؤ على النقد الحال بنقد آجل أكثر منه.
- ✓ إن التورق المصرفي أكثر كلفة من الفائدة التي تفرضها البنوك الربوية ، ومن الصور الأخرى لبيع العينة ، ذلك أن الفائدة في الفوائد الربوية تكون محددة بناء على مؤشر عالمي ، وهي قريبة منها في العينة، ينما نجد في التورق المصرفي مجموعة تكاليف تفوق بوضوح تكلفة الفائدة أو العينة، فهي مجموعة عقود متداخلة وملزمة، وهي عقد المراجعة التي تساوي فائدته الفائدة الربوية حيث تقاس به، وأحيانا تفوقه ، وتكاليف عقد الوكالة والسماسة ومذكرة التفاهم والعقود الأخرى.
- ✓ إن التورق المصرفي ليس بديلا للتمويل النقدي القرض بفائدة ، وإنما هو شبيه به، ومثيل له، وهو استبدال الذي هو أدنى بالذي هو خير وهو يشكل ردة للتمويل الإسلامي عن مساره وصيغته السليمة القائمة على قاعدة حقيقية من الزيادة من إنتاج الطيبات وتداولها إلى الربا ومبادلة نقد حال بنقد آجل مع الزيادة، وهو ما يجعل مسوغ قيام المصارف الإسلامية المتمثل في تجنب الربا غير قائم كونها آلت إليه.

✓ إن السلع التي يتم تداولها في التورق المصرفي إما أنها مجرد عقود على أوراق جاهزة، وأن صور الشهادات مجرد صور ترسل إلى هنا وهناك ، تكون غالباً في حوزة السمسار ، وإما أنها سلع موجودة في المخازن تكون غير صالحة تجرى عليها عمليات المراجعة المتكررة، وإما أنها موجودة في المخازن غير أنها موجودة فقط لإجراء عمليات المراجعة. و بالتالي فإن الفرضية المطروحة صحيحة في شقها الأول و المتعلق بالنجاعة و الكفاءة الاقتصادية و خاطئة في شقها الثاني المتعلق بالمصادقية الشرعية .

- بالنسبة لنموذج الاجارة المنتهية في مصرف الاردن الاسلامي حيث تبين للباحث من خلال تتبع تطور حجم التمويل بالاجارة المنتهية بالتمليك ، و كذا الايرادات المترتبة عليها خلال فترة الدراسة الى أن الأمر يدعو إلى التفاؤل بنجاح هذه التجربة ، وهذا يوحي إلى أن هذه الصيغة الاستثمارية هامة وفعالة ، إلا أن الملاحظ على البنك الإسلامي الأردني ، أنه لم يبين عدد المشاريع التي تم تمويلها بهذه الصيغة ، ولم يبين نسبتها بالمقارنة مع بقية الصيغ الاستثمارية مثل المراجعة والمضاربة ، و إكتفى بعرض حجم التمويل بها ، و كذا الايرادات المترتبة عنها ، يمكن القول أن التمويل بالاجارة المنتهية بالتمليك من بين أهم الصيغ الاستثمارية داخل البنك الاسلامي الأردني ، و هذا الأمر جلي ، و بين من خلال تتبع مقدار حجم الأموال المخصصة لها ، و كذا الايرادات المترتبة عنها ، و بالتالي فإن نموذج الاجارة المنتهية بالتمليك يحقق كفاءة اقتصادية .

- من الناحية الشرعية فإن أغلب المجامع الفقهية و الهيئات العلمية الشرعية ، أجمعت على عدم شرعية عقد الاجارة المنتهية بالتمليك كونها عقدين في عقد واحد الا أن بنك الأردن السلامي و بالرجوع الى هيئته الشرعية ادخل على هذه الصيغة بعض الشروط و أباح التعامل بهذه الصيغة بهذه الشروط ، على أن يكون هناك عقدين منفصلين مستقل كل منهما عن الآخر، زماناً بحيث يكون إبرام عقد البيع بعد عقد الإجارة ، أو وجود وعد

بالتمليك في نهاية مدة الإجارة ، والخيار يوازي الوعد في الأحكام ، و بالتالي فباختبار فرضية الدراسة على هذا النموذج فانها صحيحة في شقها الأول و الثاني .

- و بالتالي فان الفرضية المطروحة صحيحة في شقها الأول و المتعلق بالنجاعة و الكفاءة الاقتصادية و صحيحة في شقها الثاني المتعلق بالمصادقية الشرعية .

بالنسبة لنموذج الصكوك الحكومية السودانية : إن التطور الذي شهده إصدار الصكوك الإسلامية المختلفة قد رافقه تطور في مدى مساهمتها في تمويل الموازنة العامة للدولة وبالرغم من أن شهادات الإصدار شهامة و صكوك الاستثمار صرح قد سجلوا معدلات نمو سالبة خلال (2010-2014) إلا أن إصدار شهامة حقق معدل نمو 62 % لعام 2015 ، و بنسبة مساهمة 37 % في تمويل العجز الكلي لنفس العام .

و بالتالي لا يمكن إنكار الدور الذي لعبته التجربة السودانية ، إذ تعد محاولة جادة في مجال الصناعة المالية الإسلامية لكونها دامت أكثر من عقد من الزمن، وساهمت في تغطية نسبة كبيرة من عجز الموازنة و في تنويع أدوات إدارة السيولة للجهاز المصرفي ، كذلك الضمانات المصرفية فضلا عن مساهمتها في تمويل التنمية الاقتصادية و الاجتماعية ، وتثبيت ركائز سوق الخرطوم للأوراق المالية ، وما لذلك من آثار ايجابية على مجمل الاقتصاد السوداني ، و بالتالي يمكن القول أن الصكوك الحكومية السودانية تحقق كفاءة اقتصادية أما من الناحية الشرعية فبالاطلاع على نشرات اصدار الصكوك الحكومية السودانية يمكن القول انها تتفق و قرارات الجامع الفقهية .

و بالتالي و باختبار فرضية الدراسة على هذا النموذج فان صحيحة في شقها الأول و الثاني معا ، و بالتالي فان الصكوك الاسلامية الحكومية السودانية تحقق كفاءة اقتصادية و في نفس الوقت تحقق كفاءة شرعية .

و إذا كان هذا البحث قد تناول موضوع الهندسة المالية الاسلامية كآلية لتطوير صناعة المنتجات المالية "دراسة لنماذج مالية إسلامية مبتكرة" ، وقد تم إختيار ثلاث نماذج مالية في ثلاث مؤسسات مالية إسلامية فإن هناك عدة نماذج و أدوات مالية مبتكرة بفعل الهندسة المالية الاسلامية ، يمكن أن تكون إشكاليات لمواضيع بحث في المستقبل

وفي الأخير نأمل أن نكون قد وفقنا في اختيار موضوع البحث وفي دراسته بالشكل الذي يحقق النفع العام بأن يكون مرجعا يستفيد منه الباحثون بوجه عام

قائمة المراجع و المصادر :

- القرآن الكريم برواية ورش عن نافع :
- باللغة العربية :

أولا : الكتب :

1. إبراهيم سامي السويلم ، (2008) ، التحوط في التمويل الإسلامي ، بنك التنمية الإسلامية ، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب جدة مكتبة الملك فهد ، الطبعة الأولى .
2. إبراهيم سامي السويلم ، 2009 " أسلحة الدمار المالي الشامل" ، بحث منشور في كتاب ، الأزمة المالية العالمية أسباب و حلول من منظور إسلامي ، مركز النشر العلمي ، جدة ، الطبعة الأولى .
3. إبراهيم سامي السويلم ، (2004) "صناعة الهندسة المالية ، نظرات في المنهج الإسلامي ، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار ، بيت المنشورة للتدريب ، الكويت .
4. إبراهيم سامي السويلم ، 2007 ، التحوط في التمويل الإسلامي المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب ، جدة ، الطبعة الأولى .
5. إبراهيم سامي السويلم ، 2000 ، "صناعة الهندسة المالية ، نظرات في المنهج الإسلامي" ، مركز البحوث ، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار .
6. إبراهيم أبو النجا ، 1992 ، التأمين في القانون الجزائري ، الجزء الأول ، الطبعة الثانية ، ديوان المطبوعات الجزائرية ، الجزائر .
7. ابن منظور ، محمد بن مكرم بن علي ، لسان العرب ، دار صادر ، بيروت ، الطبعة الأولى ، الجزء الرابع ، بدون تاريخ .
8. أبو إسحاق الشاطبي ، 2011 ، كتاب المتوافقات ، مؤسسة الرسالة ناشرون ، بيروت لبنان ، الطبعة الأولى .
9. أحمد محي الدين أحمد ، 1995 ، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي ، جدة ، مجموعة دلة البركة، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي ، الكتاب الثاني .
10. أحمد السعد 2008 ، الأسواق المالية المعاصرة ، دراسة فقهية ، دار الكتاب الثقافي ، عمان الأردن .

11. أحمد محي الدين 1995 ، أسواق الأوراق المالية و أثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي ، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي ، الكتاب الثاني .
12. أحمد بن فارس بن زكرياء ، مقاييس اللغة (101/6) ، تحقيق عبد السلام بن هارون ، دار الجيل للنشر بيروت ، 1395 هـ .
13. الدردير ، أبو البركات سيدي أحمد ، الشرح الكبير، تحقيق محمد عlish، دار الفكر ، بيروت ، الجزء الثاني ، بدون تاريخ .
14. الرازي ، محمد بن أبي بكر بن عبد القادر ، 1986، مختار الصحاح ، جدة ، دار الثقافة الإسلامية .
15. الفيروز آبادي ، محمد بن يعقوب ، 1978، القاموس المحيط ، الهيئة المصرية العامة للكتاب ، الطبعة الثالثة ، الجزء الأول .
16. البخاري ، 2201، 2202 ، أنظر : الإمام أبو عبد الله البخاري ، "صحيح البخاري"، كتاب البيوع ، دار الكتب العلمية، بيروت ، لبنان ، الطبعة الأولى ، 2001 .
17. البخاري ، محمد بن إسماعيل أبو عبد الله ، 1987 الجامع الصحيح المختصر ، تحقيق مصطفى ذيب البغا ، دار ابن كثير ، بيروت ، الطبعة الثالثة ، الجزء الخامس .
18. الشافعي ، أبي عبد الله محمد بن إدريس ، 1983، الأم ، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع ، بيروت ، الطبعة الثانية ، الجزء الخامس .
19. العجلوني محمد محمود 2010 ، البنوك الإسلامية ، دار المسيرة للنشر والتوزيع ، عمان ، الطبعة الثانية .
20. البيهقي ، أحمد بن الحسين بن علي ، 1994 سنن البيهقي الكبرى ، تحقيق محمد عبد القادر عطا ، مكتبة دار البار ، مكة المكرمة ، ج6 .
21. الماحي ، عصام الزين ، 2004م ، تقييم عمليات المصارف الإسلامية في أسواق الأوراق المالية المحلية والأجنبية وأسواق المعادن الثمينة ، عمان ، الأردن ، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية .
22. حسين شحاتة و فياض عطية ، 2001 ، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية ، القاهرة : مكتبة التقوى .
23. السرخسي ، محمد بن أبي سهل ، 2000، المبسوط ، تحقيق خليل محي الدين الميس ، دار الفكر ، بيروت ، الطبعة الأولى ، الجزء الخامس عشر .

24. السيد متولي عبد القادر ، 2010 " الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير" ، دار الفكر ، عمان ، الطبعة الأولى .
25. الشرييني ، محمد الخطيب ، مغني المحتاج إلى معرفة المنهاج ، دار الفكر ، بيروت ، الجزء الثاني ، بدون تاريخ
26. السيد عليوة ، 2010 ، إدارة الأزمات في المستشفيات ، أسترال للطباعة والنشر و التوزيع ، القاهرة .
27. الحافي خالد ، 2001 ، " الإجارة المنتهية بالتملك في ضوء الفقه الإسلامي " ، الطبعة الثانية ، دار النفائس ، الأردن .
28. البهوتي منصور بن يونس ، 1996 ، شرح منتهى الإيرادات ، عالم الكتب ، بيروت ، الجزء الثاني .
29. إسماعيل ابن كثير ، 2005 ، تفسير القرآن العظيم ، دار الرشيد للكتاب و القرآن العظيم الجزائر الطبعة الأولى ، 1235 ، 1236 .
30. أشرف محمد دواية ، 2006/1427 ، نحو سوق مالية إسلامية ، القاهرة ، دار السلام .
31. حامد بن حسن بن محمد علي ميرة ، 1432 هـ ، عقود التمويل المستجدة في المصارف الإسلامية ، الرياض ، دار الميزان للنشر و التوزيع .
32. حمود ، سامي حسن ، 1998م ، مستقبل النجاح لإقامة سوق رأس المال الإسلامي ، منشور في كتاب أسواق المال الخليجية ، البحرين ، بنك الخليج الدولي .
33. حنفي عبد الغفار ، 2004 ، التأجير التمويلي ، الدار الجامعية للطباعة والنشر ، الإسكندرية .
34. خلف فليح عقل ، 2006 ، البنوك الإسلامية ، جدارا للكتاب العالمي ، ط1 .
35. دريد كامل الشيب ، (2009) ، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة ، دار المسيرة ، عمان ، الطبعة الثانية .
36. رمضان حافظ عبد الرحمان ، 2005 ، نظرية الغرر في البيوع ، دار السلام ، القاهرة ، مصر الطبعة الأولى .
37. زكي أحمد ، 1998 ، معجم المصطلحات الاقتصادية رقم (199) ، طبعة دار الكتاب اللبناني و المصري .
38. زكريا سلامة شطناوي ، (2009) " الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي" ، دار النفائس ، الأردن .
39. طارق عبد العال حماد ، 2003 ، إدارة المخاطر ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر .

40. مختار محمود الهانسي ، ابراهيم عبد النبي حمودة ، 2001 ، مبادئ الخطر و التأمين ، الإسكندرية ، الدار الجامعية .
41. مبارك بن سليمان آل فوزان ، 2010 ، الأسواق المالية من منظور إسلامي ، مركز النشر العلمي ، جدة ، الطبعة الأولى .
42. محمد أبو زهرة ، 1977 ، الملكية و نظرية العقد في الشريعة الإسلامية " ، دار الفكر العربي .
43. محمد عثمان شبير ، 2004 ، المدخل الى فقه المعاملات المالية ، دار النفائس ، الأردن ، الطبعة الأولى .
44. محمد بشير علي ، 1985 ، القاموس الاقتصادي ، المؤسسة العربية للدراسات و النشر ، بيروت .
45. علي السالوس ، 2006 ، فقه البيع و الاستيثاق و التطبيق المعاصر ، مجمع فقهاء الشريعة بأمريكا ، مؤسسة الريان ، قطر ، الطبعة الرابعة .
46. منير إبراهيم هندي ، 1999 ، أسواق رأس المال ، منشأة المعارف ، الإسكندرية .
47. معبد علي الجارحي ، 1989 ، " الأسواق مالية في ضوء مبادئ الإسلام " . الإدارة المالية في الإسلام ، المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية ، مؤسسة آل البيت ، عمان ، الجزء الأول .
48. منير إبراهيم هندي ، 1998 ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف ، الإسكندرية .
49. محمد بلتاجي ، 1982 ، عقود التأمين من وجهة الفقه الإسلامي ، دار العروبة ، الكويت .
50. محمد وجيه حنيني " ، 2010 ، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الاسلامية :دراسة تطبيقية "دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى .
51. محمد ناصر الدين الالباني ، 2007 ، السراج المنير في ترتيب أحاديث الجامع الصغير ، دار الدليل الأثرية ، الجليل ، المملكة العربية السعودية ، الطبعة الثانية .
52. نبيه غطاس ، 2003 ، معجم مصطلحات الاقتصاد و المال وإدارة الأعمال ، مكتبة لبنان .
53. علي أحمد شعبان ، 2010 ، البنوك الإسلامية ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، الطبعة الأولى .
54. عادل محمد رزق ، 2004 ، " الاستثمار في البنوك و المؤسسات المالية " ، دار طيبة للنشر و التوزيع ، القاهرة .

55. عيد أحمد أبو بكر ، وليد إسماعيل السيفو ، 2009 ، إدارة الخطر و التأمين ، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ، الأردن .
56. عرفات تقي الحسني ، 1999 ، التمويل الدولي ، دار مجلاوي للنشر ، عمان ، الأردن .
57. عدنان عبد الله محمد عويضة ، 2010 ، نظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي ، المعهد العالمي للفكر الإسلامي ، الولايات المتحدة الأمريكية ، الطبعة الأولى .
58. عبد الرزاق رحيم جدي الهيتي ، 1998 ، المصارف الإسلامية بين النظرية و التطبيق ، عمان ، دار أسامة للنشر و التوزيع .
59. عبد الوهاب إبراهيم ، 2000 ، " عقد الإجارة مصدر من مصادر التمويل الإسلامية - دراسة فقهية مقارنة ، مطبوعات المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب ، البنك الإسلامي للتنمية ، جدة ، السعودية .
60. عبد العظيم أبو زيد ، 2004 " بيع المراجعة وتطبيقاته المعاصرة في المصارف الإسلامية " بدون دار نشر ، الطبعة الأولى .
61. عبد الحليم ابن تيمية رحمه الله ، مجموع الفتاوى ، جمع و ترتيب عبد الرحمان بن محمد بن قاسم ، مجمع الملك فهد لطباعة المصحف الشريف 1416 هـ (500/29) .
62. عريقات حربي محمد ، 2010 ، إدارة البنوك الإسلامية ، دار وائل للنشر و التوزيع ، عمان ، الطبعة الأولى
63. علي أحمد شعبان ، 2010 ، البنوك الإسلامية في مواجهة الأزمات العالمية ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، الطبعة الأولى .
64. فلاح حسين الحسيني ، مؤيد عبد الرحمان النوري ، (2000) ، إدارة البنوك مدخل كمي و استراتيجي معاصر ، دار وائل للنشر ، الطبعة الأولى .
65. فريد النجار ، 1998 ، البورصات و الهندسة المالية ، مؤسسات شباب الجامعة ، الطبعة الأولى .
66. سامر مظهر قنطقجي ، 2008 ، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية ، دار النهضة ، سورية .
67. سمير عبد الحميد رضوان ، 2005 ، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدائها ، دار النشر للجامعات ، مصر ، الطبعة الأولى .

68. سيد سابق ، 1998 ، " فقه السنة " ، الجزء الثالث ، دار الفكر للطباعة و النشر، بيروت ، لبنان ، الطبعة الثانية .
69. شبير ، محمد عثمان ، 2001 ، المعاملات المالية المعاصرة ، دار النفائس للنشر والتوزيع ، عمان ، الطبعة الرابعة .
70. شعون شعون ، 1993 ، البورصة ، الجزائر ، دار أطلس للنشر .
71. شبير محمد عثمان ، 2001 ، المعاملات المالية المعاصرة ، دار النفائس للنشر والتوزيع ، عمان ، الطبعة الرابعة .
72. صلاح الدين حسن السيبي ، 2003 ، بورصات الأوراق المالية ، القاهرة ، عالم الكتب .
73. صادق راشد الشمري ، (2009) ، الواقع و التطبيقات العملية - دار الصفاء للنشر و التوزيع عمان ، الاردن ، الطبعة الأولى .
74. صلاح السيد جودة ، 2005 ، بورصة الأوراق المالية ، القاهرة ، مكتبة الإشعاع الفني .
75. هيثم صاحب عجام ، وعلي محمد سعود ، 2002 ، التمويل الدولي ، الأردن ، دار الكندي .
76. ياسر محمد علي النيداني ، 2007 ، " العربون : دراسة مقارنة بين الفقه الإسلامي و القانون المدني " المكتب الجامعي الحديث ، الإسكندرية ، الطبعة الأولى .
- ثانيا : الملتقيات و الندوات العلمية :
1. إبراهيم السويلم سامي ، 2011 ، مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي ، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي ، جامعة الملك عبد العزيز ، جدة .
2. أبوغدة عبد الستار 2007/03/01 " أسس التأمين التكافلي " ، المؤتمر الثاني للمصارف الإسلامية ، المنعقد في ، دمشق .
3. أحمد بن عبد الله بن محمد الضويحكي ، 2005 ، ضوابط الاجتهاد في المعاملات المالية ، مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة و القانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة .
4. أحمد شوقي دنيا ، 2000 ، " التأجير المنتهي بالتمليك أداة تجارية مقبولة شرعا" ، بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي في دورته الثاني عشر، الرياض .
5. أحمد بن علي السالوس ، 2005 ، "مخاطر التمويل الإسلامي" ، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى ، مكة المكرمة ، المملكة العربية السعودية .

6. أسيد الكيلاني ، آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية 8-9- ديسمبر 2013 المدرسة العليا للتجارة الجزائر .
7. البوطي محمد سعيد ، 2007 ، الإجارة الموصوفة في الذمة ، بحث مقدم إلى مؤتمر العمل المالي والمصرفي الإسلامي في البحرين .
8. أكرم لال الدين ، سعيد بوهراوة " إدارة السيولة في المصارف الإسلامية دراسة تحليلية نقدية " بحث مقدم خلال الدورة العشرين للمجمع الفقهي الإسلامي ، رابطة العالم الإسلامي ، مكة المكرمة 25،26، ديسمبر 2010 .
9. أوصاف أحمد ، منور إقبال ، طارق الله خان ، 1419/ 1998 ، التحديات التي تواجه العمل المصرفي الإسلامي ، المعهد الإسلامي للبحوث التدريب ، البنك الإسلامي للتنمية جدة ، المملكة العربية السعودية.
10. بدر الحسن القاسمي ، " الإجارة الموصوفة للخدمات غير المعينة " ، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول ، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري ، دبي ، 31 يونيو 2009 .
11. بن الضيف محمد عدنان ، وريع المسعود ، 2011 " أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية " ، ملتقى الاقتصاد الإسلامي، الواقع... ورهانات لمستقبل 23، 24 فيفري ، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغرداية ، الجزائر .
12. جمعة محمود عباد ، 2009 ، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وآثارها الحالية و المتوقعة على الجهاز المصرفي الأردني، مؤتمر الأزمة المالية العالمية ، و كيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي جامعة الجنان ، لبنان .
13. حسين حسن شحاتة ، إدارة السيولة في المصارف الإسلامية المعايير و الأدوات ، بحث مقدم خلال الدورة العشرين للمجمع الفقهي الإسلامي ، رابطة العالم الإسلامي مكة المكرمة 25-29 ديسمبر 2010 .
14. حمادو بن نعمون ، 2009 ، دور تقنية التوريق و صناديق التحوط في أزمة المالية 2008 ، ملتقى دولي حول الأزمة المالية ، قسنطينة ، جامعة منتوري 14 ، 15 نوفمبر .
15. حسين حسن شحاتة ، 1420/1999 " المنهج الإسلامي لتشخيص و معالجة أزمات سوق الأوراق المالية " ، الاقتصاد الإسلامي ، الصادرة عن بنك دبي الإسلامي بدولة الإمارات العربية المتحدة ، العدد 216 ، ربيع الأول / يونيو .
16. حسين حسن شحاتة ، 2008 ، أزمة النظام المالي العالمي في ميزان الاقتصاد الإسلامي ، المكتب التعاوني للدعوة و توعية الجاليات ، الرياض .
17. حسان، حسن حامد ، 2004 ، " أسس التكافل التعاوني في ضوء الشريعة الإسلامية " ، بحث مقدم لمؤتمر الاقتصاد الإسلامي ، دبي .
18. دنيا ، شوقي أحمد ، 2010 ، الإجارة المنتهية بالملك ، مجمع الفقه الإسلامي ، الدورة 12 .

19. زيد محمد عبد العزيز ، 1996، بحث الإجارة بين الفقه الإسلامي والتطبيق المعاصر ، المعهد العالمي للفكر الإسلامي ، القاهرة .
20. زايري بلقاسم ، الأزمة المالية المعاصرة : الأسباب و الدروس المستفادة ، الملتقى الدولي الثالث حول إدارة المخاطر في المؤسسات الآفاق والتحديات ، 25-26 نوفمبر 2007 ، جامعة شلف .
21. محمد عبد الحليم عمر، دراسة حول الصكوك الإسلامية تطبيقاتها وتداولها ، في الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي في الشارقة ، أيام 26 -30 أبريل 2009 .
22. محمد عبد الغفار الشريف، 2009 ، " الضوابط الشرعية للتوريق والتداول للأسهم والحصص والصكوك ، " الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي ، دولة الإمارات العربية المتحدة .
23. محمد عبد المطلب بدوي، 2005 ، " التوريق كأداة من أدوات تطوير البورصة المصرية " ، مؤتمر أسواق الأوراق المالية و البورصات ، آفاق وتحديات ، كلية الشريعة والقانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة .
24. محمد زيات سلامة البخيت ، السوق المالي الإسلامي : صمام أمان لأزمات المستقبل المالية ، بحث مقدم إلى كلية العلوم الإدارية الدولي الرابع ، الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور إسلامي 15 و 16 ديسمبر 2010 .
25. موسى شحادة (2-3/ 2010/3) " تجربة البنك الإسلامي الأردني" ، ورقة مقدمة لملتقى الاستثمار والتمويل الإسلامي في الشرق الأوسط المنعقد في مركز الملك حسين بن طلال للمؤتمرات ، البحر الميت ، عمان ، الأردن.
26. محمود فهد مهيدات، 2010 ، المضاربات الوهمية السوقية ودورها في الأزمة المالية العالمية : عقود الخيارات، المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم العالمية الإسلامية والمعهد العالمي للفكر الإسلامي ، عمان ، الأردن 2، 1 ديسمبر .
27. نادية أمين محمد علي ، 2004 ، " صكوك الاستثمار الشرعية : خصائصها و أنواعها" ، مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية .
28. عبد الباري مشعل ، " الرقابة الشرعية وأثرها على تطوير صناعة الخدمات المالية الإسلامية " ، المؤتمر المصرفي الإسلامي الثالث حول مستقبل البنوك والشركات الاستثمارية ، الكويت ، 4 أبريل 2006 .
29. عبد الباري مشعل، 8 ، 10 مايو 2005 ، آليات تطوير المصارف والشركات الإسلامية ، المؤتمر المصرفي الإسلامي الثاني ، رؤية جديدة للصكوك الإسلامية .
30. عبد الستار أبوغدة ، ضوابط وتطوير المشتقات المالية في العمل المالي العربيون ، السلم ، تداول الديون ، المؤتمر الثامن للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية ، البحرين 18-19 ماي 2009 .
31. عبد الباري مشعل، 24/25 افريل 2012 ، التورق كما تجريره المصارف الإسلامية ، بحث مقدم إلى مؤتمر التورق المصرفي و الحيل الربوية .

32. فاطمة الزهراء عبادي ، 25/24 افريل 2012 ، الآثار الاقتصادية للتمويل بالتورق المصرفي ، المؤتمر العلمي الاول حول التورق المصرفي و الحيل الربوية .
33. عبد الملك منصور ، 2009 ، العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي و الحاجة إلى تشريعات جديدة" ، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول ، دائرة الشؤون الإسلامية و العمل الخيري ، دبي .
34. عبد الستار أبو غدة ، 2010 ، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية ، ج 11 ، مجموعة البركة المصرفية ، السعودية ، الطبعة الأولى .
35. فالخ عبد الكريم الشخلي ، 1997 ، " معالجة المشتقات المالية في مجال ميزان المدفوعات" ، مجلة اتحاد المصارف العربية ، المجلد السابع عشر العدد 73
36. فتح الرحمن علي محمد صالح ، 2008 ، " دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات الاستثمارية" ، اتحاد المصارف العربية ، الجمهورية اللبنانية .
37. فتح الرحمن علي محمد صالح ، 2009 ، " دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية " ، منتدى الصيرفة الإسلامية ، بيروت .
38. كمال توفيق حطاب 2005 ، نحو سوق مالية إسلامية ، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي ، جامعة أم القرى ، السعودية .
39. كمال توفيق حطاب ، 2009 ، " الصكوك الاستثمارية الإسلامية و التحديات المعاصرة " ، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول .
40. سليمان ناصر ، " مشكلة فائض السيولة لدى البنوك الإسلامية والحلول المقترحة لها " ، الملتقى الدولي حول الادخار المصرفي والتنمية في البلدان الإسلامية ، تنظيم المجلس الإسلامي الأعلى ، الجزائر العاصمة 25-26 جانفي 2004 .
41. سعيد بوهراوة ، و آخرون ، تقويم نقدي للقضايا الشرعية المتعلقة بصكوك الإجارة، الدورة العشرين لمجمع الفقه الإسلامي الدولي .
42. شوقي جباري ، فريد خميلي ، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية ، المؤتمر العلمي الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي
43. صفية أحمد أبوبكر، 2004 ، " صناديق الاستثمار الإسلامية ، خصائصها وأنواعها" ، بحث قدم خلال مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية .
44. وليد مصطفى شاويش ، الربا في الصكوك والسندات الممثلة للنقود والديون ، ندوة مستجدات الفكر الإسلامي الحادية عشرة ، الاجتهاد بتحقيق المناط (فقه الواقع والتوقع)، الكويت 18-20 فيفري 2013 .

45. وليد خالد الشايحي وعبد الله يوسف الحجي ، 2010 ، " صكوك الاستثمار الشرعية" ، مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية .
46. وليد سعود ، ديسمبر 2010 ، التأمين التكافلي الإسلامي الآلية و التطبيق ، تجربة سلامة للتأمينات الجزائرية ، اليوم الدراسي حول التمويل الإسلامي ، واقع و التحديات ، جامعة الأغواط .
- ثالثا : المجالات العلمية**
1. الجلي أبو ذر محمد أحمد (1996) " الهندسة المالية ، الأبعاد العامة و الأسس للتمويل الإسلامي " مجلة المقتصد العدد 17 ، بنك التضامن الإسلامي .
2. الموسوعة الفقهية الكويتية ، وزارة الأوقاف بالكويت ، 1992 ، دار ذات السلاسل ، الكويت ، الطبعة الثانية ، ج 31 .
3. الفقي فخر الدين ، 2000 ، صناعة التأجير التمويلي مع دراسة تحليلية للسوق المصري ، سلسلة رسائل البنك الصناعي، القاهرة ، العدد 60 ، السنة الخامسة .
4. السلامي محمد المختار ، 2000 ، " الإيجار المنتهي ، بالتملك و صكوك التأجير" ، مجلة مجمع الفقه الإسلامي ، جدة ، الدورة 12 .
5. القرار الصادر عن مجلس المجمع الفقهي التابع لرابطة العالم الإسلامي في دورته السادسة عشرة المنعقدة بمكة المكرمة حول بيع الدين 5- 10 يناير 2002 .
6. العبادي عبد السلام ، 1408هـ، 1987م ، سندات المقارضة ، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي ، العدد الرابع .
7. بلعزوز بن علي ، 2009-2010 ، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية ، مجلة الباحث ، جامعة الشلف ، العدد السابع .
8. بن بيه عبد الله ، 1988 ، الإجارة المنتهية بالتمليك" ، بحوث مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدورة الخامسة . العدد الخامس ، جدة .
9. جاجيستين وآخرون 2004 ، مجلة التمويل و التنمية ، العدد سبتمبر 2004 .
10. حامد ميرة ، 2012 ، صكوك الإجارة ، مجلة الاقتصاد الإسلامي ، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية ، جدة ، مجلد 23 عدد 01 .
11. حسان حامد حسين ، 2003 ، صكوك الاستثمار ، بحث مقدم لهيئة المحاسبة و المراجعة و المؤسسات المالية الإسلامية ، المنامة ، البحرين .
12. حموي فواز صالوم ، 2005 ، مشكلات الاستئجار التمويلي وأثرها في عملية اتخاذ القرار التمويلي الأمثل في تنفيذ الاستثمارات ، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانون ، مجلد 21 ، العدد الأول .

13. خالد بن علي المشيقح، 1425هـ، " التورق المصرفي عن طريق بيع المعادن " ، مجلة علوم الشريعة واللغة العربية وآدابها ، جامعة أم القرى ، السعودية الجزء 18 العدد 30 ، جمادى الأولى .
14. رزان عدنان ، سبعة تحديات للتمويل الإسلامي ، القبس الاقتصادي ، العدد 12664 ، أغسطس 2008
15. طارق الله خان ، أحمد حبيب ، 2003 ، إدارة المخاطر ، تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية ، ورقة مناسبات رقم 5 ، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية ، جدة ، المملكة العربية السعودية .
16. محمد علي القرني ، 1993 ، نحو سوق مالية إسلامية ، دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب ، البنك الإسلامي للتنمية جدة ، المجلد الأول ، العدد الأول ، رجب / ديسمبر .
17. مجلة مجمع الفقه الإسلامي، 1425هـ/2004م ، العدد الخامس عشر، الجزء الثاني ، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ، 2007 ، المعايير الشرعية ، البند الثاني من المعيار الشرعي رقم 17 .
18. مجلة التمويل و التنمية ، ديسمبر ، 2002 .
19. مجلة الاقتصاد الإسلامي الصادرة عن بنك دبي الإسلامي بدولة الإمارات العربية المتحدة ، العدد 205 ، نيسان 1998.
20. مجلس الخدمات المالية الإسلامية 2009 ، مسودة مشروع متطلبات كفاءة رأس المال لتصكيك الصكوك و الاستثمارات العقارية .
21. محي الدين أحمد ، 1995 ، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي .
22. عبد الغني حسين محمد ، "بين الضوابط الشرعية و الهندسة المالية الإسلامية ، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية الكترونية ، العدد 71 ، المجلس العام للبنوك الإسلامية بالتعاون مع مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية ، أكتوبر 2013 .
23. عبد الحميد عبد الرحيم الساعاتي ، 1999 ، نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية ، مجلة الاقتصاد الإسلامي ، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية ، المجلد 11 .
24. عبد الحليم غربي ، 2009 ، الابتكار المالي في البنوك الإسلامية :واقع وآفاق" ، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، العدد 09.
25. عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي ، 1999 ، نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية ، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة ، المملكة العربية السعودية ، المجلد 11 .
26. عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي ، 1999 ، مستقبلات مقترحة متوافقة مع الشريعة ، مجلة الاقتصاد الإسلامي ، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية ، المجلد 11 .

27. عبد الحلیم غربي ، 2009، " الابتكار المالي في البنوك الإسلامية : واقع وآفاق" ، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس- سطيف ، الجزائر، العدد 09 .
28. عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي ، 2003 ، مستقبلات مقترحة متوافقة مع الشريعة ، مجلة جامعة الملك عبد العزيز ، الاقتصاد الإسلامي، المجلد 15 .
29. فتح الرحمن علي محمد صالح ، 2002 ، " أدوات سوق النقد الإسلامية : مدخل الهندسة المالية الإسلامية ، مجلة المصري العدد 26 .
30. فتح الرحمن علي محمد صالح ، 2002 ، أدوات سوق النقد الإسلامية ، مدخل الهندسة المالية الإسلامية ، مجلة المصري، العدد 26 ، ديسمبر ، بنك السودان ، الخرطوم .
31. سليمان ناصر، 2003 ، السوق المالية الإسلامية كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي" ، مجلة مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، دورية ربع سنوية يصدرها مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي ، جامعة الأزهر، القاهرة ، العدد الحادي و العشرون ، السنة السابعة .
32. هيئة الأمم المتحدة ، 2009 ، الأزمة الاقتصادية العالمية ، أوجه القصور التنظيمية و التدابير العلاجية المتعددة الأطراف ، تقرير فرقة عمل أمانة الأونكتاد المعنية بالقضايا التنظيمية و التعاون الاقتصادي ، نيويورك وجنيف .
33. يوسف عبد الفتاح المرصفي ، الخيارات في العقود في الفقه الإسلامي ، منشورات مجلة البحوث الفقهية المعاصرة .
34. يوسف الشبيلي ، 1426 هـ ، مقدمة في المعاملات المالية وبعض التطبيقات المعاصرة "دورة أقيمت في حفر الباطن .

رابعاً: المذكرات و الأطروحات :

1. الأمين حامد ، أحمد إسحاق ، 2005 " الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها" ، مذكرة ماجستير ، جامعة الأردن .
2. أسامة عبد الحلیم الجورية ، 2009 ، "صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد" ، مذكرة ماجستير ، معهد الدعوى الإسلامي للدراسات الإسلامية .
3. البعلی عبد الحميد محمود ، 2004 ، نظام التأمين التعاوني التكافلي الإسلامي، قواعده و فنياته مع المقارنة بالتأمين التجاري ، مذكرة ماجستير، كلية التجارة، جامعة الكويت ، الكويت.
4. بن زكريا ، محمد صبري ، 1999م نافذة المعاملات الإسلامية في المصارف التجارية، دراسة حالة بنك بومبيترا الماليزي - مذكرة ماجستير ، جامعة اليرموك، كلية الشريعة .
5. زاهرة علي محمد بني عامر ، 2008 ، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية ، مذكرة ماجستير ، جامعة الأردن .

6. سامي مباركي، 2003 / 2004 ، فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات ، دراسة مقارنة الجزائر، المغرب ، تونس ، مذكرة ماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة الحاج لخضر - باتنة، الجزائر.

7. معمر حمدي ، 2012 ، نظام التأمين التكافلي بين النظرية و التطبيق ، دراسة بعض التجارب الدولية ، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية واقتصاد دولي، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف .

8. فواز محمود محمد بشارات " أثر الأجل في عقد البيع في الفقه الإسلامي "مذكرة ماجستير، غير منشورة ، جامعة النجاح الوطنية في نابلس ، فلسطين 2011 .

خامسا : القوانين و القرارات الصادرة عن الهيئات العلمية

1. قرار مجمع الفقه الإسلامي ، برابطة العالم الإسلامي في دورته الخامسة عشر المنعقدة بمكة المكرمة حول حكم التورق في 1998/10/31 .

2. معايير المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية 2004 ، صادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ، البحرين ، المعيار المحاسبي الإسلامي رقم 8 .

3. محمد عثمان شبير ، التورق الفقهي و تطبيقاته المصرفية المعاصرة في الفقه الاسلامي ، الدورة التاسعة عشر .

4. القرار رقم 65 (7/3) الصادر عن مجمع الفقه الإسلامي في مؤتمره السابع بجدة حول عقد الاستصناع ، 9-14 ماي 1992 .

5. القرار رقم 72 (8/3) الصادر عن مجلس مجمع الفقه الإسلامي في مؤتمره الثامن بروناي حول بيع العربون، 27/21 جوان 1993 .

6. " قانون البنك الإسلامي الأردني "، البنك الإسلامي الأردني 1978

المراجع باللغة الأجنبية :

الكتب

1. Asyraf Wajdi Dusuki , Shabnam Mokhtar, 2010 , The Concept and Operations of Swap as a Hedging Mechanism for Islamic Financial Institutions, International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance , Malaysia.
2. Angel Ubide. Démythifions les fonds spéculatifs Finance et Développement , Juin 2006
3. Andreas A. Jobst, 2007 The Economics of Islamic Finance and Securitization, International Monetary Fund, Washington, United States .
4. Brigham, E.F, & Houston, J.F, 1998, Fundamentals of Financial management, New. York: The Dryden Press .
5. Bernard Barthélémy, 2000 , Gestion des Risques : Méthode D'optimisation Globale, Paris, Edition d'Organisation .

6. B. Jacquillat , B. Solnik, 1990, Marchés financière: gestion de portefeuille et des risques. France: Dunod. 2^{eme} éd,
7. Crouhy , 2001, Mechel , Don Galai and Rebert Mark « Risk Managemenet » , Mc Graw Hill ; New York .
8. Cumming Christine and Beverly J. Hirtle (2001) « The Challenges of Risk , Management in Diversified Financial Companies » Economic Policy Review Federal Reserve Bank of New York .
9. Culp, C.L, 2001, The risk management process: Business Strategy and Tactics, New .York, John Wiley & Sons .
10. David Murphy, 2008 ,Understanding Risk: The Theory and Practice of Financial Risk Management, Chapman & Hall/CRC , : Financial Mathematics Series, London, Taylor & Francis Group,
11. Dale F. Cooper, Stephen Grey, Geoffrey Raymond and Phil Walker, 2005, Project Risk Management Guidelines Managing Risk in Large Projects and Complex Procurements, England , John Wiley & Sons.
12. Finnerty (1988), financial engineering in corporate finance an overview , financial management , vol17, no4 .
13. FERGIO M. FOCARDI, FRANK J.FABOZZI ,(2004),:THE Mathematics of Financial Modeling and Investment Management, Wiley, New jersey- United States of America.
14. Jorion philippe , (2001) Value at Risk , The New Benchmark for Managemenet Financial Risk McGrew Hill New York ,
15. Jean Arroux(1999) “ Les Théories de la croissance ”, La Pensée Economique Contemporaine ,3e édition du seuil .
16. John F Marshall , 2000 Dictionary of Financial Engeeneringe , Wiley series in Financial engineering , New York , John Wiley Sons .
17. John Hull , 1995 , Introduction to Futures and Options Market's , Prentice Hall, second Edition .
18. John C. Hull , 2002 , Options , Futures & Other Derivatives , Fifth Edition, New Jersey, Prentice Hall .
19. Jean-Pierre Landau, Réflexions sur la titrisation et les turbulences financières, Forum financier de New York, Paris EUROPLACE, 22 octobre 2007 .
20. Gleason , James T. Risk, (2000) The New Management Imperative in Finance , Bloomberg Press , Princeton , New Jersey.
21. George Soros , 1998, The Crisis of Global Capitalism , Public Affairs , New York

22. Kamel Eddine Bouatouata 2006, l'ingénierie financière ou l'application de l'art l'ingénieur a l'univers de la finance ,Alger , Edition Grand – Alger Livres.
23. Kabir Hassan , 2007, "Handbook of Islamic Banking", edward elgar publishing , cheltenham,UK.
24. Liew Soon Bin, Hierarchical Volume Visualzation for Financial Data , School of omputer Engineering Singapore.
25. Laurent Condamin, Jean-Paul Louisot, Patrick Naim, 2006 , Risk Quantification: Management, Diagnosis and Hedging, England, John Wiley & Sons Ltd,.
26. Louis Esch, Robert Kieffer, Thierry Lopez and others, 2005, Asset and Risk Management: Risk Oriented Finance , England, John Wiley & Sons Ltd .
27. Michel Crouhi, Dan Galai, Robert Mark, 2006, The Essentials of Risk Management, McGraw-Hill, United States of America
28. .Nigel Da Costa Lewis , 2004 ,Operational Risk with Excel and VBA, New Jersey, John Wiley & Sons.
29. Robert C Marton (1995) , « A Fonction Perspective of Financial Intermédiation », a research in Financial Management. Vol 24.
30. Sergio M . Focardi , Frank J .Fabozzi , (2004) « Financial Modeling and Investment Management » , Newo jersey , John wiley & Sons .
31. Silber.W . L , ‘ The Process of Financial innovation ‘ American Economic Review , vol 3
32. Sherin Kunhibava , 2010, Derivatives In Islamic Finance , International Shari ‘ah Research Academy for Islamic Finance , malaysia .
33. Perry H . 2003 , Bcaumont , Financial Engineering Principal a unified theory for Financial Product analysis and Valuation , John Wiley & Sons , Inc , Canada .
34. R.Max Wideman, Project and Program Risk Management: a guide to managing project risks and opportunities, USA, The Project Management Institute, no publication year .
35. Reto R. Gallati, 2003, Risk Management And Capital Adequacy, United States of America, The McGraw-Hill Companies.
36. Reto R. Gallati, 2003, Risk Management And Capital Adequacy, United States of America, The McGraw-Hill Companies.
37. Ross, S.A, West erfield, R.W, & Jaffe, J, 1996, Corporate Finance, Boston: Irwin Mc Graw Hill
38. . Sherin Kunhibava ‘ 2010 , Derivatives In Islamic Finance , International Shari ‘ah Research Academy for Islamic Finance .

39. Vaughan, Emmett and another, 1999 Fundamentals of Risk and Insurance". Johnwiley & sons.
40. P. Conso, 1989, La Question financiere de l'entreprise .France: Dunod , 7^{eme} éd, tome 2
41. Kolb, R.W, 2000, Future, Options, and Swaps, U.K, Blackwell Publishers Inc .
42. MINSKY, H. 1986, Stabilizing an Unstable Economy, New Haven and London: Yale Univ. Press.
43. Mason, S. Merton, R. and Tufano, P, 1995 , Cases in Financial Engineering: Applied Studies of Financial Innovation. N. J. Prentice – Hall .
44. Munawar Iqbal (2004) Financial Engineering and Evaluation of New Instruments, IRTI, Islamic Development Bank, DLC Lecture, November.
45. W. Scott Frame & Lawrence J. White, 2009 , Technological Change, Financial Innovation, and diffusion in banking, Federal Reserve Bank of Atlanta, Atlanta
46. Yuan K. Chou and Martin S. Chin, 2004, Financial Innovations and Technological Innovations as Twin Engines of Economic growth, University of Melbourne, Australia.

- المجالات و الجرائد العلمية :

1. Agil Natt, Syed Othman Alhabshi and, Mohd-Pisal Zainal, (2009), A Pro -posed Framework For Human Capital Development in the Islamic Financial Services Industry. The Journal of Knowledge Economy & Knowledge Management, Volume I, Spring.
2. Bank Islam Malaysia Berhad, October 2010, Application Of Shariah Contract In Bank Islam's Products And Servises, shariah report.
3. BIS , (1995) Issues of measurement related to market size and macro prudential risks in derivatives markets – Basle Feb.
4. Berger. A and L. Mester, "Inside the Black box: What explains differences in the efficiencies of financial institutions", Journal Of banking and Finance, Vol 21.
5. BCBS (2000) Sound Proctices for Management Liquidity in Banking Organization Basel : Basel committee on Banking Supervision.
6. Bank Negara Malaysia October 2010, Shariah Resolutions In Islamic Finance, Bank Negara Malaysia, 2nd edition.
7. Dualeh, Suleiman Abdi , 1998 "Islamic Securitization: Practical Aspects", a paper given at: The World Conference on Islamic Banking, The Noga Hilton, Geneva .
8. Group System National Accounts (SNA) 1993. IMF. Working paper.

9. LEONARDO BURLAMAQUI, JAN KREGEL , 2005 , Innovation , Competition and Financial Vulnerability in Economic Development, Brazilian Journal of Political Economy.
10. Karol Marek Klimczak , 2008 , Corporate Hedging and Risk Management Theory: Evidence from Polish Listed Companies, The Journal of Risk Finance, Volume 9, Number .
11. Karol Marek Klimczak , 2008 , Corporate Hedging and Risk Management Theory: Evidence from Polish Listed Companies, The Journal of Risk Finance, Volume 9, Number .
12. Santomero , Anthony M , (1997) « Commercial Bank Risk Management . An Analysis of the process » , Journal of financial Services Research .
- Office of Project Management Process Improvement, Project Risk Management Handbook, First Edition, California, June 26, 2003.
- Sami AL Suwailem, (2006),: Hedging in Islamic Finance, Occasional Paper No.10, Islamic Development Bank, Jeddah- kingdom Saudi Arabia .

- المواقع الالكترونية

- أحمد محمد محمود نصار ، 2005 ، التكيف الفقهي للعقود المالية المستجدة و تطبيقاتها على نماذج التمويل الإسلامية المعاصرة ، البنك الإسلامي الأردني ، موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي ، متوفرة على الرابط <http://iefpedia.com/arab/p2614>
- أحمد محمد نصار ، " الأسواق المالية الإسلامية "، تاريخ الاطلاع : 2010/06/05 من الموقع : <http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/135.doc>
- أحمد محمد محمود نصار ، 2005 ، التكيف الفقهي للعقود المالية المستجدة و تطبيقاتها على نماذج التمويل الإسلامية المعاصرة ، البنك الإسلامي الأردني ، موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي ، متوفرة على الرابط <http://iefpedia.com/arab/?p2614>
- (<http://www.kantakji.org/fiqh/Files/Law/takyef.doc>)30/05/2006.
- المعهد العربي للتخطيط. كفاءة أسواق الأوراق المالية، http://www.arab-api.org/course9/c9_3_1.htm
- محمد البلتاجي، "الضوابط الشرعية للعمل المصرفي الإسلامي"، [http://www.bltagi.com/dawabet_eltamweel.htm\(20/03/2006](http://www.bltagi.com/dawabet_eltamweel.htm(20/03/2006)
- انظر خطاب محافظ البنك المركزي الماليزي :
- . <http://www.bnm.gov.my/index> 436=php?ch=en_speech&pg=en_speech_all&ac.

- أحمد محمد نصار، إستراتيجيات الابتكار المالي في المصارف الإسلامي، " جريدة الغد، العدد 36025 ، متوفر

على الموقع <http://www.alghad.jo/?news> 2005/07/29

- فتح الرحمان محمد صالح ، أدوات سوق النقد الإسلامية مدخل للهندسة المالية الإسلامية ، مرجع سبق ذكره

le Consulté www.bankofsudan.org/arabic/period/masrafi/vol_26/masrafi_26.htm
(30/06/2013).

-عبد الكريم قندوز ، الهندسة المالية ، جامعة حسينية بن بوعلي شلف ، من الموقع الالكتروني www.islamfin.go

forum.net 2011/02/25.

- قحف ، منذر ، الإجارة المنتهية بالتملك وصكوك الأعيان المؤجرة ، بحث منشور على الانترنت ، موقع إسلام

اون لاين .

- مجمع الفقه الإسلامي، قرار رقم 74 (8/5) بشأن تطبيقات شرعية لإقامة السوق المالية الإسلامية، من موقعه:

www.fiqhacademy.org.sa

- (www.cs.usyd.edu.au/vip 2000/poster/bin_vis.doc) 16-02-2006.

- Pantaléon Antoine BAKPE , 2007, Titrisation des prêts et créances bancaires dans l'espace de l'Union Monétaire Ouest - Africaine, mémoire de fin de cycle , Centre Africain D'études Supérieures En Gestion,France, publié sur :

- http://www.memoireonline.com/06/09/2103/m_Titrisation-des-prts-et-creancesbancaires-dans-lespace-de-lUnion-Monetaire-Ouest-Africaine1.html#toc2

- <http://arabic.cnn.com/2008/business/10/16/crisis.how/index.html> 19/10/08

- <http://www.aljazeera.net/NR/exeres/98AFF91D-83F0-4658-8DD2-16DBDA6F67A9.htm>2008/10/02 .

Barrett Sheridan, 600,000,000,000,000? It's a number no one questions, but the size of the derivatives market is not as shocking as it looks, NEWSWEEK, Oct. 18, 2008, <http://www.newsweek.com/2008/10/17/600-000-000-000-000.html>

¹ Information download from www.bis.org.

Michael Greenberger, The Role of Derivatives in the Financial Crisis, Financial Crisis Inquiry Commission Hearing, Senate Office, Washington, June 30, 2010, p 11, available at <http://www.oea.umaryland.edu/communications/news?ViewStatus=FullArticle&articleDetail=9855>.

For example See:

- Ben Moshinsky, [Joe] Stiglitz says Banks Should Be Banned From CDS Trading, BLOOMBERG.COM, Oct. 12, 2009,

<http://noir.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=a65VXsI.90hs> (June 25, 2010);

- Paul Krugman, Op-Ed., Looters in Loafers, N.Y. TIMES, April 18, 2010, available at

- <http://www.nytimes.com/2010/04/19/opinion/19krugman.html?dbk> (June 27, 2010);
- Alan S. Blinder, The Two Issues to Watch on Financial Reform - We need an independent consumer watchdog and strong derivatives regulation. Industry lobbyists are trying to water them down, WALL ST. J., April 22, 2010, available at <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704133804575197852294753766.html> (June 27, 2010)
 - http://www.sc.com.my/post_archive/sc-introduces-sustainable-and-responsible-investment-sukuk-framework/
 - <http://www.khazanah.com.my/docs/Media%20ReleaseKhazanah%20to%20launch%20first%20ringgit%20denominated%20SRI%20sukuk-180515-Final.Pdf>
 - <http://www.thenational.ae/business/economy/uae-set-to-be-the-first-to-offer-green-energy-sukuk>
 - <http://treasury.worldbank.org/cmd/htm/WorldBankGreenBonds.html>
 - <http://www.iffim.org/Library/News/Press-releases/2015/IFFIm-s-debut-Sukuk-awarded-Social-Impact-Deal-of-the-Year-2014/>
 - <https://www.rockefellerfoundation.org/blog/success-peterborough-socialimpact/>
 - http://www.nyc.gov/html/om/pdf/2012/sib_media_presentation_080212.pdf
 - <http://socialventures.com.au/work/newpin-social-benefit-bond/>
 - http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=en_speech&pg=en_speech_all&ac=518
 - Thomson Reuters (sukuk perceptions and forecast 2015) Global Sukuk (1).report Q1 2015.
 - المجلس العام للبنوك و المؤسسات المالية الإسلامية "، دور الهندسة المالية في تطوير الصيرفة الإسلامية" ، مقال منشور على موقع المجلس ، تاريخ الاطلاع 2009/11/21 :
 - <http://www.cibafi.org/newscenter/details.aspx?id=8428&17/02/2010.cat=0>.
 - الموقع الرسمي لمصرف إسلام ماليزيا.
- <http://www.bankislam.com.my/en/Pages/ShariahConcept.aspx?tabs=3&mLink=PersonalFinancing>

قائمة الجداول

رقم الصفحة	العنوان	الرقم
28	أوجه الاختلاف بين عقود المستقبلات و العقود الآجلة	01
29	مفاهيم عقود الخيار	02
76	المؤشرات الاقتصادية للتعرض للأزمات	03
91	حجم الإنفاق العسكري الأمريكي 2003-2008 .	04
149	أوجه الاختلاف بين الهندسة المالية التقليدية و الاسلامية	05
155	الفرق بين التصكيك الاسلامي و التقليدي	06
169	قطاعات التمويل الاسلامي حتى عام 2013	07
175	حجم الصكوك الاسلامية حتى مارس سنة 2015 .	08
170	هيكل اصدار الصكوك الاسلامية حتى نهاية 2014 .	09
176	أنواع العملات التي صدرت بها الصكوك خلال سنة 2014 .	10
177	توزع اصدارات الصكوك جغرافيا خلال الربع الاول من سنة 2015 .	11
177	توزع اصدارات الصكوك حسب نوع المصدر خلال الربع الاول من سنة 2015 .	12
215	أوجه الاتفاق و الاختلاف بين اختيار الشراء و بين خيار الشرط الاسلامي	13
221	أوجه الاتفاق و الاختلاف بين بيع العربون الاسلامي و بين خيار الشراء	14

258	تطور التمويل بالتورق بالمقارنة مع إجمالي التمويل خلال الفترة 2016/2009	15
261	مقارنة حجم التمويل بالاجارة و المضاربة مع التمويل بالتورق و كذا إجمالي التمويل	16
266	مقارنة حجم صيغ التمويل التجاري مع اجمالي التمويل و كذا التمويل بالتورق خلال فترة 2016-2006	17
268	نسبة السيولة في مصرف اسلام ماليزيا خلال فترة الدراسة 2016- 2006	18
271	مقارنة نسب التمويل التجاري مع نسبة التمويل بالتورق المصرفي	19
272	مقارنة نسبة السيولة الى اجمالي الالتزامات بوجود التورق و بدونه	20
295	تطور حصة البنك وترتيبه في السوق المصرفية الأردنية.	21
304	تطور حجم صافي الاجارة المنتهية بالتملك بالنسبة لاجمالي الموجودات و كذا اجمالي ارصدة التمويل و الاستثمار	22
307	تطور حجم ايرادات الاجارة المنتهية بالتملك داخل البنك الاسلامي الاردني خلال الفترة 2016 -2007	23
326	النمو الاقتصادي في السودان خلال الفترة (2015-2002)	24
328	رصيد شهادات شمم خلال الفترة 1998-2004 مليون جنيه	25
330	تطور إصدار صكوك المشاركة الحكومية شهامة خلال الفترة 2016-1999	26
332	مقارنة بين شهادتي "شمم و شهاب"	27
334	تطور شهادات شهاب خلال الفترة 2012/2005	28
335	مقارنة تطور شهادات شامة خلال الفترة 2012/2010	29

336	تطور مبيعات شهادات "نور" بنهاية 2012	30
337	تطور اصدار صكوك الاستثمار الحكومي "صرح" خلال الفترة 2016/2004	31
340	مساهمة صكوك الاسلامية الحكومية في معالجة اختلال عجز الموازنة العامة للدولة	32
341	معدلات النمو لبعض المؤشرات المالية في السودان .	33
342	نشاط تداول الصكوك في سوق الخرطوم للأوراق المالية	34

قائمة الاشكال

رقم الصفحة	العنوان	الرقم
29	أنواع عقود الخيار	01
32	تطور القيمة الاسمية للمشتقات المالية في الأسواق المفتوحة والأسواق المنظمة .	02
33	أنواع عقود المبادلات	03
40	مخطط يوضح آلية التوريق	04
52	أهم مسببات الخطر	05
60	الفكرة الاساسية لكفاءة التغطية	06
77	تطور المشتقات المالية من الفترة 1998 - 2007 .	07
81	المدىونية في الولايات المتحدة الأمريكية 1970-2007 .	08
88	الأزمة المالية ، و علاقتها بالأصول المالية ، و الحقيقية	09

89	ملخص لدور المشتقات في حدوث الأزمة المالية العالمية.	10
127	مخطط بياني للهندسة المالية الاسلامية.	11
135	مخطط بياني يوضح مراحل تقويم المنتج المالي.	12
154	مخطط توضيحي يبين آلية صكوك المراجعة.	13
156	مخطط بياني يوضح هيكله صكوك الاجارة (تأجير مع الشراء).	14
159	مخطط بياني يوضح آلية صكوك المشاركة.	15
160	مخطط بياني يوضح أنواع الصكوك الاستثمارية الاسلامية.	16
171	نسبة توزع الصكوك الاسلامية عالميا حتى سنة 2015 .	17
194	مخطط بياني يمثل أنواع الاجارة.	18
196	مخطط بياني يوضح عقد المراجعة للأمر بالشراء من خلال عقد المشاركة .	19
200	تركيبه الاجارة المنتهية بالتملك.	20
204	الخطوات العملية للاجارة المنتهية بالتملك.	21
205	مخطط بياني يوضح خطوات السلم الموازي .	22
208	نموذج التأمين التكافلي بصيغة المضاربة.	23
208	نموذج التأمين التكافلي بصيغة الوكالة بأجر.	24
222	مخطط بياني يوضح مختلف منتجات الهندسة المالية الاسلامية.	25

222	مخطط بياني يوضح أنواع العقود.	26
233	سيناريوهات التقارب بين منتجات الهندسة المالية الاسلامية ، و نظيرتها التقليدية.	27
253	ودیعة الأوفر في مصرف إسلام ماليزيا.	28
257	آلية التورق المصرفي ببيع المعدن في مصرف اسلام ماليزيا .	29
259	مخطط بياني يوضح تطور صيغة التمويل بالتورق في مصرف اسلام ماليزيا بالمقارنة مع اجمالي التمويل.	30
266	مخطط بياني يوضح حجم التمويل بالاجارة ، و المضاربة الى نسبة حجم التمويل بالتورق.	31
266	مخطط بياني يوضح نسب أنواع التمويل التجاري الى التمويل بالتورق.	32
290	مخطط بياني يوضح صور الاجارة المنتهية بالتملك.	33
296	تطور اجمالي الموجودات في البنك الاسلامي الاردني بالمليون دينار أردني.	34
296	تطور إجمالي أرصدة التمويل ، و الاستثمار في البنك الاسلامي الأردني بالمليون دينار	35
300	الخطوات العملية للاجارة المنتهية بالتملك.	36
304	تطور حجم صافي الاجارة المنتهية بالتملك بالنسبة لاجمالي الموجودات ، و كذا اجمالي أرصدة التمويل ، و الاستثمار.	37
307	تطور صافي ايرادات الاجارة المنتهية بالتملك خلال الفترة 2007 – 2016.	38
309	مقارنة حجم الاجارة المنتهية بالتملك مع صيغة المراجعة داخل البنك الاسلامي الاردني خلال الفترة 2016/2007.	39
309	مقارنة حجم الاجارة المنتهية بالتملك مع صيغة المشاركة ، و البيع الآجل .	40

310	مقارنة حجم الاجارة المنتهية بالتمليك مع باقي صيغ الاستثمار و التمويل المعتمدة داخل البنك الاردني 2016/2007.	41
327	تطور الناتج المحلي الاجمالي خلال الفترة 2015/2002.	42
332	تطور إصدار صكوك المشاركة الحكومية شهامة خلال الفترة 2016-1999.	43
342	مخطط يوضح عدد الصكوك ، و الشهادات المتداولة في سوق الخرطوم للاوراق المالية .	44