



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
République Algérienne Démocratique et Populaire
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

Université Mohamed Khider - Biskra -
Faculté des Sciences Economiques et Commerciales
et des Sciences de Gestion
Département des Sciences Economique

جامعة محمد خيضر - بسكرة -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

الموضوع:

دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير أدوات التمويل في الأسواق المالية

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية
تخصص: الاقتصاد المالي والنقدي

إشراف الأستاذة الدكتورة:
حدة رايس

إعداد الطالبة:
زكية بوستة

لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة بسكرة	أستاذ التعليم العالي	أ.د. رابح خوني
مقررا	جامعة بسكرة	أستاذ التعليم العالي	أ.د. حدة رايس
ممتحنا	جامعة بسكرة	أستاذ محاضر - أ-	د. علي بوعبد الله
ممتحنا	جامعة الجلفة	أستاذ محاضر - أ-	د. مختار حميدة
ممتحنا	جامعة الوادي	أستاذ محاضر - أ-	د. فوزي محبريق
ممتحنا	جامعة الوادي	أستاذ محاضر - أ-	د. عبد النعيم دفرور

السنة الجامعية: 2017 - 2018



شكر وتقدير

الحمد لله، أحمده تبارك وتعالى وأشكره على ما من به علي من نعم لست أحصيها، وأشكره على توفيقه لي وإعانتته في إتمام هذا البحث.

واعترافاً بالفضل لأهل الفضل أقدم جزيل الشكر للأستاذة الدكتورة "حدة رايس" التي تفضلت بالإشراف على هذه الأطروحة، وأمدتني خلال هذا البحث بكل عون ومساعدة، وأفاضت علي من سعة صدرها وسمح خلقها وغزير علمها ودقة توجيهها ورقة إرشادها، ما كان له أكبر الأثر وأجل الفائدة وعظيم النفع فجازاها الله كل خير.

كما أتقدم بجزيل الشكر لأعضاء لجنة المناقشة كل باسمه: الأستاذ الدكتور رابع خويني، والدكتور علي بوعبد الله، والدكتور مختار حميدة، والدكتور فوزي محيريق والدكتور عبد النعيم دفرور، على ما بذلوه من جهد في قراءة الرسالة وتقييمها، وما تفضلوا به من توجيهات، كانت مثرية للبحث، وستظل موضع تقديري وامتناني.

كما أشكر كل من أعانني على إخراج هذا البحث، وقدم لي المساعدة بالجهد والنصح والإرشاد، وأخص بالذكر زوجي الكريم.

إهداء

إلى والدي العزيزين...

أهدي جهدي هذا...

أهديه إلى والدي دعاء وترحما...

إلى والدتي صلة وبر...

راجيا المولى جل في علاه أن يمتعني بحياتها، وأن يرزقني برها.

إلى سندي في الحياة زوجي، وإلى فلذة كبدي: عبد المعز وهداية

إلى أخوتي وأخواتي وجميع أقاربي.

إلى زملائي وزميلاتي.

زكية بوسته

ملخص الدراسة

الملخص

تهدف الهندسة المالية الإسلامية إلى تقديم منتجات مالية تجمع بين الكفاءة الاقتصادية والكفاءة الشرعية وتمتاز بنوع من التنوع الذي يحقق رغبات أصحاب الفائض وأصحاب العجز، ويزيد من كفاءة وتنافسية الأسواق المالية، في ظل تحديات جمة تحول دون تحقيق هذه الأهداف؛ ومن هنا يمكننا طرح الإشكالية التالية:

كيف تساهم الهندسة المالية الإسلامية في تطوير أدوات التمويل في الأسواق المالية؟

وعليه فقد تم السعي من خلال هذا البحث إلى تحقيق الأهداف التالية:

1- التعريف بالهندسة المالية الإسلامية والتقليدية، وعرض مختلف الابتكارات المالية وأحكامها الشرعية حسب آراء الفقهاء المعاصرين.

2- تقييم تطور حجم أصول التمويل الإسلامي بمختلف فئاتها، والتركيز على أصول أسواق رأس المال بمختلف الدول الرائدة في الصناعة المالية الإسلامية.

3- تقييم مدى تطور منتجات الهندسة المالية الإسلامية في سوق رأس المال السعودي.

وبعد القيام بالدراسة والتحليل تم التوصل إلى النتائج التالية:

1. أهم أدوات التمويل التي تلقى قبولا من طرف أغلب الفقهاء -على الأقل نظريا- هي الصكوك المالية الإسلامية كأهم الإبداعات المالية المتأصلة في الهندسة المالية الإسلامية، بالإضافة إلى صناديق الاستثمار (بما فيها صناديق المؤشرات المتداولة) الناتجة عن محاكاة الهندسة المالية الإسلامية للهندسة المالية التقليدية، والتي تختلف أحكامها الشرعية باختلاف أصولها وطبيعة معاملتها.

2. يشهد إجمالي أصول التمويل الإسلامي نموا معتبرا خلال الفترة 2012-2015 بنسبة نمو تقدر بـ: 18٪.

3. تستحوذ كل من العربية السعودية وإيران وماليزيا - بالترتيب - على أكبر حجم أصول التمويل الإسلامي.

4. حسب فئات أصول التمويل الإسلامي تحتل إيران المركز الأول في فئة الصيرفة الإسلامية تليها السعودية، في حين تحتل ماليزيا مركز الصدارة من حيث حجم الصكوك خلال فترة الدراسة، أما فيما يتعلق بحجم أصول الصناديق الإسلامية فالصدارة كانت للعربية السعودية تليها ماليزيا ثم إيران.

5. هناك ضعف واضح في نشاط سوق الصكوك والسندات في سوق تداول السعودي.

6. رغم انخفاض عدد صناديق المؤشرات المتداولة في السعودية (ثلاثة صناديق)، إلا أنها تعد من أهم التجارب العربية في هذا المجال.

الكلمات المفتاحية: الهندسة المالية الإسلامية، الصكوك، الصناديق الإسلامية، أصول التمويل الإسلامي، أصول أسواق رأس المال.

Résumé

L'ingénierie financière islamique vise à fournir des produits financiers qui combinent entre l'efficacité économique et l'efficacité légitimes et qui sont caractérisés par une sorte de diversité qui permet de réaliser les attentes des propriétaires de l'excédent et les propriétaires du déficit, augmente l'efficacité et la compétitivité des marchés financiers, avec d'énormes défis qui empêchent la réalisation de ces objectifs, d'où nous pouvons mettre en avant le problème suivant:

Comment l'ingénierie financière islamique contribue-t-elle au développement des instruments de financement sur les marchés financiers?

En conséquence, cette recherche tend à réaliser les objectifs suivants:

1. Définir l'ingénierie financière islamique et conventionnelle, et offrir diverses innovations financières et ses dispositions de légitimité selon l'opinion des juristes contemporains.
2. Évaluer l'évolution de la taille des actifs de la finance islamique dans diverses catégories, et se concentrer sur les actifs des marchés financiers dans divers pays leaders de l'industrie financière islamique.
3. Évaluer le degré de développement des produits d'ingénierie financière islamique sur le marché financier saoudien.

Après avoir fait l'étude et l'analyse, on est arrivé aux résultats suivants:

1. Les plus importants outils de financement qui ont reçu l'acceptation par la majorité des juristes, au moins théoriquement - sont les Sukuk financiers islamiques comme des plus importants innovations financières islamiques inhérentes à l'ingénierie financière islamique, ainsi que des fonds d'investissement (y compris les fonds négociables en bourse) résultant de la simulation d'ingénierie financière islamique ingénierie financière conventionnelle, dont les dispositions de légitimité diffèrent selon la diversité de ses actifs et la nature de leur traitement.
2. Le total des actifs de la finance islamique témoigne une croissance considérable au cours de la période 2012-2015 avec un taux de croissance estimé à 18%.
3. L'Arabie Saoudite, l'Iran et la Malaisie acquièrent respectivement le plus grand volume d'actifs de la finance islamique.
4. Selon les classes d'actifs de la finance islamique l'Iran occupe la première position dans la catégorie bancaire islamique suivi par l'Arabie saoudite, tandis que la Malaisie occupe la première position en fonction du volume des Sukuk au cours de la période d'étude, concernant le volume de l'actif des fonds islamiques la première position était pour d'Arabie saoudite, suivie par la Malaisie et l'Iran.
5. Il y'a évidemment une faible activité du marché des sukuk et des obligations sur le marché d'échange saoudien.
6. En dépit de la baisse du nombre de fonds négociables en bourse en Arabie Saoudite (trois fonds), mais c'est l'une des plus importantes expériences arabes dans ce domaine.

Mots-clés : l'ingénierie financière islamique, sukuk, les fonds islamiques, les actifs de la finance islamique, les actifs des marchés financiers.

Abstract

Islamic finance engineering is designed to provide financial products that combine economic efficiency with legitimate efficiency and have a variety of diversity that satisfies the wishes of surplus and deficit holders and increases the efficiency and competitiveness of financial markets in light of the many challenges that prevent these objectives from being achieved.

How does the Islamic financial engineering contribute to the development of financial instruments in the financial markets?

Accordingly, the following objectives have been pursued:

- 1- Introducing Islamic and traditional Islamic engineering, and presenting the various financial innovations and their legal rulings according to the opinions of contemporary jurists.
- 2- To evaluate the evolution of the volume of Islamic finance assets in all its categories and to focus on the assets of the capital markets in the leading countries in the Islamic financial industry.
- 3- Evaluating the development of Islamic financial engineering products in the Saudi financial market.

After conducting the study and analysis, the following results were obtained:

1. The most important financing tools accepted by most jurists - at least theoretically - are Islamic financial sukuk as the most important financial innovations inherent in Islamic financial engineering, as well as investment funds (including ETFs) resulting from the simulation of Islamic financial architecture for traditional financial engineering , Whose legal provisions vary according to their origins and the nature of their treatment.
2. The total assets of Islamic finance witnessed a remarkable growth during the period 2012-2015 with a growth rate of 18%.
3. Saudi Arabia, Iran and Malaysia, respectively, have the largest volume of Islamic finance assets.
4. According to the categories of Islamic finance, Iran ranks first in the Islamic banking sector, followed by Saudi Arabia. Malaysia is the leading market in terms of Sukuk volume during the study period.
5. There is a marked weakness in the Sukuk and bond market activity in the Saudi exchange market.
6. Despite the decrease in the number of traded index funds in Saudi Arabia (three funds), it is one of the most important Arab experiences in this field.

Keywords: Islamic Financial Engineering, Sukuk, Islamic Funds, Islamic Finance Assets, Capital Markets Assets.

الفهرس

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتويات
II	شكر وتقدير
III	الإهداء
V	الملخص
VI	الملخص باللغة الفرنسية
VII	الملخص باللغة الانجليزية
IX	فهرس المحتويات
XIV	فهرس الرسوم البيانية والأشكال
XVI	فهرس الجداول
XVII	فهرس الملاحق
أ - ط	المقدمة العامة
ب	إشكالية البحث
ج	فرضيات البحث
ج	أهداف البحث
د	أهمية البحث
د	حدود البحث
هـ	منهج البحث
هـ	الدراسات السابقة
ح	هيكل البحث
[1 - 98]	الفصل الأول: الإطار النظري للهندسة المالية
3	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للهندسة المالية التقليدية
3	المطلب الأول: مفهوم الهندسة المالية التقليدية
3	الفرع الأول: تعريف الهندسة المالية التقليدية
10	الفرع الثاني: الهندسة المالية والابتكار المالي
12	الفرع الثالث: أسس الهندسة المالية

13	المطلب الثاني: نشأة وتطور الهندسة المالية التقليدية
13	الفرع الأول: توطئة تاريخية
15	الفرع الثاني: عوامل ظهور الهندسة المالية
17	الفرع الثالث: مستقبل صناعة الهندسة المالية
18	المطلب الثالث: الهندسة المالية كإدارة للمخاطر ومسبب للأزمات
18	الفرع الأول: المضاربة
20	الفرع الثاني: إدارة المخاطر والتحوط
24	الفرع الثالث: المشتقات المالية والأزمات
27	المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي للهندسة المالية الإسلامية
27	المطلب الأول: ماهية الهندسة المالية الإسلامية
27	الفرع الأول: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية ومنتجاتها
35	الفرع الثاني: مبادئ وضوابط الهندسة المالية الإسلامية
39	الفرع الثالث: أهداف وأهمية الهندسة المالية الإسلامية
42	المطلب الثاني: تحديات ومناهج تطوير الهندسة المالية الإسلامية
42	الفرع الأول: تحديات الهندسة المالية الإسلامية
45	الفرع الثاني: مناهج تطوير الهندسة المالية الإسلامية
47	الفرع الثالث: متطلبات تحقيق الهندسة المالية الإسلامية
49	المبحث الثالث: منتجات الهندسة المالية بين الفكر الوضعي والإسلامي
50	المطلب الأول: الأدوات المالية ومستحدثاتها في ميزان الشريعة
50	الفرع الأول: الأدوات والابتكارات المالية في سوق رأس المال وأحكامها الشرعية
69	الفرع الثاني: الأدوات والابتكارات المالية في سوق النقد وأحكامها الشرعية
82	المطلب الثاني: العمليات المالية المبتكرة وأحكامها الشرعية
82	الفرع الأول: الشراء الهامشي
84	الفرع الثاني: البيع على المكشوف
88	المطلب الثالث: حلول وإبداع لمشاكل التمويل وموقف الفقه المعاصر منها
88	الفرع الأول: المؤشرات المالية ومؤشرات تسعير الأصول الرأسمالية
94	الفرع الثاني: الهندسة المالية لنشاط السمسرة ورأس المال المخاطر

97	الفرع الثالث: التسجيل على الرف والتداول الالكتروني
[189-99]	الفصل الثاني: أهم منتجات الهندسة المالية في سوق رأس المال وموقف الفقه المعاصر منها
101	المبحث الأول: الصكوك المالية الإسلامية
101	المطلب الأول: التصكيك والتوريق
101	الفرع الأول: مفهوم التصكيك
103	الفرع الثاني: التوريق
105	المطلب الثاني: مفهوم الصكوك المالية الإسلامية
105	الفرع الأول: تعريف الصكوك المالية الإسلامية
106	الفرع الثاني: ضوابط إصدار وتداول الصكوك المالية الإسلامية
112	المطلب الثالث: تصنيف الصكوك الإسلامية وضوابطها الشرعية
112	الفرع الأول: معايير تصنيف الصكوك
114	الفرع الثاني: أنواع الصكوك المالية الإسلامية وضوابطها الشرعية
119	الفرع الثالث: آراء فقهية حول هيكلية الصكوك المطروحة عالميا
123	المبحث الثاني: صناديق الاستثمار بين الفكر الوضعي والإسلامي
123	المطلب الأول: ماهية صناديق الاستثمار
123	الفرع الأول: مفهوم صناديق الاستثمار وعلاقتها بشركات الاستثمار
128	الفرع الثاني: تصنيف شركات الاستثمار
139	الفرع الثالث: علاقة صناديق الاستثمار بهيئات التوظيف الجماعي وصناديق التحوط
141	المطلب الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية
141	الفرع الأول: مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية
145	الفرع الثاني: الفرق بين صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية
145	الفرع الثالث: أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية
150	المبحث الثالث: المشتقات المالية وأحكامها الشرعية
150	المطلب الأول: مفاهيم وأحكام شرعية عامة عن المشتقات المالية
150	الفرع الأول: مفهوم المشتقات المالية
151	الفرع الثاني: موقف الفقه المعاصر من المشتقات المالية
154	الفرع الثالث: مبادئ تطوير وبدائل تكيف المشتقات المالية

156	المطلب الثاني: عقود الخيار والعقود الآجلة في ميزان الشريعة
156	الفرع الأول: عقود الخيار في ميزان الشريعة
174	الفرع الثاني: العقود الآجلة في ميزان الشريعة
177	المطلب الثالث: العقود المستقبلية وعقود المبادلات في ميزان الشريعة
177	الفرع الأول: العقود المستقبلية في ميزان الشريعة
182	الفرع الثاني: عقود المبادلات في ميزان الشريعة
-190] [258	الفصل الثالث: تطور منتجات الهندسة المالية الإسلامية في أسواق رأس المال خلال الفترة 2010 - 2015
192	المبحث الأول: تطور أصول التمويل الإسلامي
192	المطلب الأول: مؤشر تطور الصناعة المالية الإسلامية
192	الفرع الأول: مفهوم مؤشر تطور الصناعة المالية الإسلامية
194	الفرع الثاني: نظرة عامة على ترتيب الدول ضمن مؤشر تطور الصناعة المالية الإسلامية
195	المطلب الثاني: التطورات الكمية من مؤشر تطور الصناعة المالية الإسلامية
195	الفرع الأول: تطور أصول التمويل الإسلامي حسب الفئة
197	الفرع الثاني: إجمالي أصول التمويل الإسلامي حسب الدول
203	المبحث الثاني: تطور أدوات سوق رأس المال الإسلامي المبتكرة عالمياً خلال الفترة 2010 - 2015
203	المطلب الأول: تطور سوق الصكوك الإسلامية خلال الفترة 2010 - 2015
203	الفرع الأول: تطور سوق الصكوك الأولى خلال الفترة 2010 - 2015
210	الفرع الثاني: تطور سوق الصكوك الثانوي خلال الفترة 2010 - 2015
216	المطلب الثاني: تطور الصناديق الإسلامية خلال الفترة 2010 - 2015
216	الفرع الأول: تطور إجمالي عدد وقيمة أصول الصناديق الإسلامية خلال الفترة 2010 - 2015
217	الفرع الثاني: تطور الصناديق الإسلامية حسب الدول ونوع الأصول
223	المبحث الثالث: تطور أدوات التمويل الإسلامية المبتكرة في سوق رأس المال السعودي خلال الفترة 2010 - 2015
224	المطلب الأول: تطور سوق الصكوك بالسعودية خلال الفترة 2010 - 2015
224	الفرع الأول: تطور مبالغ طرح أدوات الدين في السعودية خلال الفترة 2010 - 2015

225	الفرع الثاني: سوق الصكوك الثانوي في السعودية - سوق تداول-
237	المطلب الثاني: تطور صناديق الاستثمار بالسعودية خلال الفترة 2010- 2015
237	الفرع الأول: تطور عدد صناديق الاستثمار بالسعودية خلال الفترة 2010- 2015
240	الفرع الثاني: تطور قيم أصول صناديق الاستثمار بالسعودية خلال الفترة 2010- 2015
243	الفرع الثالث: تطور عدد مشتركى صناديق الاستثمار بالسعودية خلال الفترة 2010- 2015
246	المطلب الثالث: تطور صناديق المؤشرات المتداولة في سوق تداول السعودي خلال الفترة 2010- 2015
246	الفرع الأول: تطور صناديق الاستثمار المتداولة عالميا خلال الفترة 2010- 2015
247	الفرع الثاني: تطور صناديق المؤشرات المتداولة بسوق تداول السعودي خلال الفترة 2010- 2015
256	الفرع الثالث: نشاط تداولات وحدات صناديق المؤشرات المتداول في سوق تداول السعودي خلال الفترة 2010- 2015
[268-259]	الخاتمة
260	نتائج البحث
268	التوصيات
268	آفاق البحث
[283-269]	قائمة المراجع
[287-284]	الملاحق

فهرس الرسوم البيانية والأشكال

الرقم	عنوان الرسم البياني أو الشكل	الصفحة
1.1	تعريف الهندسة المالية في النظام المالي	8
2.1	أنواع التحوط	22
3.1	المعايير الموضوعية للتمييز بين المنتجات المالية الإسلامية والتقليدية	35
4.1	الأدوات والابتكارات المالية في سوق رأس المال	51
5.1	الأدوات والابتكارات المالية في سوق النقد	69
6.1	آلية البيع على المكشوف	85
1.2	أنواع شركات الاستثمار حسب هيكل رأس المال والتداول	135
2.2	طبيعة العقود التي تحكم علاقات أطراف صناديق الاستثمار الإسلامية	143
1.3	عناصر مؤشر تطور الصناعة المالية الإسلامية	193
2.3	تطور إجمالي أصول التمويل الإسلامي حسب الفئة خلال الفترة 2012-2015	196
3.3	إجمالي أصول التمويل الإسلامي حسب الدول في عامي 2012 و 2015	197
4.3	حجم أصول التمويل الإسلامي حسب الدول نهاية 2015	198
5.3	تطور حجم الصكوك المصدرة والقائمة خلال الفترة 2010-2015	204
6.3	تطور حجم وعدد الصكوك المصدرة عالميا خلال الفترة 2010-2015	205
7.3	تطور حجم إصدارات الصكوك حسب الجهة المصدرة خلال الفترة 2011-2015	206
8.3	تطور حجم الصكوك المصدرة حسب الدول خلال الفترة 2011-2015	207
9.3	تطور حجم الصكوك القائمة خلال الفترة في أهم الدول المصدرة للصكوك خلال الفترة 2012-2015	209
10.3	إجمالي الصكوك المدرجة في الأسواق المالية عالميا خلال الفترة 2007- سبتمبر 2013	210
11.3	هيكل الصكوك المصدرة عام 2015	211
12.3	تطور حجم وعدد الصكوك المدرجة الجديدة في كل سنة بأهم الدول خلال الفترة 2013-2015	213
13.3	إجمالي حجم وعدد الصكوك المدرجة في الأسواق المالية حسب البلد نهاية 2015	214
14.3	منشأ الصكوك المدرجة في سوق نازداك دبي 2015	214
15.3	منشأ الصكوك المدرجة في إيرلندا 2015	214

215	منشأ الصكوك المدرجة في بورصة لندن 2015	16.3
215	منشأ الصكوك المدرجة في ماليزيا 2015	17.3
216	إجمالي قيمة أصول وعدد الصناديق الإسلامية خلال الفترة 2010 – 2015	18.3
218	قيمة أصول الصناديق الإسلامية القائمة حسب الدول 2014 – 2015	19.3
219	توزيع الصناديق الإسلامية القائمة حسب نوع الأصول نهاية 2014	20.3
221	توزيع الصناديق الإسلامية المطروحة حسب نوع الأصول نهاية 2014	21.3
222	تطور إجمالي أصول وعدد صناديق الصكوك القائمة خلال الفترة 2010 – سبتمبر 2015	22.3
224	تطور مبالغ طرح أدوات الدين في السعودية خلال الفترة 2010 – 2015	23.3
232	القيمة المتداولة والصفقات المنفذة بسوق الصكوك في سوق تداول السعودي خلال الفترة 2010 – 2015	24.3
238	عدد صناديق الطرح العام مصنفة بحسب نوع الاستثمار خلال الفترة 2010 – 2015	25.3
239	عدد صناديق الطرح الخاص مصنفة بحسب نوع الاستثمار خلال الفترة 2010 – 2015	26.3
241	قيم أصول صناديق الطرح العام مصنفة بحسب نوع الاستثمار خلال الفترة 2010 – 2015	27.3
242	قيم أصول صناديق الطرح الخاص مصنفة بحسب نوع الاستثمار خلال الفترة 2010 – 2015	28.3
244	عدد مشترك صناديق الطرح العام مصنفة بحسب نوع الاستثمار خلال الفترة 2010 – 2015	29.3
245	عدد مشترك صناديق الطرح الخاص مصنفة بحسب نوع الاستثمار خلال الفترة 2010 – 2015	30.3
246	تطور قيمة أصول وعدد صناديق المؤشرات المتداولة خلال الفترة 2010 – 2015	31.3
247	عدد صناديق المؤشرات المتداولة عالميا عام 2015 حسب فئة الأصول	32.3
249	مقارنة أداء صندوق فالكيم للأسهم السعودية مع أداء المؤشر خلال الفترة 2010 – 2015	33.3
251	مقارنة أداء صندوق فالكيم المتداول لقطاع البتروكيماويات مع أداء المؤشر خلال الفترة 2010 – 2015	34.3
253	حجم أصول صناديق المؤشرات المتداولة خلال الفترة 2010 – 2015	35.3
255	عدد مشترك صناديق المؤشرات المتداولة خلال الفترة 2010 – 2015	36.3
256	نشاط تداولات وحدات صناديق المؤشرات المتداولة في سوق تداول السعودي خلال الفترة 2010 – 2015	37.3

فهرس الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
1.1	وظائف الابتكار المالي	11
2.1	أهم أنواع السندات	60
3.1	المقارنة بين عوائد وخسائر المستثمر في التعامل بالهامش والتعامل النقدي	83
1.2	أوجه الاتفاق والاختلاف بين عقد خيار شراء بسيط وبين بيع العريون	166
1.3	حجم أصول التمويل الإسلامي حسب الدول نهاية 2015	198
2.3	تطور حجم الصكوك المصدرة حسب الدول خلال الفترة 2011-2015	207
3.3	نسبة مساهمة الدول من إجمالي الصكوك المصدرة بتاريخ 2015/12/31	208
4.3	تطور حجم الصكوك القائمة في أهم الدول المصدرة للصكوك خلال الفترة 2012-2015	209
5.3	تطور عدد الصكوك المدرجة عالميا خلال الفترة 2012-2015	212
6.3	تطور حجم وعدد الصكوك المدرجة الجديدة في كل سنة بأهم الدول خلال الفترة 2013-2015	212
7.3	قيمة أصول الصناديق الإسلامية القائمة حسب الدول (2014-2015)	217
8.3	تطور مبالغ طرح أدوات الدين في السعودية خلال الفترة 2010-2015	224
9.3	القيمة المتداولة وعدد الصفقات المنفذة حسب الصك خلال الفترة 2010-2015	233
10.3	مقارنة بين الصكوك والسندات	236
11.3	عدد صناديق الطرح العام مصنفة بحسب نوع الاستثمار خلال الفترة 2010-2015	237
12.3	عدد صناديق الطرح الخاص مصنفة بحسب نوع الاستثمار خلال الفترة 2010-2015	239
13.3	قيم أصول صناديق الطرح العام مصنفة بحسب نوع الاستثمار خلال الفترة 2010-2015	240
14.3	قيم أصول صناديق الطرح الخاص مصنفة بحسب نوع الاستثمار خلال الفترة 2010-2015	242
15.3	عدد مشترك صناديق الطرح العام مصنفة بحسب نوع الاستثمار خلال الفترة 2010-2015	244
16.3	عدد مشترك صناديق الطرح الخاص مصنفة بحسب نوع الاستثمار خلال الفترة 2010-2015	245
17.3	حجم أصول صناديق المؤشرات المتداولة خلال الفترة 2010-2015	253
18.3	عدد مشترك صناديق المؤشرات المتداولة خلال الفترة 2010-2015	254
19.3	نشاط تداولات وحدات صناديق المؤشرات المتداولة في سوق تداول السعودي خلال الفترة 2010-2015	256

فهرس الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	الرقم
285	الصكوك المتداولة بسوق تداول السعودي خلال الفترة 2010 - 2015	1

المقدمة العامة

المقدمة العامة

رغم أن سعي الإنسان لتحسين وضعه في مختلف مناحي الحياة غريزة طبيعية ملازمة له منذ بداية خلقه، إلا أن مصطلح الإبداع والتطوير في الجوانب المالية أتخذ منذ الثمانينات من القرن الماضي مُسمًا جديدًا هو الهندسة المالية، فظهور مصطلح الهندسة المالية اقتزن أساسًا بتطبيق تكنولوجيا المعلومات والبرامج الإحصائية في الجوانب المالية مما زاد من سرعة إجراء المعاملات في مختلف المؤسسات والأسواق المالية وفي مختلف دول العالم، كما أدى ذلك إلى تقليل التكاليف والمخاطر وأتاح مجالًا واسعًا لذوي الخبرات لتحقيق أرباح هائلة.

وفي إطار تحقيق أهداف الهندسة المالية يعمل رواد الهندسة المالية الإسلامية على تقديم منتجات مالية تحقق الكفاءة الاقتصادية إلى جانب الكفاءة الشرعية رغم ما يواجهه هذا المسعى من تحديات جمة، من تضارب في الآراء الفقهية وتختلف في أغلب الدول الإسلامية وسيطرة النظم المالية الوضعية فيها.

إشكالية البحث

انطلاقًا من الواقع المعاش فلا أحد ينفي الدور الكبير الذي يقوم به العديد من الفقهاء والاقتصاديين في طرح جملة من الابتكارات المالية الإسلامية ومحاولات تكييف بعض المنتجات المالية التقليدية. فكما هو الحال في المؤسسات المالية تم طرح العديد من الابتكارات المالية الإسلامية في الأسواق المالية، وفي إطار معرفة ما إذا كانت هذه المبتكرات بالقدر الكافي من التنوع وما إذا كانت أسواق هذه المنتجات تتميز بنشاط في التداول، فإنه يمكن طرح الإشكالية التالية:

كيف تساهم الهندسة المالية الإسلامية في تطوير أدوات التمويل في الأسواق المالية؟

وهذه الإشكالية تقودنا إلى طرح التساؤلات الفرعية التالية:

1. ما العلاقة بين الهندسة المالية الإسلامية والهندسة المالية التقليدية؟
2. ما هي أنواع منتجات الهندسة المالية في الأسواق المالية؟
3. ما الحكم الشرعي لمنتجات الهندسة المالية في الأسواق المالية؟
4. ما حجم التطور الحاصل في أصول التمويل الإسلامي بمختلف فئاتها خلال فترة الدراسة؟
5. ما حجم التطور الحاصل في أصول أسواق رأس المال الإسلامي في مختلف الدول الرائدة خلال فترة الدراسة؟
6. ما مدى تطور منتجات الهندسة المالية الإسلامية في سوق رأس المال السعودي خلال فترة الدراسة؟

فرضيات البحث

في إطار الإجابة على الإشكالية والأسئلة الفرعية التي طرحت، تم اعتماد الفرضيات التالية:

الفرضية الرئيسية: تساهم الهندسة المالية الإسلامية في تطور أدوات التمويل في الأسواق المالية بصورة واضحة.

أما عن الفرضيات الفرعية فهي كما يلي:

1. لا توجد أية علاقة بين مفهومي الهندسة المالية الإسلامية والهندسة المالية التقليدية، لا من حيث المصطلح ولا من حيث التطبيق.
2. تتمثل منتجات الهندسة المالية في الأسواق المالية في مستحدثات الأوراق المالية.
3. لا يوجد أي منتج من منتجات الهندسة المالية التقليدية في الأسواق المالية التقليدية تم تكييفه شرعا.
4. تشهد أصول التمويل الإسلامي بمختلف فئاتها تطورا واضحا خلال فترة الدراسة.
5. تشهد أصول أسواق رأس المال الإسلامي تطورا متفاوتا بين مختلف الدول خلال فترة الدراسة.
6. تتسم أدوات التمويل الإسلامية المبتكرة بتطور كبير في سوق رأس المال السعودي خلال فترة الدراسة.

أهداف البحث

يتمثل الهدف الرئيسي للبحث في: التعرف على دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير أدوات التمويل

في الأسواق المالية، أما الأهداف الفرعية فهي كما يلي:

1. توضيح العلاقة بين الهندسة المالية الإسلامية والتقليدية.
2. عرض مختلف منتجات الهندسة المالية في الأسواق المالية.
3. عرض آراء الفقهاء حول منتجات الهندسة المالية في الأسواق المالية.
4. تقييم حجم التطور الحاصل في أصول التمويل الإسلامي بمختلف فئاته.
5. تقييم حجم التطور الحاصل في أصول أسواق رأس المال الإسلامي في مختلف الدول الرائدة خلال فترة الدراسة.
6. تقييم مدى تطور منتجات الهندسة المالية الإسلامية في سوق رأس المال السعودي خلال فترة الدراسة.

أهمية البحث

يستمد البحث أهميته من أهمية الإبداع والابتكار المالي الإسلامي في الأسواق المالية بالنسبة للمسلمين في تلبية الرغبات العقائدية، وللمسلمين وغير المسلمين في تنوع وكفاءة المنتجات المالية. وتزيد من أهمية هذا الموضوع سيطرة المضاربات الشرسة والمعاملات الصفرية على أغلب معاملات الأسواق المالية التقليدية، مما زاد من حدة الأزمات المالية الدورية والمتكررة في النظام المالي الوضعي، الأمر الذي يفتح المجال أمام الهندسة المالية الإسلامية للظهور ويتيحها آفاقاً واسعة للتوسع.

كما وتتضح أهمية هذا الموضوع في إعطائه فكرة عن مدى اتساع الهندسة المالية الإسلامية وانتشار منتجاتها، مما يعطي انطباعاً بأهمية هذه الصناعة من جهة، ويعطي حافزاً للمزيد من الإبداع والابتكار في مجال التمويل الإسلامي من جهة أخرى.

حدود البحث

يمكن حصر معالم هذا البحث في الحدود التالية:

الحدود المفاهيمية: اقتصرَت الدراسة على أدوات التمويل في أسواق رأس المال فقط دون سوق النقد، لكون أدوات سوق النقد التقليدية في مجملها أدوات ائتمان مما يطرح إشكال أسعار الفائدة فيها بوضوح، بالإضافة إلى اعتبار الصكوك قصيرة الأجل من أهم أدوات سوق النقد الإسلامي، والتي سيتم دراسة مختلف أنواعها (الصكوك) ضمن أدوات سوق رأس المال. ومع ذلك ومن خلال هذا البحث تم عرض مختلف الأدوات والمستحدثات في سوق النقد وأحكامها الشرعية مع عرض بعض بدائلها (في الفصل الأول).

الحدود المكانية: كانت الدراسة في مجملها شاملة لتطورات الصناعة المالية الإسلامية في مختلف دول العالم، وكذا تحليل تطور مختلف أنواع أصول التمويل الإسلامي في الدول المتصدرة في هذا الجانب. كما يتم التركيز على دراسة تطور مختلف منتجات الهندسة المالية الإسلامية المطبقة في سوق رأس المال السعودي.

الحدود الزمانية: نظراً لحدثة التقارير التي تُعنى بقياس الصناعة المالية الإسلامية كتقارير زاوية وتقارير السوق المالي الإسلامي الدولي، وكذا حداثة تفعيل سوق الصكوك الثانوي المنظم في السعودية (جوان 2009) وحداثة تطبيق السعودية للابتكارات المالية (الصكوك وصناديق المؤشرات المتداولة) في سوق رأس مالها، جاءت الدراسة في حدود الفترة 2010-2015 في أغلب جزئياتها إلا ما تعذر عن ذلك.

منهج البحث

للوصول إلى إجابة عن مشكلة البحث التي تم طرحها وكذلك التأكد من صحة الفرضيات المعتمدة وتحقيق الأهداف المرجوة، فقد تم استخدام المناهج التالية:

المنهج الوصفي: والذي يسمح باستيعاب الإطار النظري والمتمثل في مختلف المفاهيم المتعلقة بالهندسة المالية – التقليدية والإسلامية – ومختلف منتجاتها في الأسواق المالية.

المنهج التاريخي: فيما يتعلق بعرض نشأة وتطور الهندسة المالية – التقليدية والإسلامية – ومختلف منتجاتها.

المنهج التحليلي: أٌعتمد كأساس لتقييم حجم التطور الحاصل في أصول التمويل الإسلامي بمختلف أنواعها، وعرض تطور أصول أسواق رأس المال في مختلف الدول النشطة في مجال المالية الإسلامية، بالإضافة إلى تقييم تطور أدوات التمويل المبتكرة في السعودية.

الدراسات السابقة

إن البحث في مضامين الدراسات السابقة يساعد دون شك على فهم أوسع للعديد من جوانب الدراسة، بالإضافة إلى أنه يثري الجوانب التي لم يتطرق إليها الباحثون من قبل، أو لم يولوها القدر الكافي من البحث، ناهيك عن كونها تساعد على إبراز القيمة المضافة في هذا البحث التي تميزه عن غيره من البحوث، وفيما يلي عرض لأهم هذه الدراسات:

1. دراسة مبارك آل سليمان (2005): **أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة**، في بحث موسع متكون من ثلاثة أبواب قام الباحث بتصوير العقود والمعاملات كما تجري في الأسواق المالية، ثم قام ببيان الحكم الشرعي لتلك العقود والمعاملات، وقد توصل الباحث إلى عدة نتائج تتمثل أساساً في أحكام شرعية مفصلة عن كل معاملة أو عقد يجري في الأسواق المالية.

2. دراسة شعبان البرواري (2005): **بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي**، وقد هدف الباحث إلى عرض أنواع المعاملات التي تجري في بورصة الأوراق المالية ثم تحليلها ونقدها من منظور شرعي، بالإضافة إلى بيان ضوابط شروط إقامة سوق أوراق مالية إسلامية وذلك من خلال التقويم الشرعي والاقتصادي لنموذج بورصة الأوراق المالية العصرية، من أجل تنمية المعاملات التي تتم فيها وفقاً لأحكام الشرع.

وفي الختام قدم الباحث أحكاماً شرعية عن مختلف المعاملات التي تجري في البورصة في سبيل تكييفها وإقامة سوق مالي إسلامي.

3. دراسة عبد الكريم قندوز (2008): الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، وقد هدفت الدراسة إلى التعرف على مفهوم الهندسة المالية الإسلامية والتعرف على واقع الصناعة المالية الإسلامية في بعض الدول المختارة - السودان، ماليزيا، الجزائر-، وقد اتسمت النتائج التي توصل إليها الباحث بالطابع المفاهيمي للهندسة المالية وخاصة الإسلامية منها.

4. دراسة مسعودة نصبة (2013): نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال تجربة ماليزيا أنموذجاً، وقد هدفت الباحثة إلى إبراز الجوانب الشرعية لمختلف الأدوات والعقود المتداولة في أسواق رأس المال التقليدي، بالإضافة إلى تقييم تجربة ماليزيا في إقامة سوق مالي إسلامي.

لتعمد الباحثة في النهاية إلى تقديم أحكام شرعية متخصصة لمختلف الأدوات كالأسهم والسندات والصكوك وعقود المشتقات، كما توصلت الباحثة إلى أن ماليزيا لم تتمكن من الوصول إلى إرساء قواعد سوق رأس مالي إسلامي خالي من الشبهات الشرعية.

5. دراسة شافية كتاف (2013-2014): دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، أين هدفت الباحثة إلى تحقيق جملة من الأهداف أهمها:

- التعرف على مختلف الأدوات المالية الإسلامية التي يمكن إصدارها وتداولها في السوق المالية الإسلامية.
- توضيح دور ومساهمة الأدوات المالية الإسلامية في تفعيل وتنشيط السوق المالية الإسلامية.
- الوقوف على أهمية الهندسة المالية الإسلامية وتوضيح مساهمتها ودورها في تدعيم وتطوير السوق المالية الإسلامية.

كما وتوصلت الباحثة إلى مجموعة نتائج أهمها:

- هناك العديد من الصعوبات والعراقيل التي تُعيق نمو وتطور الأسواق الثانوية للصكوك الإسلامية، من أهمها: صغر حجم السوق الأولية للصكوك، وسيطرة الصكوك غير القابلة للتداول شرعاً في الأسواق المالية إلا بتوفر شروطٍ معيّنة مثل صكوك المراجعة، وإتباع شريحة كبيرة من المستثمرين المالكين للصكوك إستراتيجية الشراء والاحتفاظ، وسيطرة الصكوك القصيرة والمتوسطة على حساب الصكوك طويلة الأجل.
- تستحوذ المملكة العربية السعودية على العدد الأكبر من صناديق الاستثمار الإسلامية عالمياً وذلك بنسبة قدرها 41%، ومن يحمل الصناديق الاستثمارية العاملة بالسوق السعودية والتي يبلغ عددها 234 صندوق استثماري، يوجد 158 صندوق استثمار إسلامي تشكّل حوالي 67% من مجمل الصناديق.

● تتميز صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية السعودية بقلّة عددها، بسبب ضعف الإقبال على هذه الصناديق نظراً لعدّة أسبابٍ منها :حادثة هذه الصناديق في المنطقة، لذلك لم تجذب المتداولين كما كان منتظراً على الرغم من أنّها ستكون قيمة مضافة لهيكلة الأسواق الثانوية السعودية، وستعطي السوق المالية بعداً أعمق.

6. Abbas Shaher, (2015): Islamic financial engineering A Critical Investigation into Product Development Process in the Islamic Financial Industr.

وقد هدفت الدراسة إلى: إجراء تحليل نقدي لعملية تطوير المنتجات في المؤسسات المالية الإسلامية؛ والتعرف على المصادر الرئيسية للأفكار التي تدفع تطور المنتجات في المؤسسات المالية الإسلامية؛ بالإضافة إلى تحديد الصعوبات الرئيسية التي تواجه عملية تطوير هذه المنتجات.

حيث قام الباحث بإجراء مجموعة من المقابلات، وقام بتوزيع استبيان على عينة من المؤسسات المالية، ويتضمن هذا الاستبيان ثلاثة محاور، يهدف المحور الأول من الاستبيان المكون من 11 سؤالاً إلى استكشاف خصائص المجهين ومؤسستهم. أما المحور الثاني من الاستبيان والمكون من 12 سؤالاً والذي يركز على الهيكل التنظيمي للمؤسسات وعلى إستراتيجياتها وخططها المتعلقة بعملية تطوير المنتجات. في حين ركز المحور الثالث من الاستبيان، والذي يتضمن 19 سؤالاً، على التحقيق في أمور تتعلق بالتصميم والخطوات المستخدمة، ويغطي التحليل أيضاً التحديات الرئيسية والمخاطر التي تواجهها المؤسسات في العينة، فيما يتعلق بتطوير المنتجات الجديدة.

أما عن نتائج الدراسة، فتتمثل في أن غالبية مؤسسات العينة لديها إستراتيجية لتطوير منتجات جديدة. إذ أشار أكثر من نصف المجهين على أسئلة الاستبيان إلى أن مؤسساتهم لديها نهج رسمي أو خطط (سواء قصيرة، متوسطة أو طويلة الأجل) لتطوير منتجات جديدة، ومع ذلك فإن أقل من خمس العينة هي من تقوم بعمليات تحديث وتطوير المنتجات بشكل منتظم. وعندما يتعلق الأمر بتخصيص الموارد، فإنه يبدو أن هناك دعماً أقل لتطوير المنتجات من حيث التخصيص الفعلي للميزانية والموظفين والتكنولوجيا. كما توصل الباحث أيضاً إلى أن الغالبية العظمى من المؤسسات في العينة تطلب من مستشاريها الشرعيين المشاركة في عملية تطوير المنتجات. ومع ذلك يتفاوت نوع ومستوى هذه المشاركة بين المؤسسات.

ما تتميز به هذه الدراسة عن الدراسات السابقة

- على الرغم من تشارك هذا البحث مع الدراسات السابقة في بعض العناصر - مع اختلاف طريقة الطرح - إلا أنه يمكن توضيح مميزات هذا البحث فيما يلي:
- بالإضافة إلى الدراسة الشرعية لمختلف منتجات الهندسة المالية في الأسواق المالية من أدوات وعمليات وحلول لمشاكل التمويل، جاءت الدراسة التطبيقية لقياس حجم نمو مختلف أصول التمويل الإسلامي بمختلف أنواعها وفي مختلف دول العالم.
 - التركيز على أصول أسواق رأس المال الإسلامي المتمثلة في الصكوك والصناديق وتتبع تطورها عالميا وفي مختلف الدول، مع التفصيل في مختلف أنواعها.
 - تقديم دراسة تحليلية عن منتجات الهندسة المالية الإسلامية في سوق رأس المال السعودي.
 - اقتران أغلب الدراسات بتطبيقات الهندسة المالية في المؤسسات المالية خاصة البنوك، دون التركيز على الأسواق المالية.

هيكل البحث

تضمن البحث: مقدمة عامة، وثلاثة فصول وخاتمة عامة.

تضمنت المقدمة العامة العناصر الأساسية التي تنطلق منها الدراسة، حيث أنه فبالإضافة للتمهيد نجد إشكالية البحث والأسئلة الفرعية، وما يقابلها من فرضيات بما فيها الفرضية الرئيسية والفرضيات الفرعية، وكذا أهداف الدراسة، ناهيك عن حدود ومنهج البحث بالإضافة إلى الدراسات السابقة التي تم فيها عرض أهم الدراسات التي تناولت موضوع الهندسة المالية في الأسواق المالية.

وقد جاء **الفصل الأول** بعنوان الإطار النظري للهندسة المالية، متضمنا ثلاثة مباحث، يتعلق الأول بالإطار المفاهيمي للهندسة المالية التقليدية، أين تم عرض مفهوم وتطور الهندسة المالية وكذا علاقتها ببعض المصطلحات كإدارة المخاطر والمضاربة والأزمات المالية، في حين يُعنى المبحث الثاني بالإطار النظري للهندسة المالية الإسلامية، أين تم توضيح ماهية الهندسة المالية الإسلامية بمفهومها ومبادئها وأهميتها، بالإضافة إلى عرض تحدياتها ومناهج تطويرها. ويُعنى المبحث الثالث بعرض مختلف أنواع وتصنيفات الابتكارات المالية المطروحة في الأسواق المالية من أدوات وعمليات وكذا حلول مشاكل التمويل، مع وتقديم آراء فقهية وأحكام شرعية حولها.

أما الفصل الثاني فقد تم من خلاله عرض أهم منتجات الهندسة المالية في سوق رأس المال وأحكامها الشرعية، وذلك في ثلاثة مباحث، يتعلق الأول بالصكوك المالية الإسلامية أين تم توضيح مفهوم كل من التوريق والتصكيك في إطار الوصول إلى مفهوم دقيق للصكوك المالية الإسلامية ثم عرض مختلف أنواعها مع عرض الضوابط الشرعية لإصدارها وتداولها، وجاء المبحث الثاني بعنوان صناديق الاستثمار بين الفكر الوضعي والإسلامي أين تم توضيح ماهية صناديق الاستثمار من خلال المفهوم والتصنيف، ثم عرض مفهوم وأنواع صناديق الاستثمار الإسلامية والفرق بينها وبين صناديق الاستثمار التقليدية، أما المبحث الثالث والأخير فقد جاء بعنوان المشتقات المالية وأحكامها الشرعية، أين تم التطرق إلى مفهومها عامة ومفهوم مختلف أنواعها، ثم عرض الآراء الفقهية والأحكام الشرعية لمختلف أنواعها.

وأخيرا جاء الفصل الثالث كتطبيق لما سبق أين تم فيه عرض تطور أدوات التمويل مبتكرة في أسواق رأس المال خلال الفترة 2010-2015، في ثلاثة مباحث أولها بعنوان تطور أصول التمويل الإسلامي خلال الفترة 2012-2015 الذي تم من خلاله التعرف على مؤشر تطور التمويل الإسلامي وعرض ترتيب مختلف الدول وفق هذا المؤشر، ليتم بعدها التركيز على المؤشر الفرعي الخاص بالتطورات الكمية لمختلف أصول التمويل الإسلامي حسب مختلف الفئات وفي مختلف الدول، أما ثانيها فيتعلق بتطور أصول سوق رأس المال خلال الفترة 2010-2015، فمن خلال هذا المبحث تم عرض تطور كل من الصكوك والصناديق الإسلامية خلال فترة الدراسة، أما ثالثها وآخرها فجاء بعنوان تطور منتجات الهندسة المالية الإسلامية في سوق رأس المال السعودي خلال الفترة 2010-2015، والذي يعطي فكرة شاملة عن واقع أدوات التمويل في أسواق رأس المال الأولية والثانوية بشقيها الصكوك وصناديق الاستثمار بالتركيز على صناديق المؤشرات المتداولة.

أما الخاتمة العامة فقد تضمنت عرض لأهم النتائج التي تم التوصل إليها، ومناقشة الفرضيات بالإضافة إلى التوصيات وكذا آفاق الدراسة.

الفصل الأول:

الإطار النظري للهندسة المالية

تمهيد

يشهد العالم في السنوات الأخيرة تطورات في مختلف المجالات، وبصفة خاصة التطورات في الجانب المالي، وتأخذ ثورة التطورات المالية هذه منحاً جديداً نحو محاولة تعظيم الأرباح وتحقيق السيولة وتقليل المخاطر، من خلال ابتكارات مالية متنوعة أخذت مسمى الهندسة المالية، وهذه التطورات جاءت في الفكر الغربي كما في الفكر الإسلامي، ولعل الأزمات التي تعصف بالنظام المالي الغربي تؤكد ضعف فعالية الابتكارات المالية المقترحة لديهم، وتسنع الفرصة أمام الفكر الاقتصادي الإسلامي ليظهر للعيان.

وباعتبار السبق التاريخي لظهور مصطلح الهندسة المالية في الفكر الغربي تعين تقديم شرح مفصل للهندسة المالية التقليدية ثم الهندسة المالية الإسلامية، ونظراً لتعدد وتشعب وتداخل منتجات الهندسة المالية بشقيها التقليدي والإسلامي، وجب علينا عرض مختلف هذه المنتجات ودراستها من جميع جوانبها المفاهيمية والشرعية، وذلك من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للهندسة المالية التقليدية

المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي للهندسة المالية الإسلامية

المبحث الثالث: منتجات الهندسة المالية بين الفكر الوضعي والإسلامي

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للهندسة المالية التقليدية

للهندسة المالية أثر واضح في تنشيط الأسواق المالية العالمية وظهور أسواق مالية ناشئة، بالإضافة إلى الأثر الواضح في تطوير التفكير الاستراتيجي للمؤسسات المالية والمصرفية، أين يقترن مفهوم هذا المصطلح بالإبداع والتطوير في المنتجات المالية بتحقيق نوع من الكفاءة فيها، بهدف تقليل المخاطر وزيادة العوائد. وفي سبيل الوصول إلى فهم أعمق للهندسة المالية، قُسم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب، تضمنت المفهوم، وكذا التطور التاريخي، بالإضافة إلى تقديم شرح لبعض المصطلحات وطيدة العلاقة بالهندسة المالية من حيث التداول والاستخدام كالمضاربة وإدارة المخاطر والأزمات.

المطلب الأول: مفهوم الهندسة المالية التقليدية

يعد هذا المطلب بمثابة اللبنة الأساسية لفهم مفهوم الهندسة المالية، وتركيز المصطلحات كانطلاقة للدراسة، من أجل بلوغ أهداف هذا البحث، أين سيتم من خلال هذا المطلب اقتراح تعريف للهندسة المالية في قالب تمثيلي يلخص مختلف التعاريف المقدمة في ظل تعددها واختلافها. ثم التعرف على أسس الهندسة المالية العامة والخاصة.

الفرع الأول: تعريف الهندسة المالية التقليدية

عرف الاتحاد الدولي للمهندسين الماليين*، الهندسة المالية على أنها " تطوير وتطبيق التكنولوجيا الإبداعية لحل المشاكل المالية.

كما عرفها على أنها تطبيق الطرق الرياضية لحل مشاكل التمويل، أو ما يعرف بالرياضيات المالية والتمويل الرياضي والمحاسبة المالية، وتعتمد الهندسة المالية على أدوات الرياضيات وعلوم الكمبيوتر والإحصاء والنظرية الاقتصادية، ويتم تطبيق أساليب الهندسة المالية لحل المشاكل المالية كالسعي لتطوير المنتجات، اشتقاق الأوراق المالية، هيكلية محفظة الأوراق المالية، إدارة المخاطر... في مختلف المؤسسات كالبנק الاستثمارية والبנק التجارية وصناديق التحوط وشركات التأمين، من خلال توظيف المهندسين الماليين¹، وقد أدى التحليل الكمي في هذه

* الاتحاد الدولي للمهندسين الماليين (IAFE) The International Association of Financial Engineers جمعية غرضها غير ربحي، أنشأت بغرض تطوير الهندسة المالية، وذلك من خلال توفير مساحات لمناقشة القضايا المتعلقة بهذا المجال، وذلك عام 1992، ويضم مجموعة من الأكاديميين والبنكيين والوسطاء وصناديق التحوط وصناديق التقاعد ومسيري الأصول وشركات التكنولوجيا والمنظمين وشركات المحاسبة والاستشارات القانونية والجامعات في جميع أنحاء العالم.

¹ www.iafe.org 4/11/2012

الشركات إلى الابتكار وتحقيق الكفاءة في الأسواق المالية، وأدى التسارع في الابتكار المالي إلى تزايد الحاجة إلى الأشخاص ذوي الكفاءة العالية والحاصلين على تدريب خاص في الهندسة المالية لتحقيق استمرارية نمو الأسواق¹.

أما فينرتي 1988 Finnerty فيرى أن الهندسة المالية تشير إلى تصميم وتطوير وتطبيق أدوات وعمليات مالية مبتكرة وصياغة حلول مبدعة للمشكلات المالية².

كما يرى فينرتي أن نطاق الهندسة المالية يتحدد بثلاثة مجالات هي³:

O ابتكار أدوات مالية جديدة، ينطوي هذا النوع على تطوير أدوات مالية تهدف أساساً لإشباع احتياجات المستهلك أو العميل، كالأنواع الجديدة من الحسابات المصرفية، والأشكال الجديدة من صناديق الاستثمار، والأنواع الجديدة من منتجات التأمين على الحياة.

كما ينطوي هذا النوع على تلك الأدوات التي وضعت أساساً لتمويل الشركات كالخيارات والعقود الآجلة وغيرها من أدوات إدارة المخاطر، بالإضافة إلى أنواع جديدة من الأسهم ذات المزايا التفضيلية، وأشكال جديدة من الأوراق المالية القابلة للتحويل، وأنواع جديدة من الأسهم العادية.

O ابتكار عمليات مالية: تهدف هذه العمليات إلى تخفيض تكاليف المعاملات، وعادة ما تكون نتيجة التغيرات التشريعية والتنظيمية كالتسجيل على الرف، أو نتيجة للتطور التكنولوجي كالتداول الإلكتروني للأوراق المالية.

O ابتكار حلول إبداعية للمشكلات المالية التي تواجه منشآت الأعمال، مثال ذلك ابتكار استراتيجيات جديدة لإدارة النقدية والديون.

بالإضافة إلى ذلك فقد تعددت تعاريف الهندسة المالية وتنوعت بتنوع وجهات نظر مقترحي التعاريف، ويمكن عرض بعضها فيما يلي:

● الهندسة المالية هي إعادة هيكلة الأدوات المالية القائمة للحصول على أدوات مالية أكثر تفضيلاً⁴.

¹ www.iafe.org 4/11/2012

² Constantin Zopounidis and Michael Doumpos, **Intelligent Decision Aiding Systems Based on Multiple Criteria for Financial engineering**, Springer-science + Busines Media Dordrecht, Greece, 2000, p 3.

³ John D. Finnerty, **Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview**, Blackwell Publishing, New Jersey, 2009, p 14- 15.

منير هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول: التوريق، منشأة المعارف، الإسكندرية، بدون ذكر سنة نشر، ص15.

⁴ Galitz Lawrence, **Financial Engineering: Tools and Techniques to Manage Financial Risk**, McGraw-Hill, USA, 1995, p 5.

• التحول النهائي للمنتج المالي الموجود لتحسين إيراداته أو تقليل مخاطره، مما يجعل له دوراً في تغيير أوضاع السوق المالي.

• التطبيق العملي لمبادئ رياضية أو علمية لحل مسائل أو لتصميم منتجات وخدمات مفيدة.

• توليد أدوات مالية جديدة لمقابلة احتياجات المستثمرين أو طالبي التمويل المتجددة لأدوات التمويل التي تعجز الطرق الحالية عن الإيفاء بها.

إذا فالهندسة المالية تهدف إلى:

➤ إيجاد وتطوير مجموعة متنوعة من الأدوات المالية.

➤ تقليل تكاليف المعاملات.

➤ تعزيز فرص تحقيق الأرباح.

➤ تحسين سيولة السوق المالية بصورة عامة والمتعاملين بأدوات الهندسة المالية بصورة خاصة¹.

وتعتبر صناعة الهندسة المالية ناجحة إذا حققت الشروط التالية²:

✓ أن يكون المنتج أو العملية إبداعياً حقاً أي مبتكراً.

✓ يجب أن تمكن هذه المنتجات أو العمليات المصدريين أو المستثمرين من إنجاز عمليات لم يكن باستطاعتهم القيام بها سابقاً.

✓ أن تجعل الأسواق أكثر كفاءة.

✓ أن تزيد ثروة حاملي الأسهم أو مصدريها أو حتى الوسطاء.

ويشير مصطلح الهندسة المالية إلى فن صياغة المدخلات المالية لتلبية حاجيات وميول مستخدمي الأموال فيما

يخص المخاطرة وفترة الاستحقاق والعائد، فمعظم تعاريف الهندسة المالية مستوحاة من وجهات نظر الباحثين

الذين يطورون النماذج والنظريات، أو مصممي المنتجات المالية في المؤسسات المالية أو بالأسواق المالية³.

ومنه يمكن حصر مفهوم الهندسة المالية في إطارين هما:

¹ هاشم العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق، عمان، 2008، ص 22، 33.

² عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مؤسسة الرسالة ناشرون، بيروت، 2008، ص 37.

³ عبد السلام زايدي، الهندسة المالية: (financial engineering) مدخل لتطوير الصناعة المالية الإسلامية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 38،

2008، ص 8: www.ulum.nl 2011/11/15.

الإطار الأول: تُعرف الهندسة المالية من وجهة نظر الإدارة المالية بالمؤسسات؛ حيث تؤكد على أن الهندسة المالية قد تكون تعبيراً مفيداً لوصف العملية الكمية التحليلية المصممة لتحسين العمليات المالية للشركة، وقد تتضمن النشاطات التالية:

أ- تعظيم قيمة المنشأة؛

ب- إدارة محفظة الأوراق المالية؛

ج- التفاوض حول التمويل/ التحوط في الصفقات التي تنعكس مباشرة على قيمة ضريبة الشركة آخذاً بعين الاعتبار المخاطر التنظيمية والسياسية؛

د- تنظيم صفقات المبيعات بشكل يراعي مصالح كل من الزبون والشركة؛

هـ- تنظيم صفقات الشراء بشكل يوازن مصالح كل من المورد والشركة؛

كل هذه النشاطات يمكن أن تتضمن استخدام النماذج الكمية، البرامج التقنية والمشتقات¹.

والهندسة المالية بهذا المفهوم تدفع المؤسسات المالية (كالبانوك، شركات التأمين، وصناديق الاستثمار، وشركات إدارة مخاطر الائتمان، وشركات إدارة محافظ الأوراق المالية وغيرها) إلى رسم سياسات مالية قوية، وابتكار منتجات وأدوات مالية جديدة، واستراتيجيات مالية مرنة تتفاعل وتستفيد من المتغيرات المستمرة في أسواق المال العالمية والإقليمية والمحلية من حيث أسعار الفائدة على السندات، أسعار الصرف، ربحية الأسهم، حركة اتجاهات الأسعار ومعدل الدوران في سوقي الأسهم والسندات، ولهذا يقتضي على المنشأة المالية أن تقوم بإنشاء أقسام للبحوث والتطوير في مجال المنتجات والأدوات المالية².

وبسبب القيود التنظيمية المتعددة التي فرضت على المصارف، نشأت الحاجة للابتكار المالي لتجاوز هذه القيود، وترتب على ذلك أن تصبح هذه القيود والأنظمة من الناحية العملية عديمة الجدوى، مما يستدعي مراجعة الأنظمة من جديد، وتبعاً لذلك صارت المصارف تعتمد على أنشطة مالية تغيّر أصل نشاطها المصرفي كالخدمات المالية مقابل رسوم مقطوعة، أو بطاقات الائتمان ونحوها من المنتجات.

¹ عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، السعودية، مجلد 20، العدد 2، 2007، ص 9-10.

² هاشم العبادي، مرجع سابق، ص 27.

هذا وقد أدى الابتكار المالي إلى تلاشي الحدود الفاصلة بين المؤسسات المالية المختلفة، فقد أسهم التطور المستمر في الأدوات والآليات التمويلية، مع التقدم المذهل في تقنية المعلومات، إلى تراجع الفوارق بين المؤسسات المالية المختلفة، ويتأكد هذا الاتجاه في ظل الاندماجات بين أنواع مختلفة من المؤسسات المالية¹.

الإطار الثاني: يستعمل مصطلح الهندسة المالية من وجهة نظر الأسواق المالية لوصف تحليل البيانات المحصلة من السوق المالية بطريقة علمية، يأخذ مثل هذا التحليل عادة شكل الخوارزميات الرياضية أو النماذج المالية، وتستخدم الهندسة المالية كثيراً في الأسواق المالية، خاصة في تجارة العملات، تسعير الخيارات وأسهم المستقبلات، ويمكن استخدام أدوات وتقنيات الهندسة المالية للمهندسين الماليين من فهم أفضل للأسواق المالية، وبالتالي فهمًا أفضل من طرف المتعاملين في السوق، ويعتبر هذا مهمًا جدًا بالنسبة للمتعاملين لأن دقة المعلومات وسرعتها أساسية في اتخاذ القرارات².

في ظل التقدم الهائل في عالم المال والأعمال تظهر منتجات مالية جديدة مما يستلزم القيام بالبناء وإعادة بناء المنظومات المالية مع كل تغيير طفيف في أسواق المال، ويعتمد ذلك على مجموعة من المعلومات الأساسية التي منها: التخطيط المالي، وظائف البنوك التجارية، الاستشارات المالية، إدارة محفظة الأوراق المالية، التنبؤات المالية، استخدام الكمبيوتر، بناء واستخدام المؤشرات المالية للبورصات...³.

وتتجسد فلسفة الهندسة المالية في تطوير مجموعة من الأدوات المالية الجديدة تساعد المتعاملين في الأسواق المالية على التكيف مع الظروف فائقة التعقيد وسريعة التغير التي تتسم بها هذه الأسواق في الوقت الحاضر، وتؤدي هذه الظروف إلى فقدان الدقة والموضوعية في إمكانية التنبؤ باتجاه ومقدار تحرك المتغيرات المالية المؤثرة في عمل المنشآت، ومن ثم زيادة المخاطرة التي تواجهها هذه المنشآت.

وترتكز فلسفة الهندسة المالية على التحليل والقرارات الدورية الخاصة بالأدوات المالية والتباديل والتوافيق المختلفة التي تحقق أعلى عائد بأقل مخاطر، ومحاولة تغيير الأدوات المالية وتعديلها لتجنب المخاطر وزيادة العائد⁴.
والشكل رقم (1.1) يلخص تعريف الهندسة المالية في النظام المالي.

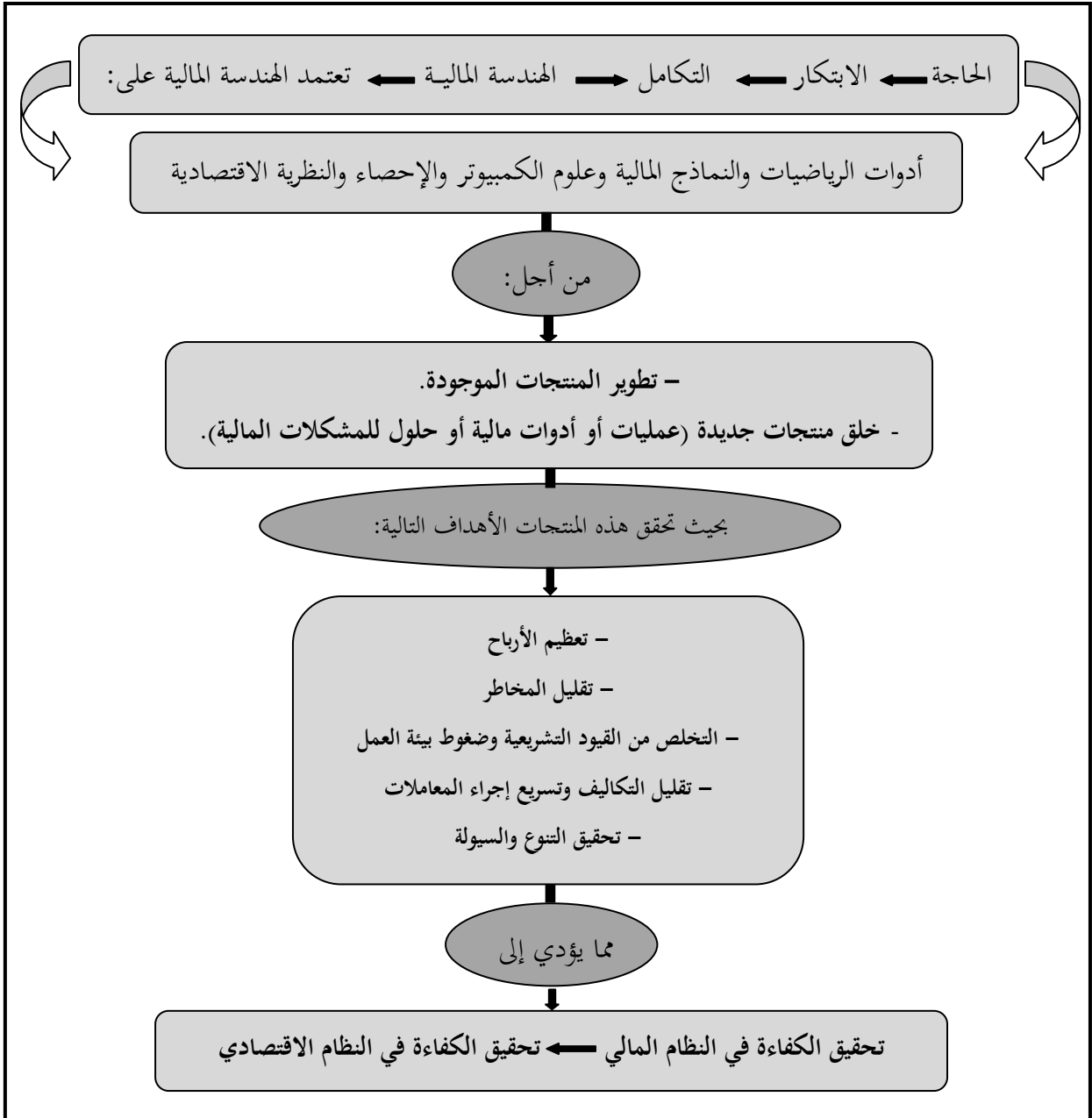
¹ سامي السويلم، صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، الكويت، أبريل 2004، ص 7-8.

² Liew Soon Bin and Edmond C. Prakash, **Hierarchical Volume Visualization for Financial Data**, School of Computer Engineering, Singapore www.cs.usyd.edu.au 12/11/2012.

³ فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2004، ص 245-246.

⁴ هاشم العبادي، مرجع سابق، ص 31.

الشكل رقم (1.1): تعريف الهندسة المالية في النظام المالي



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على المعلومات السابقة.

ورغم مرور أكثر من ربع قرن على التعامل بأدوات الهندسة المالية، إلا أن المختصون والمتعاملون لا زالوا ينقسمون وبصورة واضحة إلى فريقين متعاكسين، فالفريق الأول أكثر تفاؤلا حيث يرى بأن هذه التقنية من خلال ما توفره من أدوات تعد مفتاحا لحل العديد من المشاكل والمصاعب التي تواجه المتعاملين في الأسواق المالية، عن

طريق إمكانية استعمالها في إدارة المخاطرة بصورة فعالة نظرا للمرونة العالية والتنوع الكبير فيها، ومن أبرز هذه الفوائد نذكر ما يلي¹:

- أن التعامل بأدوات الهندسة المالية يكون أقل تكلفة من التعامل بالموجودات الأساسية كالأسهم والسندات.
- يمكن للمؤسسات المالية والمصرفية والمستثمرين عموما التحوط من المخاطر المحتملة وذلك باستخدام أموال أقل مما لو اشترت موجودات تظهر في الميزانية.
- تقلل التكاليف للمصدرين والمستثمرين وترفع من العوائد وتوسع مجموعة بدائل التمويل والاستثمار وتقلل مخاطر الخسارة إذا ما أحسنت إدارة مخاطرها.

• تدعيم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية والمصرفية لزيائنها وتساهم في بناء محافظ مالية أكثر تنوعا.

في حين يصر الفريق الثاني على الحذر من التعامل بهذه الأدوات الجديدة وعدم التعامل بها إطلاقا بسبب المخاطر الكبيرة التي تصاحبها، ويرى الكثير أن الأزمة المالية لعام 2007 وما تلاها من ركود اقتصادي كانت ناتجة أساسا عن الابتكارات المالية، وقد أدى هذا إلى تشكيك العديد من السياسيين والأكاديميين في قيمة الابتكار المالي بشكل عام، فعلى سبيل المثال علق الرئيس السابق للمجلس الاحتياطي الفدرالي بول فولكر Paul Volcker قائلا: أتمنى أن يعطي أحدهم أدلة محيطة أن الابتكار المالي قد أدى إلى النمو الاقتصادي.

كما قال جوزيف ستيغلز Joseph E. Stiglitz أستاذ الاقتصاد في جامعة كولومبيا والحائز على جائزة نوبل في العلوم الاقتصادية عام 2001: إن أسوأ عناصر النظام المالي الأمريكي هي الرهون العقارية، والتي تم تصديرها إلى جميع أنحاء العالم باسم الابتكار.

وفي المجمل يجمع العديد من المفكرين أن الابتكار المالي أشبه بغطاء لمنع أي استجواب عن الممارسات الخطيرة².

وبين رأي الفريق الأول والثاني يمكن القول أن أهمية الهندسة المالية سواء التقليدية أو الإسلامية تكمن في جوانب كفاءة كل منتج على حدا، فلا يمكن الجزم بالتشاؤم أو التفاؤل إلا بتحليل وتطبيق منتج ما.

¹ هاشم العبادي، مرجع سابق، ص 110.

² A World Economic Forum report in collaboration with Oliver Wyman , **Rethinking Financial Innovation Reducing Negative Outcomes While Retaining The Benefits**, 2012, p24 .

الفرع الثاني: الهندسة المالية والابتكار المالي

عادة ما يستخدم مصطلح الهندسة المالية ومصطلح الابتكار المالي كمتبادفين، وفي هذا الإطار يمكن الإشارة إلى أن الهندسة المالية هي وسيلة لتنفيذ الابتكار المالي، وأنها منهج مصوغ في صورة نظام أو مجموعة من الأفكار والمبادئ تستخدمه مؤسسات الخدمات المالية لإيجاد حلول أفضل لمشاكل مالية معينة تواجه عملائها، ويستفاد مما تقدم أن الهندسة المالية والابتكار المالي ليسا شيئا واحدا وإنما هما عمليتان متكاملتان تعتمد كل منهما على الأخرى، فالحاجة تدفع إلى الابتكار والابتكار يعتمد على الهندسة المالية، والتي يتوفر للقائمين عليها من المهندسين الماليين من الخبرات والمهارات والقدرة على توظيف المناهج الرياضية والإحصائية المعقدة ما يؤهلها لوضع هذه الابتكارات موضع التنفيذ، ليتم طرحها في الأسواق بصورة أدوات مالية وخدمات تتسابق المؤسسات المالية المتنافسة على أن يكون لها فضل السبق في تقديمها للعملاء¹.

إذ يشير الابتكار المالي إلى ذلك التقدم التكنولوجي الذي يسهل الحصول على المعلومة وتداول وسائل الدفع، وإلى ظهور أدوات وخدمات مالية جديدة، والوصول إلى تنظيمات جديدة للأسواق المالية تكون أكثر تقدما وتكاملا، حيث يكون الابتكار المالي ناجحا إذا أدى إلى تقليل التكاليف والمخاطر أو قدم خدمة محسنة تلبي احتياجات المشاركين في النظام المالي، وفي هذا الإطار يمكن القول بأن اليورو كان أحد الابتكارات المالية العالمية الأكثر أهمية في السنوات الأخيرة، حيث أدى إلى تخفيض تكاليف المعاملات وقضى على مخاطر سعر الصرف، كما عمل أيضا كمحفز لعدد من الإصلاحات في مختلف المجالات، والتي ساعدت على خلق نظام مالي أكثر كفاءة في منطقة اليورو².

الابتكار المالي هو عملية خلق ثم تعميم منتجات مالية جديدة أو تطوير منتجات قائمة من خلال التكنولوجيا المالية المتطورة في المؤسسات والأسواق. وتنقسم الابتكارات المالية إلى منتجات وعمليات مالية، ويعد الاختلاف بين مختلف الابتكارات المالية (المنتجات والعمليات) غير واضح نتيجة التكامل والارتباط بينها، وتمثل المنتجات

¹ سمير رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005، ص 83-84.

² Eugenio Domingo Solans, **Financial innovation and monetary policy**, The 38th SEACEN Governors Conference and 22nd Meeting of the SEACEN Board of Governors on "Structural Change and Growth Prospects in Asia- Challenges to Central Banking", Manila, 13 February 2003 : www.ecb.int 16/11/2012.

الفصل الأول: الإطار النظري للهندسة المالية

المالية أساسا في عقود المشتقات وكذا الأوراق المالية للاستثمار المشترك (المجموعة)، أما العمليات المالية أو التحسينات العملية فتتمثل في الوسائل الجديدة لتوزيع الأوراق المالية وتسعير المعاملات¹.
يمكن تلخيص أهم وظائف الابتكار المالي وتقديم مثال عن كل وظيفة من خلال الجدول رقم (1.1).

الجدول رقم (1.1): وظائف الابتكار المالي

الوظائف	الأمثلة
تسهيل التداول من خلال توفير آليات المقاصة وتسوية المدفوعات.	بطاقات الائتمان، paypal: موقع ويب تجاري يسمح بتحويل الأموال.
توفير آليات لتجميع الموارد وتقسيم المساهمات في مختلف المؤسسات.	صناديق الاستثمار المشتركة Mutual funds ، التوريق.
توفير سبل لنقل الموارد الاقتصادية (من حيث الوقت وعبر الحدود، وبين القطاعات).	حسابات الإيداع والإقراض.
توفير طرق لإدارة المخاطر	التأمين، المشتقات.
تحقيق تكامل الأسواق المالية.	السندات ذات الكوبون الصفري، المشتقات.
معالجة عدم التماثل في المعلومات.	الاكتتاب الآلي.
تقليل تكاليف البحث والتسويق.	أجهزة الصراف الآلي، البطاقات الذكية، التجارة الإلكترونية، برنامج e-401(K): نظام مدخرات تقاعد أمريكي .
التقليل من آثار القيود الضريبية.	يوروبولار، السندات الأوروبية، الأوراق المدعومة بالرهـم العقاري (MBS)، الأوراق المدعومة بالأصول (ABS).
زيادة العولة والمخاطر المحفزة.	العقود الآجلة للتبادل الأجنبي، العقود الآجلة لأسعار الفائدة.

Source: A World Economic Forum report in collaboration with Oliver Wyman, **Rethinking Financial Innovation Reducing Negative Outcomes While Retaining The Benefits**, 2012, p 16, 18.

¹ Josh Lerner & Peter Tufano, **The Consequences of Financial Innovation: A Counterfactual Research Agenda**, National Bureau of Economic Research, Cambridge, February 2011, p 6.

ونظراً للتداخل الواضح بين المصطلحين واستخدامهما في الكثير من الحالات بنفس المعنى، فسننطلق في هذا البحث من مبدأ أن منتجات الهندسة المالية ما هي إلا عبارة عن ابتكارات مالية منفذة من قبل المهندسين الماليين، بحيث تمت هندستها وطرحها وتوسع تقديمها.

الفرع الثالث: أسس الهندسة المالية

تقوم الهندسة المالية على مجموعة من الأسس، تم تقسيمها إلى أساس عام تركز عليه الهندسة المالية، بل ويعتبر سبباً من أسباب وجودها، إضافة إلى مجموعة من الأسس الخاصة وهي التي تكفل تحقيق الهندسة المالية للأهداف التي وضعت لأجلها.

أولاً: الأساس العام للهندسة المالية

تقوم الفكرة الأساسية للابتكارات المالية التي هي موضوع الهندسة المالية على أنه باستثناء العقائد الدينية فلا يوجد شيء مقدس، وهذا يعني أن الفكر الإنساني لا يجب أن يكون مقيداً بحدود معينة أو أفكار ثابتة، ولكنه يتجه إلى مساعدة متخذي القرارات وذلك من خلال الزيادة في عدد البدائل المتاحة أمامهم وما يوفره كل بديل من مزايا وتكاليف مختلفة ليختاروا من بينها ما يناسبهم، ولذلك فإن مجال عمل الفكر الإنساني هو الإبداع فيما بين النقيضين وابتكار بدائل هجينة فيما بينهما أو اشتقاق أدوات ووسائل جديدة منهما¹.

لكن لتجنب المخاطر التي يمكن أن تنطوي عليها الهندسة المالية— في حالة عدم تقييدها—، فلا بد من أن تعتمد مجموعة من القواعد والأسس الخاصة.

ثانياً: الأسس الخاصة للهندسة المالية

بالإضافة إلى الأساس العام الذي تقوم عليه الهندسة المالية، هناك مجموعة من الأسس الخاصة والتي نذكر منها²:

- يجب أن يكون الربح حقيقياً وبعيداً عن الأنشطة الوهمية أو غير الفعلية من مضاربات وتضخم في الأسعار وممارسات مالية غير عادية.
- يعتبر التمويل في مشروعات الأعمال نشاطاً وسيطاً بغرض الإنتاج والتشغيل لتحقيق عائد مناسب يفوق تكلفة التمويل ويغطي المخاطر وعناصر التكلفة.

¹ طارق حماد، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 222-223.

² فريد النجار، مرجع سابق، ص 19-20.

■ المؤسسات المالية في النظام الاقتصادي أجهزة وسيطة لخدمة عجلة الإنتاج، إذن من الضروري أن تحقق توازن في السوق النقدي ليقابل التوازن في السوق الحقيقي وكذلك أسواق العمل، مما يؤدي في النهاية إلى تشغيل اقتصادي كامل لموارد الدولة.

■ يجب أن تدار الوظيفة المالية بالتركيز على المتغيرات الداخلية بالشركة والأبعاد البيئية المحيطة، بما يحقق التوازن والاستقرار والربحية والتحكم في المخاطر المالية وتخفيض تكلفة التمويل وتنمية مصادر بديلة للتمويل واستخداماته الاقتصادية.

■ يجب قياس النتائج المترتبة عن القرار المالي من حيث العائد والمخاطرة والتكلفة في الأجلين القصير والطويل وسواء كانت تلك النتائج مادية أو معنوية (اجتماعية أو سياسية).

المطلب الثاني: نشأة وتطور الهندسة المالية التقليدية

إن الإنسان بطبعه دائم الرغبة في التجديد والتحديث والتطوير في مختلف المجالات، فالعديد من المنتجات المالية جاءت بناء على رغبة المالكين في تحقيق عوائد أكبر وتقليل المخاطر وتلبية رغبة العملاء في تنوع الخدمات حسب احتياجاتهم، وهذا في مضمونه يتضمن مفهوم الهندسة المالية، عدا أن الهندسة المالية كمصطلح فهو حديث نسبياً، إذ تعلق بتقديم النماذج الرياضية والإحصائية بالإضافة إلى تطور التكنولوجيا واستخدام الكمبيوتر، أين زاد من تعدد الخبرات التي يتعين على المهندس المالي اكتسابها.

الفرع الأول: توطئة تاريخية

شهدت أسواق المال العالمية منذ بداية الستينات من القرن الماضي ثورة في مجالات الابتكارات المالية Financial Innovations، والتي شكلت اللبنة الأولى لتبلور مفهوم الهندسة المالية، هذه الأخيرة التي ستهتم بابتكار الأدوات الحديثة وأدوات إدارة المخاطر بالشكل الذي يضمن للشركات التخطيط لمستقبلها وخدمة أهدافها - هذا من جهة-، ومن جهة أخرى ضمان المردود الإيجابي للاقتصاد يتكامل من خلال تطوير أسواق رأس المال، وإمدادها بمختلف الأدوات والآليات التمويلية التي تحقق أهداف جميع المتعاملين¹.

¹ سمير رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص 80، 93.

يعود تاريخ الهندسة المالية إلى أواخر الخمسينات من القرن الماضي، مع أعمال ماركويتز لاختيار المحفظة، تليها أعمال بلاك وشولز لتسعير الخيار خلال السبعينات، وقد ساعد عملهم على تحويل طبيعة مجال التمويل من العلوم الوصفية إلى علم تحليلي أدى في نهاية المطاف إلى مرحلة الهندسة في أواخر الثمانينيات¹.

بعد ذلك، أصبح استخدام الهندسة المالية لخلق منتجات مالية معقدة، تسمى المشتقات، حجر الزاوية في استراتيجية المؤسسات المالية لإدارة المخاطر المختلفة والمعقدة الموجودة في الأسواق المالية.

وفي مطلع الثمانينات بدأت وول ستريت الاستعانة ببعض الأكاديميين ذوي الشهرة الواسعة مثل Fisher Black & Richard Roll لتطوير منتجات أسواق المال، وكلما زادت هذه المنتجات تعقيداً كلما زاد الاستعانة بالأكاديميين وكثيراً من هؤلاء الأكاديميين كانوا حائزين على درجات علمية متقدمة في العلوم، وفي منتصف الثمانينات أخذت هذه العملية الوليدة اسماً أكثر قبولا وانتشاراً وهو الهندسة المالية، إلا أن ممارسة الهندسة المالية ليست ذات جانب واحد، وذلك لأن أي مؤسسة مالية قد تطور منتجاً جديداً، ولكن عليها أن تبيع هذا المنتج لعملائها، وهؤلاء العملاء إما شركات أو صناديق استثمار أو مؤسسات حكومية، ولكي يقوم هؤلاء العملاء بتقييم هذا المنتج لغرض اتخاذ قرار الشراء، يجب أن يكون لديهم أفراد ذو مهارة في مجال صناعة الهندسة المالية، ولذلك فإن الهندسة المالية يجب أن تصبح يوماً ما جزءاً مهماً ورئيسياً في قاعدة المعلومات لمن يشغلون وظائف الإدارة أو يشتغلون في مجالات التمويل والاستثمار².

فقد كان انتشار الهندسة المالية في منتصف الثمانينات بهدف عون وخدمة منشآت الأعمال في مواجهة المخاطر والتخلص من القيود التشريعية والضغوط التي يفرضها السوق وبيئة المنشآت، ففي لندن عندما فتحت البنوك هناك إدارات لمساعدة منشآت الأعمال في مواجهة المخاطر التي يسببها لها عملائها وإيجاد حلول لتلك المشكلات وعدد من المحاولات لتطوير منتجات أسواق المال³.

¹ Abbas Shaher, **Islamic financial engineering A Critical Investigation into Product Development Process in the Islamic Financial Industry**, Thesis Submitted in Fulfilment of the Requirements for the Degree of Doctor of Philosophy, Durham University Business School , UK, 2015, p57.

² سمير رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص 80، 93.

³ سلطان بن عايض البقمي، المحاسبة المالية وتحديات الهندسة المالية، www.kantakji.com 2012/06/11.

الفرع الثاني: عوامل ظهور الهندسة المالية

يمكن تلخيص أهم العوامل التي مهدت لظهور الهندسة المالية في الآتي:

- تطوير أدوات المراجعة بين الأسواق (Arbitrage): الأمر الذي مكن من تقليل التكاليف وزيادة العائد والانفتاح على الأسواق المالية العالمية.
- تعدد وتنوع استراتيجيات الاستثمار: خاصة المشتقات المالية¹.
- انهيار اتفاقية بريتن وودز: وهو الأمر الذي ترتب عليه حدوث تقلبات عنيفة في أسعار الصرف فكانت مدعاة لتطور عقود الصرف الآجل والبحث عن آلية للتحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف.
- زيادة حدة التضخم: في بداية الثمانينات وما صاحبها من زيادة سريعة في معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل.
- انهيارات أسواق الأوراق المالية العالمية: المتتالية دفعت المستثمرين للبحث عن حماية أصولهم المالية من خلال أسواق المشتقات المالية.
- المنافسة الشرسة فيما بين المؤسسات المالية والمصرفية: في سباقها المحموم دفع هذه المؤسسات إلى استنفار دوائر البحث والابتكار لخلق أدوات مالية جديدة لإدارة المخاطر وتقديم الحلول لمشاكل التمويل والقفز فوق القيود التي تفرضها السياسات النقدية².
- ظهور احتياجات مختلفة للمستثمرين وطالبي الأموال: إن ظهور الاحتياجات الجديدة والمتطورة لوسائل تمويل مختلفة من حيث التصميم وتواريخ الاستحقاق جعل من العسير على هذه الوسائط المالية بصورتها التقليدية ومهامها القديمة إشباع رغبات المستثمرين والمشاركين في أسواق المال عموماً، ولذلك ظهرت الحاجة للابتكار ولإبداع وسائل جديدة لمقابلة هذه الاحتياجات.
- تقنية المعلومات ومفهوم السوق العريض: أثرت تقنية الحاسوب في القطاع المالي بصورة كبيرة سواء حدوده ومفهومه أو طريقة عمله، كما أن ظهور شبكات الاتصال ساعد على تحويل الأسواق العالمية المتعددة والمنفصلة إلى سوق مالي كبير، تنعدم فيه الحواجز الزمنية والمكانية ويصل مداه إلى مدى وصول المعلومة المرسلة.

¹ عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي، المؤتمر العالمي حول الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الإدارية والاجتماعية، جامعة الكويت، 15-16 ديسمبر 2010، ص 3.

² سمير رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص 77-78.

ونظراً لأن هناك احتياجات مختلفة في أجزاء مختلفة في العالم المترابط بواسطة هذه الشبكات فقد أصبح من السهل تصميم وابتكار أدوات جديدة بالاعتماد على قاعدة عريضة من المشاركين في هذه الأسواق.

● **ظهور مفهومي الكفاءة والفعالية:** يعني مفهوم الفعالية في الأسواق المالية مدى مقدرة السوق على مقابلة احتياجات المشاركين فيه، بينما تعني الكفاءة المدى الذي تستطيع فيه هذه الأسواق مقابلة هذه الاحتياجات بتكلفة قليلة أو بوفرات ملحوظة، وبسرعة ودقة عاليتين، وهذان المعياران يأخذان أهمية أكبر في حالة توسع قاعدة المشاركين، وتوجه الأسواق عموماً نحو درجة عالية من تجويد وتقديم الخدمات للعملاء¹.

● **زيادة عدد الأسواق المنظمة الجديدة:** حيث أدت زيادة عدد الأسواق المنظمة الجديدة للأسهم المستقبلية والمقايضات والابتكارات في الاتصالات وتقنية الحاسبات خلال السنوات الأخيرة إلى تخفيض تكاليف التجارة والأدوات المالية النمطية بشكل كبير جداً، ومن ثم زيادة مجالات استخدام الهندسة المالية بشكل واسع.

● **زيادة المخاطر والحاجة إلى إدارتها:** فقد أصبحت التقلبات في الأسعار (أسعار السلع وأسعار الفائدة وأسعار العملات وأسعار الأسهم والسندات) خاصة بعد التوجه العالمي لتعويم أسعار الصرف وكذلك رفع الحواجز أمام تدفقات رأس المال عبر الحدود الجغرافية والسياسية والتطور الهائل في سرعة الاتصال والانتقال، والتحول الاقتصادي من اقتصاديات تركز على العمالة إلى اقتصاديات كثيفة المعرفة، كل هذا أدى إلى التقلبات الكبيرة وغير المتوقعة في المحيط الاقتصادي العالمي ككل، مما شكل خطراً كبيراً على مؤسسات الأعمال إذ هدد وجودها، ونتيجة لذلك أصبح من الضروري إنتاج منتجات مالية جديدة وتطوير قدرات عالية للسيطرة على المخاطر المالية.

● **محاولة الاستفادة من النظام المالي:** إذ يعبر النظام المالي عن الهيئات والأعوان والآليات التي تسمح لبعض الأعوان خلال فترة زمنية معينة بالحصول على موارد التمويل، وللاّخرين باستخدام وتوظيف مدخراتهم، وتتوقف فعالية النظام المالي على قدرته على تعبئة الادخار وضمان أفضل تخصيص للموارد، وهو ما يدفع الأعوان الاقتصاديين إلى التفكير في كيفية الاستفادة من النظام المالي بالطريقة التي يرغبون فيها، وبشكل كفء، وكذا في تطوير أدوات أو آليات جديدة للوصول إلى حلول مثلى لمشاكلهم التمويلية، أو لاستغلال الفرص الاستثمارية².

¹ هاشم العبادي، مرجع سابق، ص 23-24.

² محمد قروف، الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع... ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، الجزائر، 23-24 فيفري 2011، ص 5-6.

• **الرغبة في الاستفادة من المزايا الضريبية:** فالضرائب يمكن أن تكون دافعًا لتطور وانتشار الهندسة المالية وذلك من خلال محاولة المؤسسة إخضاع أرباحها لأقل قدر من الضرائب من خلال إعداد صيغ تمويلية لمشاريعها تهدف إلى الاستفادة من تخفيضات في الضرائب بحسب الفئات المختلفة من الأصول.

• **البحث الأكاديمي:** حيث تأثرت الهندسة المالية بمختلف البحوث الأكاديمية في المؤسسات المالية والجامعات¹.

• **الهندسة المالية لتجاوز القيود القانونية:** فالهندسة المالية جاءت لتقديم العون لمنشآت الأعمال من أجل تخفيض أو التخلص من ضغوط القيود المفروضة عليها، فالمنشآت تعمل في ظل قيود تشريعية وأخرى يفرضها عليها السوق أو تفرضها ظروف المنشأة ذاتها، ولهذا القيود تكلفة قد تصل إلى مستوى يدفع المنشآت إلى ضرورة البحث عن سبل تخفيض أو التخلص من تلك التكاليف وكمثال فقد توصلت الهندسة المالية بالمصارف إلى استخدام عملية إعادة الشراء للتخلص من مشكلة الاحتياطي الإلزامي.

• **الاستفادة من الفرص الاستثمارية:** تسهم الهندسة المالية - أحيانًا - في تصميم أدوات استثمارية ذات مخاطر عالية، غير أنه نظرًا لكون تلك الأدوات جذابة لفئة من المستثمرين الذين لديهم استعداد أكبر لتحمل المخاطر، هو أمر من شأنه أن يسهم في تخفيض العائد المطلوب على تلك الأدوات، أي تخفيض تكلفة الأموال للشركة المصدرة، ومن أمثلة ذلك السندات منخفضة الجودة أو الرديئة، مخاطر تلك السندات مرتفعة ولكن بفضل الهندسة المالية أصبح لها سوق رائجة، ساهمت في تحسين مستوى سيولتها، وبالتالي أصبح من الممكن إصدارها بمعدل فائدة منخفض نسبيًا، بما يعني انخفاض تكلفة الأموال للجهة المصدرة لها².

الفرع الثالث: مستقبل صناعة الهندسة المالية

1- استبدال الهندسة القائمة بأخرى مستحدثة: أي أن الطريق الأول يفرض ضرورة استبدال الصناعة الحالية بعناصر وأفكار جديدة من الداخل أو الخارج، وهو ما حدث للسوق المالية بمدينة لندن، بعد أن كانت في طريقها إلى الانحصار، جاء المهاجرون من ألمانيا وسويسرا وفرنسا وأمريكا وساهموا في إحيائها وجعلها من أبرز المراكز العالمية³.

¹ W. Scott Frame and Lawrence J. White, **Empirical Studies of Financial Innovation: Lots of Talk, Little Action?** research Department for the conference on "Innovation in Financial Services and Payments", Federal Reserve Bank of Philadelphia, May 16-17, 2002, p 9.

² منير هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، مرجع سابق، ص 16، 20.

³ سامي السويلم، صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي، مرجع سابق، ص 8.

وتعرف "إعادة الهندسة المالية" على أنها إعادة التفكير الأساسي في التصميم الجذري لإجراءات الأعمال لتوليد التحسين المستمر في الأداء وبذلك تعني الهندسة بإعادة ابتكار العمل وليس إدخال التغييرات السطحية أو التحسينات الهامشية، وبالتالي يمكن القول أن إعادة الهندسة المالية تكمن في إعادة التفكير الأساسي وإعادة التصميم الجذري لقوانين المنظمات المالية والأدوات المالية... لتحقيق تحسين الأداء المالي المستدام¹.

2- كيف المؤسسات مع الواقع الجديد: الطريق الثاني هو أن تعيد المؤسسات الحالية صياغة نفسها لتكون مبدعة ومبتكرة لمنتجات جديدة بالفعل، إذ يتعين عليها العمل لاستغلال الفرص المعطلة أو لابتكار منتجات رائدة².

المطلب الثالث: الهندسة المالية كإدارة للمخاطر ومسبب للأزمات

كثيراً ما تجتمع مصطلحات: الهندسة المالية، المضاربة، إدارة المخاطر (التحوط)، المشتقات المالية والأزمات معا في دراسات مشتركة لتداخل مفاهيمها، ولهذا يتعين توضيح وجه التداخل بين مختلف هذه المصطلحات؛ ففهم أي مصطلح منها يتطلب التعرّيج على مفهوم باقي المصطلحات.

إذ أنه وفي ظل اتساع حجم المضاربة في الأسواق المالية وعلى اعتبار أن الهدف الأساس للهندسة المالية هو تقليل المخاطر بإدارتها من خلال العديد من الابتكارات الحديثة بصفة عامة والمشتقات المالية بصفة خاصة، والتي أدت إلى ظهور الأزمات المالية، فإنه وفيما يلي سيتم تقديم شرح مختصر لمختلف هذه المصطلحات.

الفرع الأول: المضاربة

إن اتساع حجم المضاربات في الأسواق المالية المتسمة بالتكامل، يزيد من اتساع مجال تحقيق الأرباح في ظل كثرة المتعاملين في هذه الأسواق وضخامة الأموال المتداولة فيها، غير أنه وبالمقابل للمضاربة أثار بالغة في تسريع انتشار الأزمات وتحقيق الخسائر في هذه الأسواق، مع تركيز للأرباح لدى فئة قليلة.

أولاً- تعريف المضاربة: المضاربة عبارة عن عمليات بيع وشراء متعكسة صورية، لا يقصد بها التقابض بل يقصد بها الانتفاع من فروق الأسعار الطبيعية أو المصطنعة، والأرباح الرأسمالية، إذا صدق التنبؤ بتغيرات الأسعار في الأجل القصير، سواء اعتمد هذا التنبؤ على المعلومات والخبرة والدراسة، أو على الإشاعات والحظ والمصادفة.

¹ نسرين بن زواي، إعادة الهندسة المالية لسوق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمات، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة الشلف، العدد 12، جوان 2014، ص 70.

² سامي السويلم، صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي، مرجع سابق، ص 9.

ثانياً- الفرق بين التاجر والمضارب

- التاجر يقبض السلع، والمضارب لا يقبض، بل يكتفي بقبض أو دفع فروق الأسعار.
- الرهان في التجارة تابعاً للنشاط التجاري، وليس شيئاً منفصلاً عنه كما في المضاربة.
- التاجر يعول على استقرار الأسعار، والمضارب يعول على تقلبات الأسعار.
- التلاعب بالأسعار أكثر شيوعاً في المضاربة منه في المتاجرة، بواسطة الإشاعات والصفقات الوهمية، وهذه النقطة قد تكون مشتركة، مع التفاوت، بين التاجر المحتكر والمضارب المحتكر، فهي لازمة للاحتكار أكثر منها للمضاربة.

ثالثاً- الفرق بين المستثمر والمضارب

المستثمر يشتري السهم ويحتفظ به للحصول على الربح الإيرادي (العائد السنوي من الربح الموزع)، وقد يبيع سهمه عند الضرورة، ويحقق ربحاً رأسمالياً، وإن لم يكن هو الأصل عنده، والمضارب يشتري السهم بغرض بيعه في الأجل القصير، عند ارتفاع السعر، بنية تحقيق ربح رأسمالي كبير وسريع، فلا استثمار طويل الأمد ومخاطرته منخفضة نسبياً، وكذلك عائدته، أما المضاربة فهي قصيرة الأجل، وذات مكاسب سريعة، ومخاطرة مرتفعة¹.

رابعاً- آراء الفقهاء حول المضاربة

بعد تعرض شعبان البرواري إلى جملة من آراء الفقهاء حول موقفهم من المضاربة التي تتم في البورصة بمفهوم الشراء وإعادة البيع عند ارتفاع الأسعار بناء على التوقعات، أين اختلف موقف هؤلاء الفقهاء حول مجيز وغير مجيز، تبني شعبان البرواري موقف الدكتور محمد عبد الحليم عمر حيث يرى هذا الأخير أن المضاربة تحرم إذا صاحبها ممارسات غير أخلاقية كالكذب والإشاعات والاحتكار وتقديم المعلومات المضللة، أو ممارسات غير مشروعة تتعلق بأسلوب التعاقد كالبيع الصوري وبيع مالا يملك وبيع الشيء قبل قبضه، ثم اقترح جملة من الإجراءات التي تحد من المضاربة الضارة منها السياسة الضريبية، ووضع قيود على تغير الأسعار عند وجود محاولات للتأثير على الأسعار بشكل خطير، وفرض عقوبات على الممارسين للنشاطات غير الأخلاقية.

ثم أعطى شعبان البرواري الحكم بأن المضاربة في البورصة جائزة إن جردت مما علق بها من الشوائب بأسلوب العقد وبالممارسات غير الأخلاقية المصاحبة لها².

¹ رفيق المصري، المضاربة على الأسعار بين المؤيدين والعارضين، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، السعودية، المجلد 20، العدد 1، 2007، ص 67-69.

² شعبان البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، ط2، دار الفكر، دمشق، 2005، ص 182، 184.

وبالمقابل يرى الدكتور رفيق المصري بأن القول بمضاربة معتدلة هو قول غير مقبول وغير عملي وهو حيلة متسترة بلوائح نظرية وبدعوى الخبرة والمعلومات، والغالب فيها الاحتكار والاستئثار والغش والإشاعات والمعلومات الكاذبة والمضللة لإيقاع الجمهور في الخطأ وفي الفخ المنصوب لهم¹.

الفرع الثاني: إدارة المخاطر والتحوط

قبل التعرف على معنى مصطلح إدارة المخاطر ومدى تداخله مع مصطلح التحوط، يتعين تقديم عرض موجز عن تعريف المخاطر وأهم أنواعها.

أولاً- مفهوم المخاطر

1. **تعريف المخاطر:** هي احتمال الفشل في تحقيق العائد المتوقع، أو هو درجة التغير في العائد مقارنة بالمردود المتوقع الحصول عليه نتيجة لتأثير عناصر متعددة تسهم في الابتعاد عن تحقيق قيمة التدفقات². كما تعرف على أنها توقع اختلافات في العائد بين المخطط والمطلوب والمتوقع حدوثه³.

2. **أنواع المخاطر:** هناك عدة تصنيفات للمخاطرة أشهرها:

1.2. المخاطر النظامية (المخاطر الخارجية)

وهو الخطر الذي يأتي من البيئة المحيطة بالمشروع وخاصة الاقتصادية وتكون بعيدة عن تأثير قرارات الإدارة، ويُقدر تأثير مصادر الخطر الخارجية على التدفقات النقدية للمشروع بحدود 35-50٪ من المخاطر الكلية⁴. فهي مخاطر لا يمكن تجنبها مهما كان مقدار التنويع، وتنشأ من حقيقة أن هناك مخاطر تؤثر على الشركة في الاقتصاد الكلي والتي تهدد كل المنظمات مما يجعل الأسهم تميل إلى التحرك معاً أو باتجاه واحد، وهذا ما يجعل المستثمرين يتعرضون لمخاطر السوق بغض النظر عن عدد الأسهم التي يحملونها⁵.

وتتمثل أهم مصادر المخاطر النظامية في: التغير في أسعار الفائدة، اختلاف القوة الشرائية للعملة بسبب التضخم النقدي، الدورات الاقتصادية التي يمر بها الاقتصاد من رواج وانكماش، طبيعة العلاقة الخارجية مع الدول

¹ رفيق المصري، المضاربة على الأسعار بين المؤيدين والعارضين، مرجع سابق، ص 78.

² دريد آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، ط3، دار المسيرة، عمان، 2013، ص 142.

³ حمزة حماد، مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية، دار النفائس، عمان، 2008، ص 29 - 30.

⁴ دريد آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص 143.

⁵ حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية، دار اليازوري، عمان، 2011، ص 428.

الأخرى والاتفاقيات الدولية والأداء الاقتصادي المحلي والدولي، طبيعة القوانين والأنظمة الضريبية، الكوارث الطبيعية والاضطرابات السياسية وغيرها¹.

2.2. المخاطر غير النظامية: وهي المخاطر التي تؤثر على موجود معين أو مجموعة صغيرة من الموجودات، وهي مخاطر يمكن إزالتها بالتنوع، وهي تنشأ من مخاطر متعددة تحيط بالشركة الفردية وتكون خاصة بهذه الشركة وأهمها المنافسون للشركة²، خطر المديونية المرتبط بالتمويل من مصادر خارج المشروع والائتمان التجاري الممنوح للعملاء، ودرجة السيولة التي تتمتع بها عناصر الموجودات، والخطر التشغيلي الناجم عن ارتفاع مصاريف التشغيل عن معدلاتها المتوقعة وغيرها³.

ثانياً- المفهوم الوضعي والإسلامي لإدارة المخاطر والتحوط

1. تعريف التحوط وإدارة المخاطر

إدارة المخاطر عبارة عن منهج أو مدخل علمي للتعامل مع المخاطر البحتة عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة وتصميم وتنفيذ إجراءات من شأنها أن تقلل إمكانية حدوث الخسارة⁴. وتساعد إدارة المخاطر في:

- قياس المخاطر.
 - رسم السياسة المستقبلية.
 - تطوير الميزة التنافسية للمؤسسة عن طريق التحكم في التكاليف الحالية والمستقبلية.
 - تقدير المخاطر والتحوط ضدها بما لا يؤثر على ربحية المؤسسة⁵.
- كما تعرف إدارة المخاطر على أنها: تنظيم متكامل يهدف لمعالجة المخاطر بأفضل الوسائل وأقل التكاليف، وذلك عن طريق اكتشاف الخطر وتحليله وقياسه وتحديد وسائل مجابهته، مع اختيار انسب الوسائل لتحقيق الهدف المطلوب⁶.

¹ دريد آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص 143.

² حاكم الربيعي وآخرون، مرجع سابق، ص 428.

³ دريد آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص 146.

⁴ طارق حماد، إدارة المخاطر، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص 51.

⁵ سامر قنطقجي، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، شعاع للنشر والعلوم، حلب، 2010، ص 435.

⁶ سهام عيساوي ولخضر مرغاد، استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة بسكرة، العدد 15، جوان 2014، ص 155.

وتتمثل إستراتيجيات إدارة المخاطر في، التأمين، مواءمة الأصول والخصوم (التحوط الطبيعي)، نقل المخاطر (التحوط باستخدام المشتقات المالية والتوريق)¹.

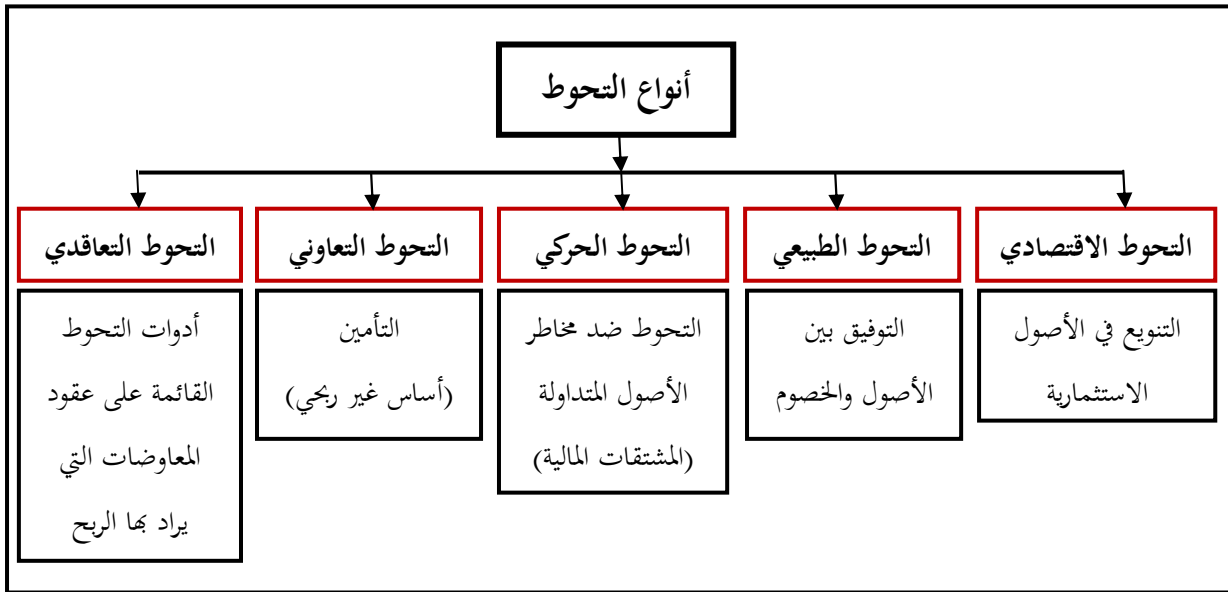
أما التحوط فهو محاولة تجنب أو تقليل الخسارة من خلال عمل موازنة معاكسة للمراهنة أو الاستثمار، وهذا التحوط يمكن أن يتم من خلال المشتقات المالية². والذي يعتبر أهم استراتيجيات إدارة المخاطر.

2. أنواع التحوط

أشار سامي السويلم إلى أن مصطلح التحوط يستخدم للدلالة على تحديد المخاطر؛ وفي معناه الخاص يقصد به إدارة مخاطر السوق باستعمال عقود المشتقات، أما في معناه العام فينقسم إلى عدة أنواع يمكن عرضها في الشكل الموالي، وضمينا وفق هذا المعنى فإن إدارة المخاطر هي نفسها التحوط، رغم ما يرد في مراجع أخرى على اعتبار التحوط أحد الاستراتيجيات المهمة لإدارة المخاطر والتي تقتزن بالمشتقات فقط.

ويمكن توضيح مختلف أنواع التحوط من خلال الشكل الآتي:

الشكل رقم (2.1): أنواع التحوط



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على: سامي السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2007، ص 135، 143.

¹ بلعزوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 07، 2009-2010، ص 337.

² حاكم الربيعي وآخرون، مرجع سابق، ص 434.

3. موقف الشريعة الإسلامية من التحوط

- أ. مفهوم التحوط في معناه العام، يعني التغطية والانتقاء، أو الوقاية أو الحماية، وبمعنى الحماية ورد عند الفقهاء.
- ب. مفهوم التحوط في الاصطلاح المالي: يعني إجراءات منظمة لإدارة المخاطر بتحصيلها أو الحد منها أو إلغائها، من خلال نقلها إلى طرف آخر.
- ج. والمفهوم الأكثر دقة للتحوط يعني الحماية من المخاطر وتخفيف آثارها، دون حصر مفهومه فيما هو شائع من العمليات في الأسواق المالية، التي يقوم أغلبها على الربا والمعاوضة على الالتزام، وتتضمن هذه الصيغ المشتقات. وتتمثل الضوابط الشرعية لصيغ وأساليب التحوط فيما يلي:
- 8- أن لا تنطوي صيغ التحوط على الربا أو تكون ذريعة إليه، وألا تشتمل على الغرر الفاحش، لما في ذلك من أكل أموال الناس بالباطل.
- 9- أن لا تكون الصيغة في حد ذاتها غير مشروعة.
- 10- أن لا تؤدي صيغة التحوط إلى بيع الديون وتبادلها الممنوع شرعاً، كما هو مشاهد في عقود الأسواق المالية التقليدية.
- 11- أن لا تؤدي صيغ التحوط إلى بيع الحقوق المجردة، مثل بيع الاختيارات.
- 12- مراعاة مقاصد الشريعة الإسلامية، عند صياغة عقود التحوط، وكذلك مراعاة مآلات تلك العقود وآثارها في الجوانب المختلفة، لأن مراعاة المآلات أصل معتبر شرعاً.
- 13- أن لا تؤدي عقود التحوط إلى ضمان رأس المال أو الربح المتوقع، سواء أكان الضمان من المدير أم المضارب أم الوكيل، وذلك في حالات عدم التعدي أو التقصير أو مخالفة الشروط.
- 14- لا يجوز أن يكون الخطر في حد ذاته محلاً للمعاوضة.
- 15- أن يكون المقصد من أدوات التحوط المحافظة على سلامة المال وليس لأجل المقامرة على فروقات الأسعار¹.
- ومنه يمكن القول بأن إدارة المخاطر أو التحوط أشبه بالجزء من الكل بالنسبة للهندسة المالية، فمن بين الأهداف الأساسية للهندسة المالية هي تقليل المخاطر (بالإضافة إلى زيادة العوائد وتقليل التكاليف وزيادة السيولة) كأهداف وسيطية في سبيل تحقيق الهدف الأسمى وهو تحقيق الكفاءة في النظام الاقتصادي بصفة عامة والنظام المالي بصفة خاصة.

¹ www.iifa-aifi.org موقع مجمع الفقه الإسلامي الدولي 2016/9/29.

ويتم تحقيق هذا الهدف (تقليل المخاطر) من خلال الآليات والاستراتيجيات المختلفة لإدارة المخاطر، من تنويع وتأمين وغيرها، رغم تركيز مفهوم الهندسة المالية في أغلب المراجع على التحوط عن طريق المشتقات المالية.

الفرع الثالث: المشتقات المالية والأزمات

الأزمة هي التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة من الدول، والتي من أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية.

استرشادا بمختلف التقييمات التي أجريت حول الأزمات المالية والاقتصادية التي ضربت عالمنا منذ القرن الماضي، والتي من أشهرها تقييمات كل من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي ومجموعة التقييم المستقلة التي أنشأتها، والتي اشتملت على دراسة الأزمات في 17 دولة وذلك خلال فترات مختلفة، وتمثل أهم أسباب هذه الأزمات فيما يلي:

1. الممارسات الاقتصادية الخاطئة، والتدخل غير الرشيد في السوق لاعتبارات سياسية متعلقة بسياسة الدعم.
2. الفساد الإداري، وشيوع الكسب غير المشروع، وتزايد التذمر الاجتماعي، وتدهور الشعور بروح المجتمع الواحد.
3. ساهم الاقتراض والاستثمار بنظام الهامش في مضاعفة الخسائر الناجمة عن انخفاض أسعار الأسهم المشتراة بنقود مخلوقة حسابيا.
4. المضاربة التقليدية، فزع المستثمرين، وتصاعد الضغوط على أسعار العملات والبورصات.
5. انتشار استخدام المشتقات في العمليات المصرفية، حيث ساهمت عقود المشتقات في زيادة تقلبات الأسواق نظرا لضخامة قيمة معاملاتها.
6. غياب المسؤولية الاجتماعية، وتعود الأفراد على الاقتراض، وتقديم قروض لفئات غير قادرة على السداد أصلا.
7. غياب المرتكزات الأخلاقية، وانتشار الفساد والاستغلال والجشع، والتحايل على الأسواق وعلى المستهلكين، واستمرارية المضاربات¹.

فمنذ أن ظهرت المشتقات في الغرب، أثارت ولا تزال الكثير من الجدل حول مشروعيتها سواء من الناحية القانونية أو الاقتصادية، فحسب القانون فإن العقود المؤجلة التي لا يراد منها التسليم وإنما التسوية على فروق

¹ هناء الحنيطي، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية والمعهد العالمي للفكر الإسلامي، عمان، 1-2 ديسمبر 2010، ص 10.

الأسعار تعد من الرهان والقمار الذي لا يعترف به القانون العام. ومن ناحية اقتصادية فإن هذا التعامل لا يختلف عن القمار لأنه لا يولد قيمة مضافة بل مجرد مبادلة يربح منها طرف ويخسر الآخر، بل قد يكون أسوأ أثرًا من القمار لأنه يتعلق بسلع وأصول مهمة ومؤثرة في النشاط الاقتصادي .

إن المدافعين عن المشتقات يرون أنها أدوات لنقل المخاطر من الوحدات المنتجة كالشركات والمؤسسات التي لا ترغب في تحمل مخاطر الأسعار إلى الوحدات القادرة على تحمل هذه المخاطر، وهي المؤسسات المالية وبيوت السمسة الكبيرة، وبذلك ترتفع إنتاجية الوحدات الاقتصادية ومن ثم مستوى الرخاء الاقتصادي، لكن المعارضين يقولون إن المشتقات هي نفسها أدوات المجازفة والرهان على تقلبات الأسعار والاسترباح من ذلك.

فالمشتقات المالية أدوات للمجازفة والرهان أكثر منها أدوات للتحوط، كما أن تبادل المخاطر يعني أن العملية تصبح مبادلة صفرية، لأنه إذا تحقق الخطر كسب أحد الطرفين وخسر الآخر لأن المقصود ليس تبادل الملكية وإنما مجرد المخاطرة. وبالمقابل هناك من يرى أن المشتقات مبادلات صفرية، لكنهم يقولون إنها وإن كانت صفرية على مستوى العقد لكنها على المستوى الكلي إيجابية لأنها ترفع مستوى الإنتاجية للاقتصاد عمومًا ومن ثم ينتفع جميع الأطراف، وهذه الحجة يمكن أن تكون صحيحة لو كانت المشتقات تسير جنبًا إلى جنب مع النشاط الحقيقي المنتج، لكن واقع الأمر أن أسواق المشتقات تسير في اتجاه بعيد عن النشاط الحقيقي، ويترتب على ذلك تدفق رؤوس الأموال إلى المجازفات غير المنتجة على حساب الاقتصاد الحقيقي المنتج، مما يعرض الاقتصاد للخسارة مرتين: مرة بحجب رؤوس الأموال عن النشاط الحقيقي ابتداءً، ومرة عند انهيار السوق وانفجار فقاعة المجازفات غير المسؤولة وضياع الثروة تبعًا لذلك ومع التضخم الهائل لحجم سوق المشتقات فإن أي انهيار سيكون تهديدًا مباشرًا للاقتصاد بأكمله، وهذا ما يجعل الحكومات والبنوك المركزية تتدخل لمنع وقوع هذه الانهيارات.

ولكن تدخل الجهات الرسمية يعني أن الذي يدفع الثمن الفعلي لهذه المجازفات هو جمهور الأفراد والشركات الذين هم عماد الاقتصاد، فالجمهور في النهاية صار يتحمل مخاطر المجازفين التي تفوق بأضعاف مخاطر النشاط الحقيقي، فبدلاً من أن تكون المشتقات وسيلة لحماية الجمهور من المخاطر صارت وسيلة، لتحمله مخاطر تفوق بأضعاف ما كان يسعى لتجنبه من خلالها¹.

وبالتالي فإن مكنم الخطر الحقيقي المتسع النطاق والمتسبب في الجزء الأكبر من المشكلات المالية والاستثمارية والاقتصادية يرتبط بسوق ما يسمى المشتقات المالية، وهي سوق قائمة على المعاملات الافتراضية بالأساس،

¹ سامي السويلم، المشتقات المالية: أدوات للتحوط أم المجازفة، <http://islamfin.go-forum.net/t1747-topic> 2017/7/24.

وترتبط بمضاربات مستقبلية آجلة لتعاملات شبه وهمية، بالإضافة إلى نوعيات مستحدثة من المعاملات المالية، وتديرها أساسا المؤسسات المالية والبنوك الكبرى والعملاقة وشركات التأمين الضخمة، وتتجاوز قيمة سوق المشتقات المالية قيمة الفوائض المالية العالمية وتراكماتها عبر السنوات الطويلة الماضية لمختلف الدول، وبنوكها المركزية للشركات والمؤسسات والأفراد وكذلك للفوائض البترولية والصناديق الاستثمارية السيادية، وغيرها من الجهات الحائزة للمال¹.

غير أنه وإن كانت المشتقات المالية أحد أهم مسببات الأزمات المالية، لكنها ليست الوحيدة، فالابتكار المالي محدود بحدود تحقيق أهداف المتعاملين من جهة، وبطبيعة الآثار الاقتصادية والاجتماعية للمعاملات من جهة أخرى.

¹ شافية كتاف ومليكة علقمة، التمويل المهيكل **Financement structure** وأدواته المالية الحديثة ودورها في تفاقم الأزمة المالية الراهنة، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، 20- 21 أكتوبر 2009، ص 22.

المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي للهندسة المالية الإسلامية

إن التصميم والإبداع والابتكار مصطلحات تقترن بالهندسة في جميع مناحي الحياة، فالهندسة المالية لن تختلف عن الهندسة المعمارية من حيث المبدأ، سوى أنها تقترن بالجوانب المالية، لكن الاختلاف بينهما يقترن بوجود جوانب شرعية تحكم المعاملات المالية نظراً لأهميتها، وهنا جاء مصطلح الهندسة المالية الإسلامية، وليس المهم أيهما الأسبق الهندسة المالية التقليدية أم الإسلامية من حيث الزمن، فالمهم هو واقع منتجات الهندسة المالية الإسلامية التي وجدت ضمن بيئة مالية تقليدية، فتأصيل هذه المنتجات يتطلب تأصيل الأنظمة الاقتصادية بصفة عامة مع إمكانية الاستفادة من بعض الأفكار المستوردة من الأنظمة الأخرى.

المطلب الأول: ماهية الهندسة المالية الإسلامية

للتعرف على ماهية الهندسة المالية الإسلامية يجب التطرق إلى عناصر عدة منها؛ تعريفها وتعريف منتجاتها، وكذا عرض خصائصها ومراحل تطورها، بالإضافة إلى الإشارة إلى مبادئها وضوابطها، ناهيك عن التعرف على أهدافها وأهميتها.

الفرع الأول: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية ومنتجاتها

يفتح الإسلام المجال أمام المبدعين لتقديم منتجات وحلول مالية خلاقة لدعم رفاهية الإنسان، لكن وفق مبادئ شرعية محكمة يكون الالتزام بها ضماناً لمصالح العباد، وهذا ما يطلق عليه الهندسة المالية الإسلامية.

أولاً- مفهوم الهندسة المالية الإسلامية

ضمن هذا العنصر سيتم التعرف على مفهوم الهندسة المالية الإسلامية من خلال تعريفها وخصائصها وتطورها.

1. تعريف الهندسة المالية الإسلامية

يقصد بالهندسة المالية الإسلامية مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل، وكل ذلك في إطار موجّهات الشرع الحنيف¹.

¹ فتح الرحمن صالح، أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل الهندسة المالية الإسلامية، مجلة المصري، بنك السودان، العدد 26، ديسمبر 2002، ص 1.

كما تعرف الهندسة المالية الإسلامية على أنها: مجموعة الإجراءات والتدابير التي مؤداها تلبية احتياجات المجتمع المالي، سواء بإعادة تأهيل منتجات قائمة، أو بتطويرها، أو بتصميم منتجات بديلة مبتكرة، تكون قابلة للتنفيذ والتحقيق، ضمن قواعد الشريعة الإسلامية وضوابطها¹.

كما تعرف على أنها: منهجاً لنظم التمويل المعاصرة الهادف إلى تحقيق الكفاءة في المنتجات المالية المعاصرة وتطويرها في ظل الاحتياجات المالية والتي تتصف بأنها متجددة ومتنوعة²، وكل ذلك في إطار ضوابط الشريعة الإسلامية.

يمكن القول أن مجمل التعاريف التي خصت الهندسة المالية الإسلامية اقترنت بتعاريف الهندسة المالية التقليدية، الأمر الذي أدى إلى استحالة تقديم تعريف محدد للهندسة المالية الإسلامية خاصة بعدما اتضح ارتباط كل منهما بالآخر سواء من حيث النشأة، التأسيس أو من حيث الخصائص والمبادئ.

وكمقارنة بين التعاريف السابقة، نجد أن الارتباط قائم أساساً في مبدأ الكفاءة الاقتصادية من خلال إيجاد وتطوير منتجات وأدوات مالية تحقق مقاصد المتعاملين، بأقل قدر ممكن من مستوى الأخطار وحجم التكاليف التي يمكن أن تنتج من سياسة معينة.

في حين يكمن الاختلاف الجوهرى في أولوية المصادقية الشرعية عن الكفاءة الاقتصادية في الهندسة المالية الإسلامية، بمعنى أن يتماشى التطوير والابتكار مع توجيهات الشرع الإسلامى؛ فالمكلف بالتطوير والابتكار في الهندسة المالية التقليدية يكفي أن يكون من ذوي الخبرة في المعاملات والعمليات المالية، في حين يشترط على القائم بالهندسة المالية الإسلامية، أن يكون ملماً بمقاصد الشريعة وفقه المعاملات الإسلامية إضافة إلى خبرته وفهمه للعمليات المالية³.

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

¹ سامر قنطقجي، الابتكار المالي بين الثبوت والتهافت، ط2، منشورات مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، بدون ذكر بلد النشر، 2016، ص 28، 30.

² شوقي جباري، دور الهندسة المالية في تأجيج شرارة الأزمة الراهنة، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع والرهانات، جامعة غرداية، الجزائر، 23-24 فيفري 2011، ص 3.

³ محمد الأمين خنيوة وحنان علي موسى، منتجات الهندسة المالية الإسلامية: الواقع والتحديات ومناهج التطوير، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع والرهانات، جامعة غرداية، الجزائر، 23 - 24 فيفري 2011، ص 4.

وتعني المصادقية الشرعية أن تكون المنتجات الإسلامية موافقة للشرع بأكبر قدر ممكن، وهذا يتضمن الخروج من الخلاف الفقهي قدر المستطاع؛ إذ ليس الهدف الأساس من الصناعة المالية الإسلامية ترجيح رأي فقهي على آخر، وإنما التوصل إلى حلول مبتكرة تكون محل اتفاق قدر الإمكان.

أما الكفاءة الاقتصادية فالمقصود بها تحقيق مقاصد المتعاملين بأقل قدر من التكاليف الإجرائية أو التعاقدية، فتسارع وتيرة الحياة الاقتصادية المعاصرة والتقدم التقني في علم الاتصالات والمعلومات يتطلب تطوير أساليب التعامل الاقتصادي إلى أقل حد ممكن من القيود والالتزامات.

وعليه ينبغي أن نفرق ابتداءً بين دائرة ما هو جائز شرعاً، وبين ما تطمح إليه الصناعة المالية الإسلامية، فالصناعة المالية الإسلامية تطمح لمنتجات وآليات نموذجية، بينما دائرة المشروع تشمل ما قد يكون نموذجياً بمقياس العصر الحاضر، وما ليس كذلك، لأن الشرع جاء للجميع في كل زمان، وظروف الأفراد والمجتمعات متفاوت وتباين، فقد لا تكون الحلول النموذجية الآن ملائمة لعصر آخر، بينما الحلول التي تقدمها الصناعة المالية الإسلامية ينبغي أن تكون نموذجاً للاقتصاد الإسلامي، فينبغي اختيار أفضل تلك النماذج وأحسنها تعبيراً عن الإسلام¹.

ويمكن توضيح الأساس الإسلامي لمفهوم الهندسة المالية في الإسلام من خلال حديث النبي (ﷺ) حيث قال "من سن في الإسلام سنة حسنة، فله أجرها، وأجر من عمل بها من غير أن ينقص من أجورهم شيئاً ومن سن في الإسلام سنة سيئة فعليه وزرها ووزر من عمل بها من غير أن ينقص من أوزارهم شيئاً"².

يتضح من هذا الحديث الدعوة للابتكار وإيجاد الحلول للمعضلات المختلفة المالية وغير المالية طالما كانت في مصالح العباد، وبالمقابل ينبه الحديث إلى خطورة الابتكار الضار غير المشروع، خشية الوقوع في الإثم.

2. خصائص الهندسة المالية الإسلامية

تتميز الهندسة المالية الإسلامية بمجموعة من الخصائص أهمها:

1- الابتكار الحقيقي بدل التقليد: يعتبر التنوع المتوفر في المنتجات المالية الإسلامية تنوعاً حقيقياً وليس صورياً كما في أدوات الهندسة المالية التقليدية، حيث أن كل أداة من أدوات الهندسة المالية الإسلامية لها طبيعة تعاقدية وخصائص تميزها عن غيرها من الأدوات الأخرى، سواء تعلق الأمر بالمخاطر، الضمانات أو التسعير، وهذا من

¹ سامي السويلم، صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي، مرجع سابق، ص 17 - 18.

² www.sonnaonline.com 25/01/2013.

منطلق أن المقصود بالهندسة المالية هو ما يلبي مصلحة حقيقية للمتعاملين الاقتصاديين في الأسواق وليس مجرد عقد صوري من العقود الوهمية، وهذا ما يؤكد القيمة المضافة للابتكار.

2- **الشرع الإسلامي بدل التشريعات الوضعية:** تختص الهندسة المالية الإسلامية بالتشريع الإسلامي، فمن خلاله تستمد مختلف المبادئ والأسس في تصميم المنتجات المالية، بما يتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية والابتعاد بأكبر قدر ممكن عن الخلافات الفقهية المتواجدة، كما أن أساس الهندسة المالية الإسلامية هو مبدأ المشاركة في المخاطر، أي تقاسم الأعباء بين مختلف الأطراف وليس مبدأ درء المخاطر وتحويلها لأطراف أخرى، وهو ما يعتبر أساس الهندسة المالية التقليدية¹.

3- ضرورة الانضباط بالنظم الإسلامية

إن حوافز الانضباط بالنظم الإسلامية أكبر من تلك المتعلقة بالنظم غير الإسلامية، فحافز التدين حافز عميق لدى المسلمين، ومن شأنه أن يحد من محاولات الالتفاف على الأحكام الشرعية الصريحة، بينما نجد الهندسة المالية التقليدية لا تملك حوافز ذاتية للالتزام بروح الأحكام واللوائح القانونية، وعليه فمجرد بروز الفرصة للربح كاف للالتفاف عليها.

4- انضباط الأحكام الشرعية

إن الأحكام الشرعية نفسها أكثر انضباطاً وإحكاماً وتناسقاً من الأنظمة البشرية، ويترتب على ذلك أن المحافظة على الأحكام الشرعية أيسر من المحافظة على الأنظمة الوضعية، نظراً لتطرق الخلل والتناقض للأخيرة بما لا يسمح للمتعاملين بالمحافظة عليها، خلافاً للأحكام والقواعد الشرعية.

5- **تحقيق مصلحة جميع المتعاملين:** إن الأحكام الشرعية تهدف إلى تحقيق مصلحة المتعاملين بها، فالالتزام يحقق هذه المصالح بما يجعل المتعاملين أكثر رضا وقناعة بها، بينما الأنظمة الوضعية لا تفرق بين المصالح الجزئية والمصالح الكلية، وبين مصالح جماعات الضغط والمصالح العامة، وتبعاً لذلك ينشأ التنافر بين مصلحة المتعاملين وبين هذه الأنظمة².

¹ محمد الأمين خنيوة وحنان علي موسى، مرجع سابق، ص 4-5.

² سامي السويلم، صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي، مرجع سابق، ص 11.

3. تاريخ الهندسة المالية في الإسلام

من حيث الواقع، فالصناعة المالية الإسلامية وجدت منذ أن جاءت الشريعة بأحكامها المطهرة، وهذا ما يتضح من خلال التعاملات المالية للرسول (ﷺ)، فمثلا استعمل رسول الله (ﷺ) رجلا على خير فجاءه بتمر جنب فقال له رسول الله (ﷺ): أكل تمر خير هكذا، فقال لا والله يا رسول الله إنا لنأخذ الصاع من هذا بالصاعين والصاعين بالثلاثة، فقال رسول الله (ﷺ): فلا تفعل، بع الجمع بالدرهم ثم ابتع بالدرهم جنينا" صحيح مسلم¹.

هذا الحديث يتضمن إشارة لأهمية 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، وهذا يتفق مع القول بأن الأصل في المعاملات الحل إلا ما عارض نصا أو حكما شرعيا ثابتا، وعليه فالشريعة الإسلامية لم تحجر دائرة الابتكار، وإنما على العكس، حجرت دائرة الممنوع، وأبقت دائرة المشروع متاحة للجهد البشري في الابتكار والتجديد.

ويمكن تجسيد المراحل التي مرت بها الهندسة المالية الإسلامية من خلال تتبع مسار تطور المؤسسات المالية الإسلامية والتي مرت منذ نشأتها بثلاث مراحل رئيسية هي²:

1- مرحلة التنظير للهندسة المالية الإسلامية: إن المتتبع للتاريخ الإسلامي يمكنه القول أن التنظير للهندسة المالية الإسلامية وبداية تطبيقها يرجع إلى قيام الدولة الإسلامية واتساع تجارتها الداخلية والخارجية معا، في حين أن المتمعن لنشأة الهندسة المالية الإسلامية كتخصص اقتصادي يرجع بداية التنظير لها إلى بداية الستينيات أي عندما أخذ مجموعة من الفقهاء والعلماء المسلمين بالتصدي للبنوك والمؤسسات المالية الربوية فيما يتعلق بالجوانب التشريعية والتنظيمية الوطنية القائمة على أساس سعر الفائدة، من خلال الإجماع الكامل بحزمة المعاملات البنكية التجارية القائمة على سعر الفائدة، ونشر مقالات ونظريات تنادي بتأسيس بنوك إسلامية تقوم على أساس غير ربوي بديلة للبنوك التقليدية.

2- مرحلة التجربة وبداية تطبيق الهندسة المالية الإسلامية: سادت هذه المرحلة في بداية السبعينيات حتى تسعينيات القرن الماضي، حيث اقترنت هذه المرحلة بانطلاق مسيرة البنوك الإسلامية والتي تجسدت أساسا في بنك

¹ www.sonnaonline.com 25/01/2013

² صليحة عماري وآسيا سعدان، المنتجات المالية الإسلامية بين التقليد والابتكار، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدايات المالية والمصرفية "النظام المصرفي الإسلامي نموذجا"، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، 5-6 ماي 2009، ص 6، 8.

دبي الإسلامي سنة 1975، وما انجر عنها من تطبيق مبدئي للهندسة المالية الإسلامية تلخصت في وضع الأسس التطبيقية التي تقوم عليها الأساليب الإسلامية كالمراجحة المشاركة والمضاربة، ثم سرعان ما أخذت عمليات الهندسة المالية الإسلامية تنمو وتتطور ويتضح ذلك فيما يلي:

- إنشاء فروع خاصة بتقديم الخدمات الإسلامية في البنوك التقليدية على إثر تنامي الطلب عليها.
- ظهور صيغ تمويلية حديثة كالإجارة المنتهية بالتمليك، الاستصناع، المشاركة المتناقصة وغيرها.
- 3- **مرحلة التوسع في استخدام الهندسة المالية الإسلامية:** امتدت هذه المرحلة من التسعينات إلى يومنا هذا، واتسمت بالتوسع في تطبيق الهندسة المالية من خلال تحديد آليات التمويل الإسلامي وابتكار منتجات مالية ذات طابع إسلامي، ومن أهم نتائج هذه المرحلة ما يلي:
- ابتكار آليات وأدوات مالية إسلامية جديدة والتوسع في استخدام القديمة: كالصكوك الإسلامية وبطاقات الائتمان الإسلامية.

- تزايد عدد المؤسسات المالية الإسلامية.
- ازدياد الوعي المالي الإسلامي.
- ظهور العديد من الهيئات الداعمة للصناعة المالية الإسلامية كهيئة المحاسبة والمراجعة الإسلامية والمجلس العام للبنوك الإسلامية بالبحرين.

ثانياً - مفهوم المنتج المالي الإسلامي المبتكر

1. تعريف المنتج المالي الإسلامي

المنتج المالي الإسلامي هو: منتج مركب مالي تُراعى فيه قواعد الشريعة الإسلامية وضوابطها، يحقق للعملاء أغراضاً تشبع حاجاتهم التمويلية وتغطي الفجوات التي يحتاجونها على المستويين الجزئي والكلي، وله خصائص تميزه، كما أن له دورة حياة تخصه¹.

2. **خصائص المنتج المالي الإسلامي المبتكر:** يتميز المنتج المالي الإسلامي المبتكر بعشر خصائص هي²:

1- **السلامة الشرعية:** وتتحقق من خلال ما يلي:

- الأخذ بالقول الراجح وقرارات المجامع الفقهية.

¹ سامر قنطقجي، الابتكار المالي بين الثبوت والنهات، مرجع سابق، ص 28، 30.

² يونس صوالحي، المنتجات المالية الإسلامية بين المحاكاة والابتكار، المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة سطيف 1، الجزائر، 5-6 ماي 2014، بدون ذكر أرقام الصفحات.

- تحقيق القيم الأخلاقية الإسلامية.
- مراجعة المنتجات المباعة على أساس العرف والمصلحة.
- الابتعاد عن العقود الصورية.
- إيقاف العمل بالمنتجات المثيرة للجدل.
- 2- الكفاءة الاقتصادية الحقيقية: وتتضمن:
 - الكفاءة الاقتصادية: وتعني الفعالية في تلبية احتياجات الأفراد والمؤسسات والدولة، بالإضافة إلى الكفاءة في توفير المنتج بأقل تكلفة ومخاطرة.
 - الكفاءة الاجتماعية: تلبية احتياجات القطاع الخيري.
- 3- تنافسية السعر.
- 4- الجودة.
- 5- التحوط.
- 6- رعاية أصحاب المصالح.
- 7- القيمة المضافة.
- 8- المواءمة القانونية.
- 9- التوافق مع مقاصد المال (العدل، الرواج، الوضوح الثبات).
- 10- التوزيع العادل لمخاطر المنتج.

3. المعايير الموضوعية للتمييز بين المنتجات المالية الإسلامية والتقليدية

في إطار التمييز بين المنتجات المالية الإسلامية والتقليدية يمكن الاعتماد على المعايير الموضوعية التالية¹:

- 1- معيار ارتباط التمويل بالاقتصاد الحقيقي: يؤكّد هذا المعيار أن النتيجة الطبيعية لآلية الفوائد، هي أن ينمو الاقتصاد المالي بمتتالية هندسية بينما ينمو الاقتصاد الحقيقي بمتتالية حسابية، وهو ما يؤدي إلى حدوث الأزمات والتقلبات الاقتصادية الدورية، والتمويل الإسلامي مقيد دائماً بمعدلات المشاركة المرتبطة بالاقتصاد الحقيقي؛ ولذلك فإن نسبة الديون إلى الثروة الحقيقية تكون محدودة ولا يمكن أن تصبح أضعاف الثروة؛ وبذلك فإن صيغ المشاركات المتنوعة تضمن النمو المستدام لهرم التوازن الاقتصادي بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي والنقدي.

¹ صالح صالحي وعبد الحليم غربي، دور المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، الملتقى الدولي الثاني الأزمة المالية الراهنة والبداية المصرفية النظام المصرفي الإسلامية نموذجاً، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، 5-6 ماي 2009، ص 12.

2- معيار ارتباط التمويل بالحركة التجارية الحقيقية: يؤكّد هذا المعيار أن التمويل يكون تابعًا للحركة التجارية وليس العكس؛ حيث إن التمويل أيًا كان شكله وصيغته فهو وسيلة لتحقيق الحركة التجارية؛ ومن ثمّ المنافع التي تنتج عنها، وعائد التمويل سواء كان معدل ربح أو هامش الربح في البيع المؤجل لا يمكن سداذه إلا من خلال التبادل الحقيقي للسلع والخدمات.

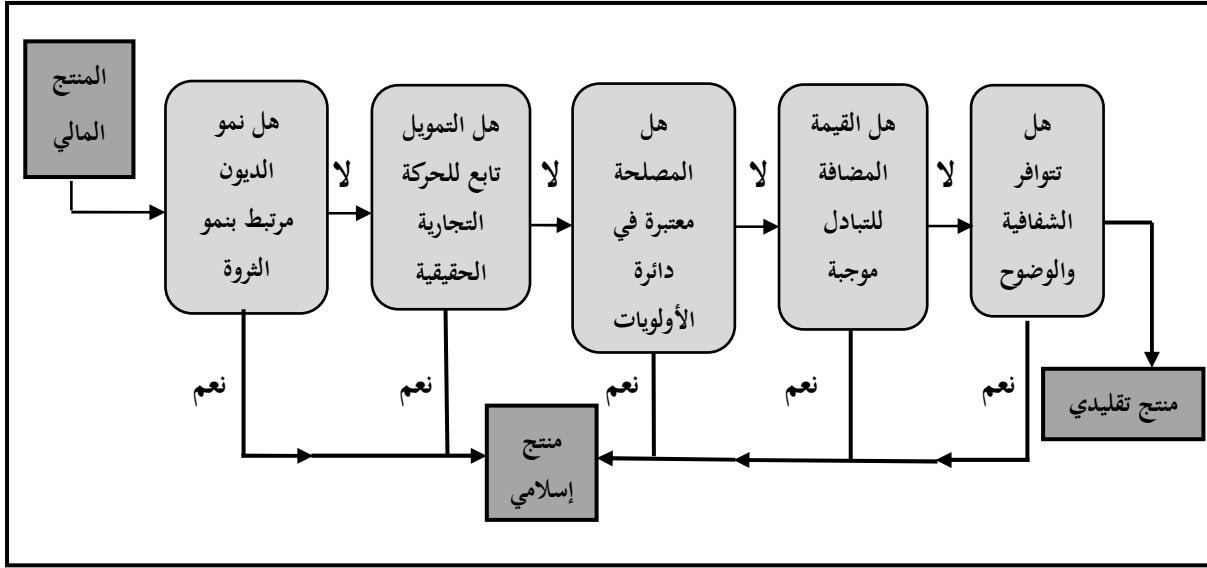
3- معيار المصالح الحقيقية: يتطلب هذا المعيار ارتباط حركة التمويل بحركة النشاط الاقتصادي الحقيقي في دائرة الأولويات المجتمعية الاقتصادية التي تضمن تحقيق المصلحة بدءًا من الضروريات فالحاجيات فالتحسينات، في حين أن التمويل في الاقتصاد الوضعي لا يرتبط بالأولويات، وقد يكون هرم ترتيب الأولويات مقلوبًا أو مضطربًا؛ بحيث هناك مجالات هامة لا تتوسع المؤسسات المصرفية والمالية في تمويلها؛ بينما تمول نشاطات ترفية كمالية أو مضاربة تسهم في تطور المديونية ونمو الاقتصاد المالي المضاري.

4- معيار المشاركة في نتائج العمليات الاستثمارية: يقتضي هذا المعيار تشارك الأطراف المختلفة للعملية التمويلية في نتائج تقلب الأموال وتوظيفها في النشاطات الاقتصادية الحقيقية، فلا يوجد كما هو الوضع في التمويل التقليدي من يربح دائمًا بغض النظر عن نتائج العملية الاستثمارية، ومن ثم تعد الأطراف المشاركة كلها ذات مصلحة، فتشارك في الأرباح وتتكافل في تحمل المغارم.

5- معيار الوضوح والشفافية: يؤكّد هذا المعيار أهمية الشفافية والوضوح التي تحدد الهدف من التعاقد والمقصود منه، فالأصل في الأموال الوضوح والشفافية وهو مقصد شرعي بينما الحيل الربوية تنافي هذا المقصد؛ لأنها تهدف في النهاية إلى نقد حاضر بأكثر منه في الذمة، ولو صرحت العقود بذلك لكانت باطلة، كما إن معظم الحيل تلجأ إلى تغييب الشفافية والوضوح في العقود تجنبًا لهذه النتيجة.

محمل المعايير السابقة موضحة من خلال من خلال الشكل رقم (3.1).

الشكل رقم (3.1): المعايير الموضوعية للتمييز بين المنتجات المالية الإسلامية والتقليدية



المصدر: صالح صالحي وعبد الحليم غربي، دور المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، الملتقى الدولي الثاني الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية المصرفية النظام المصرفي الإسلامية نموذجاً، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، 5-6 ماي 2009، ص 12.

الفرع الثاني: مبادئ وضوابط الهندسة المالية الإسلامية

تقوم الهندسة المالية الإسلامية على جملة من المبادئ والأسس تضيضي عليها طابع الكفاءة الاقتصادية والشرعية يمكن عرضهما في العنصرين المواليين.

أولاً- مبادئ الهندسة المالية الإسلامية

تقوم الهندسة المالية الإسلامية على أربعة مبادئ هي كما يلي¹:

- **مبدأ التوازن:** المقصود من هذا المبدأ هو التوازن بين مختلف الحوافز الإنسانية، سواء ما يخص بالمصالح الشخصية وما يخص بالمصالح الاجتماعية، وما يتعلق بتحقيق الربح، وما يتعلق بالأعمال الخيرية، وما يتعلق بالمنافسة وما يتعلق بالتعاون، فالشريعة الإسلامية نجحت في تحقيق التوازن بين مختلف الحاجات والرغبات ووضعت الكل في الإطار المناسب.
- **مبدأ التكامل:** أي التكامل بين المصالح الشخصية والاعتبارات الموضوعية، بين تفضيلات الزمن والمخاطرة وبين توليد الثروة الحقيقية.

¹ رشيد بوعافية وإبراهيم مزهود، الهندسة المالية كمدخل لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية المصرفية النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركزي الجامعي خميس مليانة، الجزائر، 5-6 ماي 2009، ص 18-19.

• **مبدأ الحل:** هذا المبدأ ينطلق من قاعدة أن الأصل في المعاملات الحل والجواز، إلا إذا خالفت نصاً أو قاعدة شرعية، وبناء على هذا فإن قاعدة الحل هي الأساس للابتكار المالي، لكن بشرط أن يلتزم هذا الابتكار بحدود دائرة الحلال التي لها حدود واسعة، وأن يبتعد عن دائرة المحظور أو الحرام المحصور في حدود ضيقة مقارنة مع دائرة الحلال الواسعة.

مبدأ المناسبة: المراد بالمناسبة هنا تناسب العقد مع الهدف المقصود منه، بحيث القصد مناسباً وملائماً للنتيجة المطلوبة، وهذا مدلول القاعدة الفقهية " العبرة في العقود بالمقاصد والمعاني لا بالألفاظ والمباني".

ثانياً- ضوابط الهندسة المالية الإسلامية

تقوم الهندسة المالية الإسلامية على مجموعة أسس أو ضوابط، يمكن تقسيمها إلى عنصرين أساسيين:

1. عدم مخالفة الهندسة المالية الإسلامية للشرع: وذلك يقوم على مايلي:

1- **تحريم الربا:** الربا في اللغة الزيادة، والمقصود به هنا هو الزيادة على رأس المال، قلت أو كثرت، يقول الله تعالى: ﴿ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنتُمْ مُؤْمِنِينَ ﴾ سورة البقرة الآية 278 ويقول الله تعالى ﴿ وَإِنْ تُبْشِرُوا فَلَئِنْ رَأَوْسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلُمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ ﴾ سورة البقرة الآية 279، وقال رسول الله ﷺ: "اجتنبوا السبع الموبقات"، وذكر منها الربا، وهو محرم في جميع الأديان السماوية بنوعيه ربا النسيئة وriba الفضل.

2- **التحذير من بيعتين في بيعة واحدة:** الأساس الآخر للهندسة المالية الإسلامية هو النهي عن بيعتين في بيعة واحدة، والنهي هنا ينصب على ما كان بين الطرفين، لأن النبي ﷺ نهي عن بيعتين في بيعة فإذا كانت إحدى البيعتين مع طرف والأخرى مع طرف آخر لم تدخل في النهي، وهذه القاعدة أي النهي عن بيعتين في بيعة واحدة هي أهم أسس الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي وترجع أهميتها إلى أنها هي التي تضمن بالإضافة إلى السلامة الشرعية، الكفاءة الاقتصادية للمعاملات المالية¹.

3- **تحريم الميسر والقمار** وأكل أموال الناس بالباطل.

4- **تحريم الغرر** بما في ذلك الجهالة والغبن والتدليس.

5- **تحريم بيع ما لا يملك**².

¹ عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 28.

وأيضاً: عمر خضيرات، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمة الاقتصادية والمالية المعاصرة، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع والرهانات، جامعة غرداية، الجزائر، 23 - 24 فيفري 2011، ص 16، 19.

² هناء الحنيطي، مرجع سابق، ص 7-8.

2. سلامة الهندسة المالية الإسلامية من العيوب الشكلية: ويتضمن ما يلي:

1- التيسير ورفع الحرج: من غير عسر أو حرج أي بدون مشقة، والمراد من الحرج الضيق، فإذا شق القيام بالعبادة على النحو المعتاد فإن الله سبحانه يرخص له في أدائها حسب استطاعته، وفي هذا رفع للحرج عن العباد، يقول الله تعالى ﴿لَا يَكْلَفُ اللَّهُ نَفْسًا إِلَّا وُسْعَهَا﴾ سورة البقرة الآية 286 وقال النبي ﷺ: "إن الدين يسر ولن يشاد الدين أحد إلا غلبه" ويظهر أثر هذه القاعدة واضحاً في التكاليف الشرعية، فالأصل في المعاملات الإباحة¹، ولم يضع من القيود إلا تلك التي تمنع الظلم أو تحرم أكل أموال الناس بالباطل، وتتضح أهمية هذه القاعدة كذلك في أن تقييد الناس والمتعاملين بالعقود القديمة فيه حرج وتضييق عليهم، لأنها لا تفي بكل احتياجاتهم وهي متنوعة ومتزايدة، من هنا برزت ضرورة الهندسة المالية الإسلامية وأهميتها في تطوير تلك العقود، بما يتماشى وضوابط الشرع الإسلامي وبما يلي الحاجات المتزايدة للتمويل.

2- الاستحسان والاستصلاح (المصالح المرسله)

الاستحسان نوع من الترجيح بين الأدلة، والأخذ بأقواها كحالة من حالات التيسير ورفع الحرج، أما المصالح المرسله أو الاستصلاح، فهو أوسع ومعناه الأخذ بكل أمر فيه مصلحة يتلقاها العقل بالقبول، ولا يشهد أصل خاص من الشريعة بإلغائها أو اعتبارها، ولكن لا بد من الأخذ بعين الاعتبار:

- أن الأخذ بمبدأ المصالح، ولو لم يشهد لها دليل خاص من الشارع يفتح باب الهوى، فيكون كلما يشتهي الشخص ويرغبه مصلحة ينبنى عليها حكم شرعي بالإباحة والإقرار، وذلك يؤدي إلى المفاسد.
- أن المصالح المرسله تختلف باختلاف البلدان وباختلاف الأقوام، باختلاف الأشخاص، بل باختلاف أحوال الشخص الواحد، فإذا جعلنا كل مصلحة تقتضي حكماً يناسبها، فقد تتناقض أحكام الشريعة الإسلامية، وتتضارب، فيكون مرة حلالاً، ومرة حراماً، وذلك لا يجوز في الشرع.
- أن المصلحة المرسله التي تناط بها أحكام الشريعة الإسلامية هي المصلحة التي فيها محافظة على مقصود الشارع².

3- الوعي (وعي بالسوق وأحواله): ويقصد بالوعي بالسوق أن تكون الحاجات التي يتطلبها السوق معروفة لمن يقوم بالابتكار والتطوير للأدوات والأوراق المالية، بالإضافة إلى تحقيق التراضي بين جميع الأطراف، لأن الهندسة المالية تهدف أساساً إلى تلبية الاحتياجات المختلفة لجميع الأعوان الاقتصاديين مع استفادة جميع هؤلاء الأعوان.

¹ سامر قنطقجي، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 90.

² عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 28.

4- الإفصاح (بيان المعاملات وشفافيتها): ويقصد بالإفصاح 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.

5- المقدرة والالتزام (الالتزام بالشرعية الإسلامية في التعامل)

ويقصد بالمقدرة أو القدرة وجود مقدرة رأسمالية تمكن من الشراء والتعامل، والالتزام بالشرعية الإسلامية، وإذا كان من الممكن للهندسة المالية الإسلامية أن تشترك مع الهندسة المالية التقليدية في الوعي والإفصاح والمقدرة، فإن الالتزام بالشرعية الإسلامية يعتبر أساساً خاصاً بالأولى، كما أنه ميزة لها¹.

6- القيم الأخلاقية في المعاملات المالية الإسلامية: يقوم الاقتصاد في الإسلام على العقود الشرعية الحاكمة، وهذه العقود الحاكمة تحكمها مجموعة من المبادئ والقيم الأخلاقية ومنها: التراضي وطيب النفس، وحسن النية، وبيع الأمانة، مما يثبت ذاتية هذا الاقتصاد واستقلاله، ويؤكد صلاحيته لكل زمان ومكان، ويعطيه أولوية في التطبيق العملي في معاملات الناس، ومن أهم المبادئ الأخلاقية في المعاملات المالية الإسلامية حسن المطالبة وحسن القضاء والتيسير على المعسر يقول تعالى ﴿وَإِنْ كَانَ ذُو عُسْرَةٍ فَنَظِرَةٌ إِلَى مَيْسَرَةٍ﴾ سورة البقرة الآية 280.

7- العمل على تحقيق الاستثمار الحقيقي وتحريم الاستثمار الوهمي: حيث تقوم العقود الإسلامية على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة والاستثمار الحقيقي.

8- التوازن في تحمل كل من طرفي العقد لالتزاماته مقابل الحصول على حقوقه (وجود العدالة): إذ يجب مراعاة الالتزام بالشروط، فالمسلمون عند شروطهم، ومن موجب ذلك كله إلى حكمة الشريعة ورغبتها في قطع الطريق على النزاع والخصومة².

9- حرية التعاقد: المقصود بحرية التعاقد إطلاق الحرية للناس في أن يعقدوا من العقود ما يرون، وبالشروط التي يشترطون غير مقيدين إلا بقيد واحد، وهو ألا تشتمل عقودهم على أمور قد نهي عنها الشارع وحرمها، كأن يشتمل العقد على الربا، أو نحوه مما حرم في الشرع الإسلامي، فما لم تشتمل تلك العقود على أمر محرم بنص أو

¹ عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، المرجع السابق، ص 28.

² هناء الحنيطي، مرجع سابق، ص 7-8.

بمقتضى القواعد العامة المقررة التي ترتفع إلى درجة القطع واليقين، فإن الوفاء بها لازم، والعائد مأخوذ بما تعهد به، وإن اشتملت العقود على أمر حرمة الشارع فهي فاسدة، أو على الأقل لا يجب الوفاء بالجزء المحرم منها¹.

الفرع الثالث: أهداف وأهمية الهندسة المالية الإسلامية

تتماثل الهندسة المالية الإسلامية مع الهندسة المالية التقليدية في سعيها إلى تعظيم الأرباح وتقليل التكاليف ودرء المخاطر، وتكمن أهمية الهندسة المالية الإسلامية في إيجاد بدائل وخيارات للمسلمين لتجنب المحاذير الشرعية بالإضافة إلى أهميتها في تقليل الأزمات.

أولاً- أهداف الهندسة المالية الإسلامية

تسعى الهندسة المالية الإسلامية إلى تحقيق جملة من الأهداف نوجزها فيما يلي:

- توفير منتجات مالية إسلامية ذات جودة عالية تعتبر كبديل شرعي للمنتجات المالية التقليدية، تمتاز بالمصادقية الشرعية.
- تحقيق الكفاءة الاقتصادية، يمكن لمنتجات الهندسة المالية زيادة الكفاءة الاقتصادية عن طريق توسيع الفرص الاستثمارية في مشاركة المخاطر، وتخفيض تكاليف المعاملات، وتخفيض تكاليف الحصول على معلومات وعمولات الوساطة والسمسرة.
- تحقيق عوائد مجزية للمستثمرين وتنويع مصادر الربحية.
- المساهمة في إنعاش الاقتصاد وذلك بالاستفادة من رؤوس الأموال التي تعزف عن المشاركة في المشاريع التي تمول ريوياً.
- المساعدة في إدارة وتحقيق الموائمة بين العوائد والمخاطرة والسيولة لدى المؤسسات المالية.
- المساعدة في تطوير أسواق المال المحلية والعالمية من خلال إيجاد وتطوير أوراق مالية إسلامية.
- توفير تمويل مستقر وحقيقي ومن موارد موجودة أصلاً في الدورة الاقتصادية مما يقلل من الآثار التضخمية.
- توفير حلول شرعية مبتكرة لإشكالات التمويل.
- تقليل مخاطر الاستثمار بتنويع صيغه².

¹ عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 28. وعمر خضيرات، مرجع سابق، ص 16، 19.

² هناء الحنيطي، مرجع سابق، ص 8-9.

ثانياً- أهمية الهندسة المالية الإسلامية

تتضح أهمية الهندسة المالية الإسلامية في الارتباط الوثيق بينها وبين المؤسسات والأسواق المالية، ويكمن سر هذا الترابط في أن الهندسة المالية الإسلامية تشاطر المؤسسات والأسواق المالية في المضي قدماً نحو تحقيق جملة من الأهداف على رأسها تقديم رسالة الاقتصاد الإسلامي للعالم أجمع، فالمتتبع لما يحدث في العالم اليوم خاصة بعد الأزمة المالية العالمية لعام 2008 يلاحظ أن الاقتصاد العالمي أصبح يبحث عن بدائل وحلول جديدة مادامت تحقق أهدافه.

ومن صور الترابط أيضاً بين الهندسة المالية الإسلامية والأسواق المالية هو أن الهندسة المالية الإسلامية تعتمد على تضافر الجهود في شكل تنظيمي بين الشرعيين والاقتصاديين والمحاسبين ومختلف أعضاء المؤسسات والأسواق المالية، مما ينتج عنه أدوات مبتكرة تلبي الأهداف المنشودة للأسواق المالية.

ويضاف إلى هذا أن تطبيق الهندسة المالية الإسلامية يحقق كثيراً من المزايا، بعضها تستفيد منه هذه المؤسسات والأسواق، وبعضها له أثر على الصناعة المالية الإسلامية ككل، أما عن المزايا التي تتحقق للمؤسسات والأسواق المالية رفع أداؤها من خلال تلبية الاحتياجات المتزايدة لطالبي وعارضي التمويل بالشكل المناسب، وبذلك تشمل الفائدة جميع الأطراف، وهذه الميزة للهندسة المالية الإسلامية ليست متوافرة في نظيرتها التقليدية التي يتمثل هدفها الأساس في تعظيم أرباح أطراف معينة على حساب أطراف أخرى¹.

هذا ويمكن تقسيم أهمية الهندسة المالية الإسلامية إلى قسمين كما يلي:

➤ الأهمية العلمية: يمكن إنجازها 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 الإسلامية².

¹ محمد الهواملة، الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير العمل المصرفي قراءة في النشأة والتطبيق لأربعة عقود مضت، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2017، ص 193.

² عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مرجع سابق، 38.

- أن العبرة في المعاملات المالية للعلل والمقاصد، حيث أن أحكام فقه المعاملات معللة وعللها مرتبطة بالحكم الشرعي وجوداً وعدمياً بعكس فقه العبادات التي يجب التوقف فيها عند حدود النص، لذلك فعملية إلحاق العقود المالية المستجدة بأصول لها في الفقه الإسلامي مسترشدين بالعلة، هو ما يقدمه لنا التكييف الفقهي.

➤ الأهمية العملية: وتتمثل فيما يلي:

- رفع الحرج والمشقة عن جمهور المتعاملين من المسلمين الذين يتعاملون بالعقود المالية بمستجداتها الحديثة، ولكي يكون للفقه الإسلامي حضور قوى على الساحة الاقتصادية بدلاً من تعطيله.

- 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 مستجدات ملحق بها أو أفكار جديدة تمكنها من أن تكون عملية قابلة للتطبيق، وهذا بالطبع يتيح للتكييف الفقهي مجالاً حصصاً لبحث هذه المستجدات وتكييفها فقهيًا¹.

- 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 وذلك 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 الاستفادة كل أجزائه مع الحفاظ في ذات الوقت على أصالته من خلال الالتزام بالضوابط الشرعية التي تقوم مسيرته².

ثالثاً- أسباب الحاجة للهندسة المالية الإسلامية

1- 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 كفؤة اقتصادياً يظل مرهوناً بعدم منافاته لهذه القواعد، واستيفاء هذا الشرط قد لا يكون عسيراً، لكنه بحاجة إلى استيعاب للقواعد والمقاصد

¹ أحمد نصار، التكييف الفقهي للعقود المالية المستجدة وتطبيقاتها على نماذج التمويل الإسلامية المعاصرة، البنك الإسلامي الأردني، الأردن، 2004-2005، ص 3-4.

² عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مرجع سابق، 39-40.

الشرعية، وفي نفس الوقت إدراك وتقدير لاحتياجات الناس الاقتصادية، والجمع بين هذين يتطلب قدرا من البحث والعناية حتى يمكن الوصول للهدف المنشود، فالهندسة المالية الإسلامية مطلوبة للبحث عن الحلول التي تلبي الاحتياجات الاقتصادية مع استيفاء متطلبات القواعد الشرعية.

2- **تطور المعاملات المالية:** إن تطور التعاملات المالية في العصر الحاضر وتزايد عوامل المخاطر واللايقين، وتغير الأنظمة الحاكمة للتمويل والتبادل الاقتصادي، يجعل الاحتياجات الاقتصادية معقدة ومتشعبة، وتزيد الحاجة للبحث عن حلول ملائمة لها.

3- **المنافسة من المؤسسات المالية التقليدية:** الجانب الثالث، هو وجود المؤسسات المالية الرأسمالية، ونموها إلى درجة فرضت قدرا كبيرا من التحدي على الاقتصاد الإسلامي، فالحلول التي يقدمها المسلمون لا تكفي أن تكون عملية فحسب، بل يجب مع ذلك أن تحقق مزايا مكافئة لتلك التي تحققها الحلول الرأسمالية، ويترب على هذه الجوانب صعوبة إيجاد حلول اقتصادية إسلامية قادرة على منافسة البدائل السائدة في الاقتصاد المعاصر، ومن هنا برزت الحاجة لتطوير الهندسة المالية الإسلامية وتأصيلها¹.

المطلب الثاني: تحديات ومناهج تطوير الهندسة المالية الإسلامية

في ظل تعدد التحديات التي تواجه الهندسة المالية الإسلامية هناك مداخل عدة تساعد في دعمها يتبناها المهندسون الماليون بحسب احتياجات الممولين والممولين وبحسب طبيعة النظام المالي للدولة.

الفرع الأول: تحديات الهندسة المالية الإسلامية

فرضت التغيرات الجذرية والسريعة التي شهدتها العالم الاقتصادي في الفترة الأخيرة ضغوطا تنافسية حادة وغير متكافئة، خاصة على المؤسسات المالية الإسلامية، إذ يتعين عليها تقديم منتجات مالية إسلامية قادرة على منافسة المنتجات التقليدية، من جهة، وعلى تلبية احتياجات البيئة التي تعمل فيها سواء كانت إسلامية أو غير إسلامية من جهة أخرى، إلا أنه وسعيا منها للوصول إلى ذلك تواجهها جملة من المعوقات منها ما يلي:

1. **المنطلق والبيئة الحاضنة:** انطلقت أفكار المنتجات المالية الإسلامية من البيئة البنكية التقليدية، وهذه البيئة لا يخفى أنها نشأت وتكونت قواعدها الأساسية وأنظمتها العملية، بعيدا عن المنهج الإسلامي، وهذا ما أدى إلى الإشكال الثاني وهو الهدف والغاية.

¹ سامي السويلم، صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي، مرجع سابق، ص 10-11.

2. **الهدف والغاية:** لما كانت البيئة الحاضنة للمنتجات المالية الإسلامية في الغالب هي البيئة البنكية أدى ذلك إلى إشكال في هدف وغاية المنتج الإسلامي، فجاء مفرغا أحيانا من معناه ومقصده، ليحقق غايات البنك ومقاصده في التمويل المجرد من لوازمه الشرعية، وإن كان قد أخذ الصورة الشرعية في ظاهره، وهذا ما أدى بدوره إلى الإشكال الثالث المتمثل في وسائل الابتكار.

3. **وسائل الابتكار:** انعكست الصورة السابقة الذكر للمنتجات المالية الإسلامية على وسائل ابتكارها وتطويرها، فاقترنت تلك الوسائل على ما يمكن أن نعبر عنه بالترقيع أو اللصق لمنتجات مالية تقليدية، فلا تكاد ترى منتجا ماليا تقليديا إلا ومعه نسخته الإسلامية، ومن هنا لم تكن هناك مبادرات للإبداع¹.

4. **الافتقار إلى الكفاءات والإطارات المؤهلة:** يتطلب العمل المالي الإسلامي تأهيلا خاصا وكفاءات إدارية مدربة تكون ملمة بطبيعة عمل المؤسسات المالية الإسلامية على اعتبار أنها تختلف عن المؤسسات المالية التقليدية، مما يقلل من المخاطر التشغيلية.

5. **الافتقار إلى البحث والتطوير:** تفتقر بعض المؤسسات المالية الإسلامية إلى الاهتمام بمفهوم الهندسة المالية الإسلامية، حيث تعاني من غياب ثقافة الإبداع والتطوير، في ظل غياب مخصصات مالية لدعم البحث والتطوير.

6. **غياب حقوق الملكية لصاحب فكرة منتج مالي مطور أو جديد:** تقوم المؤسسات المالية من خلال عملية خلق منتج مالي بتحمل تكاليف التطوير الباهظة ومخاطر تطبيق المنتج للتحقق من جدواه، وبعد نجاح هذا المنتج المطور أو المبتكر نجد أن المؤسسات المالية الأخرى تسارع إلى تطبيقه والاستفادة منه، دون تحمل أي مخاطر أو تكاليف، وهذا ما يثبط عزائم المؤسسات المالية عن محاولة التطوير والابتكار.

7. **ضعف التنسيق بين الهيئات الشرعية وتوحيد المرجعية الشرعية:** تواجه أعمال المؤسسات المالية الإسلامية تحدي هام وهو ضعف التنسيق فيما بين الهيئات الشرعية وتضارب الفتاوى الفقهية بين الدول الإسلامية وحتى داخل البلد الواحد.

8. **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 والمتمثل في خلق القيمة المضافة، لذا يجب العمل على تصحيح ذلك من خلال الجمع بين الوجهة الدينية والاقتصادية وإشباع احتياجات المسلمين وغير المسلمين².

¹ رشيد بوعافية وإبراهيم مزبود، مرجع سابق، ص 14 .

² محمد الأمين خنيوة وحنان علي موسى، مرجع سابق، ص 20، 24.

9. المصادقية والثقة: والتي تتعلق بمجموعة من المعتقدات المسيئة لفهم الإسلام، فهناك من يرى في صناعة التمويل الإسلامي قناة لتمويل الإرهاب وموطنا لغسيل الأموال، إضافة إلى المشاكل المتعلقة بضعف المهارات الإدارية والتي تؤثر على مصداقيتها.

10. المنافسة وكفاءة التكلفة: يمثل هذان العاملان تحديان مهمان للمؤسسات المالية الإسلامية من حيث الخبرة الكبيرة والشبكات الأوسع والحجم الاقتصادي في السوق العالمي للمؤسسات المالية التقليدية خاصة في ظل انتشار ظاهرة العولمة ودخول البنوك التقليدية في هذا السوق، أي ممارستها للنشاط المصرفي الإسلامي، حتى أن جزءا كبيرا من هذه الموارد قد وجه نحو أسواق مالية غريبة.

11. التسويق: يعتبر تسويق المنتجات المالية الإسلامية تحديا آخر خاصة بالنسبة لنمو قاعدة عملاء البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، ومن غير المستغرب أن نجد إقبالا للمسلمين على المنتجات المالية الإسلامية ضئيلا بسبب عدم فهم الصناعة والافتقار لمعرفة المنتجات¹.

12. الإطار المؤسسي والقانوني المناسب والسياسات الداعمة: وُضع الإطار المؤسسي وقوانين التجارة والمصارف والشركات في معظم البلدان الإسلامية على النمط الغربي، وتحتوي هذه القوانين أحكاما تضيق من مدى نشاطات المؤسسات المالية الإسلامية وتحددها في حدود تقليدية، وفي حين تستطيع الأطراف وضع اتفاقياتها على أساس عقد إسلامي إلا أن تنفيذ هذه الاتفاقيات في المحاكم يتطلب جهودا وتكاليف إضافية.

13. ضعف التمويل عن طريق تقاسم الأرباح: تنقسم المعاملات المالية الإسلامية إلى نوعين، يقوم أحدهما على رسم ثابت على رأس المال ويستند الآخر على تقاسم الأرباح، ويوفر النوعان كلاهما التمويل من خلال شراء وبيع سلع حقيقية، بينما تقوم المعاملات المالية التقليدية على تسليف الأموال مقابل رسم ثابت (فائدة)، وقد طرح المنظرون بعض الحجج لمحبي التمويل عن طريق تقاسم الأرباح على التمويل بواسطة عائد ثابت على رأس المال لما ينتج عنه من آثار اقتصادية مماثلة للاستثمار المباشر، التي تحدث تأثيرا قويا على صعيد التنمية الاقتصادية، إلا أنه فعليا ظل تمويل المشاركة في الأرباح ضئيلا في المعاملات الإسلامية، ويعزى ذلك إلى أسباب عديدة حسب منظور المؤسسات المالية الإسلامية، إذ أن هنالك تكاليف أعلى ناجمة عن توظيف الأموال على أساس المشاركة في الأرباح، حيث إن اختيار المشروع المناسب لتمويله يتطلب دراسات جدوى وتقويما فنيا ماليا، وعادة ما يتجاوز تكلفة هذه الجهود تكلفة إيداعات بعوائد ثابتة، بالإضافة إلى ذلك، فإن ترتيبات المشاركة في الأرباح تتطلب

¹ محمد الأمين خنيوة وحنان علي موسى، المرجع السابق، ص 20، 24.

متابعة وتقديم دعم فني، وأحياناً، دعماً مالياً إضافياً للمتعهدين، وفي جميع الحالات يجب أن يكون لمديري المشاريع نظام محاسبة جديد وأن يخضعوا لمراجعة دقيقة.

14. عدم سيولة الموجودات: مشكلة أخرى يسببها انتشار صيغ التمويل القائمة على أساس الدين، وهي صعوبة تحويل هذه الصيغ التمويلية إلى أدوات مالية يمكن التفاوض بشأنها، فمجرد إحداث الدين لا يمكن تحويله إلى أي شخص إلا بقيمته الاسمية، ويجعل ذلك هيكل السوق المالية الإسلامية غير قابل للتسييل بدرجة عالية، ويمثل ذلك عقبة أساسية في تطوير أسواق ثانوية في الأدوات المالية الإسلامية¹.

الفرع الثاني: مناهج تطوير الهندسة المالية الإسلامية

يمكن أن يكون للهندسة المالية الإسلامية عدة مناهج أو مداخل، وهي تتعدد تبعاً للطرق الممكن استخدامها من طرف المؤسسات المالية الإسلامية في إقامة هذه الهندسة، لكنها في الغالب الأعم لا تخرج عن المناهج الثلاثة التالية:

1. المنهج الأول: المحاكاة: والذي يعني أن يتم سلفاً تحديد النتيجة المطلوبة من منتج الهندسة المالية الإسلامية، وهي عادة النتيجة نفسها التي يحققها المنتج التقليدي، وبغض النظر عن الحكم الشرعي لهذه المنتجات حيث تثير الكثير من الجدل، لأن المنهجية التي تتبعها، قائمة على المحاكاة والتقليد للمنتجات المالية التقليدية، وإذا كان من أبرز مزاياها السهولة والسرعة في تطوير المنتجات، إذ أنها لا تتطلب الكثير من الجهد والوقت في البحث والتطوير، بل مجرد متابعة المنتجات الرائجة في السوق وتقليدها من خلال توسيط السلع، فإن سلبياتها كثيرة منها:

- أن تصبح الضوابط الشرعية مجرد قيود شكلية لا حقيقة تحتها ولا قيمة اقتصادية من ورائها وهذا ما يضعف قناعة العملاء بالمنتجات الإسلامية، بل وتصبح تلك الضوابط عبئاً وعائقاً أمام المؤسسات المالية، إذ هي لا تحقق أي قيمة مضافة، بل مجرد تكلفة إضافية، ومن الطبيعي في هذه الحالة أن تُحمل المؤسسات المالية هذه التكلفة للتعامل، لتكون المنتجات الإسلامية المقلدة في النهاية أكثر كلفة من المنتجات التقليدية، مع أنها تحقق في النهاية النتيجة نفسها.

- المنتجات المالية التقليدية تناسب الهندسة المالية التقليدية وتحاول معالجة مشكلاتها، وبالتالي فإن محاكاة هذه المنتجات يستلزم التعرض لنفس المشكلات، وهذا بدوره يستلزم محاكاة المزيد من المنتجات التقليدية، بحيث تصبح الهندسة المالية الإسلامية في النهاية تعاني من نفس الأمراض والأزمات التي تعاني منها الهندسة المالية التقليدية.

¹ عبد السلام زايدي، مرجع سابق، ص 16، 19.

• أي منتج للهندسة المالية التقليدية هو جزء من منظومة متكاملة من الأدوات والمنتجات القائمة على فلسفة ورؤية محددة، فمحاولة تقليد جوهر هذه المنظومة وأساسها، يجر الهندسة المالية الإسلامية لمحاكاة سائر أدوات المنظومة وعناصرها، وهو ما يجعلها مهددة بأن تفقد شخصيتها وتصبح تابعة بالجملة للهندسة المالية التقليدية، فبدلاً من أن يكون التمويل الإسلامي هو الحل للمشكلات الاقتصادية التي يعاني منها العالم اليوم، يصبح للأسف مجرد صدى وانعكاس لهذه المشكلات.

وما سبق لا يعني أن جميع المنتجات التي تقدمها الهندسة المالية التقليدية غير مناسبة للتمويل الإسلامي، فالحكمة ضالة المؤمن أنى وجدها فهو أحق بها، ولكن يجب التمييز بين اقتباس ما يتلاءم مع فلسفة التمويل الإسلامي ومبادئه، وبين محاكاة الأساس الذي تقوم عليه المنظومة التقليدية¹.

2. **المنهج الثاني: التحوير:** المقصود بالتحوير هو البدء من منتج مقبول شرعاً ثم تحويل بعض عناصره أو أجزائه محاولة للوصول لمنتج جديد، كما يمكن تطبيق هذه الإستراتيجية في اشتقاق منتج جديد من منتجين أو أكثر، ومن أمثلة ذلك عقد الاستصناع فهو عقد يمكن اعتباره مشتقاً من عقدين: الإجارة والسلم لكنه يمتلك سماته التي ينفرد بها عن كل منهما.

ويمكن تطبيق هاتين الصيغتين من خلال تحويل منتج ثم دمج مع آخر، وبهذه الطريقة يمكن توليد ما لا حصر له من المنتجات، وبطبيعة الحال لن تكون كلها مقبولة شرعاً، لكن نظراً لأن نقطة البداية هي منتجات مقبولة، ونظراً إلى أن الأصل الحل فستكون نسبة كبير منها مقبولة².

3. **المنهج الثالث: الأصالة والابتكار (أي إيجاد صناعة هندسة مالية إسلامية):** ويُعنى هذا المدخل بالبحث عن الاحتياجات الفعلية للعملاء والعمل على تصميم المنتجات المالية المناسبة لها، شرط أن تكون متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وهذا المنهج يتطلب دراسة مستمرة لاحتياجات العملاء والعمل على تطوير الأساليب التقنية والفنية اللازمة لها، وذلك لضمان الكفاءة الاقتصادية للمنتجات المالية، كما يتطلب وضع أسس واضحة لصناعة هندسة مالية إسلامية مستقلة عن الهندسة المالية التقليدية، ولا ريب أن هذا المنهج أكثر كلفة من التقليد والمحاكاة، لكنه في المقابل أكثر جدوى وأكثر إنتاجية (التكلفة غالباً تكون مرتفعة في البداية ثم تنخفض تدريجياً) هذا من جهة، ومن جهة ثانية فإن هذا المنهج يحافظ على أصالة المؤسسات المالية الإسلامية، كما يسمح لها

¹ عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 6-7.

² سامي السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2007، ص 130.

بالاستفادة من منتجات الصناعة المالية التقليدية ما دامت تلبي متطلبات المصادقية الشرعية، كما يساعد ذلك على استكمال المنظومة المعرفية للصناعة المالية الإسلامية¹.

وتكمن أهمية هذا المدخل فيما يلي:

- 4- تأكيد أصالة التمويل الإسلامي.
- 5- التعامل مع القيود القانونية التي تحد من الابتكار.
- 6- تلبية رغبات المستثمرين والممولين المتنوعة.
- 7- الاستجابة لمتطلبات النظام المالي العالمي والمحلي.
- 8- مواجهة اتساع مخاطر التمويل.
- 9- الحاجة إلى تعزيز الدور التشاركي للمصارف الإسلامية².

الفرع الثالث: متطلبات تحقيق الهندسة المالية الإسلامية

- تأسيس وتفعيل دور مؤسسات البنية التحتية في الصناعة المالية الإسلامية مثل مجلس الخدمات المالية الإسلامية والمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية وغيرها، بالإضافة إلى تأسيس مراكز مختلفة داخل المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، ومن هذه المراكز: مركز الرصد والتواصل المالي الإسلامي مع العملاء والجمهور، ومركز اعتماد التدريب المالي الإسلامي، ومركز المنتجات المالية الإسلامية، ومركز المعلومات والدراسات المالية.
- تأسيس الهيئة الشرعية لتكون المرجعية العليا، تفعيل دور الرقابة الشرعية في عملية تطوير المنتجات والمتابعة المستمرة لعمليات التنفيذ.
- إنشاء مراكز البحث والتطوير، تشترك في رأسماله جميع المؤسسات المالية الإسلامية والنوافذ الإسلامية.
- خلق البيئة المناسبة داخل المؤسسات المالية للتطوير والابتكار عبر تحفيز الموظفين وخلق ثقافة الإبداع والابتكار.
- تبني المؤسسات المالية لمبدأ الحماية الفكرية لمنتجاتها المبتكرة وذلك لتستفيد منها ماديا مما يشجعها على التطوير والابتكار.

- تطوير سياسات تسويق المنتجات المالية الإسلامية، لإشباع احتياجات المسلمين وغير المسلمين³.

¹ عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 6-7.

² يونس صوالحي، مرجع سابق، بدون صفحات.

³ محمد الأمين خنيوة وحنان علي موسى، مرجع سابق، ص 25-26.

- إعداد وتأهيل الإطارات اللازمة والتي تجمع بين الجوانب الفقهية والاقتصادية حيث تلعب خبرة هؤلاء الموظفين دوراً مهماً في تقليل المخاطر، ويؤدي فهمهم الدقيق لطبيعة المنتج إلى الاحتراز من الوقوع في المخالفات الشرعية وفهم أكبر لمتطلبات التطوير.
- العمل على إنشاء سوق مالية إسلامية تضمن مؤسسات الصناعة المالية الإسلامية تسويق منتجاتها من خلالها، وتأمين السيولة اللازمة لها، حيث أن هذه المؤسسات تواجه تحديات كبيرة وعوائق عديدة في تسويق منتجاتها وإيجاد التمويل المناسب لها من خلال الأسواق التقليدية¹.
- تمثل المرجعية الشرعية ركيزة هامة من ركائز التمويل الإسلامي، وذلك لضمان اتفاق الممارسة الفعلية مع أحكام الشريعة الإسلامية، وفي ضوء تعدد الهيئات وتعدد المصادر وغياب جهة تعمل على توحيد مصادر الفتوى والتخريج الشرعي لها جعل الأمر يصل إلى حد التضارب في الفتوى للموضوع الواحد، لذلك تبرز الحاجة إلى توحيد هذه الفتاوى وذلك بعرضها على مجمع الفقه الإسلامي الدولي أو تشكيل هيئة إسلامية للفتوى لا على أساس التمثيل السياسي، بل على أساس معايير موضوعية على أن تملك هذه الهيئة سلطة الإلزام بالنسبة للمعاملات المالية الإسلامية².
- سعي المؤسسات المالية الإسلامية للتميز في خدمة المجتمع، إذ يتعين على المؤسسات المالية الإسلامية دعم القطاع الخيري من خلال طرح مبتكرات مالية تلي هذه الحاجة، والاستفادة من الأفكار الواردة في مباحث الزكاة والوقف والصدقات في المدونات الفقهية وكيفية تطبيقها على الواقع، مثل إدارة صناديق الزكاة والقيام بالنظارة على الوقف، وبذلك تكون المؤسسات المالية الإسلامية متميزة في خدمة المجتمع المسلم في هذا الجانب لأن فيه تلبية لحاجاته الروحية³.

¹ محمد جاسر، نحو منتجات مالية إسلامية مبتكرة، مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية: الواقع .. وتحديات المستقبل"، نادي رجال الأعمال اليمنيين، صنعاء، 20-21 مارس 2010، بدون ترقيم الصفحات.

² فؤاد محمد محيسن، المصارف الإسلامية الواقع والتطلعات، المؤتمر الأول للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في سورية تحت شعار آفاق الصيرفة الإسلامية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، دمشق، 13-14 مارس 2006، ص 11.

³ عبد السلام زايدي، مرجع سابق، ص 12.

المبحث الثالث: منتجات الهندسة المالية بين الفكر الوضعي والإسلامي

إن تنوع الاحتياجات المالية وتزايدها وتزامنهما مع التطور التكنولوجي الكبير أفرز أدوات وآليات مالية تساعد على تقليل التكاليف والمخاطر وزيادة الأرباح، وتختلف هذه المنتجات من بيئة إلى أخرى، إذ تعد المشتقات المالية أهم منتجات الهندسة المالية التقليدية، في حين تعد الصكوك المالية الإسلامية من أهم منتجات الهندسة المالية الإسلامية.

تجدر الإشارة هنا إلى أنه ورغم التركيز على منتجات الهندسة المالية التقليدية والإسلامية في الأسواق المالية دون مثيلاتها في المؤسسات المالية والمصرفية غير أن هناك تداخل بين مختلف عناصر النظام المالي في أي اقتصاد، وهذا ما يتضح خاصة في صناديق الاستثمار التي تعد أحد المؤسسات المالية، كما تعد شهاداتها أحد أهم الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية .

ويقترن مصطلح الهندسة المالية بكل ما هو إبداع وابتكار سواء تعلق الأمر بالأدوات المالية والمشتقات المالية أو العمليات المالية أو حلول مشاكل التمويل، ولهذا ومن خلال هذا الفصل تمت دراسة مختلف أنواع منتجات الهندسة المالية، أين تم توضيح جوانب عدم الجواز لبعض الأدوات، وتوضيح مجالات تقديم بدائل شرعية في إطار محاكاة الهندسة المالية الإسلامية للهندسة المالية التقليدية، أو بدائل شرعية نابعة من لب الشرع الحنيف.

كما تجدر الإشارة هنا أنه تم استثناء كل من الصكوك وصناديق الاستثمار والمشتقات المالية من قائمة الابتكارات المالية في هذا الفصل، نظرا لأهميتها ولحداتها واختلاف الآراء الفقهية حولها، إذ تم تخصيص فصل خاص بها وهو الفصل الثاني.

وبالتالي سيتم عرض مختلف أنواع الأوراق المالية في هذا الفصل والموضحة في الشكل رقم (4.1)، أما باقي منتجات الهندسة المالية الإسلامية المتمثلة في الصكوك والمشتقات وشهادات الاستثمار، فسيتم تخصيص الفصل الموالي لعرضها.

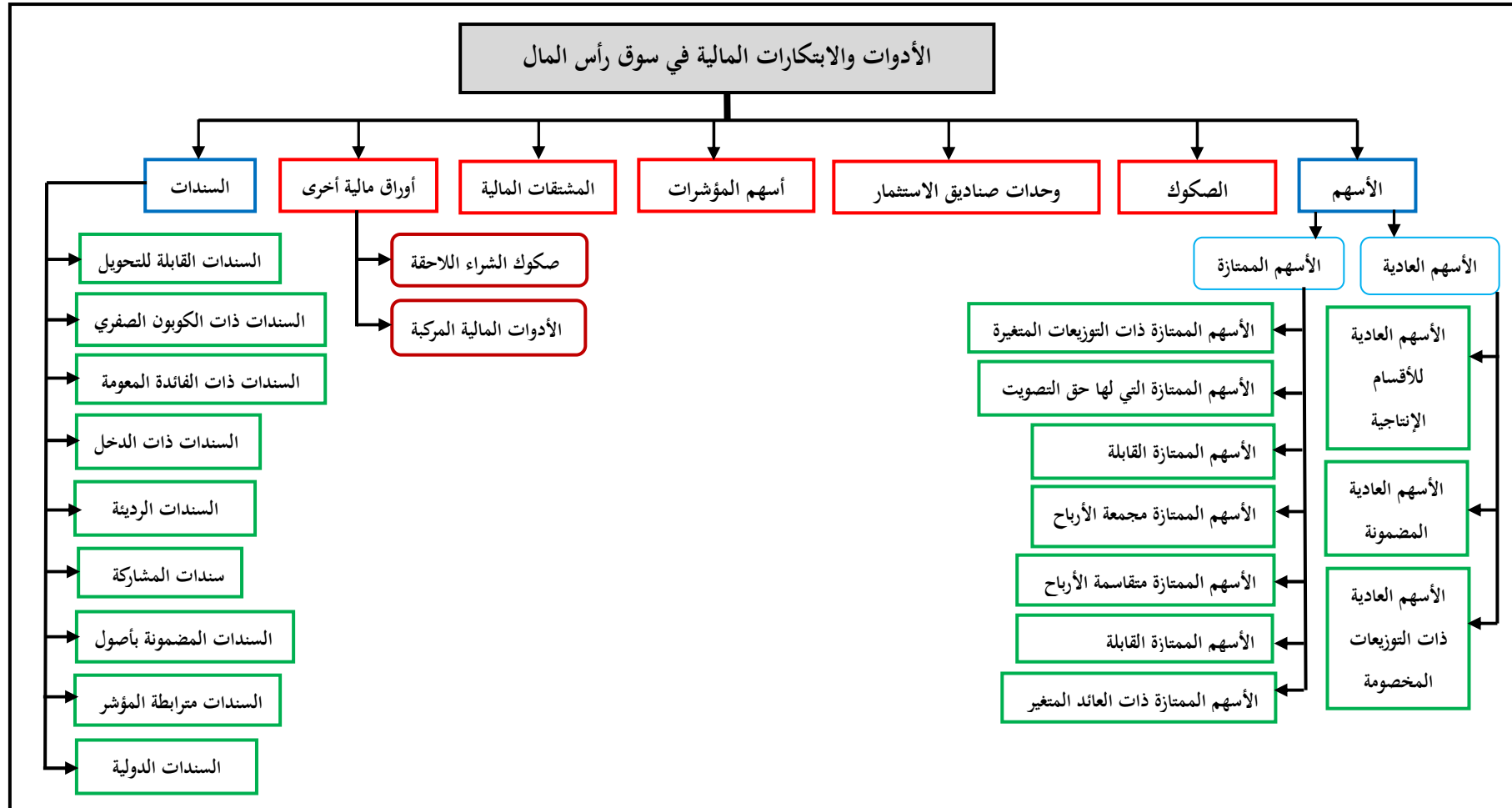
المطلب الأول: الأدوات المالية ومستحدثاتها في ميزان الشريعة

إن كون تاريخ ظهور الهندسة المالية كمصطلح في منتصف الثمانينات، لا يمنع اعتبار بعض الأدوات المالية التي ظهرت قبل ذلك من قبيل مستحدثات أو منتجات الهندسة المالية، حيث سيتم من خلال هذا المبحث عرض مختلف الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال وسوق النقد وأهم تطوراتها في إطار الهندسة المالية، بالإضافة إلى الأدوات المستجدة حديثاً في السوقين، مع توضيح مختلف الجوانب الشرعية لكل أداة على حدا. حيث ستكون نقطة البداية هي عرض مفهوم الأداة المالية، مروراً بمستحدثاتها في الفكر الوضعي، وصولاً إلى الحكم الشرعي والبدائل الشرعية المقترحة إن وجدت.

الفرع الأول: الأدوات والابتكارات المالية في سوق رأس المال وأحكامها الشرعية

تتنوع الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال وتتداخل في خصائصها بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات وأوراق مالية أخرى، وهذا ما أدى إلى تعدد أنواعها لهذا سيتم التركيز على أهم أنواعها ومستحدثاتها في إطار الهندسة المالية سواء التقليدية أو الإسلامية، كل ذلك موضَّح من خلال الشكل رقم (4.1) لنأتي بشيء من الشرح والتحليل لكل عنصر بعد الشكل.

الشكل رقم (4.1): الأدوات والابتكارات المالية في سوق رأس المال



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 15، 25.

وعبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مؤسسة الرسالة ناشرون، بيروت، 2008، ص 80، 87.

أولاً- الأسهم ومستحدثاتها في ميزان الشريعة

بصفة عامة تتميز الأسهم بقدوم التعامل بها من جهة وبجواز التعامل بها - خاصة الأسهم العادية- من جهة أخرى، غير أن التطورات الأخير والتي تدخل صلب الهندسة المالية أدت إلى وجود بعض الشبهات الشرعية التي يتعين إزالتها أو تكييفها وفق مبادئ الشرع الحنيف.

4. الأسهم مفاهيم عامة وأحكام شرعية

من خلال هذا العنصر سيتم التطرق إلى تعريف الأسهم ومختلف تصنيفاتها بحسب العديد من المعايير، بالإضافة إلى عرض موقف الشرع الحنيف من قيم الأسهم المختلفة.

1.1. تعريف الأسهم

السهم هو عبارة عن ورقة مالية تثبت امتلاك حائزها جزء من رأس مال المؤسسة التي أصدرته مع الاستفادة من كل الحقوق وتحمل كل الأعباء التي تنتج عن امتلاك تلك الورقة¹، وتطرح للاكتتاب في السوق الأولي، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، أين تخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة تحكمها عوامل عديدة متعلقة بالشركة المصدرة أو بالاقتصاد أو بحجم التداول وغيرها من العوامل.

ورغم أن الأسهم العادية تمثل غالبية حصص المساهمين وتعبّر عن الحالة الطبيعية لاهتمامات الشركة إلا أن هناك بجانبها الأسهم الممتازة².

2.1. أنواع الأسهم والتكييف الفقهي لها

من المعروف لدى الجميع أن إصدار الأسهم وتداولها لا يخالف أحكام الشريعة الإسلامية من حيث الأصل، ولكن عند اختلاف أنواع الأسهم يختلف حكمها، ويمكن بيان أهمها على النحو التالي:

أ- من حيث الحصة المدفوعة

1- **السهم العيني:** وهي الأسهم التي يكتب بها المساهم بدفع قيمتها عينا عقارا أو منقولا، وقد اختلف الفقهاء في جواز الاشتراك بالحصة العينية (العروض)، على ثلاثة أقوال:

- جواز الاشتراك بالعروض مقومة، وبه قال المالكية وأحمد في إحدى الروايتين عنه (الرأي الراجح).

¹ السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، 2010، ص 147.

² هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء، عمان، 2009 ص 92.

- جواز الاشتراك بالمثلثات كالحبوب، وبه قال الشافعي ومحمد ابن حسن من الحنفية.
- عدم الاشتراك بالعروض مطلقا، وبه قال أبو حنيفة وظاهر ومذهب أحمد.

2- **السهم النقدي:** وهي الأسهم التي يكتب بها المساهم بشرط أن يدفع قيمتها نقدا، وهذه الأسهم جائزة بالاتفاق، وذلك لأن الأصل في الشركة هو تقديم الحصة إليها نقدا، الذهب أو الفضة، أو ما يقوم مقامهما من الأوراق النقدية في عصرنا.

3- **الأسهم المختلطة:** وهي الأسهم التي يكتب بها المساهم ويدفع قيمتها مختلطا بالنقد والعين، كمن يصبح مساهما بعقار ومبلغ نقدي، وهذه الأسهم جائزة حيث يقدر القسم العيني بالنقد كالأسهم العينية.

4- **حصص التأسيس:** سميت بحصص التأسيس لأنها تقرر في بدء الشركة للمؤسسين مكافأة على ما بذلوه من جهود في سبيل تأسيس الشركة وهذا كان معمولا به أول ما عرفت هذه الحصص، أما الآن فتعطى هذه الحصص لغير المؤسسين وفي غير وقت تأسيس الشركة والتي تسمى بحصص الأرباح، ولقد ظهرت حصص التأسيس لأول مرة سنة 1858م عند تأسيس شركة قناة السويس البحرية لمكافأة مؤسسي الشركة على الجهود التي بذلها لإنجاح المشروع¹.

هي صكوك قابلة للتداول بدون قيمة اسمية، ولا تمثل جزءا من رأسمال الشركة، تصدر مقابل بعض الخدمات التي قدمت للشركة (براءة الاختراع أو حق امتياز وغيرها) وتمنح صاحبها الحق في أرباح محددة ومحتملة، والراجح عدم جواز إصدارها بوضعها التقليدي، لجهالة الثمن والمثمن، وللمفاسد المحتملة التي تتبعها، ويمكن اقتراح بدائل عن حصص التأسيس أو تعديلات حتى يجوز إصدارها:

- أن تقدم الشركة لمن أسدى لها خدمة مكافأة مقطوعة وتحسب من نفقات التأسيس.
- أن تقيم الشركة خدمات وحقوق هؤلاء بنقد ويتم تحديدها بأسهم تتساوى في الحقوق مع باقي الأسهم وتعطى لهم².

ب- من حيث الشكل: وتنقسم إلى:

1- **السهم الاسمي:** وهو الذي يكتب عليه اسم صاحبه والمستخرج من دفاتر الشركة والمُدونة فيه البيانات الخاصة بالمساهمين، بيان المدفوع من قيمة السهم، وعملية التنازل التي تمت وتاريخ حدوثها.

¹ شعبان البرواري، مرجع سابق، ص 94، 119.

² محمد حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية دراسة تطبيقية، دار النفائس، الأردن، 2010، ص 50، 56.

ولا يوجد في هذا أي خلاف فقهي، لأنها صكوك تحمل اسم صاحب الأسهم وتثبت ملكيته لها، وهذا هو الأصل في الشركة.

2- **السهم لحامله:** لا يذكر فيه اسم المساهم بل يذكر فيه لحامله، ويعتبر حامل السهم هو مالكة في نظر الشركة، ويحصل تداوله بالتسليم من يد إلى يد دون الحاجة إلى إثبات التنازل في دفاتر الشركة، وفي حكم هذا السهم هناك قولان:

الأول: لا يجوز إصدار الأسهم لحامله لجهالة الشريك، لأنه يفضي إلى النزاع والخصوم كما يؤدي إلى إضاعة حقوق أصحابها في حاله ضياعها أو سرقتها.

الثاني: بما أن المبيع أي الأسهم لحامله هو حصة شائعة في موجودات الشركة، وأن شهادة السهم هي وثيقة لإثبات هذا الاستحقاق في الحصة فلا مانع شرعا من إصدار أسهم الشركة بهذه الطريقة وتداولها، وهذا ما جاء به قرار مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة بمجدة في 9 - 14 ماي 1992.

3- **السهم الإذني أو لأمر:** يذكر اسم صاحب الحق فيه ويتضمن عبارة لإذن أو لأمر، ومن ثم يستطيع تداوله عن طريق التظهير دون الرجوع إلى الشركة، وهو جائز شرعا سواء كان بعوض كالبيع أو بغير عوض كالهبة، لانتفاء الجهالة بمعرفة المساهم الثاني، ولا يفضي إلى منازعة أو ضرر¹.

ج- **من حيث الحقوق الممنوحة لصاحبها:** وتنقسم إلى:

1- **أسهم عادية:** وهي الأسهم التي تتساوى في قيمتها، وتحول أصحابها حقوقا متساوية، وهذا النوع من الأسهم جائز لأنه يؤدي إلى المساواة وعدم التفاضل بين المساهمين مع الإشارة إلى بعض الاستثناءات سيتم توضيحها في مستحدثات الأسهم العادية لاحقا.

2- **الأسهم الممتازة:** وهي الأسهم التي تختص بمزايا لا تتمتع بها الأسهم العادية وذلك أن الشركة قد ترغب في زيادة رأسمالها، فتعطي الأسهم الجديدة امتيازات لا تتمتع بها الأسهم القديمة لتحفيز الجمهور للاكتتاب فيها، ومن بين هذه المزايا ما يلي:

- حق الأولوية في الحصول على الأرباح.
- استثناء فائدة سنوية ثابتة سواء ربحت الشركة أم خسرت.
- حق منح صاحب السهم الممتاز أكثر من صوت واحد في الجمعية العمومية.

¹ محمد هارون، أحكام الأسواق المالية، ط2، دار النفائس، عمان، 2009، ص 200، 202.

والرأي الشرعي الراجح المتعلق بهذه الأسهم هو عدم جوازها، لعدم جواز التفاضل في الربح¹، وقد جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة بجدة في 9-14 ماي 1992، أنه: لا يجوز إصدار أسهم ممتازة لها خصائص مالية تؤدي إلى ضمان رأس المال أو ضمان قدر من الربح أو تقديمها عند التصفية أو عند توزيع الأرباح، ويجوز إعطاء بعض الأسهم خصائص تتعلق بالأمور الإجرائية والإدارية.

3- **الأسهم غير العادية:** وتتمثل هذه الأسهم في صيغة الأسهم غير المصوتة (Non-Voting Shares)، وهي من نوع رأس مال المضاربة حيث لا يملك رب المال التدخل في الإدارة، ويمثل هذا النوع من الأسهم باباً من أبواب الخير الذي يحسن بالمفكرين والمشرعين في العالم الإسلامي أن ينتبهوا إليه لإدخاله في التطبيقات المعاصرة، ولقد كانت دولة البحرين هي أول دولة إسلامية تتقبل نظام الأسهم غير المصوتة وذلك بصدر القرار الوزاري رقم 17 لسنة 1986م وهو القرار الذي شهدت البلاد على أثره تسجيل عدد من الشركات المالية الإسلامية².

د- من حيث الاستهلاك وعدمه

1- **أسهم رأس المال:** وهي الأسهم التي لا تستهلك قيمتها ولا يجوز لصاحبها استرداد قيمتها من الشركة ما دامت قائمة، وهي جائزة.

2- **أسهم التمتع:** وهي الأسهم التي استهلك قيمتها بأن ردت قيمة السهم إلى المساهم قبل انقضاء الشركة، ويبقى صاحبها شريكاً له حق الحصول على الأرباح والتصويت في الجمعية العمومية ويطلق على هذه العملية استهلاك الأسهم³، ولا تقدم الشركة إلى استهلاك أسهمها إلا لوجود سببين:

الأول- حصول الشركة على امتياز من الحكومة أو غيرها من الهيئات العامة لمدة معينة لاستغلال مورد معين من موارد الثروة الطبيعية أو مرفق من المرافق العامة تقول بعدها ممتلكات الشركة للجهة مانحة الامتياز.

الثاني- كون موجودات الشركة قابلة للزوال أو كونها مما يهلك بالاستعمال كأن تكون سفناً أو طائرات وبالتالي يستحيل على المساهمين في هذه الحالات الحصول على قيم الأسهم عند نهاية حياة الشركة.

أما الحكم الشرعي لأسهم التمتع فيمكن مناقشته فيما يلي:

¹ بديعة أحمد، أحكام الأسهم والسندات وغيرها من المستجدات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص 28، 31.

² سامي حمود، الأدوات المالية الإسلامية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، ص 1039، نقلاً عن موقع الانترنت shamela.ws/browse.php 2/25/2015.

³ أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة، دار الكتاب الثقافى، الأردن، 2008، ص 40.

• **أسهم تمتع غير جائزة:** إذا كانت القيمة المعطاة للشريك هي القيمة الحقيقية للسهم، سواء كانت أقل من القيمة الاسمية أو أعلى منها، لأن صلته بالشركة تكون قد انتهت ويكون المساهم قد استوفى من الأموال ما يوازي حصته، فلا يستحق بعد ذلك شيئاً من ربح الشركة.

أما إذا كانت القيمة المعطاة للمساهم هي القيمة الاسمية، فإن كانت أقل من قيمتها الحقيقية فإن علاقة الشريك بالمساهم بالشركة تظل قائمة، لأنه أخذ القيمة الاسمية للسهم وهو رأس ماله المدفوع في بداية الشركة، فيبقى له الحق في موجودات الشركة وفي رأس مالها الاحتياطي، وإن كانت القيمة أعلى فلا يبقى له حق في الشركة لأنه استوفى رأس ماله.

• **أسهم تمتع جائزة:** وتكون أسهم التمتع جائزة في الحالات التالية:

- أن يعطى المساهم قيمة السهم الاسمية أقل من القيمة الحقيقية فيبقى له في موجودات الشركة وفي رأس مالها الاحتياطي فيستحق حينئذ أن يأخذ جزءاً من أرباح الشركة حسب النسبة الباقية من قيمة أسهمه غير المستردة إليه، وهي بالطبع أقل من أرباح بقية الأسهم التي لن ترد قيمتها.

- التصفية الجزئية المستمرة، بإعطاء كل من المساهمين نسبة معينة من قيمة أسهمهم بالتساوي وحسب عددهم.

- اقتطاع مبلغ معين من أرباح الشركة سنوياً وإيداعه باسم المساهمين إلى أن يبلغ قيمة الأسهم جميعاً، إلى حين انتهاء الشركة أو انتهاء امتيازها فيأخذونه¹.

هـ- **باعتبار المنح من عدمه:** وتشمل ما يلي:

1- **أسهم غير مجانية:** وهي الأسهم التي يدفع صاحبها قيمتها، فهذا مما لا غبار عليه شرعاً.

2- **أسهم مجانية:** وهي الأسهم التي تمنحها الشركة للمساهمين مجاناً في حالة زيادة رأس مال الشركة على شكل ترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأس المال الأصلي، ويتم توزيعها حسب قدر الأسهم، وهذا النوع من الأسهم جائز شرعاً².

2. **موقف الفقه من قيم الأسهم**

✓ **القيمة الاسمية:** يجوز ابتداء إصدار الأسهم بقيمة اسمية، لأن الصك الذي يثبت حصة الشريك في رأس مال الشركة مطابقاً للمبلغ الذي يساهم به حقيقة في رأس المال.

✓ **القيمة الحقيقية:** جائزة شرعاً، فهي بمثابة المؤشر الحقيقي لأرباح الشركة أو خسارتها.

¹ أحمد أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص 90، 94.

² شعبان البرواري، مرجع سابق، ص 96.

✓ القيمة السوقية: تختلف بحسب العرض والطلب، فيجوز بيع الأسهم بأقل أو أكثر من قيمتها الاسمية.

✓ قيمة الإصدار اللاحق

أ- يجوز إصدار أسهم لاحقة إذا كانت قيمتها مساوية للقيمة الحقيقية أو السوقية للأسهم فلا مانع شرعا من إصدار أسهم جديدة بقيمة إصدارية سواء كانت مساوية للقيمة الاسمية للأسهم أو أعلى منها أو أقل منها، لأن العبرة بالواقع وبسعر السوق ولتعرضها للربح والخسارة.

ب- إذا كانت أقل من القيمة الحقيقية فهذا لا يجوز شرعا وذلك لإلحاق الضرر بالمساهمين القدامى، حيث يؤدي إلى نقصان قيمة أسهمهم أو حرمانهم من حقهم في هذا المال، إلا إذا عوضوا عن حقوقهم من خلال منحهم أسهما جديدة بقدر حقوقهم، أو دفع الفرق لهم نقدا أو مقسطة أو نحو ذلك.

ج- وأما إذا كانت قيمة الإصدار أعلى من القيمة الحقيقية فحينئذ إذا كانت تعبر عن سعرها السوقي فهذا جائز¹.

في حين أن ما يتعلق بإضافة نسبة معينة من قيمة السهم لتغطية مصاريف الإصدار لا مانع منها شرعا ما دامت هذه النسبة مقدرة تقديرا مناسبا، حسب قرار مجمع الفقه الإسلامي المتعلق بالأسواق المالية في دورته السابعة بجدة في 9-14 ماي 1992.

2. مستحدثات الأسهم في إطار الهندسة المالية وأحكامها الشرعية

انطلاقا من تعريف الهندسة المالية والتي في شقها هي عبارة عن تطوير لأدوات مالية قائمة، فقد شهدت الأسهم استحداث لبعض جوانبها في إطار الهندسة المالية لما يحقق أهداف المتعاملين بها، ويمكن توضيح أهم مستحدثات الأسهم العادية والممتازة فيما يلي:

أ. مستحدثات الأسهم العادية: للأسهم العادية أنواع عدة، وتمثل خصائص الأنواع الموالية أهم المستحدثات التي جاءت في إطار الهندسة المالية.

1- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: الأصل أن يكون للمنشأة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح المحققة، ولكن بعض الشركات الأمريكية أصدرت في الثمانينات أنواع أخرى من الأسهم الإنتاجية يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة، ورغم مزايا هذه الأسهم فقد خلقت نوع من تضارب المصالح بين المستثمرين.

¹ علي القره داغي، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، ص 81-82: shamela.ws/browse.php 2015/1/15.

2- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا يعتبر من الأعباء التي تخصم قبل احتساب الضريبة، وفي الثمانينات صدر في الولايات المتحدة الأمريكية تشريع ضريبي يسمح للمنشآت التي تباع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها بخضم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل احتساب الضريبة.

3- الأسهم العادية المضمونة: الأصل في الأسهم العادية هو أنه ليس لحاملها الحق في الرجوع على المنشأة التي أصدرتها في حالة انخفاض قيمتها السوقية، إلا أنه ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1984 لأول مرة أسهما عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار (خسائر محدودة وأرباح غير محدودة بالنسبة لحامل السهم)¹.

وكما قد أشرنا سابقا فقد جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة أنه لا يجوز إصدار أسهم لها خصائص مالية تؤدي إلى ضمان رأس المال أو ضمان قدر من الربح أو تقديمها عند التصفية أو عند توزيع الأرباح، ويجوز إعطاء بعض الأسهم خصائص تتعلق بالأمور الإجرائية والإدارية.

ب- مستحدثات الأسهم الممتازة

تختلف الأسهم الممتازة باختلاف التفضيل المقدم من قبل الشركة المصدرة لحامل السهم من أجل تحفيزه على الاكتتاب في هذه الأسهم، أما فيما يتعلق بالحكم الشرعي فقد تم الإشارة إلى عدم جواز الأسهم الممتازة للمزايا التفضيلية المتاحة لحملتها على حساب حملة الأسهم العادية (عدا الأسهم التي تعطي للمساهمين القدامى الحق في الاكتتاب قبل غيرهم)، ومع هذا سيتم توضيح بعض الجوانب الشرعية لبعض أنواع الأسهم الممتازة المستحدثة، وفيما يلي أهم أنواعها:

1- الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح: هي تلك الأسهم التي يمنح حاملها الحق في الحصول على الأرباح المتحققة عن السنوات التي لم يتقرر توزيع الأرباح فيها، أي بمعنى آخر إن الشركة المصدرة للأسهم الممتازة ترحل حصة المستثمر فيها من الأرباح المتحققة في السنوات السابقة إلى السنة التي يتقرر فيها توزيع الأرباح.

2- الأسهم الممتازة متقاسمة الأرباح: وهي تلك الأسهم الممتازة التي تحصل على أرباح إضافية، بالإضافة إلى النسبة الثابتة من الأرباح المحددة بشهادة الإصدار، يتم منح حامل السهم الممتاز الحق في مشاركة حاملي الأسهم العادية في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئياً، بعد أن يحصلوا على نصيبهم من الأرباح عند اتخاذ قرار التوزيع.

¹ عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 17-18.

3- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء: عادة ما يكون شرط الاستدعاء لصالح الشركة المصدرة للأسهم الممتازة إذ يتم منح الشركة حق استدعاء الأسهم الممتازة وإعادة قيمتها إلى المستثمر، سواء بالطلب من المستثمر بإعادة الأسهم الممتازة إلى الشركة، أو شرائها من السوق المالي، ولغرض إرضاء المستثمر وقبوله بهذا الشرط تمنح أغلب الإصدارات علاوة على القيمة الاسمية للسهم الممتاز تسمى علاوة الاستدعاء¹.

4- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: الأصل أن الأسهم الممتازة لها توزيعات ثابتة، وتحدد بنسبة محددة من القيمة الاسمية للسهم، وظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية في سنة 1982م لأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيه التوزيعات بمعدل العائد على سندات الخزينة (أو سعر الفائدة على القروض بين البنوك في سوق لندن المالية المسمى ليبور والذي سيتم شرحه ضمن عنصر حلول مشاكل التمويل)، على أن يتم التعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاثة أشهر بناء على التغيرات التي تطرأ على عائد تلك السندات، وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم عادة ما ينص على ألا تقل نسبة التوزيعات عن 7,5 % من القيمة الاسمية للسهم.

5- الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت: هي الأسهم الممتازة التي تعطى كتعويض لحملة الأسهم العادية عن انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي.

6- الأوراق المالية القابلة للتحويل: وتمثل في الأسهم الممتازة والسندات التي تصدرها الشركة وتعطي الحق لحاملها اختياريا لتحويل هذه الأوراق إلى أسهم عادية².

ثانيا- السندات ومستحدثاتها في ميزان الشريعة

قدم المهندسون الماليون تعديلات جديدة للسندات لتتماشى مع رغبات طالبي وعارضي الأموال، ورغم أن السندات بالمحمل لا تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية غير أنه سيتم توضيح الشبهات الشرعية التي تشوبها وعرض مختلف مستجداتها وكذا بدائلها الشرعية والمتمثلة في الصكوك الإسلامية والتي تمثل إحدى أهم منتجات الهندسة المالية الإسلامية الناتجة عن الإبداع والابتكار النابع من صميم هذه الأخيرة.

¹ دريد آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة، عمان، 2012، ص 205-206.

² عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، مرجع سابق، ص 17، 22.

1. مفهوم السند وحكمه الشرعي

1.1. مفهوم السند

السند هو التزام تعاقدى مكتوب يتعهد بموجبه المقرض (المصدر للسند) بتقديم مدفوعات إلى المقرض (المحتفظ بالسند) والتي هي فائدة تدفع خلال عدد محدود من السنوات، بالإضافة إلى أصل المبلغ أو القيمة الاسمية¹. وتنقسم السندات إلى أنواع عدة نتيجة التطورات الحاصلة عليها في إطار الهندسة المالية، ويمكن توضيح أهم أنواع السندات حسب عدة معايير كما في الجدول الموالي:

الجدول رقم (2.1): أهم أنواع السندات

المعيار	النوع
جهة الإصدار	1. سندات الهيئات الدولية والإقليمية
	2. السندات الحكومية
	أ. سندات الحكومة المركزية
	- السندات الادخارية: غير قابلة للتداول
	- سندات الخزينة
	- صكوك المديونية: موارد إضافية لتغطية عجز الموازنة
	- شهادات الاستثمار: تصدرها البنوك لصالح الحكومة
	✓ مجموعة (أ): لعشر سنوات، تحصيل القيمة الاسمية والفوائد في تاريخ الاستحقاق
	✓ مجموعة (ب): الفوائد على فترات والقيمة في نهاية المدة
	✓ مجموعة (ج): ذات جوائز اعتماداً على اليانصيب، ولا فوائد لها
تاريخ الاستحقاق	ب- سندات الحكومة المحلية
	ج- سندات الهيئات ذات طابع الخدمات الاجتماعية العامة (مدارس مستشفيات...)
	3. سندات الشركات:
	أ- سندات عالية المردودية
	ب- سندات رديئة منخفضة الجودة: تستخدم حصيلتها من قبل أعضاء مجلس الإدارة لشراء أسهم الشركة المتداولة
	1. السندات ذات التاريخ المحدد
	2. سندات السلسلة: سداد الشركة لعدد معين من السندات كل عام
	3. سندات ذات التسديد التدريجي
	4. السندات القابلة للاستدعاء والإطفاء: عن طريق القرعة يتم رد قيمة السند وعلاوة الإصدار قبل تاريخ الاستحقاق

¹ هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 109.

الفصل الأول: الإطار النظري للهندسة المالية

5. السندات القابلة للتحويل (إلى أسهم) 6. السندات القابلة للتمديد: تمديد المدة بعد تاريخ الاستحقاق. 7. السندات القابلة للشراء: تعهد المصدر بشراء عدد من السندات المتداولة بأقل من سعر معين (القيمة الاسمية عادة) خلال فترة معينة. 8. سندات تخول لحاملها الحق في استرداد قيمتها بإرادته المطلقة 9. السندات المسترجعة: استرجاع قيمتها خلال محطات زمنية معينة. 10. السندات الدائمة: ليس لها تاريخ استحقاق والطريقة الوحيدة للتخلص منها هو بيعها لشخص آخر، ويمكن للشركة المصدرة شراؤها*.	
1. سندات بفائدة ثابتة 2. سندات بفائدة متغيرة (معمومة) 3. السندات ذات الكوبون الصفري: تباع بخخص 4. سندات الدخل: تحصل على الفوائد في حالة تحقيق المصدر للأرباح مع التعويض على السنوات التي لم يحصل فيها على فوائد من أرباح السنوات اللاحقة 5. سندات المشاركة: أرباح إضافة إلى الفوائد الدورية 6. سندات مرتبطة بمقاييس معينة: الرقم القياسي للأسعار، مستوى المعيشة، معدل التضخم 7. سندات ذات النصيب: فوائد بالإضافة إلى جوائز بالقرعة 8. سندات بفائدة متزايدة	العائد
1. سندات محلية 2. سندات دولية: أ. سندات الأورو دولار ب. سندات أجنبية	عملة الإصدار
سندات تصدر بقيمتها الاسمية، سندات تصدر بأقل من قيمتها الاسمية (لجلب المستثمرين)	قيمة الإصدار
سندات مضمونة، سندات غير مضمونة	الضمان
سندات قصيرة، متوسطة، وطويلة الأجل	الأجل
سندات اسمية، سندات لحامله	الشكل

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على: محمد عدنان بن الضيف وبيع المسعود، أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية، الملتقى الدولي حول: الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، جامعة غرداية، الجزائر، 23/24 فيفري 2011، ص 4، 7.

* السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، 2010، ص 142.

ضمن العناصر الموالية سيتم توضيح مفاهيم بعض أنواع السندات المستحدثة مع تقديم الأحكام الشرعية لمختلف أنواعها التقليدية والمستحدثة.

2.1. الحكم الشرعي للسندات

إن الشريعة الإسلامية لا تعترض على شكل الصك الذي يمثل حق القرض، كما أن حماية حقوق الدائنين (حملة السندات) وتأمين حصولهم على قروضهم، وما تقوم به جماعة حملة السندات مطلب شرعي ترعاه الشريعة الإسلامية التي تحرم المماطلة في أداء الديون لقوله (ﷺ): "مطل الغني ظلم". صحيح البخاري والاعتراض الموجه إلى هذا النظام من قبل الشريعة الإسلامية يتعلق بالمقابل الذي يحصل عليه صاحب السند، وهو الفائدة الدورية على رأس المال لأن هذه الأخيرة من ربا النسيئة المحرم بالكتاب والسنة¹، وفي هذا المقام تجب الإشارة إلى أنواع الربا وهي كما يلي:

النوع الأول - ربا الجاهلية أو ربا الديون أو ربا النسيئة: وهو الزيادة في الدين نظير الأجل سواء:

- نشأ ربا الدين عن قرض بزيادة مشترطة عند العقد.
 - نشأ عن بيع مؤجل أعيد تأجيله بربا للعجز عن الوفاء عند الأجل الأول.
- وربا الديون يدخله النساء فقط دون ربا الفضل.

النوع الثاني: ربا البيوع

يشمل ربا البيوع ربا الفضل وربا النسيئة، ولا يكون الفضل منفردا إلا من حيث الأجل، فالزيادة تكون فضلا إذا كان تبادل الجنسين حاضرا أما مع الأجل فهي تجمع بين النساء في مقابل الأجل والفضل أيضا. فمثلا ربا النسيئة منفردا: بيع الربوي بجنسه مع الأجل كبيع أوقية ذهب بأوقية ذهب مع تأجيل قبض إحداهما. مثال ربا الفضل منفردا: بيع الربوي من جنسه متفاضلا. مثال عن اجتماع ربا الفضل وربا النسيئة: كبيع الربوي بجنسه في أجل مع التفاضل كبيع أوقية من الذهب بأوقية وربع أوقية إلى أجل.

وربا البيوع لم يكن معروفا لدى العرب تحت مصطلح الربا وإنما أصبح ربا بالسنة النبوية من خلال بعض الأحاديث النبوية الشريفة لقوله (ﷺ): "الذهب بالذهب، والفضة بالفضة، والبر بالبر، والشعير بالشعير، والتمر بالتمر، والملح بالملح، مثلا بمثل، سواء بسواء، يدا بيد، فإذا اختلفت هذه الأصناف فبيعوا كيف شئتم، إذا كان يدا بيد"².

¹ عبد الله سيد، الأسواق المالية والبورصات من المنظور الشرعي والقانوني، دار الكتب القانونية ودار شتات للنشر والبرمجيات، مصر، 2010، ص 54.

² حسن الأمين، حكم التعامل المصرفي المعاصر بالفوائد تحليل فقهي واقتصادي، ط 4، ورقة معلومات أساسية رقم 7، المعهد الإسلامي للبحوث والتطوير البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 2003، ص 15، 22.

هذا وقد اختلفت آراء الفقهاء المعاصرين في إصدار وتداول السندات بين محرم لها مطلقا وجميع أنواعها، ومبيح لها بشروط، ومجيز لأنواعها المختلفة، وقد تضمنت هذه الآراء عدة جوانب نوقشت حول شهادات الاستثمار والتي تمثل سندات دين تصدر عادة لصالح الحكومة خاصة تلك التي قام البنك الأهلي المصري منذ منتصف الستينيات بإصدارها وتسويقها لصالح الحكومة المصرية، كما يلي:

- القول بأن السندات أو شهادات الاستثمار مضاربة شرعية: وهذا لا يصح لأن المضاربة عقد شركة بين صاحب المال والمضارب، والربح بينهما بحسب الاتفاق وأما الخسارة فعلى رب المال فقط دون المضارب، فالربح في المضاربة غير مضمون على خلاف شهادات الاستثمار.
- القول بأن شهادات الاستثمار نافعة للأفراد والأمة، فيجانب عنه بأن الربا لا يخلو من المنافع، لكن الموازنة الشرعية بينها وبين المضار التي تترتب على الربا من القضاء على روح التعاون ووقوع الأمة الإسلامية في التبعية الاقتصادية للفكر الغربي، تقضي بتحريم السندات القائمة على أساس الربا.
- أما القول بأن شهادات الاستثمار يشترها الشخص بنية مساعدة الدولة: فقد تم الرد عليه بأن النية الحسنة لا تؤثر في الحرام ولا تغيره من حرام إلى حلال.
- القول بأن الفائدة التي يحصل عليها صاحب الشهادات هي نوع من المكافأة أو الهبة التي تقدمها الدولة لأبنائها العقلاء، وتم الرد على ذلك في أن الفائدة تكون ملزمة للشركة في حين أن الهبة غير ملزمة.
- القول بالتراضي بين طرفي التعامل يجيز هذه المعاملة، فيرد عليها بأن التراضي على الحرام لا يبيحه¹.
- إدخال شهادات الاستثمار ذات الجوائز: أين تتم عملية سحب دورية ليفوز فيها بعض حملة تلك الشهادات بجوائز مالية اعتمادا على نتيجة اليانصيب ولا يترتب عليها فوائد لحامل السند (يصدرها البنك الأهلي المصري)².
- في نطاق الوعد بجائزة أي بالجملة وهذا مرفوض شرعا، لأن الجائزة تكون مقابل عمل كرد ضائع، أو تفوق علمي... في حين أن هذه الجائزة فهي ثمرة إقراض، أما القرعة هنا فهو مجرد قمار³.

¹ محمد شبير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، ط 6، دار النفائس، الأردن، 2007، ص 220، 222.

² محمد هارون، مرجع سابق، ص 214.

³ وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر، دمشق، 2002، ص 386.

- القول بأن تحديد الفائدة أو الربح أصبح ضروريا فهو من المصالح المرسلّة: المصالح المرسلّة هي كل منفعة ملائمة لمقصد الشارع وما تفرع عنه من قواعد كلية، ولم يشهد لها نص خاص بالاعتبار أو الإلغاء¹، والنظر إلى قضية السندات يتضح أنه تقرر أنها من باب الربا المحرم شرعا بنصوص قاطعة في القرآن والسنة وقد أجمعت عليه الأمة². من خلال ما سبق يتضح عدم جواز السندات بمختلف أنواعها، وقد تأكد إجماع المسلمين على هذا الحكم، وهو أن الزيادة على أصل القرض ربا محرم ومن ذلك:

➤ ما جاء في قرار المؤتمر الإسلامي الثاني لمجمع البحوث الإسلامية بالقاهرة، عام: 1385هـ، الموافق 1965م:

1- الفائدة على أنواع القروض كلها ربا محرم، لا فرق في ذلك بين ما يسمى بالقرض الاستهلاكي، وما يسمى بالقرض الإنتاجي لأن نصوص الكتاب والسنة في مجموعها قاطعة في تحريم النوعين.

2- كثير الربا وقليله حرام، كما يشير إلى ذلك الفهم الصحيح في قوله تعالى: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا الرِّبَا أَضْعَافًا مُضَاعَفَةً وَاتَّقُوا اللَّهَ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ﴾ آل عمران 130.

3- الإقراض بالربا محرم لا تبيحه حاجة ولا ضرورة، والاقتراض بالربا محرم كذلك، ولا يرتفع إثمه إلا إذا دعت إليه الضرورة... وكل امرئ متروك لدينه في تقدير ضرورته³.

➤ قرار رقم: 60 (6/11)[1] بشأن السندات لمجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنعقد في دورة مؤتمره السادس بجدة في المملكة العربية السعودية من 17-23 شعبان 1410 الموافق 14 - 20 مارس 1990م:

- إن السندات التي تمثل التزاماً بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إليه أو نفع مشروط محرمة شرعاً من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول، لأنها قروض ربوية سواء كانت الجهة المصدرة لها خاصة أو عامة ترتبط بالدولة، ولا أثر لتسميتها شهادات أو صكوكاً استثمارية أو ادخارية أو تسمية الفائدة الربوية الملتزم بها ربحاً أو ريعاً أو عمولة أو عائداً.

- تحرم أيضاً السندات ذات الكوبون الصفري باعتبارها قروضاً يجري بيعها بأقل من قيمتها الاسمية، ويستفيد أصحابها من الفروق باعتبارها حسماً لهذه السندات.

¹ www.habous.gov.ma 21/2/2016.

² ماجد الكندي، أسواق الأوراق المالية وضوابطها في النظر الفقهي، وزارة الأوقاف والشؤون الدينية، مسقط، 2006، ص 92.

³ www.kantakji.com 3/12/2014.

- كما تحرم أيضاً السندات ذات الجوائز باعتبارها قروضاً اشترط فيها نفع أو زيادة بالنسبة لمجموع المقرضين، أو لبعضهم لا على التعيين، فضلاً عن شبهة القمار¹.

وفي ظل تحريم السندات ظهرت بدائل شرعية لها تتمثل أساساً في الصكوك المالية الإسلامية، والتي تتنوع بتنوع صيغ التمويل الإسلامي، على أن تتم مناقشة هذه الأخيرة في الفصل الثاني.

2. مستحدثات السندات في إطار الهندسة المالية وأحكامها الشرعية

1- السندات ذات الكوبون الصفري: تباع بخصم على القيمة الاسمية، على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند الاستحقاق، كما يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد إذا رغب حاملها في التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق.

2- السندات ذات الفائدة المتحركة أو المتغيرة: floating rate notes وهو نوع من السندات استحدثت في بداية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة مما يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسندات، وعادة يحدد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات ويعاد النظر فيه كل ستة شهور.

3- السندات ذات الدخل: لا يمكن لحملة هذه السندات المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المنشأة أرباحاً، ومع هذا فمن الممكن أن ينص في بعض العقود على أن يحصل حامل السند على الفوائد عن السنوات التي لم تتحقق فيها أرباح من سنوات لاحقة.

4- السندات الرديئة: استحدثت في الثمانينات لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس المال الخاص بالمنشأة التي يديرونها، وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانباً كبيراً من أسهمها المتداولة في السوق.

5- سندات المشاركة: تعطي المستثمر الحق ليس فقط في الفوائد الدورية بل وفي جزء من أرباح المنظمة.

6- السندات القابلة للتحويل: وقد تم شرحها في إطار شرح الأسهم الممتازة القابلة للتحويل².

7- السندات مترابطة المؤشر: هي عبارة عن سندات تعدل قيمتها الاسمية والدفعات الدورية أيضاً لكي تتماشى وتعكس واقع التضخم ومعدله فكأنما هذه السندات عبارة عن سندات محمية من أثر التضخم مما يعطي استقراراً في أسواق هذه الأوراق المالية³.

¹ www.iifa-aifi.org 3/12/2014 .

² عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، مرجع سابق، ص 21-22.

³ هاشم العبادي، مرجع سابق، ص 65.

8- السندات الدولية: تصنف السندات الدولية إلى نوعين هي:

أ. **السندات الأوربية:** وهي سندات تصدرها جهات مقترضة تنتمي إلى دولة معينة خارج حدود دولتها، وفي أسواق المال لدولة أخرى وبعملة غير عملة الدولة التي يتم فيها طرح السندات للاكتتاب.

ب. **السندات الأجنبية:** وهي سندات تصدرها جهات مقترضة تنتمي إلى دولة معينة خارج حدود دولتها، أي في أسواق رأس المال لدولة أخرى وبعملة نفس الدولة التي تم طرح السندات بها¹.

9- **السندات المضمونة بأصول:** هي عبارة عن سندات يصدرها مقرض بقيمة القرض قابلة للتداول في الأسواق المالية، وبذلك يسترد المقرض ما قام بإقراضه من خلال البورصة، ويقوم بدفع العوائد على السندات من الفوائد التي يسددها المقرض، وتكون السندات هنا مضمونة بتدفقات القرض الأصلي.

حيث أن هذه العملية تقوم على فكرة تحويل الدين من صك غير قابل للتداول إلى ورقة مالية مضمونة بأقساط القرض وقابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، وحصول المقرض على قيمة قرضه بالكامل قبل حلول موعد سداد الأقساط، وهذا ما يسمى بالتوريق أو التسديد².

ثالثاً- صكوك الشراء اللاحقة والمنتجات المالية المركبة

بالإضافة إلى مستحقات الأسهم والسندات فقد ظهرت أوراق مالية جديدة تتداخل في خصائصها مع الأسهم والسندات، وأهم هذه الأدوات ما يلي:

1. **صكوك الشراء اللاحقة Warrants:** وهي إحدى الوسائل التي تلجأ إليها الشركة لتحفيز المدخرين للاستثمار في الأسهم العادية (وعادة ما تقوم مؤسسات رأس المال المخاطر بإصدار أسهم ممتازة مصحوبة بصكوك تعطي الحق في شراء أسهم عادية³)، فصكوك الشراء اللاحقة عبارة عن صك يقوم المستثمر بشرائه وهذا الصك يكفل له حق شراء عدد محدد من أسهم الشركة في تاريخ لاحق وبسعر محدد مسبقاً بصرف النظر عن السعر السوقي وقت تنفيذ هذه العملية، وهذه الصكوك توفر الأمان والحماية للمستثمر ضد مخاطر تغير الأسعار⁴.

كما يمكن تعريف صكوك شراء الأسهم على أنها حق اختيار يسمح بالحصول أو الاكتتاب خلال فترة معينة وبسعر محدد مسبقاً في أسهم الشركة المصدرة سواء في فرع من الفروع أو في الشركة الأم، وتجدر الإشارة إلى أن

¹ محمد القريشي، المالية الدولية، مؤسسة الوراق، عمان، 2008، ص 260.

² السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 152.

³ عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص 84.

⁴ عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، مرجع سابق، ص 25.

شهادة الصك تبين عدد الصكوك المقابلة لسهم واحد أو عدد من الأسهم التي يمكن للمستثمر شراءها بصك واحد، وفي كثير من الحالات يكون الصك مقابل سهم واحد.

وقد تستعملها الشركات المصدرة كوسيلة لبيع بعض السندات المرفقة بالصكوك في شكل مجموعات، إذ لا يمكن للمستثمر في هذه الحالة شراء الصك بمفرده، كما قد تستعملها لرفع أسعار الأصول المرفقة بالصكوك والحصول على رؤوس الأموال عند الحاجة.

ولقد توسع استعمال هذه الصكوك، حيث تمت أولى عمليات بيع السندات الدولية المرفقة بصكوك في أواخر الستينات من القرن الماضي، على الرغم من أن تطورها الحقيقي قد تم خلال عشرية الثمانينات.

وتستعمل هذه الصكوك في عملية التحوط من مخاطر ارتفاع أسعار الأسهم التي يرغب المستثمر في شرائها في المستقبل، أين تكون الأسعار محددة في بداية العقد، في ظل مراهنة المستثمر على ارتفاع أسعار أسهم هذه الشركة في المستقبل.

ويمكن تقسيمها إلى نوعين:

الأول - لا يمكن تسويقها بمفردها وإنما تتداول رفقة ورقة مالية أخرى كالسندات.

الثاني - يمكن تداولها بصورة مستقلة كأى ورقة مالية قابلة للتداول في البورصة¹.

إن إصدار هذا النوع من الصكوك والذي يوفر الحماية ضد تقلبات الأسعار جائز حسب آراء بعض الفقهاء، -إذ يرى على سبيل المثال سيد عرفة أن صكوك الشراء اللاحقة جائزة²-. لكن السؤال المطروح، هو مدى شرعية تداول هذه الصكوك على اعتبارها تمثل حقا في شراء الأسهم ولا تمثل الأسهم في حد ذاتها.

2. المنتجات المالية المركبة: هي مجموع المنتجات المالية المتعددة التي يشتمل عليها المنتج الجديد، بحيث تعامل

جميع الحقوق والأعباء المترتبة على تلك المنتجات وكأنها منتج واحد، ومن هذا التعريف يمكن استنتاج ما يلي:

- المنتجات المالية المركبة مكونة من منتجين أو أكثر.

- هناك ربط واندماج بين المنتجات المالية فيما بينها، بحيث تعطي لنا منتجا واحدا، وعليه فإن المنتجات المالية المتعددة التي ليس بينها ربط في المعاملة الواحدة، لا تدخل في موضوع المنتجات المالية المركبة.

¹ محفوظ جبار، سلسلة التعريف بالبورصة: الأوراق المالية المتداولة في البورصات، الجزء الثاني، دار هومة، الجزائر، 2002، ص 117، 123.

² سيد عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، الرابطة، عمان، 2009، ص 116.

- أن المنتجات المالية المركبة تترتب عليها جميعا الآثار والأعباء بحيث تكون كآثار وتكاليف المنتج الواحد¹.
- ويتقيد تركيب العقود المالية بضوابط شرعية، أهمها:
- ألا يكون الجمع بين العقود محل نهي شرعي، كاشتراط الجمع بين القرض والبيع.
- ألا يكون الجمع بين العقود وسيلة للمحرم، كالاتفاق على العينة أو التوصل إلى الربا.
- ألا يكون الجمع بين عقدين مختلفين في الأحكام إذا ترتب على ذلك تضاد في الموجبات والآثار، وذلك في حالة توارد عقدين على محل واحد في وقت واحد، كما في الجمع بين هبة عين وبيعها، أو الجمع بين المضاربة وإقراض رأس المال للمضارب.
- ومن تطبيقات الهندسة المالية كعقود مركبة بيع المراجحة للآمر بالشراء، فهو عبارة عن معاملة مركبة بين من وعد بالشراء من العميل ووعد من المصرف بالبيع بطريق المراجحة، مع الالتزام بالوعد، فهي معاملة مركبة باعتبار الالتزام الموجود فيها. ومن العقود التي تمت هندستها عن طريق تركيب العقود المالية أيضا الإجارة المنتهية بالتملك، فهي عبارة عن جمع عقد إجارة وعقد بيع معلق بسداد الثمن، إلا أن الاجتماع أدى إلى تضاد في الموجبات والآثار، مما دعا إلى هندسة مالية أخرى بفصل العقدين، ليستقل كل واحد منهما عن الآخر زمانا بحيث يكون إبرام عقد البيع بعد الإجارة، أو وجود وعد بالتملك في نهاية مدة الإجارة².
- للتذكير أعيد وأنوه هنا إلى أن باقي منتجات الهندسة المالية في سوق رأس المال سواء الإسلامية أو التقليدية والموضحة في الشكل رقم (4.1)، سيتم عرضها في الفصل الثاني.

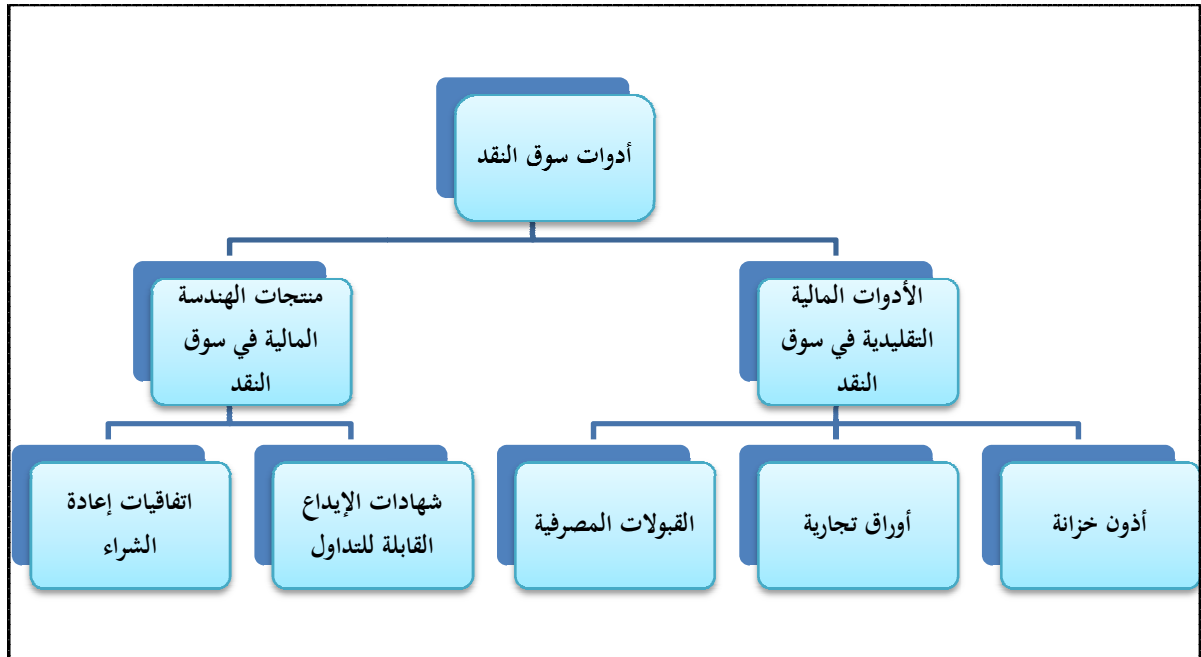
¹ دربال عبد القادر ومهدي ميلود، المنتجات المالية المركبة في البنوك الإسلامية بين حتمية الابتكار والمصادقية الشرعية - الإجارة المنتهية بالتملك نموذجاً-، الملتقى الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والمالية الإسلامية، جامعة سطيف 1، الجزائر، 5-6 ماي 2014، ص 2.

² مرضي العنزي، فقه الهندسة المالية الإسلامية دراسة تأصيلية تطبيقية، أطروحة دكتوراه، تخصص الفقه المقارن، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، السعودية، 2015، ص 187، 189.

الفرع الثاني: الأدوات والابتكارات المالية في سوق النقد وأحكامها الشرعية

بما أن كل المعاملات المالية المستندة علي الفائدة محرمة شرعا، فإن الفلسفة التي تقوم عليها الأدوات المتداولة في سوق النقد تمثل قيدا علي المؤسسات المالية الإسلامية وبالتالي عدم الاستفادة من المزايا التي يتيحها سوق النقد، وهذا ما يستوجب تطوير أدوات مالية إسلامية قصيرة الأجل، وفي نفس الوقت تراعي اعتبارات إدارة السيولة والموجودات في المؤسسات المالية الإسلامية ولكل هذه الأسباب وغيرها، فقد طور الفقهاء الماليين بالمؤسسات الإسلامية فكرة الصكوك Sukuk كبدائل عملية للسندات القائمة على الفائدة، والصكوك عبارة عن أدوات ملكية ولكن قصيرة الأجل صممت لتلبية احتياجات المتعاملين فيها من الجمهور والمؤسسات.

الشكل رقم (5.1): الأدوات والابتكارات المالية في سوق النقد



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على: عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 15، 25.

وعبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامي بين النظرية والتطبيق، مؤسسة الرسالة ناشرون، بيروت، 2008، ص 80، 87.

شرح الشكل رقم (5.1) موضح من خلال العناصر الآتية:

أولاً- أدوات سوق النقد التقليدية وأحكامها الشرعية

يمكن تقسيم أدوات سوق النقد إلى تقليدية وأخرى مستحدثة إذ تعد أذون الخزينة والأوراق التجارية والقبولات المصرفية كأدوات تقليدية كونها ظهرت قبل ظهور الهندسة المالية كمصطلح، في حين أن شهادات الإيداع القابلة للتداول واتفاقيات إعادة الشراء فهي تعد من بين الابتكارات المالية في السوق النقدي والتي واكبت ظهور مصطلح الهندسة المالية، فمن خلال هذا العنصر سيتم عرض الأدوات التقليدية المتداولة في سوق النقد وعرض مختلف الشبهات الشرعية التي تكتنفها بالإضافة إلى تقديم بدائل وتكييفات فقهية لها.

1. أذون الخزينة

تعد أذونات الخزينة من أهم أدوات الدين التي تصدرها الحكومات في دول العالم المختلفة، وتتراوح فترة استحقاقها بين 3 أشهر و 6 أشهر و 12 شهراً لتمويل العجز الموسمي في الموازنة العامة للدولة، ويتم تداول هذه السندات عن طريق بيعها بالمزاد العلني باستخدام مبدأ الخصم، أي تباع بسعر أقل من قيمتها الاسمية وفي تاريخ الاستحقاق تلتزم الحكومة بدفع القيمة الاسمية المدونة على الأذن، ويمثل الفرق مقدار العائد الذي يحصل عليه المستثمر، ولا يحصل المستثمر على الأذن في حد ذاته بل يحصل على إيصال يفيد شراؤه، وتتميز هذه الأذونات بصفة عامة بسهولة التصرف فيها دون تعرض حاملها لخسائر رأسمالية¹.

وتتميز أذونات الخزينة بسيولتها العالية وذلك لقابلية إعادة بيعها للبنك المركزي بسعر إعادة الخصم يتفق عليه في حينه وأيضاً لما تتميز به من سرعة التداول وانخفاض تكاليفه².

وضمنياً فإن الفائدة المدفوعة على هذه الأذونات هي معدل الخصم، الذي يحسب كما يلي³:

$$DR = (p1 - p0 / p0) (360/n)$$

حيث:

P1 : السعر الاسمي المدفوع إلى المستثمر عند التسديد.

P0 : سعر الشراء في السوق المحلية.

N : عدد الأيام المتبقية حتى وقت التسديد.

¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 124 - 125.

² زاهرة بني عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، عماد الدين للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 24.

³ هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 135.

ومن الناحية الشرعية فإن إصدار أذون الخزانة لا يخرج عن الحالتين التاليتين:

الحالة الأولى: أن يكون اقتراضا بفائدة، حيث يتمثل القرض في المبلغ الذي يدفعه المشتري ثمنا للإذن، وتتمثل الفائدة في الفرق بين هذا المبلغ وبين قيمة الإذن الاسمية التي يقبضها المشتري في تاريخ الاستحقاق.

الحالة الثانية: أن يكون من قبيل بيع النقود بالنقود، أي بيع نقود مؤجلة (وهي قيمة الإذن الاسمية التي تلتزم الحكومة بدفعها في تاريخ الاستحقاق) بنقود حالة أقل منها (وهي ما يدفعه مشتري الإذن ثمنا له وقت العقد).

وعلى أي من التقديرين فإن إصدار أذون الخزانة يكون محرما شرعا، لأنه على التقدير الأول يكون قرضا جر نفعاً، والقاعدة الفقهية المتفق عليها تقول: "كل قرض جر نفعاً فهو ربا"، وعلى التقدير الثاني يكون إصدار أذون الخزانة مشتملاً على ربا النسيئة المجمع على تحريمه؛ لأن من شرط بيع النقود عندما تباع بنقود من جنسها: التماثل، الحلول، والتقابض في مجلس العقد لقوله (ﷺ) "لا تبيعوا الذهب بالذهب إلا مثلاً بمثل، ولا تُشَفُّوا بعضها على بعض، ولا تبيعوا الورق بالورق إلا مثلاً بمثل ولا تُشَفُّوا بعضها على بعض، ولا تبيعوا منها غائباً بناجر"¹.

2. القبولات المصرفية

تصدر القبولات المصرفية عن البنوك التجارية عادة مقابل خصم معين، عند محاولة التجار في بلد ما استيراد سلع معينة من بلد آخر، فتكون هذه القبولات ضماناً على قيمة السلع التي يقوم بتصديرها التجار الأجانب لحين تسليمها إلى المستوردين، آنذاك تقوم البنوك التجارية في البلد المستورد بإرسال القبولات المذكورة إلى المصدرين وذلك وفق الشروط التي يتم الاتفاق بشأنها فيما بين المستوردين في هذا البلد والمصدرين في البلد الآخر من جهة أخرى.

وبما أن القبولات المصرفية أداة نقدية قصيرة الأجل فإن فترة تسديدها تحدت غالباً ما بين 30 يوماً و270 يوماً ويمكن للمصدرين الأجانب الاحتفاظ بوثائق الضمان المصرفي هذه حتى يحين موعد استحقاقها ليستلموا قيمها كاملة وذلك بشكل خاص من البنوك التجارية، كما يمكن للمصدرين بيعها في السوق الثانوي مما يوفر السيولة².

¹ مبارك آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، كنوز اشبيليا، السعودية، 2005، ص 269 - 270.

² هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 138.

والقبولات المصرفية هي إحدى أشكال الاقتراض، بحيث يصادق البنك على سحب مبلغ معين لشخص معنوي أو طبيعي، فيصبح للسحب سمعة تمنحه قابلية التداول، كما أن بعض البنوك المركزية تسمح بخضم القبولات المصرفية إذا استوفت شروطاً معينة¹.

تم تخريج القبولات المصرفية على أنها من قبيل الضمان، ذلك أن معنى الضمان هو التزام الدين الواجب، أو الذي سيجب في ذمة المدين، وبمقتضى هذا الالتزام يكون على الضامن أن يدفع الدين إلى الدائن إذا طالبه به، سواء دفع له المدين ما يقضي به هذا الدين أم لا وهذا ما عليه العمل بالنسبة للقبول المصرفي حيث يلتزم المصرف الذي قبل الكمبيالة بدفع قيمتها إلى حاملها في تاريخ الاستحقاق، سواء أدفع له العميل قيمتها قبل ذلك أم لا. وإذا ثبت أن القبول المصرفي في حقيقته شكل من أشكال الضمان وصورة من صوره فإن حكمه هو الجواز (في الكتاب والسنة والإجماع)، على ألا يستخدم القبول المصرفي كوسيلة اقتراض عن طريق الخصم.

مع الإشارة إلى عدم جواز أخذ العوض على الضمان بإجماع أهل العلم، ولكن لما كان إصدار القبول المصرفي وما يترتب عليه من قيام المصرف بالسداد نيابة عن العميل يتطلب بعض المصاريف الإدارية، فإنه يجوز تحميل العميل تلك المصاريف ذلك أن القبول وما يترتب عليه يتم لمصلحة العميل، وليس في هذا جمع بين عقد تبرع وهو الضمان وعقد معاوضة، إذ لا يجوز للمصرف أخذ العوض على الضمان بل يجوز أخذ الأجر مقابل أعبائه².

3. الأوراق التجارية

الأوراق التجارية هي وعد بالدفع تصدرها الشركات المعروفة والتي تتمتع بوضع مالي جيد، ويقوم المقرضون أو المستثمرون بشراء تلك الأوراق، وعادة ما يتراوح استحقاقها ما بين أيام و270 يوماً، كما تباع بخصم³.

تأخذ الأوراق التجارية في حكمها حكم الأذونات (إذا تم إصدارها بخصم) وحكم السندات إذا تم إصدارها بسعر فائدة محدد، وعليه يكون إصدارها محرماً، لأن في تكييفها الشرعي إما قرض جر نفعا وإما بيع نقود بنقود مع عدم التماثل والتقابض، وكل ذلك ربا محرماً شرعاً.

أما فيما يتعلق بخصم الأوراق التجارية، وانطلاقاً من أن الخصم - خصم الديون وليس خصم الأوراق التجارية - ومن الناحية المبدئية جائز شرعاً وهو قائم على المسألة المعروفة عند فقهاء الشريعة: بالصلح عن المؤجل ببعضه حالاً، أي بمعنى ضع وتعجل (أين اختلف الفقهاء في هذه المسألة اختلافاً واضحاً يصعب معه الجزم على الرأي الصائب)، حيث يستدل المبيحون بالحديث النبوي الشريف عن ابن عباس رضي الله عنه قال: لما أراد رسول

¹ www.islamicbankingmagazine.org 3/12/2014.

² مبارك آل سليمان، مرجع سابق، ص 404، 411.

³ المعهد العربي للتخطيط، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربي، الكويت، العدد 27، السنة 3، مارس 2004، ص 5.

الله (ﷺ) أن يخرج بني النضير قالوا: يا رسول الله، إنك أمرت بإخراجنا ولنا على الناس ديون لم تحل، قال: "ضعوا وتعجلوا".

أما عملية الخصم لدى المصرف غير المدين فقد اتفق الفقهاء على عدم جوازه، مع الإشارة إلى وجود العديد من محاولات إثبات جواز الخصم عن طريق تخريج الخصم على بعض العقود المعروفة أو التركيب بين عقدين جائزين¹.

وهذا ما جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي قرار رقم: 64 (7/2) [1] بشأن البيع بالتقسيط 9-14 أيار (مايو) 1992م: الخطيئة من الدين المؤجل، لأجل تعجيله، سواء أكانت بطلب الدائن أو المدين (ضع وتعجل) جائزة شرعاً، لا تدخل في الربا المحرم إذا لم تكن بناء على اتفاق مسبق، وما دامت العلاقة بين الدائن والمدين ثنائية. فإذا دخل بينهما طرف ثالث لم تجز، لأنها تأخذ عندئذ حكم حسم الأوراق التجارية.

تجدر الإشارة إلى أن مصطلح الديون الوارد في الحديث النبوي الشريف السابق يقصد بها الديون القائمة على التشارك في مشروع ما أو على قروض حسنة أو أي ديون لا تقوم على سعر الفائدة أو الخصم كالأوراق التجارية، فحرمة خصم الأوراق التجارية تأتي من حرمة التعامل بالأوراق التجارية في حد ذاتها.

ويمكن توضيح ذلك من خلال المثال التالي: فلنأخذ على سبيل المثال حالة الأوراق التجارية التي تباع بخصم فإذا كانت قيمتها الاسمية 1000 دج وكان سعر الشراء 900 دج، ولو افترضنا أن مدة الاستحقاق لهذه الأوراق 3 أشهر وقد مر شهر، فإن عملية الخصم هذه ستتيح للدائن إمكانية الحصول على 933 دج تقريباً (33 دج كمقابل للفترة المنقضية أي شهر ويكون قد تنازل عن 67 دج تقريباً)، والمقصود من هذا أن الوضع هنا لا يكون من قيمة القرض في حد ذاته وإنما من الفرق بين سعر الشراء والقيمة الاسمية الذي يعتبر أصلاً ربا.

كما يجب التنويه إلى أن أغلب الدراسات وعند عرضها للحكم الفقهي للأوراق التجارية تخلط بين الأوراق التجارية الناشئة عن المعاملات التجارية (حسب المفهوم القانوني من كمبيالات وسند لأمر، شيك وغيرها)، والأوراق التجارية المتداولة في سوق النقد والتي لا تنشأ عن معاملة تجارية وإنما هي أداة ائتمان قصيرة الأجل تصدرها المؤسسات ذات الملاءة المالية.

¹ مبارك آل سليمان، مرجع سابق، ص 281، 377.

ثانياً- منتجات الهندسة المالية في سوق النقد وأحكامها الشرعية

أفرزت الهندسة المالية جملة من الأدوات لها خاصية قصر الأجل يمكن تداولها في الأسواق النقدية تتمثل أهمها فيما يلي:

1- شهادات الإيداع القابلة للتداول

تصدر البنوك والمؤسسات المالية شهادات تقرر فيها بأنه قد تم إيداع مبلغ محدد لديها لمدة محددة، تبدأ من تاريخ إصدار الشهادة وتنتهي بتاريخ استحقاقها، وتحمل شهادة الإيداع سعر فائدة محدد، وهي ترتب على مصدرها التزاما ماليا مباشرا بالقيمة الاسمية والفوائد المستحقة.

وتصدر هذه الشهادات لصالح حاملها أو باسم مشتريها الأول والمعدل المدفوع على هذه الشهادات قابل للمساومة بين المصدر والمشتري وذلك حسب ظروف السوق النقدية ويمكن للمستثمرين بهذه الشهادات بيعها قبل موعد استحقاقها وذلك مقابل خصومات معينة وبالتالي الحصول على السيولة النقدية المطلوبة¹.

وبدأ إصدار شهادات الإيداع القابلة للتداول لأول مرة في نيويورك عام 1961م، ثم امتد التعامل في مثل هذه الشهادات إلى سوق الدولار الأوروبي أين تم إصدارها في لندن عام 1966م، ثم أخذت في التوسع والانتشار.

ويتم إصدار شهادات الإيداع القابلة للتداول بطريقتين:

- طريقة الإصدار المعلن: وفيها يعلن البنك أو المؤسسة المالية المصدرة لها عن إصدار شهادات الإيداع، ويتم دعوة الجمهور للاكتتاب فيها خلال فترة تسبق موعد الإصدار، وفي هذه الحالة تصدر هذه الشهادات لأمر المكتتب فيها ويتم تداولها بالتظهير وتحفظ الجهة المصدرة بسجل يتضمن تفاصيل الشهادات الصادرة وأسماء المكتتبين فيها.

- طريقة الإصدار بناء على طلب العميل: وفيها تصدر شهادات الإيداع بالمبلغ والمدة وسعر الفائدة وفقا لاتفاق الجهة المصدرة مع عميلها، وقد تصدر هذه الشهادات لحاملها حيث يتم تداولها بمجرد التسليم أو لأمر مشتريها، حيث يتم تداولها بالتظهير.

¹ زاهرة بني عامر، مرجع سابق، ص 24.

وغالبا ما تصدر لأجل شهر، 3 أشهر، 6 أشهر، 9 أشهر وسنة، وقد تصدر شهادات الإيداع التي تحمل سعر الفائدة العائم لآجال قد تصل لأربع سنوات، إلا أن الفائدة تتحدد وتدفع كل ثلاثة أو ستة أشهر على أساس أسعار الفائدة السائدة في الأسواق العالمية¹.

بما أن المصارف تستهلك تلك الودائع بإنفاقها في مشاريعها الخاصة بناء على إذن من أصحاب تلك الودائع وهذا ينقل الأموال المودعة من الأمانة إلى الذمة ويقلب الوديعة إلى قرض، وعليه يحرم إصدار شهادات الإيداع القابلة للتداول لأنها قرض بزيادة وهو ربا².

2- اتفاقية إعادة الشراء

1. **تعريف اتفاقية إعادة الشراء:** وهي اتفاقيات تعقد على قروض قصيرة الأجل بضمان الأوراق المالية، تتراوح فترات تسديدها عادة ما بين يوم واحد وأسبوعين، وتستخدم هذه الاتفاقيات عند محاولة إحدى الشركات تحريك أموالها المعطلة في حساب مصرفي معين وذلك عن طريق شراء أوراق مالية من أحد المصارف لفترة قصيرة جدا على أن يوافق المصرف المعني على إعادة شراء هذه الأذونات في وقت سدادها بسعر أعلى بقليل من سعر شراء الشركة المشتري لها، وبذلك يمكن للمصرف أن يتصرف بمبلغ القرض وتحتفظ الجهة الدائنة بأذونات الخزينة كضمان حتى يجري تسديد هذا المبلغ مع الإضافة المعتمدة³.

فالريبو أو اتفاقية إعادة الشراء تقضي بقيام تاجر الريبو ببيع ضمان لطرف آخر بشرط أن يقوم بشرائها منه مرة أخرى بسعر محدد وتاريخ محدد مسبقا، وبالتالي فهو بيع وإعادة شراء مكتوبة على نفس الوثيقة، وهي اتفاقية الريبو (REPO)، ويلاحظ أن هذه الاتفاقية تسمى إعادة شراء بالنظر إلى بائع الورقة المالية بينما إذا نظرنا إلى مشتري الورقة المالية فتسمى الاتفاقية بمعكوس اتفاقية إعادة الشراء أو الريبو العكسي (reverse repo) أين يقوم التاجر بشراء الأوراق المالية وفي نفس الوقت يوافق على بيعها لنفس العميل بسعر وتاريخ محددين.

وفي الواقع ومن حيث التطبيقات العملية للهندسة المالية تتسم اتفاقيات الريبو بانتشارها كما المبادلات نظرا لأهميتها. فالاقتراض من البنك بسعر فائدة عال (لعدم وجود ضمان)، ثم شراء الأوراق المالية أمر مكلف، أما

¹ أشرف دوابة، شهادات الإيداع القابلة للتداول رؤية إسلامية، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 15، 17 ماي 2005، ص 944-945.

² مبارك آل سليمان، مرجع سابق، ص 385.

³ هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 148.

استخدام الريبو عن طريق الشراء أولاً ثم استخدام الأوراق المالية كضمان في البيع، يمكنه من توفير الأموال بتكلفة أقل، بالإضافة إلى أن تجميع المعاملات في وثيقة واحدة يؤدي إلى انخفاض المخاطر وزيادة المرونة¹.

ويتم تحديد العائد على اتفاقية إعادة الشراء أو معدل الريبو إما بشكل رسمي من قبل البنك المركزي أو بحسب أسعار الفائدة في السوق، فالسعر الرسمي يتحدد بحسب مقتضيات السياسة النقدية التي يرغب البنك المركزي بتحقيقها وأما السعر السوقي فيتحدد بحسب تغيرات الفائدة بين المصارف التجارية.

والفرق بين معدل الريبو والريبو العكسي يهدف إلى التحكم بالسعر الأعلى والأدنى على الفائدة فمعدل الريبو يمثل الحد الأعلى بينما الريبو العكسي يمثل الحد الأدنى.

ومن أبرز الأصول المستخدمة في عمليات الريبو والريبو العكسي، السندات الحكومية، أذونات الخزينة، شهادات الإيداع، أوراق مالية مدعومة بمرهونات عقارية².

أما عن أنواع الريبو فيمكن عرضها فيما يلي:

- **الريبو الكلاسيكي:** أو الريبو على النمط الأمريكي، وهو نفسه الريبو المعروف سابقاً.
- **البيع وإعادة الشراء:** النتيجة النهائية لعملية البيع وإعادة الشراء لا تختلف عن الريبو الكلاسيكي، ولكن هناك اختلاف في الأسس القانونية بما يعني مخاطر مختلفة، ففي الواقع يتضمن هذا النوع عقدين منفصلين في عقد واحد، يتضمن العقد الأول بيع ورقة مالية، أما الثاني فيتضمن إعادة الشراء، في حين يتضمن العقدين نفس معدل الريبو كما في الريبو الكلاسيكي.
- **إقراض الأوراق المالية:** إن إقراض الأوراق المالية أقدم من الريبو، وهو أقل تعاملًا به مقارنة بالريبو، ومع ذلك فإن آليات العمليتين متشابهتين، إلا أن واحد من أطراف الصفقة قد لا يحتاج إلى النقد الذي سيولده الريبو، فهذا الطرف ببساطة يقرض الأوراق المالية مقابل الرسوم³.

¹ Salih N. Neftci, **principles of financial engineering**, second edition, Elsevier, USA, 2008, p 158.

² يوسف الشبيلي، أدوات إدارة مخاطر السيولة وبدائل اتفاقية إعادة الشراء في المؤسسات المالية الإسلامية، المؤتمر الحادي عشر للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، 7-8 ماي 2012، ص 4.

³ Salih N. Neftci, op . cit, p 160,162.

2. الحكم الشرعي لاتفاقية إعادة الشراء: رغم محاولة تخريج اتفاقية إعادة الشراء على أنها بيع الوفاء والذي يقصد به البيع بشرط أن البائع متى رد الثمن يرد المشتري المبيع إليه، إلا أن الفروقات الجوهرية بينها تبين عدم دقة ذلك خاصة وأنه في بيع الوفاء يستعيد المشتري الثمن بدون زيادة عكس اتفاقية إعادة الشراء¹.

كما تم تخريجها على عكس بيع العينة حيث أن:

بيع العينة كما عرفها الشافعية: أن يبيع الرجل عينا بثمان كثير مؤجل ويسلمها له ثم يشتريها منه بنقد يسير ليقبى الكثير في ذمته. عكس بيع العينة: أن يبيع السلعة بنقد حاضر ثم يشتريه من مشتريه بنقد أكثر من الأول إلى أجل².

إلا أن هذه الاتفاقية أشبه ما تكون قرض بفائدة مع رهن الأصول المالية، وذلك لجملة من الأسباب أهمها:

- لا يملك المشتري (المقرض) التصرف في الأصول المالية المشتراة بأي شكل من الأشكال عدا استخدامها في الغرض من الاتفاقية وهي كونها توثقة للدين الذي في ذمة البائع (المقرض).

- أغلب المصادر القانونية تسمي البائع مقرضا والمشتري مقرضا والأوراق المالية رهنا أو ضمانا.

3. البدائل الشرعية لاتفاقية إعادة الشراء

1) الوكالة في الاستثمار: إذا احتاج المصرف إلى سيولة يدخل في عقد مضاربة أو مشاركة يكون فيه هو العامل مع مصرف آخر لديه فائض سيولة، وتتم التصفية وحساب الأرباح والخسائر يوميا من خلال التقويم الدوري (التصفية الحكومية) لموجودات المضاربة، فيستفيد المصرف العامل بالحصول على التمويل، ويستفيد المصرف رب المال من الربح، ويتطلب تطبيق كل ذلك وجود حساب للمضاربة لدى المصرف العامل (الوكيل)، بحيث تجمع فيه الأموال في هذا الحساب وتستثمر في الأدوات الاستثمارية المختلفة.

2) بيع الأوراق المالية مع وعد من المشتري ببيعها للبائع: من بين بدائل اتفاقية إعادة الشراء بيع الأوراق المالية مع الوعد بإعادة بيعها للبائع الأول، أو الوعد بشرائها من المشتري الأول وذلك بالشروط التالية:

- أن يكون البيع الأول حقيقيا يترتب عليه جميع آثار الملك في حق المشتري.
- أن يكون الوعد بالبيع أو بالشراء بالقيمة السوقية للأوراق المالية.
- أن تمضي مدة بين البيع الأول والثاني يغلب على الظن تغير صفة موجودات الأوراق المالية.
- ألا يكون الوعد من قبيل المواعدة الملزمة للطرفين (أنظر قرار مجمع الفقه الإسلامي عن الوعد والمواعدة).

¹ يوسف الشبيلي، مرجع سابق، ص 4، 6.

² عبد المطلب حمدان، عقود المعاملات المالية وتطبيقاتها المعاصرة في لفقه الإسلامي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص 75، 81.

3) **القروض المتبادلة:** من البدائل المطروحة في المصارف لإدارة سيولتها النقدية مقابلة الأرصدة الدائنة بالأرصدة المدينة، وذلك بأن يحتسب لصالح الرصيد الدائن نقاط دائنة يراعى فيها مقدار الرصيد ومدة بقائه، وفي المقابل يحتسب على الرصيد المدين نقاط مدينة يراعى فيها المقدار والمدة، وتعرف هذه الطريقة في الأوساط المالية بحساب النقط أو حساب النمر، وقد يتفق الطرفان على أن تتم تسوية الحسابات والوصول إلى نقطة التعادل في النقاط خلال فترة محددة، وقد تكون مفتوحة وعادة يجعل سقف أعلى للنقاط حتى لا يستمر مصرف في الاقتراض من المصرف الآخر.¹

ويرى رفيق المصري أن القرض المتبادل، أيا كانت صورته غير جائز، لأن القرض في الإسلام تبرع، فإذا شرط فيه قرض آخر صار بيعا (معاوضة)، وخرج عن مضمونه. وحقيقة الأمر أن القرض المتبادل مبني على أساس تساوي الفائدتين والمقاصة بينهما، والفرق بين القرض المتبادل والقرض بفائدة هو كالفرق بين المقايضة والبيع النقدي.² في حين يرى الشبيلي أن جواز القروض المتبادلة يتعلق بالضوابط التالية³:

- أن يكون احتساب النقاط على أساس المساواة بين الطرفين بأن يكون القرض المتبادل مساويا للقرض الأول من حيث المقدار والمدة، فلا يجوز أن يكون لأحدهما أفضلية سواء أكانت بأصل الشرط كأن تحتسب النقاط لأحدهما بضعف الآخر، أو كانت على سبيل الشرط الجزائي، كأن يتفق على أنه إذا تأخر المقترض عن تسوية ما عليه من نقاط مدينة عن مدة معينة فيتضاعف عدد النقاط المدينة التي يطالب بها.

- لا يجوز أن تتحول المعاملة إلى تعويض نقدي كأن يتفق مثلا على أن تتحول النقاط إلى مبالغ نقدية عند عدم الوفاء بها.

- أن يراعى عند احتساب القرض المتبادل أصل القرض ومدته فقط، دون فوائد؛ أي لا يراعى عند احتساب النقاط أسعار الفائدة عند الاقتراض بحيث تحتسب نقاط أكثر للقرض الذي يكون في زمن يكون فيه سعر الفائدة أعلى.

¹ يوسف الشبيلي، مرجع سابق، ص 10، 20.

² رفيق المصري، القروض المتبادلة، مجلة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، السعودية، المجلد 14، العدد 1، 2002، ص 98.

³ يوسف الشبيلي، مرجع سابق، ص 16، 20.

4) التورق والتورق العكسي مع رهن الأوراق المالية

التورق في الاصطلاح هو: أن يشتري سلعة نسيئة، ثم يبيعها نقداً لغير البائع بأقل مما اشتراها به؛ ليحصل بذلك على النقد¹.

فصورة التورق هو أن يأتي رجل محتاج للنقود إلى تاجر - كما يحدث في سوق السيارات وغيرها -، فيشتري المشتري سيارة بثمن مقسط لمدة معلومة، ثم يأخذ المشتري السيارة ويبيعها في السوق نقداً بسعر أقل مما اشتراها به ليقضي حاجته بثمنها الذي يقبضه حالا.

فإن أعادها إلى البائع الأول فهذا هو الذي لا شك في تحريمه، أما أن يبيعها لغير بائعها، فقد ذهب الفقهاء إلى جوازها، لأن المشتري قد اشترى السلعة بتقسيط الثمن مع ما فيه من زيادة هذا الثمن عن الثمن الحال، ثم لما صارت السلعة إليه وقبضها باعها لغير البائع بيعاً حراً لا علاقة للبائع الأول فيه بثمن حال بسعر يومها، وهذا لا شيء فيه لأنه أبعد ما يكون عن الربا².

أما العنزي فيرى أن إقراض المال وأخذ الزيادة عليه ربا، وليسلم بعض الناس من الربا يقومون باستخدام الحيلة، أو المخرج الشرعي بشراء سلعة من البائع بثمن مؤجل ثم يبيعها لغيره نقداً بثمن أقل، فالهندسة المالية هنا تكون بتعديل المعاملة باستخدام الحيلة أو المخرج ليحصل على المال عن طريق البيع بدلاً من التعامل بالربا³.

أما التورق المنظم فهو أن يتولى المصرف/ البائع عملية ترتيب الحصول على النقد للعميل (التورق)؛ بأن يبيعه سلعة من أسواق السلع الدولية أو غيرها بثمن آجل، على أن يلتزم المصرف إما بشرط في العقد أو بحكم العرف والعادة بأن يبيعها نيابة عنه لمشتري آخر بثمن نقدي حاضر، وتسليم ثمنها للمورق، والواضح هنا هو تواطؤ بين المتورق والمصرف على أن الهدف من العملية والشراء بالمراجحة الآجلة الوصول إلى النقد من خلال البيع الحال اللاحق، بينما في التورق الفردي قد لا يعلم المصرف هدف المشتري.

أما مقلوب التورق هو أن يوكل العميل المصرف في شراء سلعة محددة ويسلمه ثمنها نقداً، فإذا قام المصرف/ الوكيل بتنفيذ الوكالة واشترى السلعة للعميل، يشتريها المصرف منه بثمن مؤجل وبهامش ربح محدد، ثم يبيع المصرف السلعة في الأسواق نقداً.

¹ مرضي العنزي، مرجع سابق، ص 272.

² عبد المطلب حمدان، عقود المعاملات المالية وتطبيقاتها المعاصرة في الفقه الإسلامي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص 83، 85.

³ مرضي العنزي، مرجع سابق، ص 272.

وهذا المنتج تستخدمه المصارف الإسلامية تحت أسماء عديدة منها: المراجعة العكسية، التورق العكسي، مقلوب التورق، الاستثمار المباشر، الاستثمار بالمراجعة، الوكالة بالاستثمار¹.

وقد نص القرار رقم 179 (19/5) بشأن التورق: حقيقته، أنواعه (الفقهي المعروف والمصرفي المنظم) لمجلس 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 أن:

- التورق في اصطلاح الفقهاء: هو شراء شخص (المستورق) سلعة بثمن مؤجل من أجل أن يبيعها نقداً بثمن أقل غالباً إلى غير من اشترت منه بقصد الحصول على النقد. وهذا التورق جائز شرعاً، شرط أن يكون مستوفياً لشروط البيع المقررة شرعاً.

- التورق المنظم في الاصطلاح المعاصر: هو شراء المستورق سلعة من الأسواق المحلية أو الدولية أو ما شابهها بثمن مؤجل يتولى البائع (الممول) ترتيب بيعها، إما بنفسه أو بتوكيل غيره أو بتواطؤ المستورق مع البائع على ذلك، وذلك بثمن حال أقل غالباً.

- التورق العكسي: هو صورة التورق المنظم نفسها مع كون المستورق هو المؤسسة والممول هو العميل.

- لا يجوز التورقان (المنظم و العكسي) وذلك لأن فيهما تواطؤاً بين الممول والمستورق، صراحة أو ضمناً أو عرفاً، تحايلاً لتحصيل النقد الحاضر بأكثر منه في الذمة وهو ربا.

أما الشبيلي فيرى أن الحكم الشرعي للتورق مع رهن الأوراق المالية (تتم توثقة الدين الآجل بتقديم المشتري أو الممول أوراقاً مالية إسلامية متدنية المخاطر وقابلة للتسييل كالصكوك رهناً لدى الطرف الأول أو الممول) هو الجواز، إذا تم تطبيق التورق بصورته الصحيحة، إذ بتعين أن تكون ملكية المستورق للسلعة حقيقية، بحيث إذا اشترى السلعة بالآجل يكون له حق التصرف فيها إما بالانتفاع بها أو بيعها أو بغير ذلك، وبالتالي يرى أنه يجوز تنفيذ اتفاقية إعادة الشراء وعكسها من خلال عقد التورق، مع مراعاة الضوابط التالية:

- ألا يكون هناك اتفاق أو ترتيب سابق على توكيل البائع الأول (الممول) بالبيع في اتفاقية إعادة الشراء، أو التواطؤ على بيع السلعة من وكيل الشراء في الاتفاقية العكسية.

- أن يكون العقد في سلع معينة، لا موصوفة في الذمة، تجنباً لصورة بيع الكالئ بالكالئ.

¹ علي أبو العز، الابتكار في صيغ التمويل الإسلامي، منشورات مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، ص 40، 44: www.Kantakji.com 2017/7/10.

- ألا يتصرف مشتري السلعة فيها بالبيع إلا بعد تملكه لها وقبضها القبض المعتبر شرعا.
- أن تكون السلعة بعد الشراء وقبل البيع من ضمان المشتري، لئلا تدخل فيما نهي عليه الصلاة والسلام عن ربح ما لم يضمن¹.

ثالثا: حلول إسلامية لتغطية احتياجات التمويل في سوق النقد

على اعتبار أن المؤسسات المالية عامة والبنوك خاصة من أهم المتدخلين في سوق النقد فإن عدم شرعية كل أدوات سوق النقد التقليدية يعتبر تحد كبير أمام المؤسسات المالية والمصارف الإسلامية، خاصة في ظل عدم وجود سوق مصرفية بين المصارف الإسلامية نفسها تلبي احتياجات التمويل قصيرة الأجل. وفي هذا المجال فقد تم طرح العديد من الحلول والمقترحات نذكر منها:

- 1) قيام البنك المركزي بتوفير السيولة للمصرف الإسلامي عن طريق أحد العقود الشرعية كالمضاربة والوكالة بالاستثمار.
- 2) إنشاء وعاء استثماري مشترك تساهم فيه المصارف الإسلامية بقدر يحدد كنسبة من ودائعها، ويتيح لها الاقتراض من هذا الوعاء دون فوائد ضمن فترة زمنية محددة وشروط متفق عليها.
- 3) منح المصارف الإسلامية قروض من دون فوائد ضمن حدود الاحتياطات التي يحتفظ بها المصرف الإسلامي لدى البنك المركزي.
- 4) قيام البنك المركزي بفتح حساب استثماري لدى المصرف الإسلامي عند حاجتها للسيولة مقابل الحصول على عوائد وحصصة من الأرباح المحققة.
- 5) تقليل الاعتماد على صيغ المديونية لتقليل المخاطر بما فيها تأخر سداد المدينين.
- 6) المراجعة المالية أو القروض التبادلية Islamic swap: من المشكلات التي تواجه البنك الإسلامي هي كيفية التمويل قصير الأجل جدا، أين يصعب بناء القروض الفورية والقروض قصيرة الأجل جدا على المشاركة في الربح والخسارة، ولهذا تلجأ بعض البنوك إلى استخدام القروض التبادلية، فعلى سبيل المثال: قيام بنك (أ) بإقراض مبلغ معين بالدولار قرضا حسنا إلى بنك آخر (ب) والذي يقوم بدوره بإقراض البنك (أ) قرضا حسنا بالدينار على أن يقوم باستثمار الدينانير لحسابه كما يقوم البنك ب استخدام الدولارات لحسابه، وفي الموعد المحدد يسترد كل طرف أصل القرض المقدم، لتجنب مخاطر الصرف على أصل رأس المال وتنحصر فقط فيما حققه من ربح أو

¹ يوسف الشبيلي، مرجع سابق، ص 21، 23.

خسارة¹. رغم أن رفيق المصري يرى أن القروض المتبادلة غير جائزة وما بالك إذا تضمنت مشكلة إضافية وهي مشكلة الصرف الآجل، لاختلاف العملتين، وهو غير جائز².

المطلب الثاني: العمليات المالية المبتكرة وأحكامها الشرعية

يتمثل أهم ما قدمت الهندسة المالية من عمليات مالية في الشراء الهامشي والبيع على المكشوف، ويمكن توضيح مختلف جوانب العمليتين في العناصر الموالية:

الفرع الأول: الشراء الهامشي

أو الشراء بالحد trading on margin عرف الشراء على الهامش بأنه شراء سندات بالاقتراض واستعمالها في الوقت نفسه ضمانا للقرض.

هو قيام المستثمر باستخدام الأموال المقترضة لشراء سندات، وعادة ما يكون هناك تفاوت في نسبة الأموال المقترضة تبعا لدرجة نوعية السند حيث كلما ارتفعت نوعية السند كلما زادت فرص الاقتراض، ورغم المخاطر المصاحبة لهذا النوع فإن المستثمرين غير المتحفظين يمكنهم تحقيق استثمارات مربحة في أسواق السندات إذا كانت توقعاتهم الدورية لأسعار الفائدة دقيقة³.

ويتضمن هذا العقد فتح العميل حسابا بالهامش لدى السمسار الذي يهيئ ذلك الجزء الذي يقترضه منه العميل إما باستخدام تلك الأوراق المرهونة لديه في الاستقراض بضمائها في البنوك، ولكن بسعر فائدة أقل محققا بذلك عائدا إضافيا كفرق بين معدل الفائدة التي اقترض بها من البنك والفائدة التي أقرض بها العميل، وإما بإقراض العميل من الأرصدة الدائنة لعملائه المتراكمة لديه، وإما بإقراضه الأوراق المالية المشتراة لغيره من السماسرة الذين يقترضونها لصالح عملائهم القائمين بالبيع القصير أو ما يسمى بالبيع على المكشوف⁴.

أما نسبة الهامش فتعني المبلغ الذي يمتلكه المشتري منسوباً إلى مجموع المال المستثمر، ويخضع مقدار ما يشكله الهامش لحمل القيمة لقوانين صارمة ويتغير بشكل مستمر تبعا للظروف الاقتصادية ويستخدم كأداة لضبط حركة السوق، فعندما ترتفع مستوى الأسعار وتزداد المضاربات يمكن للسلطات النقدية أن ترفع نسبة الهامش، والعكس صحيح.

¹ www.islamicbankingmagazine.org 3/12/2014.

² رفيق المصري، القروض المتبادلة، مرجع سابق، ص 101.

³ زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، ط 3، دار وائل، عمان، 2005، ص 72.

⁴ شعبان البرواري، مرجع سابق، ص 187.

ويبقى السهم عندما يشتري بالهامش في حيازة السمسار كما يكون مسجلا باسمه وليس باسم العميل، ولكن يحق للمشتري أن يمارس حق التصويت في الجمعية العمومية للشركة وأن يحصل على ما يتحقق من أرباح.

تجدر الإشارة إلى أن القرض الذي يحصل عليه المستثمر والمرتبط بالهامش هو عادة قرض متحرك، أين يحصل المستثمر على قرض بنسبة مئوية من قيمة محفظته الاستثمارية مثلا 50% من القيمة السوقية للمحفظة الأصلية، أي تتغير قيمة القرض المتحرك بتغير أسعار الأوراق المالية المكونة لمحفظة العميل.

وبالإشارة إلى النموذج المصري فقد ارتأى المشرع احتزال الخطوة الوسيطة بأن أعطى للبنوك (أمناء الحفظ) الحق في تمويل عميل شركات السمسرة مباشرة حيث يقوم المستثمر بإيداع محفظة أوراقه المالية لدى أحد بنوك الحفظ المرخص لها مزاوله هذا النشاط، ويقوم البنك بإقراض المستثمر بضمان محفظة أوراقه المالية¹.

ويمكن توضيح كل ذلك من خلال المقارنة بين التعامل بالنقد والتعامل بالهامش في الجدول الآتي:

الجدول رقم (3.1): المقارنة بين عوائد وخسائر المستثمر في التعامل بالهامش والتعامل النقدي

سعر السهم	رصيد العميل	التعامل بالنقد	التعامل بالهامش 50%
10 دج	1000 دج ل: 100 سهم	شراء 100 سهم بقيمة 1000 دج (رصيد العميل)	1000 دج رصيد العميل 1000 دج القرض (السمسار) 2000 دج مبلغ الاستثمار الإجمالي $200 = 10/2000$ سهم
8 دج انخفاض السعر	1000 دج ل: 100 سهم	للمستثمر حرية البيع أو عدمه حسب توقعاته المستقبلية فإذا ما باع: $100 \times 8 = 800$ دج $1000 - 800 = 200$ دج خسارة للعميل	بيع 200 سهم $1600 = 8 \times 200$ $2000 - 1600 = 400$ دج هي خسارة المستثمر ما عدا الفائدة والعمولة.
12 دج ارتفاع سعر السوق	1000 دج ل: 100 سهم	بيع 100 سهم $12 \times 100 = 1200$ دج $1200 - 1000 = 200$ دج ربح للعميل	بيع 200 سهم $2400 = 12 \times 200$ $2000 - 2400 = 400$ دج ربح للمستثمر قبل خصم الفائدة والعمولة.

المصدر: شعبان البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، ط2، دار الفكر، دمشق، 2005، ص 193.

¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 179 - 181.

على إثر التعامل بالهامش وفي حالة ارتفاع الأسعار يحقق المستثمر عوائد مضاعفة مقارنة بالتعامل النقدي بعد خصم الفائدة وعمولة السمسار يمكنه الحصول عليها أو إعادة استثمارها، أما في حالة انخفاض الأسعار فإنه يتم خصم مقدار الخسارة من المبلغ المودع، أو يتم تخفيض المبلغ المقرض له، أو يغطي مقدار ما خسره حتى يبقى المبلغ المخصص له كما هو، وإذا خسر المتعامل مبلغه المودع يقفل السمسار حساب العميل، أو أن يقوم السمسار بالبيع خوفاً من استمرار انخفاض الأسعار¹.

وقد أجمع مختلف الفقهاء المعاصرين على عدم جواز التعامل بالهامش بصيغته التقليدية، وفيما يلي بعض أسباب عدم الجواز المقدمة:

1. المبالغ المقدمة للمتعاملين في شكل قرض لا يترتب عليها تملك لهذا القرض بل هو قيد دفتری في حساب تفتحه الشركة مشروطة بتصرفها في هذا المبلغ، فتكون النتيجة أنه جمع بين عقد قرض ومعاوضة وهو في معنى الجمع بين سلف وبيع المنهي عنه شرعاً.
2. صورية العقود التي يقوم بها السمسار.
3. الأضرار الاقتصادية للتوسع في الديون.

الفرع الثاني: البيع على المكشوف

ويمكن توضيح ذلك من خلال العناصر التالية:

أولاً- تعريف البيع على المكشوف أو البيع القصير short sale: عرف البيع على المكشوف على أنه بيع لأوراق مالية مقترضة على أمل أن ينخفض السعر، ثم شراء الأوراق المباعة وإعادتها لمالكها، وعندما يقوم شخص ما بالبيع على المكشوف يقال: أنه أخذ مركزاً قصيراً.

ويدخل المكشوف ضمن العمليات العاجلة لأن العميل (البائع) ملزم بتسليم الأوراق المالية المقترضة إلى المشتري من ناحية، وملزم أيضاً بتسليم الأوراق المقترضة إلى السمسار، وذلك بشرائها من السوق وكل هذا خلال مدة قصيرة لا تزيد عن يوم واحد في معظم البورصات أو تصل إلى أربعة أيام في بورصة نيويورك NYSE².

وعادة فإنه في خلال خمسة أيام بعد القيام بعملية البيع على المكشوف يقوم سمسار البائع على المكشوف باقتراض وثائق الأسهم وتسليمها إلى المشتري ويتم الحصول على هذه الوثائق من مخزون الأسهم المتوافر لدى هذا السمسار أو تلك المتوفرة لدى بيت سمسة آخر، وفي معظم الحالات هذه الوثائق من المخزون تحت اسم الشارع

¹ أحمد السعد، مرجع سابق، ص 125.

² شعبان البرواري، مرجع سابق، 196.

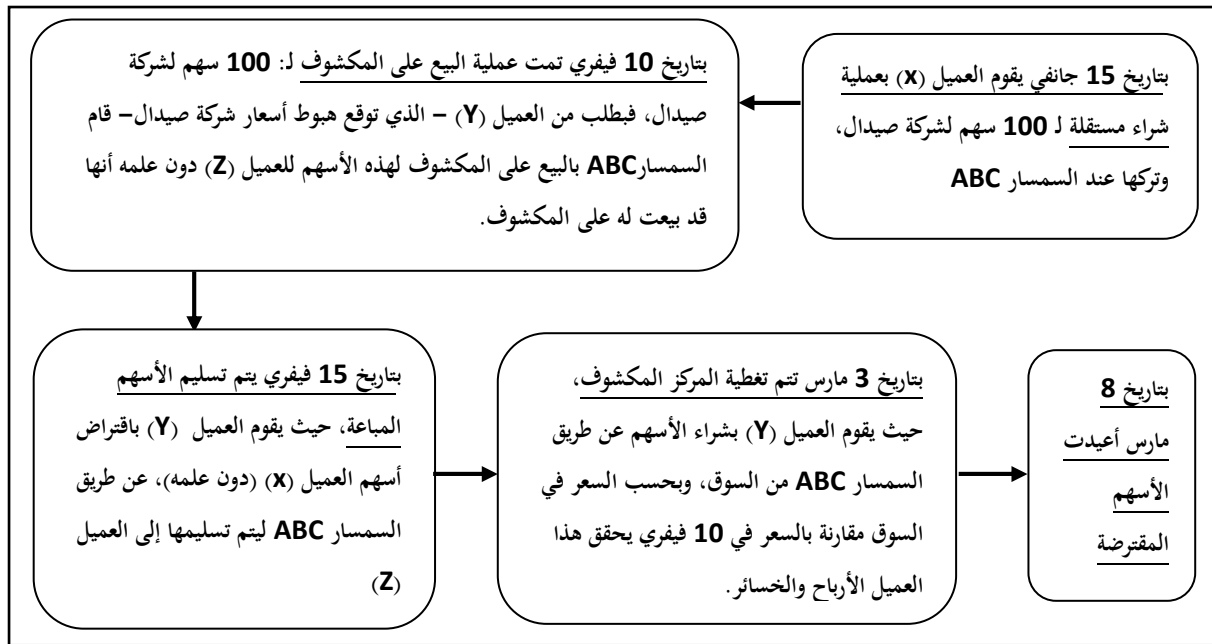
Street Name، أين يمكن لبيوت السمسرة التصرف في هذه الأوراق المالية بإقراضها أو رهنها للحصول على قروض أو غيرها.

إن القاعدة الأساسية في البيع على المكشوف (والتي تصر عليها هيئات الرقابة على الأسواق المالية في معظم الدول، أما في الأسواق غير المنظمة فهذه القاعدة لا تطبق)، هو ضرورة أن تتم هذه العملية على أساس سعر أعلى من السعر الذي تمت به العملية التي تسبقها مباشرة، أو على أساس سعر مساو لسعر العملية السابقة شرط أن يكون أعلى من آخر عملية تمت عند سعر مختلف، وهذا ما يعني عدم القيام بالبيع على المكشوف عندما تكون الأسعار آخذة في الانخفاض.

تحتفظ بيوت السمسرة بقيمة الأوراق المالية المباعة بالإضافة إلى الهامش المبدئي المودع من قبل المقترض الذي يقوم ببيع الأوراق المالية، تفاديا لمخاطر تحقيق المقترض لخسائر¹.

ثانياً- آلية البيع على المكشوف: يمكن توضيح آلية البيع على المكشوف من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (6.1): آلية البيع على المكشوف



المصدر: سمير رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996، ص 324.

¹ محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص 61.

من خلال الشكل السابق-آلية البيع على المكشوف-، يتضح بأن شخصية المقرض (X) والمقترض (Y) والمشتري (Z) غير معروفة إلا للسمسار ، ولكن السؤال المطروح هنا، ماذا يحدث لو تقوم شركة صيدال بالإعلان عن التوزيعات النقدية وتتبعها بالدفع الفعلي؟

في هذه الحالة وقبل البيع على المكشوف كل من التوزيعات والتقارير ترسل إلى العميل (X)، لكن بعد البيع على المكشوف يقوم السمسار بإعلام شركة صيدال بأن العميل (Z) هو المالك الجديد، وفي هذه الحالة تقوم شركة صيدال بإرسال التوزيعات إلى (Z)، لكن في المقابل يتوقع (X) الحصول على التوزيعات، هنا يتدخل السمسار بإرسال التوزيعات، لكن ليس من حسابه الخاص وإنما من الهامش المبدئي الذي أودعه العميل (Y) لدى العميل، أما عن التقارير وحقوق التصويت فإنها من حق العميل (Z)، لكن إذا أصر العميل (X) على حق التصويت فإن السمسار سيحاول توفير 100 سهم له، لكن في معظم الأحوال فإن المستثمر الذي يضع استثماراته (باسم شارع) لا يتمسك بهذه الحقوق عند استخدام أسهمه في عمليات البيع على المكشوف¹.

ثالثاً- التكيف الفقهي للبيع على المكشوف

استدل المتخصصون في الفقه والاقتصاد حول عدم صحة البيع القصير شرعاً بما يلي:

1- المقامرة والمغامرة.

2- تضليل المشتري إذ إن البائع يسلم أوراقاً مالية مقترضة وليست ملكاً له².

3- دخول تصرف السمسار ضمن تصرفات الفضولي، الذي يتصرف في مال غيره بغير علمه.

إذ إن السمسار وعند ممارسته لهذا النوع من البيوع يجعله فضولياً، فالسمسار ليس أصيلاً ولا وكيلاً ولا وصياً حينما أقدم على بيع الأوراق المالية المملوكة لأحد عملائه دون إذنه أو سابق علمه، ومن هنا فلا خلاف مطلقاً على فساد هذا النوع من البيوع وبطلانه عند من قال من الفقهاء ببطلانه أصلاً، ومن جعل البطلان موقوفاً على عدم إجازة صاحب الشأن.

حيث أنه إذا قيل أن السمسار بحكم وظيفته وكيلاً بالعمولة، فيمكن القول أنه لم يكن موكلًا من قبل صاحب الأوراق المالية المودعة لديه في بيعها، فالوكيل لا يملك أهلية التصرف إلا ما يقتضيه إذن موكله، كما أنه إذا قام ببيع أوراق الأصيل لحساب شخص آخر هي بمثابة متاجرة بأموال الغير دون علمهم، أي إذا قيل أن السمسار مضارب، فإنه لم يضارب لحساب صاحب المال، وإنما لحساب غيره ومصلحته هو السمسار، كما أن نفاذ بيع

¹ محمد الخناوي وآخرون، المرجع السابق، ص 64، 65.

² شعبان البرواري، مرجع سابق، ص 200.

الفضولي يتوقف عل إجازة المالك، إجازة المالك تعد عقدا جديدا وله مطلق الحرية في عقده أو رفضه، أما إذا اعتبر المال وديعة فإن الوديعة في اللغة مأخوذة من السكون ولا يجوز التصرف بها¹.

إذا سلمنا بعدم جواز بيع الفضولي (بحسب اتفاق أغلب المذاهب على ذلك)، فعلينا مناقشة ما إذا كان السمسار وكيلا وله أهلية التصرف في هذه الأوراق المالية، كما يلي:

➤ إن إيداع الأوراق المالية لدى بيوت السمسرة دون إذن بالتصرف تحت اسم شارع Street Name يتضح به وضوح تصرف الفضولي ، وعدم جواز هذا البيع.

➤ أما إذا قام بإيداع الأموال تحت اسم شارع Street Name، فهذا يعني أن السمسار يملك أهلية التصرف في هذه الأوراق المالية، فمن خلال عرض مفهوم Street Name يتضح حرية تصرف السمسار في الأوراق المالية، مع شرط حصول صاحب هذه الأوراق على التوزيعات النقدية للشركة.

ومن جانب آخر فهناك من أجاز هذا النوع من البيوع انطلاقا من إثبات عدم تضمنها على: لا تبع ما ليس عندك، وهذا ما ذهب إليه محمد الجندي، إذ يرى أن بيع الإنسان السلع قبل قبضها أمر غير محظور مطلقا وغير مباح مطلقا، فقد اختلف الفقهاء في ذلك حسب السلع محل العقد، فالمالكي تجيزها ما عدا الطعام كما أن الحنفية يجيزون بيع العقار عند قبضه أما الحنابلة فإنهم يجيزون ما اشتراه الإنسان من غير المكيالات والموزونات والمعدودات، أما الشافعية فلا يجيزونها بالمطلق.

فللبائع أن يحصل على السلعة ويسلمها، بموجب العقد، فالخطر الذي يخشى منه هو بيع المعدوم. ومنه يرى أن التعامل على المكشوف لا يضحى خطرا على تسليم السلعة في الوقت المناسب، كما أن الغرر منتفي وذلك لاتساع البورصة ونشاطها وتنظيمها القانوني المحكم، ومنه يبيح هذه النوع من العقود². هذا ويرى البرواري أن التكييف الفقهي للبيع على المكشوف هو التصرف بإذن صاحب المال أي الإقراض بإذنه فيكون قرضا حسنا، أو إعطائه تلك الأوراق لبيعها مربحة، فإن أقرض قرضا حسنا فالربح يكون للمقترض، وإن أعطاه لبيعها مربحة فالربح يكون بينهما بالاتفاق على نسبة معينة³.

¹ سمير رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996، ص 327.

² محمد الجندي، معاملات البورصة في الشريعة الإسلامية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1988، ص 125، 127.

³ شعبان البرواري، مرجع سابق، ص 202.

المطلب الثالث: حلول وإبداع لمشاكل التمويل وموقف الفقه المعاصر منها

سعى من المهندسين الماليين إلى تحقيق نوع من المرونة في إتمام المعاملات في الأسواق المالية بربح الوقت وتقليل التكاليف، تم تطوير أو استحداث جملة من الحلول، ومن بين الحلول المقدمة لمشاكل التمويل ما يلي:

الفرع الأول: المؤشرات المالية ومؤشرات تسعير الأصول الرأسمالية

أولاً- المؤشرات المالية

المؤشرات المالية في الأسواق المالية عبارة عن قيمة رقمية تقيس التغيرات الفعلية لأسعار الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية باستخدام معدلات رياضية تتلاءم مع طبيعة كل سوق مالي، بهدف التعرف على حركة الأسعار واتجاهات وأداء السوق¹.

1- مراحل بناء المؤشرات

1. **مدى ملائمة العينة:** تعرف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر بأنها مجموعة من الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون العينة المختارة ملائمة من ثلاث جوانب هي:

✓ **الحجم:** كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقا لواقع السوق.

✓ **الاتساع:** ويعني ذلك أن العينة المختارة تمثل وتغطي مختلف القطاعات الاقتصادية المشاركة في السوق أو مختلف مؤسسات القطاع بصفة عامة.

✓ **المصدر:** أين ينبغي أن يكون المصدر الأساس في الحصول على أسعار الأسهم هو السوق².

2. تحديد الأوزان النسبية:

تعرف الأوزان النسبية في المؤشر بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة، وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي هي:

❖ **مدخل الوزن النسبي على أساس السعر:** أي نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر، ولكن يؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده، في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية المنشأة أو حجمها، ومن أمثلة المؤشرات القائمة

¹ دريد آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص 90.

² السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 195.

على هذا المدخل مؤشر داو جونز (Dow Jones)¹، والذي يتكون من أربعة مؤشرات فرعية لكل منها قطاع عريض ماعدا الرابع الذي يمثل السوق في مجموعه فهناك مؤشر داو جونز الصناعي الذي يتكون من 30 شركة، ومؤشر داو جونز للنقل الذي يتكون من 20 شركة من بينها شركات الخطوط الجوية، ومؤشر دو جونز للمرافق العامة يتكون من 15 شركة، ومؤشر داو جونز المركب يتكون من 65 شركة من مجموع الشركات التي تتضمنها المؤشرات السابقة². ويتم حسابه بالطريقة التالية:

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\sum_i^n P_i}{N} = \frac{\text{مجموع أسعار الأسهم المختارة}}{\text{عدد الأسهم}}$$

ويعد هذا المدخل متحيزا للأسهم ذات الأسعار المرتفعة نظرا لارتفاع تأثير الأهمية النسبية لأسعار أسهم بعض الشركات بشكل أكبر، وعندها سوف لا يعكس حركة أسعار جميع أو أكثر أسهم الشركات التي يتم تداولها في السوق.

كما أن الحاجة إلى تعديل المؤشر مع أي تقسيم للأسهم أو أي تجزئة للسهم نظرا لتأثير ذلك على سعر السهم في السوق المالي بعد التجزئة، فعندما تتم تجزئة السهم إلى نصفين وكان عدد الأسهم 10000 سهم فإن قيمة السهم الحالية قبل التجزئة البالغة 12 دينار تصبح عند تجزئة السهم 6 دنانير وهذا يؤثر على قيمة المؤشر التي يدخل سعر السهم أساسا في احتسابها بالرغم من أن التجزئة قرار إداري وليس لعملية التداول أي تأثير عليه.

❖ **مدخل الأوزان المتساوية:** يبنى هذا المدخل على افتراض بأن يكون الاستثمار بمبالغ متساوية في الأسهم التي يتكون منها المؤشر، وبذلك نعطي أوزانا متساوية من المبالغ المستثمرة لكل سهم مختار، وهذا ما يلغي التحيز لأسهم معينة منذ بداية بناء المؤشر، وأن التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر سوف تعكس اتجاهها حقيقيا للتغيرات في الأسعار للأسهم التي يتكون منها السوق، وعند بناء المؤشر يتم تقسيم عدد أسهم الشركات المختارة التي يتم استخراجها بقسمة مبلغ الاستثمار على سعر كل سهم وقسمة المجموع المستخرج بهذه الطريقة لكافة الأسهم على مجموع قيمة الاستثمار المفترض، وبحسب المؤشر وفق هذا المدخل بالطريقة التالية³:

$$\text{المؤشر} = 100 \times \frac{\text{مجموع (عدد الأسهم المشتراة} \times \text{سعر السهم)}}{\text{مجموع مبلغ الاستثمار}}$$

¹ السيد متولي عبد القادر، المرجع السابق، ص 196.

² شعبان البرواري، مرجع سابق، ص 243.

³ دريد آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص 94، 102.

ومن الأمثلة على هذه المؤشرات مؤشر FT 30 الذي يجمع 30 ورقة من الأوراق المالية الأكثر أهمية في بورصة لندن.

❖ مدخل الأوزان حسب القيمة

أي إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية للأسهم آخذين بعين الاعتبار عدد الأسهم للشركة المختارة أي معدل الرسملة الخاص بالأسهم وسعر سهم كل شركة في السوق، وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر، ومن أهم المؤشرات التي تتبع هذا المدخل مؤشر ستاندرد أند بور Standard & Poor 500 الذي يحتوي على 500 شركة (400 شركة صناعية، 40 شركة منافع عامة، 20 شركة نقل، 40 شركة في مجال المال والبنوك والتأمين).

ويحسب مؤشر الأوزان حسب القيمة كما يلي:

$$\text{Index}_t = \frac{\sum P_t Q_t}{\sum P_b Q_b}$$

يتضمن البسط القيمة أو ضرب السعر في الكمية (أو عدد وحدات الأسهم) في تاريخ معين (t)، أما المقام فيتضمن القيمة بتاريخ الأساس¹.

2- مؤشرات الأسهم الإسلامية

تم على أرض الواقع قيام تجارب فعلية لإيجاد مؤشرات إسلامية مقبولة:

1) مؤشرات داو جونز الإسلامية Dow Jones Islamic Indexes

يعود ظهور وانتشار مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية في الأسواق المالية العالمية إلى نهاية القرن العشرين بإصدار مؤشرات داو جونز لسوق رأس المال الإسلامي، التي صدرت للمرة الأولى عام 1999، وتم الإعلان عنها من المنامة في البحرين، إذ تتكون من 600 شركة عالمية تستجيب لمعتقدات المسلمين وتستخدمه العديد من الشركات حول العالم.

تضم السلسلة أكثر من 100 مؤشر، مما يجعلها الأكثر شمولية لمقاييس سوق رأس المال الإسلامي، حيث إنها تشمل مؤشرات إقليمية وقطرية موزعة على جميع أنحاء العالم مثل: مؤشرات داو جونز الإسلامي الأمريكي والياباني

¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 196 - 197.

والإنجليزي والأوروبي والماليزي وغيرها كما تعد مؤشرات حسب النشاط الاقتصادي كمؤشرات داوجونز الإسلامية للتكنولوجيا، والخدمات المالية وغيرها¹.

(2) **مؤشر داو جونز دبي المالي:** مؤشر أسهم مركب يقيس أداء الأسهم المتداولة في سوق دبي المالي، أما مؤشر داو جونز سوق دبي المالي تايترز 10، فهو جزء من مؤشر داو جونز دبي المالي، وقد صمم ليكون بمثابة مؤشر للمنتجات الاستثمارية كالمحافظ المشتركة والمحافظ المتداولة في أسواق المال، وغيرها من المنتجات المالية المتوافقة مع مقتضيات الشريعة وأحكامها².

(3) مؤشرات فاينانشيال تايمز الإسلامية Ftse Global Islamic Indexes

صممت بورصة فاينانشيال تايمز البريطانية في 13/7/2000 م مؤشرها الإسلامي العالمي فاينانشيال تايمز الإسلامي، لتتبع أداء شركاتها القائمة ومدى توافق أنشطتها مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وتضم خمسة مؤشرات وهي: المؤشر الإسلامي لكل العالم، المؤشر الإسلامي لأمريكا، المؤشر الإسلامي لأوروبا، المؤشر الإسلامي لآسيا والباسيفيك، المؤشر الإسلامي لجنوب إفريقيا، وتغطي هذه المؤشرات الخمسة 29 دولة من أسواق المال العالمية، وتستعين بمجلس للأشراف الشرعي يضم أربعة من علماء الشريعة الإسلامية³.

أما عن تداول المؤشرات فقد جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم 65 (7/1) المتعلق بالأسواق المالية في دورته السابعة عام 1992 ما يلي: المؤشر هو رقم حسابي يحسب بطريقة إحصائية خاصة، يقصد منه معرفة حجم التغير في سوق معينة وتجري عليه مبيعات في بعض الأسواق المالية، ولا يجوز بيع وشراء المؤشر لأنه مقامرة بحتة، وهو بيع شيء خيالي لا يمكن وجوده.

ثانياً- مؤشرات تسعير الأصول الرأسمالية

على الرغم من تنوع المؤشرات المستخدمة في تسعير الأصول الرأسمالية، غير أنه يضل الليبور أهم مؤشر عالمي يتم الاعتماد عليه في قياس عوائد بعض الأصول الرأسمالية حتى الإسلامية منها كالصكوك.

¹ مسعودة نصبة، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال تجربة ماليزيا أنموذجا، أطروحة دكتوراه، تخصص نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2012-2013، ص 175.

² محمد الأمين ولد عالي، التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية، دار ابن الحزم، بيروت، 2011، ص 303-304.

³ مسعودة نصبة، مرجع سابق، ص 176.

اللييور يمثل سعر الفائدة الذي تتقاضاه مجموعة من البنوك في لندن عند الاقتراض من بعضها البعض (عادة بالأورو دولار)¹.

وقد بدأ تحديد معايير معدلات ال (لاييور) مع بداية 1986م، ثم اكتسبت مع مرور الوقت قبولاً واستخداماً على نطاق واسع، حتى أصبحت معدلاتها المرجعية لأسعار الفائدة الأوسع استخداماً على النطاق الدولي فيما يتعلق بالقروض القصيرة الأجل، ويتم حساب معدلات (لاييور) يومياً بواسطة جمعية البنوك البريطانية BBA، حيث يتم في كل يوم عمل رسمي حساب 150 معدلاً ل (لاييور)؛ أي 15 معدلاً حسب المدة (يوم، أسبوع، أسبوعان - ومن شهر إلى 12 شهراً)، وذلك لعشر عملات رئيسة هي (الجنيه الاسترليني، الدولار الأمريكي، الين الياباني، الفرنك السويسري، الدولار الكندي، الدولار الأسترالي، اليورو، الكرونا الدنماركية، الكرونا السويدية، والدولار النيوزلندي)².

وتستخدم أغلب الدول في العالم ذات النظام البنكي المتطور معدل مشابه للييور، كمؤشر ويستخدم لتسعير فائدة القروض المتبادلة بين بنوكها، حيث نجد أن الحروف الهجائية الأربعة الأخيرة لمصطلح لييور أي (ibor ييور) استخدمت في تسمية هذه المعدلات، مثلاً Sibor وهذه التسمية لمعدل الفائدة تشترك فيه أكثر من دولة، منها معدلات الفائدة المستخدمة بين البنوك في سنغافورة، والمتبع على نطاق واسع في شرق آسيا، كما يرمز في الوقت نفسه لمعدل الإقراض المستخدم بين البنوك السعودية، ونجد في مصر يطلق عليه كايبور Caibor، وفي الكويت كيبور kibor وفي امستردام Aibor وفي الإمارات المتحدة Eibor، وفي زيوريخ Zibor، وهكذا.

ونلاحظ أن هناك ارتباطاً كبيراً بين المعدلات التي يتم تحديدها للعملة نفسها في المراكز المالية المختلفة، فعلى سبيل المثال نجد أن معدلات لييور للين الياباني ترتبط بشكل كبير مع معدلات تيبور Tibor معدل الإقراض المتبادل بين البنوك في طوكيو والذي تحدده جمعية البنوك في اليابان³.

ويلاحظ أن أغلب استخدامات (لاييور) في عقود غير متفقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، مثل الودائع لأجل، السندات، والمشتقات المالية، غير أن معدلات (لاييور) أصبحت تستخدم في بعض الأدوات المالية الإسلامية (الصكوك)، وقد أدركت جمعية البنوك البريطانية تنامي استخدام هذا المعدل في هذا المجال وقررت دراسة إمكانات استخدامه في مجال التمويل الإسلامي، ويبدو أن هناك اتفاقاً على أن استخدام (لاييور) في تسعير بعض

¹ www.investorwords.com 21/2/2016.

² محمد السحيباني، بدائل الفائدة، جريدة الاقتصادية، العدد 4941، 22 أبريل 2007: www.aleqt.com 2/2/2015.

³ سليمان ناصر وربيعة بن زيد، ارتباط تسعير الصكوك الإسلامية بمعدل الفائدة لييور كعامل مهدد لسلامة الاستثمار فيها دراسة تطبيقية على عينة من الصكوك الإسلامية، المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي النمو والعدالة والاستقرار من منظور إسلامي، إسطنبول، 9، 11 سبتمبر 2013، ص 8.

العقود والأدوات الإسلامية ليس محظوراً من حيث المبدأ، مادام العقد متوافقاً مع الشريعة، ولكنه يؤثر بشكل سلبي في الصورة الذهنية لصناعة الخدمات المالية لدى جمهور المتعاملين بها، ويرسخ الاعتقاد لدى البعض أن التمويل الإسلامي لا يختلف جذرياً عن التمويل التقليدي، خاصة مع انتشار التورق المصرفي، وبعض الصكوك الإسلامية المثيرة للجدل¹.

مع الإشارة إلى أن أهمية نتائج الدراسة التي قام بها الباحثان سليمان ناصر وربيعة بن زيد التي تشير إلى أن تقلبات مردودية مؤشر داوجونز ستي جروب أقل من تقلبات أسعار الفائدة لليبور، غير أن صكوك شهامة وصرح تتميز بمستوى تقلب للمردودية أقل من تقلبات مردودية مؤشر داوجونز ستي جروب، وبالتالي فإن مخاطرة الصكوك الإسلامية التي لا تسترشد بمعدل الفائدة لليبور في تحديد عوائدها أقل من مخاطرة الصكوك التي تسترشد به.

هناك عدة أسباب أسهمت في اعتماد المؤسسات المالية الإسلامية على معدل الفائدة لليبور في تسعير منتجاتها المتوافقة مع الشريعة، من هذه الأسباب ما يلي:

1. سعي المؤسسات المالية الإسلامية في تسعير منتجاتها إلى إيجاد مرجعية يمكن من خلالها الارتباط بالأسواق المالية الدولية، ويمثل معدل ليبور أكثر هذه المرجعيات ملائمة من حيث شهرته واتساع نطاق التعامل به، وسهولة الحصول عليه.

2. دخول البنوك الغربية في أسواق التمويل الإسلامي، الأمر الذي أدى إلى استخدام المؤسسات المالية الإسلامية لمعدل ليبور باعتباره المؤشر الذي يعكس تكلفة الأموال التي تستخدمها تلك البنوك، وذلك في ظل غياب معيار مستقل له فعاليات ومبررات غير ربوية في المالية الإسلامية، ولهذا أدرجت البنوك الغربية على معاملة الأموال المستخدمة في التمويل بالصكوك الإسلامية وبصيغ التمويل الإسلامية من مارجة وإجارة وغيرها من الصيغ الأخرى معاملة القروض المبنية على معدل الفائدة ليبور.

3. في ظل ازدواجية النظام الاقتصادي والمالي في العالم الإسلامي والذي تتنافس فيه المنتجات المالية الإسلامية مع نظيرتها التقليدية، أصبح الاعتماد على معدل ليبور في تحديد عوائد تلك المنتجات أداة معيارية لجذب أموال المستثمرين².

¹ محمد السحيباني، بدائل الفائدة، جريدة الاقتصادية، العدد 4941، 22 أبريل 2007: www.aleqt.com 2/26/2015.

² سليمان ناصر وربيعة بن زيد، ارتباط تسعير الصكوك الإسلامية بمعدل الفائدة لليبور كعامل مهدد لسلامة الاستثمار فيها دراسة تطبيقية على عينة من الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 9.

هذا وقد تم اقتراح بدائل متعددة لسعر الفائدة من قبل الباحثين في الصناعة المالية الإسلامية خاصة فيما يتعلق باستخدام مؤشر سعر الفائدة في احتساب ربحية المصارف الإسلامية تظهر بشكل أساسي عند التمويل باستخدام صيغ البيوع الآجلة والتي ترتبط بمبلغ الشراء ومدة التمويل ثم تحديد مبلغ البيع، إلا أن كل هذه البدائل لا تزال قيد الدراسة والتمحيص من أهمها: معدل العائد الموزع على حسابات الاستثمار، معدل ربحية الفرصة البديلة، المؤشر الإسلامي المقترح لقياس الربحية، معدل العائد علي الودائع المركزية وغيرها، وفي إطار سلبيات مختلف هذه البدائل قدم البلتاجي مقترح مؤشر يرتبط بمتغيرات مختلفة تجعل المؤشر أكثر دقة وهي: نسبة الزكاة، معدل مخاطر الصناعة، معدل مخاطر العميل، معدل مخاطر الصيغة التمويلية، تكلفة البنك¹.

الفرع الثاني: الهندسة المالية لنشاط السمسرة ورأس المال المخاطر

أولاً- الهندسة المالية لنشاط السمسرة

كانت عمولة السمسرة تمثل نسبة من قيمة الصفقة التي يتم إبرامها، ولم يكن هناك لاقتصاديات الحجم أي أثر على مقدار العمولة، وقد نجحت مؤسسات الهندسة المالية في إدخال ابتكار جديد هو سمسار الخصم بهدف تخفيض تكلفة السمسرة، ويقصد بسمسار الخصم بيت السمسرة الذي يقدم لعملائه خدمات محدودة، مستبعدا أكثر خدمات السمسرة تكلفة، وهي تقديم الخدمات الاستشارية في شأن قرارات الاستثمار².

1- موقف الفقه الإسلامي من السمسرة

يمكن تكييف العمل الذي يقوم به السمسار في البورصة على أساس عقد الوكالة إذ السمسار يقتصر دوره في عمليات البيع والشراء على التعبير عن إرادة العميل والالتزام بأوامره وتنفيذ ما يقول به، والوكالة جائزة شرعا³. والوساطة بالمفهوم المعروف في الأسواق المالية لا تعدو من كونها نوعا من أنواع الإجارة مع التوكيل بالبيع، إذ الوسيط يكون مفوضا تفويضا مطلقا ببيع الأسهم متى شاء ذلك عندما يرى المصلحة في البيع، وقد يكون التفويض مقيدا بمدة محددة أو بمبلغ محدد أو في كليهما، وكل ذلك يلزم الوسيط شرعا مراعاة شروط العميل، إذ المسلمون على شروطهم⁴.

¹ محمد البلتاجي، نحو إيجاد معدل لاحتساب ربحية البيوع الآجلة، www.bltagi.com 2015 /2/26.

² منير هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، مرجع سابق، ص 233.

³ محمد الجندي، مرجع سابق، ص 36.

⁴ ماجد الكندي، مرجع سابق، ص 108.

2- أجرة الوسيط

يجوز للوكيل أن يحصل على أجرة نظير قيامه بالعمل نيابة عن الموكل، وفي مقابل الجهد الذي يبذله والنصح الذي يسديه له، وتجوز الوكالة بأجرة فحكمها حكم الإجازات، وبغير أجرة فهي معروف من الوكيل¹. فالوسيط هو أجير عن المالك في البيع أو الشراء للسلعة مزايادة لذا كان لا بد له من أجرة معلومة نظير عمله ذلك، وللناس في تقدير الأجرة مذاهب عدة منها:

1. تقدير أجرة مقطوعة يأخذها الوسيط عن بيع السلعة: بل هي أسلم الصور فيما يظهر لانتفاء الجهالة عنها والعلم بها، ولكن ما يشكل عليها أن بعض الأسواق ترتب الأجرة على البيع فإن لم يتم البيع لعدم رضا البائع لم ينل الوسيط شيئاً وإن تم أعطى ما تعاقدوا عليه بينهم من أجرة.

إلا أنه والظاهر هنا أن الوسيط قد قام بعمل معين يستحق عنه الأجر كون صاحب السلعة لم يعجبه ما انتهى أمر المزايدة ليس بصارف عن ذلك الذي بذل جهده وحاله ما يستحق من أجر.

2. جعل الأجرة نسبة شائعة: مما يستقر عليه الثمن إن تم البيع، وهذا ما تقوم عليه شركات الوساطة في أغلب البورصات، وهذا ما قد اختلف فيه الفقهاء، فذهب البعض إلى عدم جوازه للجهالة التي تكتنفه فإن مقدار الثمن الذي سيرسو عليه البيع غير معلوم عند التعاقد مما يعني أن الأجرة غير معلومة أيضاً فيكون العقد من أبواب الغرر المنهي عنها².

وذهب آخرون منهم من الحنابلة وبعض المالكية إلى الجواز، مستدلين بحديث النبي ﷺ كما روى ذلك ابن عمر رضي الله عنهما - قال: عامل رسول الله ﷺ أهل خيبر بشطر ما يخرج منها من ثمر أو زرع³.

وبهذا يتبين أن ما عليه شركات الوساطة من أخذ النسبة الشائعة بتمام البيع أمر لا يظهر فيه محذور شرعي وإن كان الأولى والأبعد من الخلاف أن يكون الأجر مقطوعاً⁴.

¹ محمد الجندي، مرجع سابق، ص 36.

² ماجد الكندي، مرجع سابق، ص 109، 114.

³ شعبان البرواري، مرجع سابق، ص 62.

⁴ ماجد الكندي، مرجع سابق، ص 115.

ثانياً- رأس المال المخاطر

عُرف المفهوم الحديث لرأس المال المخاطر أو المغامر أو المبادر بعد الحرب العالمية الثانية في الولايات المتحدة الأمريكية، من خلال أول مؤسسة رأس مال مخاطر، تم تأسيسها سنة 1946 في (Boston) من طرف: George Doriot and Karl Compton والتي تحمل اسم "المؤسسة الأمريكية للبحث والتطوير بهدف المساهمة في رأس مال المؤسسات الصغيرة المبتكرة، ثم تطور رأس المال المخاطر بعد 1950 نتيجة لظهور الصناعات الالكترونية بمنتجاتها الجديدة، حتى فترة السبعينيات كانت أغلب مؤسسات التمويل عن طريق رأس المال المخاطر عبارة عن مؤسسات مدرجة في سوق الأوراق المالية، لكن في بداية الثمانينيات، أصبحت مؤسسات رأس المال المخاطر تحت الشكل القانوني لمؤسسة ذات مسؤولية محدودة هي الغالبة بسبب الامتيازات الجبائية التي قدمت لها. ورأس المال المخاطر هو استثمار مرفق بدرجة عالية ومتغيرة من المخاطرة، يعتمد على مراحل الاستثمار في المؤسسة، يقوم من خلاله المستثمرون بدعم المقاولين بالتمويل اللازم والمهارات الإدارية لاستغلال الفرص المتاحة في السوق، لأجل تحقيق أرباح على المدى البعيد¹.

تعرف جمعية رأس المال المخاطر الأوروبية EVCE رأس المال المخاطر بأنه رأس المال الذي يمول بواسطة وسيط مالي متخصص، مثل شركات رأس المال المخاطر أو صناديق استثمار رأس المال المخاطر لدعم مشروعات ذات مخاطر مرتفعة من الصعب تمويلها بطرق التمويل التقليدية كالاقتراض، وتتميز باحتمال نمو قوي وعوائد كبيرة، لكنها لا تضمن تلك العوائد ولا استرداد رأس المال.

ولا يقتصر دور مستثمر رأس المال المخاطر على التمويل المادي فقط، بل تقديم الدعم الفني والاستراتيجي والتسويقي والإداري.

أما من الجانب الشرعي، فهناك محاذير شرعية في بعض صيغ تمويل رأس المال المخاطر ولكن يمكن تطوير بدائل لها متوافقة مع الشريعة الإسلامية ويفضل البعض إيجاد هيئة رقابة شرعية تضمن توافق استثمارات وعقود تمويل رأس المال المخاطر مع الشريعة الإسلامية².

¹ محمد براق، محمد الشريف بن زواي، الهندسة المالية- سوق رأس المال المخاطر، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع والرهانات، جامعة غرداية، الجزائر، 23 - 24 فيفري 2011، ص 5-6.

² محمد سعد الناصر، رأس المال المخاطر نموذج واعد لتمويل المشروعات الريادية في المملكة العربية السعودية، كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، السعودية، 2012، ص 77-78.

الفرع الثالث: التسجيل على الرف والتداول الإلكتروني

1. التسجيل على الرف: وهو إجراء يسمح للمنشآت التي تصدر أوراقا مالية من حين إلى آخر بأن تقدم طلب تسجيل رئيسي يتضمن خطة زمنية لإصدار ورقة مالية ما، حيث تغطي الخطة فترة زمنية معينة على أن يتم الإصدار على دفعات، والجهة المصدرة من خلال إتباع هذا الإجراء تتحقق لها المرونة في مواجهة ظروف السوق، كما يتيح لها فرصة أفضل لتحديد توقيت الإصدار، بالإضافة إلى التخفيض في تكلفة الإصدار.
2. التداول الإلكتروني: الذي يعد من بين أهم الابتكارات الهادفة إلى زيادة سرعة تنفيذ المعاملات¹.

¹ نسرين بن زواي، مرجع سابق، ص 68.

خلاصة الفصل الأول

تعد الهندسة المالية آلية لتقدم الابتكارات المالية في سبيل تقليل التكاليف والمخاطر وزيادة العوائد وزيادة السيولة، وتتعدد هذه الابتكارات وتصنف حسب العديد من المعايير، فحسب أقسام النظام المالي شهدت كل من الأسواق المالية والمؤسسات المالية منتجات وابتكارات عديدة تتماشى وخصوصية كل قسم رغم تداخلها وتكاملها في المجمل.

أما حسب الخلفية المرجعية للهندسة المالية فيمكن تقسيمها إلى منتجات الهندسة المالية التقليدية ومنتجات الهندسة المالية الإسلامية، فالفكر الوضعي كما الفكر الإسلامي قدما منتجات مالية عديدة متكاملة في ظل التطورات المالية الاقتصادية المعاصرة، فكما تقوم الهندسة المالية الإسلامية بمحاكاة بعض الابتكارات المالية التقليدية، تحاول بعض الدول الغربية تطبيق بعض المنتجات المالية الإسلامية في إطار خروجها من الأزمات المالية الحادة التي تشهدها، واستقطابا لرؤوس الأموال من قبل بعض الدول لتصبح مراكز مالية عالمية. وتنوعت المنتجات المالية في الأسواق المالية بين الأدوات كأسهم المؤشرات والصكوك، والعمليات كالبيع على المكشوف، وحلول مشاكل التمويل كالتداول الإلكتروني وغيرها.

وظهرت الأدوات المالية المبتكرة في أسواق رأس المال وأسواق النقد على حد سواء، في شكل تعديلات في بعض جوانب المنتج أحيانا، وفي شكل خلق وتصميم منتج جديد قائم بحد ذاته أحيانا أخرى، فبالإضافة إلى مستحدثات الأسهم والسندات ظهرت منتجات مالية جديدة مبتكرة كالمشتقات المالية وأسهم المؤشرات ضمن الهندسة المالية التقليدية، والصكوك المالية الإسلامية في إطار الهندسة المالية الإسلامية.

أما عن سوق النقد فقد تمثلت المبتكرات المالية فيه في شهادات الإيداع القابلة للتداول واتفاقيات إعادة الشراء، من بين منتجات الهندسة المالية التقليدية (تم تكييف بعضها شرعا)، أما عن مقترحات البدائل الشرعية لأدوات الدين المتداولة في هذه السوق ورغم تعددها فهي تحتاج المزيد من البحث لضبط العلاقة الدائنية بين مختلف المتدخلين في سوق النقد من مؤسسات مالية وبنك مركزي في ظل رسوخ النظم الوضعية في الدول الإسلامية.

الفصل الثاني:

أهم منتجات الهندسة المالية في سوق رأس
المال وموقف الفقه المعاصر منها

تمهيد

أعطى الفصل الأول فكرة عامة عن مفهوم الهندسة المالية التقليدية والإسلامية، وعن مختلف أنواع منتجات الهندسة المالية، التي تتعدد وتشعب إلى أدوات وعمليات وحلول لمشاكل التمويل، سواء كان تطوير لخاصية من خصائص هذه المنتجات أو خلق منتجات جديدة مبتكرة كلياً.

كثيراً ما يرتبط مفهوم الهندسة المالية التقليدية بالتحوط وإدارة المخاطر وبالتالي ارتباطها الوثيق بالمشتقات المالية، وبالمقابل كثيراً ما يرتبط مفهوم الهندسة المالية الإسلامية بالصكوك المالية والتي جاءت كبديل للسندات الربوية، خاصة لما تتميز به من تنوع بتنوع صيغ التمويل الإسلامي. أما عن صناديق الاستثمار فإنه وبالرغم من ظهور آليات التوظيف الجماعي للأصول قبل ظهور مصطلح الهندسة المالية، إلا أن التطورات والتحديثات التي تحدث على هذه المؤسسات المالية تجعلها من أهم منتجات الهندسة المالية التقليدية والإسلامية على حد سواء، في ظل إمكانية تكييف هذه الصناديق بمختلف أنواعها وفق مبادئ الشريعة الإسلامية.

كل هذا الأدوات المالية المبتكرة، يمكن توضيح مختلف جوانبها المفاهيمية والشرعية من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: الصكوك المالية الإسلامية

المبحث الثاني: صناديق الاستثمار بين الفكر الوضعي والإسلامي

المبحث الثالث: المشتقات المالية وأحكامها الشرعية

المبحث الأول: الصكوك المالية الإسلامية

تعد الصكوك المالية الإسلامية من أهم منتجات الهندسة المالية الإسلامية وأكثرها انتشاراً، وبدلاً من تنوع للسندات بتنوع صيغ التمويل الإسلامية، والناجئة عن تصكيك بعض الأصول سواء كانت أعياناً أو منافعا أو خدمات.

يختلف مفهوم التوريق عن مفهوم التصكيك، في كون الأول يقوم على توريق الديون، مما ينتج عنه أوراق مالية تفصل فيها العلاقة بين المقرض والمقترض الأول، في حين يقوم الثاني على بيع الأصول للجمهور من أجل تمويل نشاط معين وفق صيغ التمويل الشرعية، مما ينتج عنه أوراق مالية تسمى بالصكوك، ويتم إصدار وتداول هذه الصكوك وفق ضوابط شرعية معينة، تتناسب مع مبادئ الشريعة، ومتجنباً لمختلف المحاذير الشرعية.

المطلب الأول: التصكيك والتوريق

قبل الوصول إلى معنى الصكوك، وأنواعها وضوابط تداولها، يجب التعرّيج على مصطلح التصكيك لتوضيح آلية إصدار الصكوك، وكذا لتبيان اختلاف التصكيك الذي يقوم على الأصول عن التوريق الذي يتمثل في بيع الديون.

الفرع الأول: مفهوم التصكيك

أولاً- تعريف التصكيك: من بين الطرق المتاحة للتمويل في شركة أو مؤسسة قائمة، القيام ببيع أحد أصولها الذي يدر تدفقا مالياً في صورة دخل بشكل منفرد عن باقي الأصول، وهذا البيع إن كان لجهة واحد فهو بيع عادي، وإن تم البيع للجماهير بحيث يملك كل منهم حصة شائعة في هذا الأصل بموجب ورقة مالية فهو التوريق (تصكيك)¹.

فالتصكيك عبارة عن عملية تحويل الأصول المقبولة شرعاً إلى صكوك مالية مفصولة الذمة المالية عن الجهة المنشئة لها، وقابلة للتداول في سوق مالية وفق شروط محددة، وذات آجال محددة، بعائد غير محدد أو محدد ولكن ليس خالياً من المخاطر.

ويمكن أن تأخذ عملية التصكيك اتجاهين أساسيين:

¹ علاء الدين زعتري، الصكوك تعريفها، أنواعها، أهميتها دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار، ورشة العمل الصكوك الإسلامية؛ تحديات، تنمية، ممارسات دولية، شركة BDO، عمان، 18-19 جويلية 2010، ص 8.

الأول: يتعلق بوجود أصل أو مجموعة أصول منتجة، يتم استصدار صكوك بموجبها لمدة محددة، وهي 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 الآلات الاستثمارية المحددة، على أن يكون لحملة هذه الصكوك ثمار المنافع المتوقعة من هذا الاستثمار، وهي بذلك تمثل مضاربة/وكالة/مشاركة مقيدة¹.

ثانيا- أطراف عملية التصكيك

تشابه أطراف عملية التصكيك - معظمها - مع تلك السائدة في حالة التوريد (بيع الديون)، هذه الجهات هي:

1- الرقابة الشرعية Sharia Supervisory Body

2- المصدر الأصلي Originator

3- الشركة ذات الأغراض الخاصة (Special Purpose Vehicle) SPV: وهي مؤسسة مالية وسيطة ذات غرض خاص SPV تتولى عملية الإصدار، وتقوم باتخاذ جميع إجراءات التصكيك نيابة عن المصدر، مقابل أجر أو عمولة تحددها نشرة الإصدار، وتكون العلاقة بين المصدر ووكيل الإصدار على أساس عقد الوكالة بأجر.

4- الأمين Trustee: هو المؤسسة المالية الوسيطة التي تتولى حماية مصالح حملة الصكوك والإشراف على مدير الإصدار، وتحتفظ بالوثائق والضمانات، وذلك على أساس عقد الوكالة بأجر تحدده نشرة الإصدار.

5- مساعد الأمين Servicer

6- مؤسسة التصنيف الائتماني Rating Agency: فبالإضافة إلى الوكالات الدولية مثل standard & poor، توجد في الوقت الحالي وكالات تصنيف إسلامية تقدم إلى جانب ذلك خدمة تصنيف الجودة الشرعية، مثل: الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف IIRA ومقرها البحرين، وكذلك الوكالة الماليزية للتصنيف RAM².

7- المغطي Underwriter: أو ضامن الاكتتاب ودوره هو التعهد بأن يتم الاكتتاب في جميع الأوراق المطروحة وأنه إذا بقيت أوراق بدون اكتتاب فيها (دون شرائها) يلتزم بتغطيتها.

8- مزود خدمات الضمان والتسهيلات الائتمانية Credit enhancer.

9- المستثمرون Investors

¹ فتح الرحمن صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، اتحاد المصارف العربية، بيروت، جويلية 2008، ص 6-7.

² عجيل النشمي، التوريد والتصكيك وتطبيقاتهما، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة 19، إمارة الشارقة، أفريل 2009، ص 5.

وغيرها من الأطراف بحسب طبيعة وهيكل إصدار الصكوك تبعاً لنوعية الموجودات أو أية معايير أخرى¹. فبعد عملية فرز وتجميع مكونات الأصل في حزمة واحدة تتشابه فيها معدلات العائد وآجال الاستحقاق، يتم تقييم الأصل بواسطة إحدى وكالات التصنيف، ليتم البدء في إجراءات اتفاق التعزيز الائتماني بواسطة الضامنين سواء مؤسسات حكومية أو شركة تأمين أو جهة أخرى (والتي تقوم بتسديد الأقساط والعوائد في حالة تأخر أو توقف الملتزمين بالأصل المورق عن دفع المستحق عليهم)، ثم يأتي الاتفاق مع شركة التصكيك على كيفية تحويل الأصل لها حسب أساليب التصكيك ثم تقوم شركة التصكيك بسداد المبلغ المستحق عليها للمؤسسة البادئة؛ إما باقتراضها المبلغ من إحدى المؤسسات المالية أو من حصيلة التصكيك، والتي تقوم بإصدار الأوراق المالية الممثلة للأصل بالقيمة الاسمية زائداً علاوة الإصدار، وطرحها للاكتتاب العام على المستثمرين ثم استلامها لحصيلة الاكتتاب في الأوراق المالية، وسداد القرض الذي أخذته من المؤسسة المالية أو دفع مستحقات المؤسسة البادئة، وبعد كل هذا تقوم الجهة التي تم اختيارها لتحصيل العوائد والأقساط المستحقة لمدين الأصل، وتسليمها لأمين الحفظ لتوزيعها على حملة الأوراق المالية، ثم إطفاء قيمة الأوراق تدريجياً برّد جزء من قيمتها لهم، هذا ويمكن لحملة الصكوك بيع هذه الصكوك في الأسواق الثانوية².

الفرع الثاني: التوريق

التوريق هو تحويل أصول مالية غير سائلة مثل القروض والأصول الأخرى إلى أوراق مالية (أسهم وسندات) قابلة للتداول في أسواق رأس المال، وهي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة، ولا تستند إلى مجرد القدرة المتوقعة للمدين على السداد من خلال التزامه العام بالوفاء بالدين "ولقد كان السبب البارز لاستحداث هذه التقنية الجديدة في الولايات المتحدة مع مطلع السبعينات والثمانينات من القرن الماضي، هو معالجة أزمات مالية تتعلق بتوزيع القروض العقارية والتي كانت تغطي عليها معاملات غير مجدية تسببت في العديد من الأزمات المالية، لعل أهمها أزمة "جمعيات الادخار والاحتياط" مع مطلع الثمانينات، والتي كانت تستعمل مداخرات قصيرة الأجل في تمويل القروض السكنية طويلة الأجل مما تسبب في أزمة مالية حادة في الولايات المتحدة، الأمر الذي كانت نتيجته الحتمية إفلاس العديد من هذه الجمعيات وإعادة رسمة البعض منها، وقد كلفت هذه الأزمة خسارة قدرت بـ: 300 مليار دولار دفعتها الخزينة.

¹ فتح الرحمن علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، مرجع سابق، ص 13-14.

² علاء الدين زعتري، مرجع سابق، ص 29، 31.

وانتشرت عملية التوريق عبر العالم نظر للاستحسان الذي شهدته، حيث استعملت بريطانيا هذه التقنية سنة 1985 من خلال توريق قروض الرهن العقاري، لتبلغ القروض المورقة 8 مليارات جنيه إسترليني في نهاية 1990، كما استخدمت في كل من إيطاليا وإسبانيا سنة 1991، ولم تعد عملية التوريق مقتصرة على الرهونات العقارية، بل مست منتجات أخرى كقروض السيارات، الديون المتعلقة باستخدام بطاقات الائتمان، وتأجير المعدات، كما شملت حتى منتجات الملكية الفكرية خلال سنة 2000¹.

والتوريق الذي يتم في المعاملات التقليدية إنما يتعلّق بالديون في الذمة قروضاً، أو مستحقات آجلة أو من بيع آجل، وهو ما يظهر جلياً في القوانين المنظمة للتوريق في مختلف دول العالم، وهو ما يتفق مع طبيعة الأصول والموجودات في المؤسسات المالية التقليدية، حيث أنّ مجموعة الديون أو القروض للعملاء تمثّل أكبر بند في أصول المؤسسات التقليدية لأنها تمثل النشاط الرئيسي لها، وهي التي تنطبق عليها متطلبات التوريق، كما أنّها البند الوحيد الذي يكون محلاً للتوريق.

وعليه، فإنّ عملية التوريق لا تجوز شرعاً، وهذا ليس راجع إلى مضمون فكرة التوريق بل مرده إلى أنّ الأصول التي يجري توريقها هي الديون، ومن أهم الاعتراضات الشرعية على عملية التوريق للديون ما يلي:

- أنّ هذه الديون قائمة على القرض بزيادة وهو الربا بعينه.
- أنّ توريق الديون يتم من خلال بيعها، وبيع الدين إلى غير المدين غير جائز شرعاً.
- يتم في عملية التوريق بيع الدين بأقل من قيمته الاسمية أي بالحسم، وهذا الحسم لا يجوز شرعاً لأنّه من الربا.
- وفي حالة إجازة بيع الدين لغير من هو عليه، يُشترط إضافة بيعه بدون حسم من قيمته الاسمية وأن يكون الدين حالاً، والديون التي يجري توريقها مؤجلة.
- وبالتالي، فإنّ الأصول التي لا يجوز توريقها هي الديون والأعيان المحرّمة شرعاً، في حين يمكن ويجوز تصكيك الأعيان والمنافع والخدمات².

ولعلاج مشكل جفاف السيولة وحماية الأسواق العربية الإسلامية من خطر الأزمات المالية في حالة تطبيق التوريق الإسلامي للديون يجب تتبع طرق عديدة؛ فإذا كان على المؤسسة ديون في ذمتها للغير وترغب في عدم

¹ شوقي جباري، مرجع سابق، بدون ذكر الصفحات.

² شافية كناف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، أطروحة دكتوراه علوم، تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، الجزائر، 2013-2014، ص 401-402.

وفائها بالتزاماتها نقدا لعدم توفر السيولة الكافية لذلك أو غيرها من الأسباب الأخرى، يمكنها تتبع أحد الطرق التالية:

- تحويل تلك الديون إلى أسهم، وبخاصة عندما تقوم بإصدار جديد ضمن ما تتيحه لوائحها وأنظمتها فتصبح تلك الديون عبارة عن أسهم يمتلكها الدائنون.
- إذا كانت المؤسسة المالية تمتلك سلعا عينية كالسيارات أو الآلات أو غيرها، وتريد التخلص منها ومن كلفة تخزينها وصيانتها، فيمكن عرضها على الدائنين لمبادلتها بديونهم التي هي على ذمة المؤسسة ومن ثم ستحقق المؤسسة فائدتين، التخلص من مخزون سلعي يمثل عبئا ماليا وكلفة دائمة على المؤسسة مع الوفاء بالدين وسقوط الالتزام عن ذمتها.
- إصدار سندات ملكية لأعيان مؤجرة لتشجيع الدائنين على مبادلة ديونهم مقابل تلك السندات، وهي تختلف عن سندات الملكية العادية فهي عين مملوكة مؤجرة تدر عائدا محددا معروفا¹.

المطلب الثاني: مفهوم الصكوك المالية الإسلامية

تعد الصكوك المالية الإسلامية أهم الابتكارات المالية الإسلامية، والتي تتنوع حسب صيغ التمويل المختلفة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، غير أن إصدار وتداول هذه الصكوك تحكمه مجموعة ضوابط تختلف باختلاف نوع الأصل ونوع صيغة التمويل، وباختلاف مراحل حياة المشروع.

الفرع الأول: تعريف الصكوك المالية الإسلامية

عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك الإسلامية أو صكوك الاستثمار (في كتاب المعايير الشرعية) كما يلي: هي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً 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.

وعرفها مجمع الفقه الإسلامي الدولي في قراره رقم 30(4/3) المتعلق بسندات المقارضة لعام 1988، بأنها: أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال القراض (المضاربة) بإصدار صكوك مالية برأس المال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس المال المضاربة وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه.

¹ محمد الأمين خنيوة وحنان علي موسى، مرجع سابق، ص 20.

إذا فالصكوك المالية الإسلامية هي: أوراق مالية متساوية القيمة محددة المدة، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية، تعطي لحاملها حق الاشتراك مع الغير بنسبة مئوية في ملكية وصافي إيرادات أو أرباح وخسائر موجودات مشروع استثماري قائم فعلاً، أو سيتم إنشاؤه من حصيلة الاكتتاب، وهي قابلة للتداول والإطفاء والاسترداد عند الحاجة بضوابط وقيود معينة، ويمكن حصر موجودات المشروع الاستثماري في أن تكون أعياناً، أو منافع أو خدمات، أو حقوق مالية، أو معنوية أو خليط من بعضها أو كلها حسب شروط معينة. وعليه فإن الصكوك لا تمثل ديناً في ذمة مصدرها، وإنما تثبت لحاملها حق ملكية شائعة في موجودات لها عائد¹.

الفرع الثاني: ضوابط إصدار وتداول الصكوك المالية الإسلامية

أولاً- ضوابط إصدار الصكوك

ضمن نشرة الإصدار يجب أن تكون الصيغة التي أصدر الصك على أساسها مستوفية لأركانها، وشروطها، وألا تتضمن شروطاً تنافي مقتضاها أو يخالف أحكامها، من ذلك²:

1- أن ينص في النشرة على الالتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وعلى وجود هيئة رقابة شرعية تعتمد آلية الإصدار وتراقب تنفيذه طوال الوقت.

2- أن تتضمن النشرة تحديد مجال الاستثمار وتحديد صيغة التمويل الإسلامي الذي تصدر الصكوك على أساسها، كالإجارة، أو المضاربة، أو المشاركة، أو المراجعة، أو السلم، أو المزارعة.

3- لا يجوز أن تشمل نشرة الإصدار أو الصكوك على نص بضمان حصة الشريك في رأس المال، أو ضمان ربح مقطوع أو منسوب إلى رأس المال، فإن نص على ذلك صراحة أو ضمناً بطل شرط الضمان.

4- لا يجوز أن تشمل نشرة الإصدار، ولا الصك الصادر بناء عليها على نص يلزم أحد الشركاء ببيع حصته، ولو كان معلقاً أو مضافاً للمستقبل. وإنما يجوز أن يتضمن الصك وعداً بالبيع. وفي هذه الحالة لا يتم البيع إلا بعقد، وبالقائمة التي يرضيها الخبراء، وبرضا الطرفين.

5- لا يجوز أن تتضمن نشرة الإصدار، ولا الصكوك المصدرة على أساسها نصاً يؤدي إلى احتمال قطع الشركة في الربح؛ فإن وقع كان الشرط باطلاً. ويصح العقد، وتوزع الأرباح بحسب رؤوس الأموال، إن لم يكن قد تم

¹ سليمان ناصر وربيعه بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، المؤتمر الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي تحت عنوان: إدارة المخاطر؛ التنظيم والإشراف، البنك المركزي الأردني والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، عمان، 6، 8 أكتوبر 2012، ص 3.

² علاء الدين زعتري، مرجع سابق، ص 39-40.

الاتفاق على نسب التوزيع، ومحل القسمة هو الربح بمعناه الشرعي، وهو الزائد عن رأس المال، وليس الإيراد أو الغلة، فما زاد عن رأس المال عند التنضيق أو التقويم فهو الربح، والذي يوزع بين حملة الصكوك؛ وفقاً لشروط العقد.

6- ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار على اقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة، إما من حصة الصكوك في الأرباح في حالة وجود تنضيق دوري، وإما من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب، ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال.

7- ليس ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار أو الصكوك على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته، ودمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في مشروع معين، وعلى أن يكون التزاماً مستقلاً عن العقد؛ بمعنى أن قيامه بالوفاء بالتزامه ليس شرطاً في نفاذ العقد وترتب أحكامه عليه بين أطرافه، ومن ثم فليس لحملة الصكوك الدفع ببطلان العقد، أو الامتناع عن الوفاء بالتزاماتهم بما بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما تبرع به؛ بحجة أن هذا الالتزام كان محل اعتبار في العقد.

ثانياً- ضوابط تداول الصكوك

يقصد بتداول الصكوك بيعها في السوق الثانوية بعد شرائها من قبل المكتتبين، ويقصد بالسوق الثانوية السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية بعد إصدارها وإدراجها في المحافظ الاستثمارية للمستثمرين.

هذا، ويجوز تداول الصك بعد إصداره بضمنه الأول لجهة الإصدار إذا كان هذا منصوصاً عليه في شروط الإصدار، ويحدث هذا في الأحوال التي لا يتداول فيها الصك في البورصة، وإنما تتعهد بتسييله جهة إصداره، أما إذا تمتع الصك بخاصية التداول في البورصة فإنه يجوز بيعه بالثمن الذي يتحدد في السوق بناء على تقييم الموجودات التي يمثلها الصك، أو غير ذلك من مؤشرات تسعير الصكوك، فكل ذلك جائز لا خلاف فيه¹.

ومن أجل التعرف على حكم تداول الصكوك، يتعين التعرض لحكم مختلف الحالات التالية الذكر، والتي تلي مرحلة التأسيس والاكتمال.

الحالة الأولى: التداول حال كون مكونات الموجودات نقوداً محضاً لم تستخدم حصيلتها في شراء أعيان أو منافع، أو بعد صيرورة موجودات الصكوك نقوداً بعد التصفية (حيث يقوم مدير الصكوك ببيع كافة الأعيان وسداد المستحقات من الديون وتحصيل ما يستحقه حاملو الصكوك من الديون وتحويل كافة الذمم إلى نقود)².

¹ عبد الملك المصعبي، الصكوك، ص 22-23: www.abhatoo.net 2016/3/17.

² أحمد أبو عليو، تداول الأسهم والصكوك وضوابطه الشرعية، مؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة العشرون، وهران، 13، 18 سبتمبر 2012، ص 7.

فقد نص قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم 30(3/4) المتعلق بسندات المقارضة في مؤتمره الرابع في جدة فيفري 1988 في البند أ من العنصر الثالث على ما يلي: 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.

كما نص المعيار الشرعي رقم 21 المتعلق بالأوراق المالية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصادر بتاريخ 2010 البند 17/3: لا يجوز تداول أسهم الشركات إذا كانت موجوداتها نقوداً سواء في فترة الاكتتاب أو بعد ذلك قبل أن تزاوّل الشركة نشاطها أو عند التصفية إلا بالقيمة الاسمية وبشرط التقابض.

وهو ما نص عليه أيضاً المعيار الشرعي لصكوك الاستثمار البند 1/2/5: يجوز تداول الصكوك واستردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات، بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط، أما قبل بدء النشاط فتراعى الضوابط الشرعية لعقد الصرف.

الحالة الثانية: التداول حال كون مكونات الموجودات من الأعيان والمنافع والخدمات، أي حال تحول النقود كلها أو معظمها إلى أعيان ومنافع وحقوق معنوية.

والحكم هنا هو جواز تداول هذه الصكوك وذلك حسب ما نص عليه البند ج من العنصر الثالث من قرار المجمع رقم 30(3/4) المتعلق بسندات المقارضة: إذا صار مال القراض موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع، فإنه يجوز تداول صكوك المقارضة وفقاً للسعر المتراضي 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.

وأخذ في هذه الحالة بمعيار الغلبة أي إذا لم تزد نسبة النقود أو الديون المنفردة أو مجتمعة عن 50% ففي هذه الحالة يجوز تداولها لأنها في حكم الأعيان والمنافع والحقوق التي يجوز بيعها والتصرف فيها¹.

الحالة الثالثة: التداول حال كون مكونات الموجودات من الأعيان الموصوفة في الذمة.

إذا كانت الصكوك التي يراد تداولها قد أصدرت مقابل أعيان موصوفة في الذمة فلا يجوز تداولها وذلك لاشتغال عملية التداول على بيع ما لم يقبض وهو لا يجوز.

الحالة الرابعة: التداول حال كون مكونات الموجودات ديوناً محضة.

¹ علي محيي الدين القرّة داغي، أثر الديون ونقود الشركة أو المحفظة على تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية، البنك الإسلامي للتنمية والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، 2003، ص 12، 16.

إذا أصبحت موجودات الصكوك بعد بيعها ديونا، فيكون تداولها في هذه الحالة بمثابة بيع للدين بالنقد وهذا مالا يجوز لاشتماله على الربا بنوعيه الفضل والنسيئة، وتطبق عليها أحكام التعامل بالديون¹، وهذا ما نص عليه البند ب من العنصر 3 من قرار المجمع رقم 30(3/4) السالف الذكر: إذا أصبح مال القراض ديونا تطبق على تداول صكوك المقارضة أحكام التعامل بالديون.

وهو ما نص عليه أيضا المعيار الشرعي للأوراق المالية في البند 18/3: لا يجوز تداول أسهم الشركات إذا كانت موجوداتها ديونا فقط إلا بمراعاة أحكام التصرف في الديون.

وهو ما نص عليه أيضا المعيار الشرعي رقم 17 الخاص بصكوك الاستثمار في البند 1/2/5: تراعى أحكام الديون إذا تمت التصفية وكانت الموجودات ديونا أو تم بيع ما تمثله الصكوك بثمن مؤجل.

الحالة الخامسة: التداول حال كون موجوداتها خليطا من النقود والديون والأعيان والمنافع وكانت الغلبة فيها للنقود والديون.

بعد أن أرجى مجمع الفقه الإسلامي الحكم في حالة كون مكونات الصكوك خليطا، وكانت الغلبة للديون والنقود، وعد بصدور لائحة تخص هذا الجانب، وهذا ما أثار الخلاف بين العلماء والباحثين.

وفي هذا الإطار ظهرت ثلاثة اتجاهات:

الاتجاه الأول: إذا كانت موجودات الأوراق المالية مختلطة من الأعيان والمنافع والحقوق والنقود والديون وكانت الغلبة للنقود أو الديون، فيجوز تداولها عملا بمبدأ التبعية، دون مراعاة أحكام الصرف أو بيع الديون، إذا كان النشاط الرئيس للشركة أو الصندوق أو الوعاء الاستثماري هو في: المتاجرة بالأعيان أو المنافع أو الحقوق، مع مراعاة أن جواز التداول يكون بعد الشروع في العمل بنسبة 10%.

فالأصل المتبوع في هذه الحالة هو نشاط الشركة وعملها وأغراضها المصرح بها في النظام الأساسي، فإن كان هذا الغرض هو العمل في تجارة الأعيان والمنافع والحقوق عن طريق العقود الشرعية كالمراحة والإجارة والاستصناع ونحوها، فإن الديون أو النقود الناتجة مهما كثرت لا تؤثر في تداول أسهمها، إلا في حالات البداية قبل العمل أو النهاية بعد التصفية، وذلك لأن العمل التجاري هو الأصل المتبوع، وأن الديون أو النقود نتجت تبعا لذلك العمل.

أما إذا كان غرض الشركة هو التجارة في العملات أو الصرافة أو بيع الديون وشرائها فقط، فإن تداول صكوكها يحتاج إلى تطبيق قواعد الصرف وأحكام بيع الديون.

¹ أحمد أبو عليو، مرجع سابق، ص 9.

وقد تبنى هذا الرأي ندوة منبثقة عن مجمع الفقه الإسلامي بالتعاون مع المعهد الإسلامي للتدريب والبحوث في مقر البنك بجدة يوم السبت 10 مارس 2007 وقد انتهى المشاركون في الندوة بالأغلبية إلى الآتي:

ومنه فإنه يجوز تداول الصكوك مهما كانت نسبة الديون أو النقود وفقاً لبعض الشروط والتي من أهمها: أن تحدد أغراض الشركة بأعمال الاستثمار في التجارة أو الصناعة أو الزراعة من خلال العقود الشرعية وأن تكون أعمال البيع والشراء هي المقصودة أصالة والنقود والديون قد أتت تابعة¹.

ولكن هل ينطبق هذا على البنوك الإسلامية؟ حيث يتحول جزء كبير من أموالها إلى الديون والنقود، بحيث نرى أن ميزانيتها تتمثل معظمها في الديون الناشئة عن المراجعات والبيوع الآجلة وبالتقسيط من وفي النقود المتوافرة لديها، إضافة إلى الأعيان والمنافع والحقوق المعنوية المكتسبة من الترخيص التجاري والسمعة ونحوها، التي قد لا تصل في بعض الأحيان إلى 30%.

وكذلك الحال في صكوك المقارضة، والمشاركات وصكوك الاستصناع والبيوع والمراجعات حيث يتحول مقابلها إلى نقود أو ديون للبنوك أو الجهة المصدرة لها.

فعادة ما لا تحتفظ البنوك والصناديق الاستثمارية بالسلع والبضائع والعقارات ونحوها فترة طويلة، وإنما بمجرد شرائها وقبضها ودخولها في ملكيتها، تقوم ببيعها بالآجل عن طريق المراجعات أو البيوع الآجلة وحتى الاستصناع يتحول ثمنه في الغالب بعد إتمام العقد إلى ديون، وما يؤخذ منها كمقدمة أو يسترد فهو نقود وحينئذ قد تكون نسبة الأعيان الموجودة والمنافع والقيمة المعنوية أقل بكثير من 50%².

وما عليه هذا الاتجاه هو ما أخذ به المعيار الشرعي الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية رقم 21 الخاص بالأوراق المالية، وقد اشترط لإعماله ألا تقل القيمة السوقية للأعيان والمنافع والحقوق عن نسبة 30% من إجمالي مكونات الموجودات الشاملة للأعيان والمنافع والحقوق والنقد والديون، إذ نص المعيار الشرعي رقم 21 على ما يلي: إذا كانت موجودات الشركات مشتملة على أعيان ومنافع وديون فيختلف حكم تداول أسهمها بحسب الأصل المتبوع وهو: غرض الشركة ونشاطها المعمول به.

وهذا ما أخذت به أيضاً ندوة للصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، مع مراعاة أن جواز التداول يكون بعد الشروع في العمل بنسبة لا تقل عن 10%³.

¹ كمال توفيق الخطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 ماي - 3 جوان 2009، ص 18، 20.

² علي محيي الدين القرّة داغي، مرجع سابق، ص 12، 16.

³ أحمد أبو عليو، مرجع سابق، ص 17، 22.

الاتجاه الثاني: ويرى عدم جواز تداول الصكوك والأسهم والصناديق الاستثمارية، إذا كانت مكونات موجوداتها مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع، مع كون الغالب نقوداً أو ديوناً، لما في ذلك من الوقوع في مبادلة النقد بالنقد، دون تحقق الضوابط الشرعية فيه، وهو نص قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 30(3/4)، ولما فيه من بيع الدين لغير من عليه، وقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم: 101(4/11) الذي ينص على أنه "لا يجوز بيع الدين المؤجل من غير المدين بنقد معجل من جنسه أو من غير جنسه لإفضائه إلى الربا، كما لا يجوز بيعه بنقد مؤجل من جنسه أو من غير جنسه لأنه من بيع الكالئ بالكالئ المنهى عنه شرعاً، ولا فرق في ذلك بين كون الدين ناشئاً عن قرض أو بيع آجل¹.

ليفصل بعد ذلك مجمع الفقه الإسلامي في ذلك من خلال قراره رقم 188 (20/3) بشأن استكمال موضوع الصكوك الإسلامية، في دورته العشرون في 13-18 سبتمبر 2012 م بوهران، حيث جاء فيه أنه إذا كانت موجودات الورقة المالية خليطاً من النقود والديون والأعيان والمنافع والحقوق، فلها حالان:

أ- أن تكون النقود والديون تابعة لما يصح أن يكون متبوعاً، وتكون الورقة المالية متضمنة للملكية المتبوع، فيجوز حينئذ تداول الورقة المالية دون مراعاة نسبة النقود والديون إلى الموجودات.

ب- انتفاء تبعية النقود والديون أو عدم تضمن الورقة المالية للملكية المتبوع، فيخضع التداول حينئذ لأحكام الغلبة. هذا وقد تعهد المجمع على تقديم دراسة مفصلة عن تحديد معيار الغلبة في دورته القادمة.

الاتجاه الثالث: الاعتبار في جواز التداول هو: قصد المشتري

يعتمد هذا الاتجاه في جواز التداول على قصد المشتري، فإذا كان قصد المشتري هو النقود أو الديون في حالة غلبة النقود أو الديون على الأعيان الأخرى، لم يصح البيع (التداول)، أما إذا كان المشتري لا يقصد النقود أو الديون جاز البيع، لكن كيف يمكن الوقوف على قصد المشتري وهو أمر باطني؟

يمكن الاطلاع على قصد المشتري من خلال نوع النشاط، وذلك إذا كان نشاط الوعاء الاستثماري إنتاجياً بأن يكون صناعياً أو زراعياً... ولا يزال يعمل وينتج وكان في الوعاء نقود أو ديون كان الاعتبار للنشاط، ومن ثم يجوز التداول دون النظر لتحقيق شروط بيع النقد أو الدين، حتى ولو كانت النقود أو الديون هي الغلبة على مكونات الموجودات في فترة من الزمن.

فإذا كان نشاط المؤسسة الاقتصادية أو الوعاء الاستثماري صناعياً أو زراعياً... كانت غاية صاحب رأس المال هي الإنتاج أولاً، ثم الحصول على الربح بعد تسويق الإنتاج، وفي هذه الحالة لا يحصل صاحب رأس المال على

¹ توصيات ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقوم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-25 ماي 2010، ص 4-5.

العائد المالي إلا بعد المرور بعدة مراحل، من شراء للمواد الخام إلى تصنيعها إلى تسويقها، أين يتم توظيف العديد من العمال والمستهلكين والموردين، ويتعرض المنتج للكثير من المخاطر.

أما في حالة النشاط غير الإنتاجي فإن الربح غالباً ما يتم بمجرد شراء السلعة وبيعها، وفي الأسواق العالمية يتم الحصول على الربح حتى دون أن يرى المشتري المبيع أو يقبضه.

وبالتالي فإن مشتري الصك غالباً ما يتوجه إلى المشاركة في الاستفادة من الإنتاج أولاً للحصول على الربح، وذلك بخلاف ما إذا كان النشاط تجارياً، فإنه في الغالب يكون التوجه إلى العائد النقدي.

واشترط لإعمال هذا الاتجاه أن يكون التبادل حال كون الشركة أو الصندوق أو الوعاء الاستثماري في مرحلة الإنتاج لا قبل شراء أدوات الإنتاج أو بعد التصفية¹.

غير أن هذا الاتجاه يشوبه غموض في بعض الجوانب منها: ماذا يقصد بالنشاط الإنتاجي وغير الإنتاجي؟ وهل ينطبق التحليل السابق على البنوك؟

المطلب الثالث: تصنيف الصكوك الإسلامية وضوابطها الشرعية

هناك العديد من معايير تصنيف الصكوك إلا أن أكثرها شيوعاً هو التصنيف حسب الصيغة، وحسب هذا المعيار قمنا في هذا العنصر بتوضيح مختلف أنواع الصكوك المعروفة مع تحليل ضوابط تداول كل نوع منها.

الفرع الأول: معايير تصنيف الصكوك

يمكن تصنيف الصكوك الإسلامية إلى العديد من الأصناف حسب معايير مختلفة؛ باعتبار آجالها ومجالات التوظيف، أو الجهة التي تصدرها وغيرها، ويمكن أن نميز بين الأنواع التالية من الصكوك:

أ- حسب الآجال: تنقسم الصكوك وفقاً للآجال إلى صكوك قصيرة الأجل (ويطلق عليها البعض شهادات الإيداع أو الاستثمار) لمدة ثلاثة شهور أو ستة شهور أو سنة، وصكوك متوسطة الأجل وأخرى طويلة الأجل.

كما يمكن أن تكون الصكوك ذات أجل محدد (سنة أو سنتين أو ثلاث سنوات..) وصكوك دائمة، حيث يتصف النشاط الاستثماري بالاستمرارية، ويمكن أن تكون الصكوك متناقصة بمعنى أنه يتم استرداد جزء من قيمة الصك سنوياً، وصكوك متزايدة حيث يعاد استثمار العائد.

ب- حسب القطاع الاقتصادي: صكوك تستثمر في القطاع الزراعي أو الصناعي أو في قطاع التجارة...

¹ أحمد أبو عليو، مرجع سابق، ص 26-27.

ج- حسب التخصيص: وتنقسم الصكوك وفقاً لهذا الاعتبار إلى صكوك عامة وأخرى مخصصة، والصكوك المخصصة هي التي تصدر لتمويل مشروع معين، أما العامة فتوزع حصيلتها علي جميع الاستثمارات التي يقوم بها المصرف مثلاً.

د- حسب الجهة التي تصدرها: تنقسم الصكوك وفقاً للجهة المصدرة إلى:

1- صكوك حكومية: الصكوك التي تصدرها الحكومات تستخدم حصيلتها في توفير السلع والخدمات العامة وفي استغلال الموارد الطبيعية، وكوسيلة من وسائل تعبئة المدخرات، أو كأداة من أدوات السياسة النقدية، وفي نفس الوقت تشجيع الاستثمار في بعض القطاعات حسبما يحتاجه برنامج التنمية، وتشمل: صكوك الإجارة، صكوك الاستصناع، صكوك السلم، صكوك المشاركة المتناقصة، صكوك القرض الحسن.

2- صكوك الشركات: وبالنسبة للصكوك التي تصدرها الشركات الخاصة فيتحدد غرضها في توفير الموارد المالية لتمويل احتياجات رأس المال الثابت ورأس المال العامل، وهي تتنوع تنوعاً كبيراً، ومن أهمها:

• صكوك المشاركة في الربح: التي من شأنها أن تفي بحاجات المشروعات لرأس المال خلال الفترة التي تمضي بين بدء الإنتاج وتسويقه (أي توفير النفقة المتغيرة)، كما يمكن أن تستخدم في توفير الأصول الثابتة.

• صكوك المضاربة المطلقة والمقيدة: والتي تتمكن من خلالها المؤسسات من الحصول علي التمويل الذي تحتاجه مع احتفاظها بالإدارة، وهي الخاصية التي تتمتع بها المضاربة حيث تكون الإدارة من اختصاص العامل فقط.

3- صكوك البنوك: بالنسبة للصكوك التي تصدرها البنوك الإسلامية فنلاحظ أنها متنوعة تنوعاً كبيراً، وينبغي بداية أن نفرق بين الصكوك التي تصدرها البنوك لتمويل عملياتها الاستثمارية، وبين تلك الصكوك التي تدير البنوك عمليات إصدارها لصالح الغير -مثل صكوك الإجارة الحكومية- مع ملاحظة أن البنوك يمكن أن تكتب بجزء من مواردها في هذه الصكوك¹.

هـ- حسب الصيغة: دون الأخذ بعين الاعتبار جهة إصدار الصك ومدة الزمنية ودون الأخذ بعين الاعتبار أي معيار من المعايير السابقة، يتم دراسة مختلف أنواع الصكوك الإسلامية حسب صيغها، مع التوضيح لضوابط تداول كل أداة من الأدوات في سوق الأوراق المالية.

¹ عبد الملك المصعبي، الصكوك، ص 8، 14: www.abhatoo.net 2016/3/17.

الفرع الثاني: أنواع الصكوك المالية الإسلامية وضوابطها الشرعية

نظراً لكون آلية إصدار الصكوك الإسلامية تتم وفق صيغ التمويل الإسلامية، فإنه يمكن تصنيف تلك الصكوك إلى الآتي:

أولاً- صكوك الإجارة

تعتبر صكوك الإجارة صكوك ملكية شائعة في أعيان مؤجرة مملوكة لمالكي الصكوك، ويتم توزيع عائد الإجارة على الملاك حسب حصص ملكيتهم، وهي قابلة للتداول وتقدر قيمتها حسب قيمتها السوقية¹.

فقد جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم 137 (3/15) في دورته الخامسة عشر بمسقط والمتعلق بصكوك الإجارة في مارس 2004، ما يلي:

- يجوز إصدار صكوك تمثل ملكية الأعيان المؤجرة وتداولها - إذا توافرت فيها شروط الأعيان التي يصح أن تكون محلاً لعقد الإجارة - كعقار وطائرة وباحرة ونحو ذلك، ما دام الصك يمثل ملكية أعيان حقيقية مؤجرة، من شأنها أن تدرّ عائداً معلوماً.

- يجوز لمالك الصك - أو الصكوك - بيعها في السوق الثانوية لأي مشتر، بالثمن الذي يتفقان عليه، سواء كان مساوياً أم أقل أم أكثر من الثمن الذي اشترى به، وذلك نظراً لخضوع أثمان الأعيان لعوامل السوق (العرض والطلب).

وتنقسم صكوك الإجارة حسب هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إلى:

1- صكوك ملكية الموجودات المؤجرة

عرفتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في كتاب المعايير الشرعية على أنها: وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك. ويجوز تداول صكوك ملكية الموجودات المؤجرة أو الموعود باستئجارها منذ لحظة إصدارها بعد تملك حملة الصكوك للموجودات وحتى نهاية أجلها.

¹ نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 9، 2011، ص 255، 257.

2- صكوك ملكية المنافع: وتنقسم إلى:

2-1- صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة: وهي نوعان:

أ- وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة، أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إجارة منافعها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

ب- وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة (مستأجر) بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إعادة إيجارها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك¹.

وجاءت ضوابط تداول هذه الصكوك في البند الموالي من المعيار 17 لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية:

6/2/5 يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان (الموجودات) المعنية 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.

2-2- صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك²، وجاءت ضوابط تداولها في البند الموالي من المعيار 17 لهيئة المحاسبة والمراجع للمؤسسات المالية الإسلامية:

8/2/5 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.

3- صكوك ملكية الخدمات: وهي نوعان:

3-1- صكوك ملكية الخدمات من طرف معين

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين (كمنفعة التعليم من جامعة مسماة) واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

¹ أشرف محمد دوابة، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية: الواقع ... وتحديات المستقبل، نادي رجال الأعمال اليمنيين، صنعاء، 21-20 مارس 2010، ص 7-8.

² أشرف محمد دوابة، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، المرجع السابق، ص 7-8.

وفيما يلي نص البند الضابط لتداول هذه الصكوك لدى هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في المعيار 17:

9/2/5 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.

3-2- صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة

هي 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 الخدمات مملوكة لحملة الصكوك¹.

وفيما يلي نص البند الضابط لتداول هذه الصكوك لدى هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في المعيار 17:

10/2/5 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.

ثانياً- الصكوك التي محلها الاختصاص (الحقوق)

الحق اختصاص حاجز يمنح صاحبه استثنائاً على موضوعه، عرفها مصطفى الزرقا بأنها "اختصاص يقر به الشرع سلطة أو تكليفاً"، ولما كانت هذه الحقوق مالا (مثل المنافع والأعيان) صارت قابلة للتصكيك بحسب ما تدر من عائد.

وهيكل إصدار الصكوك التي محلها حقوق يمكن أن يكون كما يلي:

- 1) يقوم المصدر بإنشاء شركة ذات غرض خاص ثم يحول إليها الحقوق المجعولة محلاً لإصدار الصكوك بالبيع بثمن يجري تحديده إما بالسعر السوقي أو بتقدير الخبراء
- 2) ثم تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإصدار الصكوك واستخدام حصيلتها في دفع الثمن إلى المصدر وهي صكوك قابلة للتداول لأن محلها صالح لمثل ذلك.

¹ أشرف محمد دوابة، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، المرجع السابق، ص 7-8.

3) يتولد عن هذه الحقوق إيراد دوري يوزع على حملة الصكوك، هذا الإيراد مصدره عمل يؤدي من قبل جهة مكلفة من قبل مالك الحق وهو حملة الصكوك، وفي هذه الحالة يقوم مصدر الصكوك بهذه المهمة وكالة عن حملة الصكوك مقابل أجر متفق عليه.

4) ومدة الصكوك سنين محددة (خمس سنوات مثلاً) ثم في نهاية المدة، يشتري المصدر تلك الحقوق بثمن متفق عليه يجعل مختلفاً عن ثمن الشراء¹.

ثالثاً- صكوك المضاربة: وهي أوراق مالية تعرض للاكتتاب على أساس قيام الشركة المصدرة بإدارة العمل على أساس المضاربة فتمثل عامل المضاربة (المستثمر)، ويمثل مالكو الصكوك أصحاب رأس المال، وتأخذ صكوك المضاربة العديد من الصور كصكوك المضاربة المطلقة، صكوك المضاربة المقيدة وصكوك المضاربة المستردة بالتدرج وصكوك المضاربة القابلة للتحويل، أما ضابط التداول لصكوك المضاربة والمشاركة وصكوك الوكالة بالاستثمار فقد جاء في البند التالي من المعيار 17 لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية:

16/2/5 يجوز تداول صكوك المشاركة وصكوك المضاربة وصكوك الوكالة بالاستثمار بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع.

رابعاً- صكوك المشاركة: وهي عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب في إنشاء مشروع استثماري، وتصبح موجودات المشروع ملكاً لحملة الصكوك، وتدار الصكوك على أساس عقد المشاركة بتعيين أحد الشركاء لإدارتها بصيغة الوكالة بالاستثمار².

خامساً- صكوك المراجعة: وهي عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم طرحها لجمع مبلغ معين لتمويل شراء سلعة ما، وبيعها لعميل بتكلفة الشراء مضافاً إليها ربح معين يتفق عليه الطرفان عند عقد البيع، يكون ربح حملة الصكوك هو الفرق بين ثمن شراء بضاعة المراجعة ودفع مصروفاتها نقداً وثن بيعها للمشتري مراحجة على أقساط مؤجلة، وضوابطها في المعيار 17 جاءت في البند الموالي:

15/2/5 لا يجوز تداول صكوك المراجعة بعد تسليم بضاعة المراجعة للمشتري، أما بعد شراء البضاعة وقبل بيعها للمشتري فيجوز التداول.

¹ محمد بن عيد، الصكوك الإسلامية (التوريق)، وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، الشارقة، 26 - 30 أبريل 2009، ص 15.

² نوال بن عمارة، مرجع سابق، ص 255 - 256.

سادسا- صكوك الاستصناع: هي صكوك تطرح لجمع مبلغ لإنشاء مبنى أو صناعة آلة أو معدات مطلوبة من مؤسسة معينة بمبلغ يزيد عن المبلغ اللازم لصناعتها، وحقوق حملة الصكوك تتمثل فيما دفعوه ثمنا لهذه الصكوك إضافة إلى الربح الذي يمثل الفرق بين تكلفة الصناعة وثن البيع¹.

ووفقا للمعيار 17 لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في البند الموالي ضوابط تداول صكوك الاستصناع:

13/2/5 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.

سابعا- صكوك السلم: تمثل ملكية شائعة في رأس مال السلم لتمويل شراء سلع يتم استلامها في المستقبل، لما يتيح للمنتج تمويل عمليات الإنتاج، ثم تسوق على العملاء، ويكون العائد على الصكوك هو الربح الناتج عن البيع، ولا يتم تداول هذه الصكوك إلا بعد أن يتحول رأس المال إلى سلع، وذلك بعد استلامها وقبل بيعها، وتمثل الصكوك حينها ملكية شائعة في هذه السلع².

وتنشأ صكوك السلم بإحدى الطريقتين:

- أن تصدر الصكوك بنية استخدام حصيلتها في شراء بضاعة سلما.

- أن يكون مصدر الصكوك هو البائع في السلم (المسلم إليه).

وفي كلاتا الحالتين يكون في تداول الصكوك بيع الغرر، وهو ممنوع، لأنه بيع ما لم يُقبض، أما بعد قبضه فيجوز تداول صكوك السلم من حين القبض إلى أن تباع بالنقود الحالة أو المؤجلة، لأن الصكوك حينئذ تمثل نقدا أو ديناً، فيكون تداولها غير جائز، كما هو الحال في صكوك المراجعة والاستصناع مثلاً بعد بيع السلع³، وهذا ما تم توضيحه من خلال المعيار 17 في البند التالي:

14/2/5 لا يجوز تداول صكوك السلم.

¹ حيدر الموسوي، المصارف الإسلامية أداؤها المالي وآثارها في سوق الأوراق المالية، دار البازوري، عمان، 2011، ص 127-128.

*الاستصناع الموازي: يتم من خلال إبرام عقدين منفصلين: أحدهما مع العميل تكون فيه المؤسسة المالية الإسلامية صانعا، والآخر مع الصانع أو المقاولين تكون فيه المؤسسة مستصنعا، ويتحقق الربح عن طريق اختلاف الثمن في العقدتين، والغالب أن يكون أحدهما حالا (وهو الذي مع الصانع أو المقاولين) والثاني مؤجلا (وهو الذي مع العميل). المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة، 2010، ص 158.

² نوال بن عمارة، مرجع سابق، ص 255، 257.

³ معبد الجارحي وعبد العظيم أبو زيد، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2010 / 5 / 26-24، ص 26.

ثامنا- صكوك المزارعة: عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في كتاب المعايير الشرعية على أنها وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد.

17/2/5 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.

تاسعا- صكوك المساقاة: وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من المحصول وفق ما حدده العقد، وصكوك المساقاة يصدرها مالك الأشجار محل التعاقد من أجل تمويل عمليات السقي والرعاية ويتشارك حملتها في المحاصيل المنتجة بموجب عقد المساقاة¹.

عاشرا- صكوك المغارسة: عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك المغارسة على أنها: وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس.

وفي ما يلي ضوابط تداول هذه الصكوك في البند الموالي من المعيار 17 للهيئة:

18/2/5 يجوز تداول صكوك المغارسة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط سواء كان حملة الصكوك مالكي الأرض أم الملتزمين بالغرس.

الفرع الثالث: آراء فقهية حول هيكلة الصكوك المطروحة عالميا

إن المصدرين للصكوك حاولوا بكل ما في وسعهم أن تكون الصكوك منافسة للسندات الربوية الرائجة في السوق، وأن تحمل معظم خصائصها ليسهل ترويجها في السوق الإسلامية والتقليدية في آن واحد، والتي من الممكن أن تفقدها - أي الخصائص - لشرعيتها، وذلك ما سيتم مناقشته من خلال العناصر الآتية:

أولا- ملكية حاملي السندات في أصول المشروع

إن النقطة الوحيدة الأساسية التي تميز الصكوك عن السندات أنها تمثل حصة شائعة في أصول تدر ربحا أو دخلا، غير أنها ظهرت في الآونة الأخيرة بعض الصكوك التي تكون فيها الأصول الممثلة بالصكوك أسهم

¹ نوال بن عمارة، مرجع سابق، ص 255، 257.

الشركات بدون ملكيتها الحقيقية، وإنما تخول حملة الصكوك حقا في عوائدها وليس هذا إلا شراء عوائد السهم وهو لا يجوز شرعا.

كما انتشرت بعض الصكوك على أساس خلطة من عمليات الإجارة والاستصناع والمراجحة، وإدخال عملية المراجحة في هذه الخلطة لا يخلو من شبهة بيع الدين.

ثانيا- التوزيع الدوري على حملة الصكوك

إن معظم الصكوك المصدرة قد اكتسبت فيها خصيصة السندات الربوية من حيث أنها توزع أرباح المشروع بنسبة معينة مؤسسة على الفائدة، ومن أجل تبرير ذلك وضعوا بندا في العقد يصرح بأنه إذا كان الربح الفعلي الناتج عن الاستثمار زائدا على تلك النسبة المبنية على سعر الفائدة يعتبر كحافز لمدير العمليات على حسن الإدارة - مع الإشارة إلى أن هيكلة بعض الصكوك لا تصرح بذلك-، أما إذا كان الربح الفعلي ناقصا فإن مدير العمليات يلتزم بدفع الفرق إلى حملة الصكوك على أساس قرض بدون فائدة، وأن هذا القرض يسترده المدير المقرض إما من المبالغ الزائدة على سعر الفائدة في فترات لاحقة وإما من تخفيض ثمن شراء الموجودات عند إطفاء الصكوك وهذا ما يدخل ضمن بيع وسلف المنهي عنه.

إذ يتعين أن توزع عوائد المشروع على حملة الصكوك بالغة ما بلغت بعد حسم المصروفات بما فيها من أجرة المدير أو حصة المضارب في الربح، وإن كان هناك حافز للمدير فليكن على أساس الربح المتوقع من العمليات وليس على أساس سعر الفائدة.

ثالثا- ضمان استرداد رأس المال

إن جميع الصكوك المصدرة تضمن رد رأس المال إلى حملة الصكوك عند إطفائها كالسندات الربوية تماما، وذلك بوعد ملزم من مصدر الصكوك أو من مديرها أنه سيشتري الأصول التي تمثلها الصكوك بقيمتها الاسمية التي اشتراها بها حملة الصكوك في بداية العملية بغض النظر عن قيمتها الحقيقية أو السوقية من ذلك اليوم، وبهذه الآلية المركبة استطاعت الصكوك أن تحمل خصائص السندات الربوية من حيث أنها لا تعطي حملة الصكوك إلا نسبة معينة من رأس المال المبنية على سعر الفائدة، وفي الوقت نفسه تضمن لحملة الصكوك استرداد رأس مالهم نهاية. ومعنى ذلك أن حملة الصكوك يرجع إليهم عند إطفاء الصكوك رأس مالهم مضمونا لا غير، وهذا غير جائز سواء كان مدير العمليات مضاربا أو مشاركا أو وكيل¹.

¹ محمد تقي العثماني، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة: <http://iefpedia.com> /2015/3/15.

وبالتالي فإنه لا يجوز بأي حال إعطاء ضمان لحملة هذه الصكوك بدفع عوائد معينة لهم بشكل دوري أو بإطفاء قيمة الصكوك وفق قيمتها الاسمية في نهاية مدتها. ذلك لأن (قاعدة الخراج بالضمان) في إطار تحريم الربا لا تجوز أن يجتمع عائد (خراج) مع ضمان أصل رأس المال¹.

أما ضمان القيمة الاسمية والعائد في صكوك الإجارة مثلاً فيمكن مناقشته فيما يلي²:

1. يجوز للمستأجر الذي ليس مضارباً ولا شريكاً ولا وكيلًا أن يتعهد بشراء أصول الصكوك بقيمتها الاسمية في نهاية مدة الإجارة، أو خلالها لأي سبب كان كالإخفاق في سداد الالتزامات، أو الرغبة في التملك المبكر، وفي حال كان المستأجر هو مالك الأصول قبل بيعها على حملة الصكوك فلا بد من تجنب العينة.
2. يجوز أن يتعهد حملة الصكوك ببيع العين للمستأجر بالقيمة الاسمية في حال سداده لجميع التزامات الإجارة، ويجوز أن يقابل ذلك تعهد آخر - دون ربط بين التعهدين - من المصدر المستأجر بشراء الأصول في حال إخفاقه في سداد الأقساط. ويأخذ كل من الوعدين حكم الوعد الملزم من طرف واحد لاختلاف المورد.
3. لا يلزم المصدر الوفاء بالتعهد بشراء الأصول المؤجرة بقيمتها الاسمية إذا تغيرت العين محل التعهد بعيب، ولو تغير العين بنقص في الكمية فإن التعهد لا يلزم إلا إن كان وارداً على أجزاء المبيع كلها أو بعضها.

رابعاً- ربط العائد بأسعار الفائدة

سعيًا إلى التقريب بين صيغة الصكوك وسندات الدين التقليدية اتجه المصدرون إلى ربط عائد الصكوك بسعر الفائدة. رغم أن تسعير الأوراق المالية الإسلامية بقيمة ما تمثله من أصول أو منافع، وقد قرر مجمع الفقه الإسلامي في دورته السادسة بجدة: الاهتمام بالسوق المالي من باب إقامة الواجب في حفظ المال، وتنميته، مع مراعاة بذل الجهود الفقهية والاقتصادية لوضع آليات للتعامل بالسوق وفق الضوابط الشرعية مستندة إلى المصالح المرسلّة دون مخالفة نص أو قاعدة شرعية. ويترتب على ذلك أن يتم تسعيره وفق آلية شرعية تختلف عن تسعير الأوراق المالية في السوق التقليدية، حيث تعتمد مفهوم الفائدة الربوية بما يعرف بالقيمة الزمنية للنقد بتقدير قيمة الصكوك أو الأسهم، ولأن السوق الإسلامية تخضع للضوابط فلا بد من آلية لتقدير قيمتها الحقيقية، وهذا يعيد الأمر إلى مفهوم تقييم الأشياء من الوجهة الشرعية، والتي تتضمن مفهوم ضوابط استحقاق العائد، من خلال ما يلي:

¹ عبد الرحمن يسرى احمد، تجربة الصكوك الإسلامية في ميزان الشريعة ومقاصدها: <http://iefpedia.com> 2015/3/15.

² عبد الباري مشعل، الصكوك حكم ضمان الطرف الثالث، وضمان القيمة الاسمية والعائد، والضمان بعوض، والتعهد بشراء الصكوك مع تغير العين، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة العشرين، وهران، 13، 18 سبتمبر 2012، ص 7، 26.

أ - العمل والتنظيم: وتكاليفه الأجر أو العمولة أو نسبة من الربح بحيث يراعى سلامة رأس المال قبل تقسيم الربح بحسب الاتفاق.

ب - رأس المال: ويقسم نمائمه كما يلي:

1- الربح: بالمشاركة بالنقد في الشركات، أو الزيادة في قيمة بيع السلعة عن ثمن تكلفتها بقصد التجارة.

2- الغلة: وهي ارتفاع قيمة عروض التجارة دون بذل جهد في البيع، أو ما يتحدد في العروض التجارية مثل زيادة صوف الغنم من الغنم، أو ولادة الأنعام المعروضة للبيع.

3- الزيادات الرأسمالية: وهي الزيادات في ثمن الأرض والعقارات والآلات بأكثر من سعر شرائها.

ج - تحمل المخاطر: للقاعدة الفقهية: الخراج بالضمان، أي الكسب بالمخاطرة، التي يطلق عليها تحمل الضمان في الفقه¹.

خامسا- التصكيك عبر الشركة ذات الغرض الخاص

إن التصكيك عبر الشركة ذات الغرض الخاص، وتوابعه هو إضافة كلفة اقتصادية لا حاجة لها، من حيث التشريعات ودراسات الجدوى والإصدار، وأمين العهدة، وحامي العهدة وغيرها، ولا حاجة لهذه التكاليف كلها، ويمثل السهم الذي هو نصيب في الملكية دون هذه الترتيبات التي في النهاية تؤول إلى اللغو وعودة العين لصاحبها، مع تحقيق حملة الصكوك لعائد عن عين لم يملكوها، كل هذا الحشد من الصفقات والترتيبات عادت الأمور فيه إلى ما كانت عليه قبل التصكيك، مما يعزز أن الأمر هو عبارة عن حيل للالتفاف على الملكية الشرعية التي تتمتع بكامل مقتضياتها ومضامينها من حيث الحيازة والانتفاع والتصرف².

¹ محمد بن عيد، الصكوك الإسلامية (التوريق)، وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مرجع سابق، ص 20- 21.

² وليد شاويش، الربا في الصكوك والسندات الممثلة للنقود والديون، ندوة مستجدات الفكر الإسلامي الحادية عشرة: الاجتهاد بتحقيق المناط (فقه الواقع والتوقع)، وزارة الأوقاف الكويتية، الكويت، 18، 20 فيفري 2013، ص 30- 31.

المبحث الثاني: صناديق الاستثمار بين الفكر الوضعي والإسلامي

تعد صناديق الاستثمار إحدى أهم المؤسسات المالية، وتعتبر شهاداتها إحدى أهم أدوات التمويل في الأسواق المالية، والتي تمثل حصة المكتتبين في أصول الصندوق.

وتشهد هذه المؤسسات المالية تطورات مختلفة في عدة جوانب؛ من حيث العلاقة التي تربط مختلف أطراف الصندوق، أو من حيث نوع الأصول المدارة، إذ تمثل صناديق الاستثمار المتداولة أهم هذه التحديات حيث تتميز بمشكل رأس مال متغير مع إمكانية التداول، بالإضافة إلى الصناديق العقارية كأحد أهم الاستثمارات البديلة الحديثة بعد أن كانت صناديق الاستثمار تقتزن بالإدارة الجماعية للمحافظ الاستثمارية فقط.

كل هذا التعديل والتحديث يزيد من صعوبة إعطاء مفهوم دقيق للصناديق، وفي سبيل إزالة هذا الغموض حول هذا الموضوع سيتم عرض مختلف المفاهيم المتعلقة بصناديق الاستثمار، لإعطاء صورة دقيقة وواضحة عن هذا المصطلح.

المطلب الأول: ماهية صناديق الاستثمار

غالبا ما تطلق صناديق الاستثمار على هيئات الاستثمار الجماعي في محافظ الأوراق المالية من خلال إدارة محترفة بغض النظر عن طبيعة أصولها، ومع ذلك فكثيرا ما يتداخل مفهوم شركات الاستثمار مع مفهوم صناديق الاستثمار، ولإزالة هذا اللبس يمكن تعريف كل من شركات الاستثمار وصناديق الاستثمار وتوضيح العلاقة بينهما.

الفرع الأول: مفهوم صناديق الاستثمار وعلاقتها بشركات الاستثمار

أولا- نشأة صناديق الاستثمار

لا يوجد اتفاق بين الباحثين على تحديد المكان والزمان الذي شهد بداية ظهور صناديق الاستثمار، لكن تعتبر الدول الغربية السابقة في تأسيس البورصات ومن ثم تأسيس صناديق الاستثمار، حيث ترى إحدى الدراسات أن نشأة صناديق الاستثمار تعود إلى اسكتلندا حيث تم ابتكار الصناديق المغلقة أو شركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت عام 1870، وقد قام المدخرون الصغار آنذاك بإيداع أموالهم لدى شركات إدارة أموال تدار من قبل محترفين بالبورصة، ثم انتقلت الفكرة إلى الولايات المتحدة الأمريكية في عام 1924، واتخذت شكل الصناديق المفتوحة ذات الرأس مال المتغير، وازدهرت صناديق الاستثمار ونمت في الولايات المتحدة الأمريكية بشكل كبير

عقب الحرب العالمية الثانية، وقد أدى انتشارها بالولايات المتحدة الأمريكية إلى قيام الحكومة الأمريكية بإصدار القانون الذي ينظم عملها عام 1940.

في حين ترى دراسة أخرى أن بداية ظهور صناديق الاستثمار كان في لندن عام 1868 تحت إسم investment trust ثم انتشرت الصناديق بعد ذلك في باقي دول العالم¹.

ومن جهة أخرى هناك من يرى أن ظهور فكرة تجميع الأموال من أجل التنفيذ الأفضل لإستراتيجية معينة للاستثمار كان في بلجيكا عام 1882، وتجسدت في صورة شركات استثمار مغلقة، وانتقلت الفكرة بعد ذلك إلى بريطانيا وفرنسا، أما في الولايات المتحدة الأمريكية فشاع استخدامها في عشرينات القرن المنقضي آخذة شكل الصناديق المغلقة، وفي الثلاثينات حلت الصناديق المفتوحة التي يجوز استرداد قيمة أسهمها أو وثائقها قبل انتهاء مدتها محل معظم الصناديق المغلقة².

أما على الصعيد العربي، كانت السعودية الأسبق إلى خوض هذه التجربة، حين أنشأ البنك الأهلي التجاري أول صندوق استثماري باسم "صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل" في ديسمبر 1979، ولم تصدر قواعد تنظيم صناديق الاستثمار السعودية إلا بداية عام 1993 واستمرت البنوك السعودية نتيجة لنجاح هذه التجربة في إصدار العديد من الصناديق الاستثمارية المتنوعة، علماً أن إدارة هذه الصناديق انتقلت حالياً إلى شركات الوساطة المرخص لها من هيئة السوق المالية.

ولم يكن صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل يعمل وفق الضوابط الشرعية، لأن البنك آنذاك كان ربوياً، يتعامل وفق نظام الفائدة ليتحول بعدها إلى مصرف إسلامي.

كما اهتمت البنوك التقليدية الغربية بإقامة صناديق استثمارية إسلامية تدار من قبلها وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية منذ منتصف العقد الثامن من القرن العشرين، وأول تجربة ظهرت إلى الوجود في هذا المجال كانت عام 1988م بتأسيس "صندوق الاستثمار الإسلامي المحدود" The Islamic Management Fund Limited في جزيرة جرنسي³.

¹ صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة مصر العربية " مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"، أطروحة دكتوراه علوم، تخصص علوم اقتصادية، فرع نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011-2012، ص 161، 164.

² محب توفيق، الهندسة المالية الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص 291.

³ صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص 161، 164.

ثانيا- تعريف شركات الاستثمار وصناديق الاستثمار

شركات الاستثمار هي شركات تتلقى الأموال من مستثمرين من مختلف الفئات لتقوم باستثمارها في تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية التي تناسب كل فئة. ويتحدد نصيب كل مستثمر بعدد من الحصص في التشكيلة التي يستثمر فيها أمواله¹.

كما تعرف شركات الاستثمار على أنها عبارة عن وعاء مالي ضمن مؤسسة مالية معينة أو مؤسسة مالية قائمة في حد ذاتها، تُعنى بجمع المدخرات الصغيرة وتوظيفها في أصول مختلفة مالية أو حقيقية، ويتولى إدارتها مدراء ذوي خبرة وتتميز بالتنوع لما يقلل من المخاطر ويزيد من الأرباح².

أما صناديق الاستثمار فتعرف على أنها تلك الوحدات التي تتلقى الأموال من المستثمرين بمختلف الفئات والقطاعات حتى تقوم باستثمار هذه الأموال في صناديق تتنوع أدواتها الاستثمارية وتكون أغلبها من الأوراق المالية التي تناسب وطبيعة كل شريحة من المستثمرين، ويتحدد عادة نصيب كل مستثمر بعدد من الحصص في رأسمال هذه الشركات، وتعرف أيضا بأنها تلك الوحدات التي تستثمر أموالها في تشكيلات (محافظ أو صناديق) من الأوراق المالية بهدف الحصول على العائد دون التعرض لمخاطر كبيرة³.

فعند تأسيس صندوق الاستثمار توكل مهمة انتقاء واختيار محفظة الأوراق المالية لأحد المحترفين، ثم يقوم الصندوق بإصدار وثائق الاستثمار بما يوازي القيمة الرأسمالية لهذه الأوراق، وبعد ذلك يتم عرضها في سوق الأوراق المالية ليقوم المستثمرين الصغار بشرائها، وهذا ما يمكنهم من استثمار أموالهم في مجموعة متنوعة من الأوراق المالية كانت بعيدة عن متناولهم كفرادى والاستفادة من مزايا التنوع وتقليل المخاطر⁴.

كما تعرف صناديق الاستثمار على أنها عبارة عن محفظة استثمارية مشتركة تسمح لأي عدد من المستثمرين حسب رغبتهم وقدرتهم المالية وبمبالغ متواضعة بالاشتراك فيه من خلال شراء حصة من أصوله تسمى بالوحدة، ويتم تقييم الوحدة دوريا، وتستثمر صناديق الاستثمار في الأسهم والسندات والنقد أو العملات وغيرها من الأدوات الاستثمارية⁵.

¹ منير هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، مصر، 2014، ص 95.

² سامر قطقجي، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 371.

³ وليد العوجان، صناديق الاستثمار "دراسة وتحليل"، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية

المتحدة، دبي، 6-8 مارس 2006، ص 32.

⁴ السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 157.

⁵ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة، عمان، 2008، ص 213

وبالتالي فصناديق الاستثمار تتضمن العناصر التالية:

- تحقيق التنوع.

- إمكانية الإدارة الكفؤة.

- إمكانية تسجيل الوثائق¹.

فصناديق الاستثمار لا تخرج عن كونها أداة جماعية لمحافظ الأوراق المالية، ولذلك فالارتباط وثيق بين الصناديق وبورصة الأوراق المالية التي تستثمر فيها أصول تلك الصناديق، كما تنطبق نفس قواعد إدارة محافظ الأوراق المالية الفردية على تلك المحافظ الجماعية مع بعض الاختلافات الفنية والمحاسبية.

ومن ثم تعتبر وثائق صناديق الاستثمار أدوات استثمارية تُوفّر للأشخاص الذين:

- لا يمتلكون القدرة على إدارة استثماراتهم بصورة مباشرة.

- الفرصة للمشاركة في الأسواق العالمية والمحلية.

- توفر لهم العديد من المزايا التي لا يمكن لهم تحقيقها منفردين، حيث أن الخبرة التي يوفرها مدير الاستثمار تحقق عوائد أعلى.

- تقليص العبء الإداري على المستثمرين.

- تقليل المخاطر².

وتقوم صناديق الاستثمار على الفكرة الأساسية الآتية:

1- قيام جهة معينة (بنوك وشركات استثمار) بإعداد دراسة اقتصادية لنشاط أو مشروع معين أو مشاريع معينة،

بحيث تبين جدوى الاستثمار في ذلك المجال.

2- قيام تلك الجهة بتكوين صندوق استثماري، وتحديد أغراضه وإعداد نشرة الاكتتاب في الصندوق أو لائحة

العمل للصندوق بحيث تتضمن كامل التفاصيل عن نشاط الصندوق وشروط الاكتتاب فيه وحقوق والتزامات مختلف الأطراف.

3- تقسيم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى وحدات أو حصص أو أسهم مشاركة أو صكوك متساوية القيمة

الاسمية، بحيث يكون اقتناؤها عبارة عن المشاركة في ملكية حصة من رأس مال الصندوق.

¹ وليد العوجان، صناديق الاستثمار "دراسة وتحليل"، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، 6-8 مارس 2006، ص 32.

² محب توفيق، مرجع سابق، ص 290.

4- بعد تلقي الجهة المصدرة للصندوق أموال المكتتبين، تقوم باستثمار الأموال المجمعة لديها في المجالات المحددة في نشرة الاكتتاب وتوزيع الأرباح في الفترات وبالكيفية المتفق عليها، كما تتولى تصفية الصندوق في الموعد المحدد لذلك¹.

ثالثاً- العلاقة بين شركات الاستثمار وصناديق الاستثمار

تتفق صناديق الاستثمار مع شركات الاستثمار في كون كل منهما يعمل على تجميع أموال المستثمرين ثم استثمارها في محفظة الأوراق المالية، كما أن كل منها يقوم بانتقاء المحفظة وإدارتها.

أما الفرق الرئيس بينهما فيكون في كون شركات الاستثمار تتخذ شكل شركات مساهمة بينما تبني صناديق الاستثمار على فكرة تعاقدية تتم بين الأطراف المعنية والتي تكون في شكل عقد وكالة، كما أن شركات الاستثمار هي التي تكون صناديق الاستثمار؛ أي صناديق الاستثمار هي امتداد لها، حيث شركات الاستثمار تتكون من مجموعة من الصناديق².

كما تعتبر شركة الاستثمار ذات بنية ثنائي الأطراف هما الشركة كشخص معنوي من جهة والمساهمين كشركاء من جهة أخرى، بينما صندوق الاستثمار يعد بنية ثلاثي الأطراف يعتمد على وجود المؤسس والأمين أو مدير استثمار والمدخرين، ومعنى ذلك أنه لا يكون لمدير الاستثمار وجود في شركة الاستثمار بعكس صندوق الاستثمار، إذ تقوم الشركة بنفسها بدور مدير الاستثمار³.

من خلال التعاريف السابقة يتضح أن هناك اختلاف واضح بين مفهوم شركات الاستثمار الذي يعد أوسع من مفهوم صناديق الاستثمار، وتنوع هذه الأخيرة لتشكل أنواع شركات الاستثمار. غير أنه وفي ظل التداخل بين مصطلحات شركات الاستثمار وصناديق الاستثمار، واختلاف تعاريفها من جهة إلى أخرى، فإنه وفي إطار هذا البحث يمكن اعتبار مصطلح صناديق الاستثمار كمصطلح مطابق لشركات الاستثمار، باختلاف طريقة إدارتها وباختلاف أنواع أصولها سواء كانت مالية (الأوراق المالية)، أو نقدية (عملات)، أو حقيقية (سلع وعقارات). تفادياً للخلط.

ولمزيد من التوضيح عن العلاقة بين شركات الاستثمار وصناديق الاستثمار، يمكن عرض أنواع شركات الاستثمار ومعايير تصنيفها.

¹ سامر قنطجني، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 371.

² منير هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 97، 113.

³ خالد حلمي، "النظام القانوني للرقابة على المحافظ وصناديق الاستثمار - عرض للتجربة - الكويتية"، مؤتمر المؤسسات المالية والبورصات، آفاق وتحديات، الإمارات، 2007، ص 5.

الفرع الثاني: تصنيف شركات الاستثمار

تتعدد شركات الاستثمار وتقسم إلى أنواع عدة، حسب العديد من المعايير، كما يلي:

أولاً- أنواع شركات الاستثمار حسب هيكل رأس المال والتداول

تعرف لجنة الأوراق المالية والبورصة بالولايات المتحدة الأمريكية شركات الاستثمار كما يلي:

بصفة عامة، "شركة استثمارية" هي شركة أو مؤسسة تجارية أو شراكة أو شركة ذات مسؤولية محدودة (تقوم بإصدار أوراق مالية وتعمل بشكل رئيسي في مجال الاستثمار في الأوراق المالية).

تقوم شركات الاستثمار باستثمار الأموال التي تتلقاها من المستثمرين على أساس جماعي، ويتشارك كل مستثمر في الأرباح والخسائر بما يتناسب مع حصة المستثمر في الشركة الاستثمارية. ويستند أداء الشركة الاستثمارية على أداء الأوراق المالية والأصول الأخرى التي تملكها الشركة الاستثمارية.

وتصنف شركات الاستثمار إلى ثلاثة أنواع أساسية:

✓ صناديق الاستثمار المشتركة (الشركات ذات النهاية المفتوحة) Mutual funds

✓ الصناديق ذات النهاية المغلقة (الشركات المغلقة) Closed-end funds

✓ صناديق وحدة الاستثمار UITs (unit investment trusts)

وكل نوع له ميزات فريدة من نوعها، فعلى سبيل المثال تتميز كل من صناديق الاستثمار المشتركة وصناديق وحدة الاستثمار بإمكانية الاسترداد (بمعنى أنه عندما يرغب المستثمرون في بيع أسهمهم، فإنهم يبيعونها مرة أخرى إلى الصندوق، أو إلى وسيط يعمل لحساب الصندوق، على أساس صافي قيمة أصوله التقريبية). ومن ناحية أخرى، فإن أسهم الصندوق المغلق غير قابلة للاسترداد عموماً. وبدلاً من ذلك، عندما يرغب المستثمرون في الصناديق المغلقة في بيع أسهمهم فإنهم عادة يمكنهم بيعها للمستثمرين الآخرين في السوق الثانوية بسعر يحدده السوق، وبالإضافة إلى ذلك تتنوع مختلف شركات الاستثمار السابقة إلى صناديق الأسهم وصناديق السندات وصناديق سوق النقد وصناديق المؤشرات والصناديق المتداولة في البورصة (ETFs).

وتُنظم شركات الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية بموجب قانون شركة الاستثمار لعام 1940 المتعلق بقواعد وأشكال التسجيل المعتمدة. كما تخضع شركات الاستثمار لقانون الأوراق المالية لعام 1933 وقانون سوق الأوراق المالية لعام 1934¹.

ويمكن تعريف الأنواع الثلاثة لشركات الاستثمار كما يلي:

¹ www.sec.gov/fast-answers/answersmfinvcohtm.html 30/7/2017.

1. شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة: وهي تلك الشركات ذات رأس المال الثابت، ويقصد بذلك بأنه وبعد الانتهاء من الإصدار الأولي للشركة لا يجوز بيع شهادات استثمار إضافية من قبلها، كما أن بعض الأنظمة لا تسمح لهذه الشركات بإعادة حصص المساهمين إليهم إلا بعد مرور عدد من السنوات، ويتم توضيح ذلك في شروط الإصدار، ويتم تداول أسهم هذه الشركات بواسطة وسيط معتمد من قبل الشركة، ويحق للشركة شراء أسهمها من السوق عند هبوط القيمة السوقية عن قيمة الأصل أو السهم الصافية¹، والتي تحسب كما يلي:

$$\text{صافي قيمة الأصل} = \frac{\text{القيمة السوقية للأصول} - \text{القيمة الدفترية للخصوم}}{\text{عدد الأسهم}}$$

والمساهم في هذا النوع من الصناديق يشتري الوحدات ويبيعها في السوق المالي، أي لا يشتري وحداته من صندوق الاستثمار مباشرة، كما لا يقوم صندوق الاستثمار بشراء الوحدات من مساهميه في حالة رغبتهم بالبيع، وتلعب عوامل العرض والطلب دوراً أساسياً في تحديد أسعار الوحدات، ولذلك فإن سعر الوحدة قد يرتفع أو ينخفض عن القيمة الصافية للأصل، ففي حالة كون الوحدة تباع بقيمة أقل من القيمة الصافية لها يقال بأنه بيع بخخص أما في حالة بيع الوحدة بأعلى من قيمتها الصافية فيقال بأنه بيع بعلاوة².

2. شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة: **Mutual Funds** وهي عبارة عن صناديق مشتركة تتميز بإمكانية شراء حصص الأسهم من مالكيها، أو هي التي لا يكون لها عمر محدد ولا حجم معين، بل يكون مستمرا في إصدار الوحدات الاستثمارية، فإذا بلغت حجما معيناً يمكنه بدء النشاط والبدء في الاستثمار والاستمرار في إصدار الوحدات، بحيث يستطيع المستثمرون الجدد الدخول في الصندوق في أي وقت والخروج منه. وسميت هذه الصناديق بهذا الاسم لكونها تفتح المجال أمام المستثمرين للدخول والخروج منها دون قيود تذكر، فعدد وثائق هذه الصناديق غير ثابت وغير محدد، فهي تتسم بالتقلب الناشئ عن عمليات البيع والشراء والاسترداد³.

فعلى عكس شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة لا تتداول وحدات الشركات ذات النهاية المفتوحة بين الأفراد، بل تقف الشركة نفسها على استعداد دائم لإعادة شراء ما سبق إصداره من وحدات، أو لإصدار المزيد منها لتلبية احتياجات المستثمرين.

¹ دريد آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص 312.

² هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، المؤتمر العلمي الأول حول الاستثمار والتمويل في فلسطين، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، فلسطين، 8-9 ماي 2005، ص 14.

³ وليد العوجان، مرجع سابق، ص 20، 27.

وأسهم هذه الشركات لا تتداول في أسواق رأس المال المنظمة وغير المنظمة ومن ثم لا تسجل أسهمها في تلك الأسواق وبالتالي لا تكون لها قيمة سوقية، كما لا يوجد مجال للمساومة بشأن السعر، وعادة ما تقوم الشركة بحساب قيمة الأصل الصافية يوميا أو حتى مرتين في اليوم الواحد، ويتم الحساب على أساس القيمة السوقية للأوراق المالية التي يشتمل عليها صندوق الاستثمار وقت إجراء الحساب وفي بعض الشركات يتم حساب قيمة الأصل الصافية على أساس القيمة السوقية لحظة إبرام صفقة البيع أو الشراء¹.

ففي الصناديق المفتوحة لا يسمح بشراء أو بيع الوحدة إلا من مدير الصندوق فهو يحدد سعرين للوحدة هما:

● **سعر البيع:** وهو السعر الذي يبيع به المدير الوحدات للمستثمرين، ويساوي القيمة الحقيقية للوحدة مخصوما منها أي أتعاب إدارية إن وجدت.

● **سعر الشراء:** هو السعر الذي يشتري به المدير الوحدات من المستثمرين، ويساوي القيمة الحقيقية للوحدة مخصوما منها أي أتعاب إدارية إن وجدت.

ويمثل الفرق بين هذين السعريين عمولة يتقاضاها المدير من المستثمرين، وقد تعتمد بعض الصناديق إلى توحيد السعريين بما يساوي القيمة الحقيقية، إلا أنها تفرض رسوم استرداد أو اشتراك بنسبة معينة من المبلغ المستثمر². للإشارة فإنه يطلق ويراد بمصطلح الاسترداد: بيع الوحدة الاستثمارية لمصدرها أو إلى المتعهد بإعادة شرائها، أما مصطلح التخارج فيطلق ويراد به: بيع الوحدة الاستثمارية من مستثمر مشارك في الصندوق إلى مستثمر آخر مشارك أيضا في نفس الصندوق، في حين أنه يطلق ويراد بمصطلح التداول: بيع الوحدة لطرف ثالث غير مصدرها أو مستثمر مشارك في الصندوق، وحلوله محل مالك الوحدة في ملكية موجوداتها³.

3. صناديق وحدة الاستثمار (UITs (Unit Investment Trusts

أو كما يطلق عليها شركات الاستثمار الضامنة هي نوع من شركات الاستثمار التي تمتلك تشكيلة من الأوراق المالية لا يطرأ عليها أي تغيير إلا نادرا وذلك حتى تاريخ انقضاء الشركة، وتتكون وحدات الاستثمار بواسطة كفيل غالبا ما يكون بيتا للسمسرة، يقوم بشراء تشكيلة من الأوراق المالية ثم يقوم بإيداعها لدى أمين (مصرف تجاري) الذي يقوم بإصدار شهادات قابلة للاسترداد تباع للجمهور، وتعطي الشهادة الحق لحاملها في الحصول على حصته من فوائد السندات إضافة إلى حقه في استرداد قيمة المبلغ المستثمر عند تاريخ الاستحقاق⁴.

¹ محمد الشديفات، الاستثمار في البورصة أسهم - سندات - أوراق مالية، دار الحامد، عمان، 2006، ص 44.

² منير هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 97، 114.

³ عبد الله العمراني، الصناديق العقارية في المملكة العربية السعودية البيئة الاستثمارية والهياكل الشرعي، سابك، السعودية، 2014، ص 78، 80.

⁴ منير هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 97.

وهي تشبه شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة في أنها تقوم بإصدار عدد محدد من الأسهم ولكن تشبه شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة في أن أسهمها تباع وتشتري وتدفع قيمتها لأصحابها من قبل الشركة المصدرة لها فقط، وتقوم باستثمار أموالها عادة في السندات¹.

بالإضافة إلى الأنواع الثلاثة السابقة يمكن إدراج صناديق الاستثمار المتداولة ضمن هذا المعيار.

4. صناديق المؤشرات المتداولة

في إطار التعرف على صناديق المؤشرات المتداولة، يمكن عرض العناصر التالية:

1) تعريف صناديق المؤشرات المتداولة

يقصد بصناديق المؤشرات المتداولة (ETFs): صناديق استثمارية مفتوحة تتبع حركة مؤشر معين ولكن يتم قيد وتداول الوثائق المكونة لهذه الصناديق في سوق الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات، وتتميز صناديق المؤشرات بما تمنحه للمستثمرين من فرص تغطية أسواق كاملة في دول مختلفة أو قطاعات مختلفة وذلك بتكلفة أقل من وسائل الاستثمار الأخرى.

وتتكون صناديق المؤشرات من سلة من الأوراق المالية المتداولة في البورصة، فهي مصممة كصناديق الاستثمار المفتوحة لتوفير تكاليف أقل للدخول في البورصة، ولكن بخلاف صناديق الاستثمار المفتوحة فيمكن تداول صناديق المؤشرات في أي وقت خلال جلسة التداول².

فهي صناديق استثمارية مقسمة إلى وحدات متساوية يتم تداولها في سوق الأوراق المالية خلال فترات التداول كتداول أسهم الشركات، وتجمع هذه الصناديق مميزات كلا من صناديق الاستثمار المشتركة والأسهم.

وصناديق المؤشرات المتداولة كغيرها من الصناديق تتكون من سلة من أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي والقبالة للتداول، وتتميز بشكل رئيس بشفافيتها حيث تتبع هذه الصناديق دائما حركة المؤشرات وتتطابق استثماراتها مع مكونات هذه المؤشرات، بالتالي يسهل على ملاك وحدات هذه الصناديق معرفة أداء هذه الصناديق من خلال أداء المؤشرات التي تتبعها أو تحاكيها، ويتم شراء وبيع الوحدات عن طريق عروض البيع والشراء خلال فترات التداول، كما تتميز صناديق المؤشرات المتداولة بوجود صانع سوق يعمل على محاكاة أداءها لأداء المؤشرات التي تتبعها هذه الصناديق وذلك عن طريق أوامر بيع وشراء الوحدات³.

¹ هشام جبر، مرجع سابق، ص 8.

² <http://www.egx.com.eg> 11/2/2016.

³ <http://www.tadawul.com.sa> 11/2/2016

وصانع السوق هو جهة مرخصة من قبل هيئة السوق المالية، وبمقتضى الاتفاقية التي يتم توقيعها بين مدير الصندوق وصانع السوق. ويقوم صانع السوق بإعطاء الأسهم التي يطلبها مدير الصندوق لتكوين سلة الأسهم، وفي المقابل يقوم مدير الصندوق بإعطاء صانع السوق مجموعة من الوحدات، كل وحدة تمثل سلّة من الأسهم لترويجها وتسويقها وبيعها في البورصة، مقابل ثمن محدد مسبقاً من مدير الطرح، وبالتالي فإنّ صانع السوق يكون دائماً لديه مخزون من النقدية والأسهم ليدعم بهم السوق ويثبت روح العرض والطلب فيه باستمرار، وغالباً ما يكون مدير الصندوق وصانع السوق شركة واحدة وذلك تجنباً لتضارب المصالح وتوافر عوامل الثقة المطلوبة¹.

وتسمى وحدات صناديق المؤشرات المتداولة بأسهم المؤشرات، فهي عبارة عن أسهم تصدرها صناديق الاستثمار المتداولة (صناديق المؤشرات المتداولة) تمثل ملكية المستثمرين في حصة من مؤشر دون الحاجة إلى الحصول على سهم واحد من أسهم المؤشر، فأسهم المؤشرات هي أوراق مالية تعطي لحاملها حقاً شائعاً على محفظة مماثلة لمكونات أحد مؤشرات البورصة وهناك نوعين من أسهم المؤشر: أسهم صناديق المؤشرات، محفظة شهادات الإيداع، وتعرف محفظة شهادات الإيداع على أنها: إحدى أهم أنواع صناديق المؤشرات، والتي تسترشد بأربعة مؤشرات، تشمل مؤشر S&P MidCap 400 ومؤشر Nasdaq-100 ومؤشر Standard & Poor's 500 ومؤشر Dow Jones Industrial².

2) نشأة صناديق المؤشرات المتداولة

ظهرت صناديق المؤشرات المتداولة أو ما يسمى بصناديق الاستثمار المتداولة لأول مرة في الأسواق العالمية عام 1989م من خلال الأسواق الكندية ثم تبعتها الأسواق الأمريكية في عام 1993م ومنذ ذلك الوقت بدأت هذه الصناديق في النمو السريع حيث زادت قيمة صافي الأصول لصناديق المؤشرات المتداولة من 72 مليار دولار عام 2001م إلى 700 مليار (بليون) دولار بنهاية عام 2009م في الأسواق الأمريكية وحدها³، كما قدر إجمالي أصولها عالمياً عام 2016 ما يقدر بـ: 3397 بليون دولار (موضحة أكثر في الفصل الثالث).

¹ شافية كتاف وزهير بن دعاس، آلية بناء صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية وأهميتها بالنسبة للأسواق المالية دراسة حالة السوق المالية السعودية المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس سطيف 1، الجزائر، 5-6 ماي 2014، ص 19.

² www.investorwords.com 22/2/2015.

³ <http://www.tadawul.com.sa> 11/2/2016

3) الفرق بين صناديق المؤشرات المتداولة ETFs وصناديق المؤشرات Index Funds

رغم أن كل من صناديق المؤشرات المتداولة وصناديق المؤشرات عبارة عن صناديق استثمار مفتوحة تحاكي مؤشر معين، ومع ذلك هناك بعض الفوارق البسيطة نوردتها فيما يلي:

✓ **التسعير:** ضمن صناديق المؤشرات يتم تنفيذ الصفقات على أساس سعر نهاية اليوم، في المقابل يتم تداول ETFs على مدار اليوم مثل الأسهم العادية، ويمكن للمستثمرين تنفيذ الصفقات خلال ساعات السوق العادية، مما يجعل رسوم صناديق المؤشرات أقل منها في صناديق الاستثمار المتداولة.

✓ **السيولة النقدية:** عادة ما تقوم صناديق المؤشرات بإعادة استثمار الأرباح للمستثمر في حين تقوم صناديق المؤشرات المتداولة بإرسال الأموال للمستثمر مباشرة، وللمستثمر الحرية في إعادة الاستثمار أو الاحتفاظ بالنقد أو اختيار استثمار آخر¹.

4) تقويم صناديق المؤشرات المتداولة

يتم تقويم صافي قيمة أصول الصندوق بنهاية كل يوم عمل، ويتم حساب صافي قيمة الأصول بحساب قيمة كافة موجودات الصندوق بسعر الإغلاق بالإضافة إلى أي عناصر نقدية موجودة ناقصاً أي مصاريف مستحقة محسوبة بنهاية يوم العمل، ويحسب صافي قيمة الأصول للوحدة بقسمة النتيجة على عدد الوحدات القائمة في وقت التقويم. وبالتالي فإن عملية تقويم صافي قيمة الأصول تتم بنهاية اليوم ويتم حساب ونشر الأسعار خلال ساعتين من وقت إغلاق السوق.

أما السعر الإرشادي فهو مؤشر لصافي قيمة أصول الصندوق خلال ساعات التعامل، ولحساب السعر الإرشادي يتم استخدام آخر سعر تداول، ويتم إتباع نفس الخطوات المتبقية المتبعة في حساب صافي قيمة الأصول حيث يتم خصم المصاريف المستحقة وفقاً لصافي قيمة الأصول بنهاية آخر يوم تداول للوصول إلى صافي القيمة الإرشادية للوحدة.

في كلا الحالتين يتم الوصول لصافي قيمة الأصول لوحدة الصندوق والسعر الإرشادي لتداول الوحدة عن طريق قسمة صافي قيمة الأصول على عدد الوحدات القائمة في وقت الحساب.

و يقصد بسعر الوحدة، القيمة السوقية لوحدة الصندوق المتداول والتي تتحدد بتأثير عوامل العرض والطلب في سوق التداول².

¹ finance.yahoo.com 03/08/2017.

² فالكم للخدمات المالية، صندوق فالكم المتداول للأسهم السعودية (الصندوق)، الشروط والأحكام "النشرة"، إصدار 2010/3/16، تحديث 2017/5/31، ص 8، 20.

5) إجراءات الاشتراك والاسترداد في صناديق المؤشرات المتداولة

يسمح لصانع السوق الاشتراك في وحدات الصندوق المتداول من خلال عمليات السوق الأولية على أساس رزمة وحدات في كل يوم تعامل، أين يتلقى مدير الصندوق مكونات سلة الأسهم والعناصر النقدية من صانع السوق، وفيما يلي عرض لأهم مراحل تبادل رزمة وحدات الصندوق:

- يقوم مدير الصندوق بعرض تفاصيل مكونات رزم الوحدات.
- يقوم صانع السوق بتقديم طلب لمدير الصندوق لإصدار الوحدات.
- يقوم صانع السوق في نفس الوقت بإيداع سلة من الأسهم مع مبالغ نقدية في حسابه لدى أمين الحفظ تتناسب مع عدد رزم الوحدات المطلوب إصدارها.
- يقوم أمين الحفظ بتحويل سلة الأسهم من حساب صانع السوق إلى حساب الصندوق.
- ينسق أمين الحفظ مع إدارة سوق الأوراق المالية لإصدار وإدراج رزم الوحدات.
- يتم إيداع رزم الوحدات في حساب صانع السوق.
- يقوم صانع السوق بتسجيل أوامر البيع في السوق أو الاحتفاظ برزم الوحدات الجديدة ضمن مخزونه.
- وبالمقابل ويمكن تقديم طلبات الاسترداد لوحدات الإصدار من قبل صانع السوق لمدير الصندوق في أي وقت خلال ساعات التداول في كل يوم التعامل، وفق المراحل التالية:
- يقدم صانع السوق طلب لمدير الصندوق لاسترداد رزم الوحدات.
- يقوم صانع السوق في نفس الوقت بإيداع رزم الوحدات المستردة في حساب صانع السوق لدى أمين الحفظ.
- يقوم أمين الحفظ بالتنسيق مع إدارة سوق الأوراق المالية لتنفيذ استرداد الوحدات المتداولة.
- يقوم أمين الحفظ بإيداع سلة الأسهم من حساب الصندوق إلى حساب صانع السوق.
- يقوم مدير الصندوق بحساب النقد المطلوب بنهاية اليوم وفقاً لسياسات الصندوق، وأي قصور أو زيادات في استرداد وحدات الصندوق تتم تسويتها عن طريق أمين الحفظ مع صانع السوق في نهاية اليوم¹.
- تجدر الإشارة إلى صناديق المنتجات المتداولة ETPs هي عبارة عن استثمارات تقوم بتكرار أداء أسواق معينة، وهي مفهوم أشمل من صناديق الاستثمار المتداولة. وتتضمن ETPs ثلاثة أنواع هي:

- صناديق المؤشرات المتداولة -ETFs- Exchange Traded Funds.

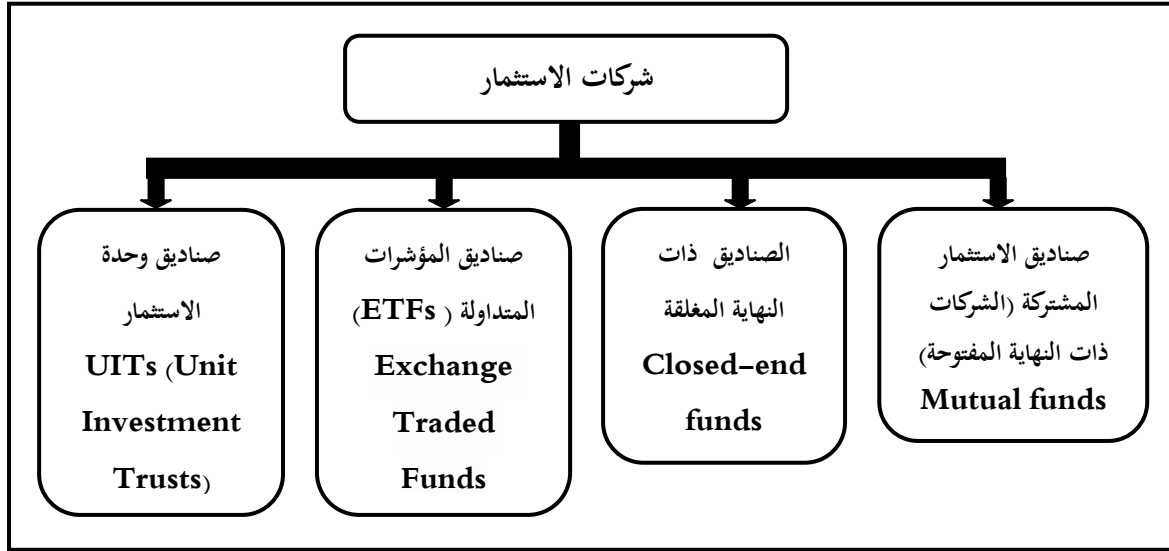
¹ إتش إس بي سي العربية السعودية، صندوق إتش إس بي سي السعودي 20 المتداول، شروط وأحكام الصندوق، صدر في 2011/9/25، وعدل في 2013/2/23، ص 14-15.

- صناديق السلع/ العملات المتداولة - ETCs - Exchange Traded Commodities/Currencies.

- صناديق السندات المتداولة - ETNs - Exchange Traded Notes.¹

ومما سبق يمكن تلخيص أنواع شركات الاستثمار حسب هيكل رأس المال والتداول في الشكل الموالي:

الشكل رقم (1.2): أنواع شركات الاستثمار حسب هيكل رأس المال والتداول



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على ما سبق.

وهو التقسيم ذاته الذي قدم به معهد شركات الاستثمار إحصائياته عن شركات الاستثمار في الولايات المتحدة لعام 2017.²

¹ <http://www.morningstar.co.uk> 22/8/2017.

² investment company institute, 2017 investment company fact book, 57th edition.

ثانيا- تصنيف شركات الاستثمار وفقا لمكوناتها

لغرض فسح المجال للمستثمرين لاختيار الأداة الاستثمارية المناسبة مع طبيعتهم وميولهم، فقد تم تكوين بعض الصناديق التي تتخصص ببعض الأدوات الاستثمارية، كما يلي:

1. **صناديق الاستثمار في أدوات الملكية:** وتتكون المحفظة لهذه الصناديق من الأسهم العادية وتختلف طبيعة هذه الأسهم من حيث العائد ودرجة المخاطر، ويمكن التمييز بين:

✓ **صناديق الأسهم ذات الإدارة النشيطة:** تقوم هذه الصناديق بدراسة الأسهم المتداولة في السوق، فعندما يتم تداولها بسعر أعلى من قيمتها الحقيقية تقوم إدارة الشركة ببيع هذه الأسهم وشراء الأسهم التي يكون سعرها أقل من قيمتها الحقيقية.

✓ **صناديق بطيئة الإدارة:** هي تلك الصناديق التي لا تبذل إدارتها مجهودا متميزا في البحث عن تغيير التشكيلة، فعادة ما تقوم هذه الصناديق بالبحث عن محفظة أسهم تقدم عائد يساوي عائد محفظة السوق.

2. **صناديق استثمار السندات:** تتكون محفظة هذه الصناديق من السندات التي تصدرها الشركات أو الحكومة، وتلبي عادة هذه الصناديق رغبة مجموعة من المستثمرين المحافظين الراغبين في تحقيق عوائد استثمارية ثابتة وعند مستويات مرغوبة، باعتبارها غير مكلفة وملائمة للمستثمرين، ولكن هذا لا يعني عدم تنوع السندات من حيث العائد والمخاطر.

3. **صناديق الاستثمار المتنوعة:** هي صناديق تحتوي محفظتها الاستثمارية على مزيج من الأسهم العادية والسندات، وتتفق هذه الصناديق مع أهداف الكثير من المدخرين الراغبين في تحقيق ربحية عالية مع نمو رأسمالي طويل الأجل في ظل مخاطر متوقعة.

4. **صناديق سوق النقد:** هي تلك الصناديق التي تتعامل في الأدوات المالية قصيرة الأجل، والمتداولة في سوق النقد لما يلي احتياجات المستثمر الذي يرغب في السيولة والأمان¹.

وهي عبارة عن صناديق مشتركة مفتوحة لا تستثمر إلا في أسواق النقد، وتستثمر هذه الأموال في التزامات قصيرة الأجل (من يوم إلى سنة) في أدوات مثل أذون الخزانة وشهادات الإيداع والأوراق التجارية، والهدف الرئيسي هو الحفاظ على رأس المال، مصحوبا بأرباح متواضعة، وتتميز صناديق سوق النقد بالسيولة العالية، وبالتالي غالبا ما تستخدم من قبل المؤسسات المالية لتوظيف الأموال التي لا تستثمر حاليا.

¹ دريد آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص 310-311.

وعلى الرغم من أن صناديق سوق النقد هي من بين الأنواع الأكثر أماناً من صناديق الاستثمار المشتركة، إلا أن أكبر خطر ينطوي على الاستثمار في صناديق سوق النقد هو خطر التضخم إن تجاوز معدله عوائد الأموال، مما يؤدي إلى تآكل القوة الشرائية لأموال المستثمر. وتسمى أيضاً صناديق النقد¹.

5. **صناديق الاستثمار المتخصصة:** وتتضمن الصناديق التي تتاجر بالعملات والسلع والمواد الخام والنفط والطاقة وأسهم قطاعات أو مجموعات شركات معينة، وتهدف هذه الصناديق إلى تحقيق ربح رأسمالي على المدى القصير، لذا فإن أسعار وحدات هذه الصناديق متقلبة أكثر من غيرها مما يجعلها ذات مخاطر أعلى².

6. **صناديق الاستثمار العقارية (REITs) Real Estate Investment Trust**

صندوق الاستثمار العقاري: برنامج استثمار عقاري مشترك يهدف إلى إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جمعياً في أرباح البرنامج، ويديره مدير الصندوق مقابل رسوم محددة، وتمثل أغراض هذا النوع من الصناديق في: ➤ التطوير الأولي ثم البيع: ويكون ذلك بتملك أرض خام ثم تطويرها وتقسيمها إلى أراضٍ سكنية، أو تجارية، ومن ثم بيعها وإنهاء الصندوق.

➤ التطوير الإنشائي ثم البيع: ويكون ذلك بتملك أرض خام أو مطورة من أجل إنشاء وحدات سكنية أو تجارية عليها، ومن ثم بيعها وإنهاء الصندوق.

➤ التطوير الأولي أو الإنشائي بهدف التأجير لمدة زمنية محددة ومن ثم البيع وإنهاء الصندوق³.

وقد ظهرت صناديق الاستثمار العقاري للمرة الأولى في الولايات المتحدة في سنة 1960 م؛ عندما أقرت قانون العقارات والذي سمح بإنشاء صناديق عقارية، وقد ساهمت الإصلاحات الضريبية لسنة 1980 م في جعل هياكل الصناديق العقارية أكثر جاذبية للشركات العقارية والمستثمرين، وبالتالي إعطائهم الفرصة للاستفادة من كفاءتها الضريبية بالإضافة إلى درجة السيولة العالية والتنوع في الاستثمار مع درجة مخاطرة قليلة.

وكانت هولندا أولى الدول التي قامت بسن تشريعات تنظم الصناديق العقارية بعد الولايات المتحدة في سنة 1969 م، ثم تلتها أستراليا في سنة 1971 م⁴.

¹ www.investorwords.com 03/08/2017.

² محب توفيق، مرجع سابق، ص 295.

³ هيئة السوق المالية، لائحة صناديق الاستثمار العقاري، السعودية، 2006/7/15، ص 5، 13.

⁴ عبد الله العمراني، مرجع سابق، ص 21.

ثالثاً- تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً للأهداف المقررة

1. **صناديق النمو:** تهدف إلى تحسين القيمة السوقية للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق، ولذلك فعادة ما تشتمل على أسهم عادية تابعة لشركات وقطاعات ذات درجة عالية من النمو.
2. **صناديق الدخل:** تهدف إلى تحقيق دخل جار للمستثمرين وذلك في نطاق درجة المخاطر المحددة سلفاً.
3. **صناديق الدخل والنمو:** تهدف إلى المحافظة على أصولها وتحقيق دخل دوري فضلاً عن النمو الرأسمالي طويل ومتوسط الأجل مع أقل قدر من المخاطر السوقية المتوقعة.
4. **صناديق إدارة الضريبة:** لا تقوم بأي توزيعات على المستثمرين وإنما تقوم بإعادة استثمار ما يتولد من أرباح في مقابل حصول المستثمرين على أسهم إضافية وبالتالي لا يقوم المستثمر بدفع الضريبة طالما لم يحصل على توزيعات نقدية.
5. **الصناديق ذات الأهداف المزدوجة:** تلبي احتياجات فئتين من المستثمرين:
 - المستثمرين الذين يهدفون إلى الحصول على دخل من استثماراتهم حيث يمكنهم الاستثمار في أسهم الدخل.
 - المستثمرين الذين يهدفون إلى تحقيق نمو مطرد في استثماراتهم، حيث يمكنهم الاستثمار في أسهم رأس المال التي يتولد عنها أرباح رأسمالية¹.
6. **صناديق الاستثمار ذات رأس المال المخاطر**

تتكون استثمارات هذه الصناديق من الأسهم المحتمل أن تحقق أعلى معدل نمو وقد يتحقق ذلك أو لا، إذ يوجد في مثل هذا النوع من الاستثمار مخاطر كبيرة لذلك تتلاءم مع فئة المستثمرين الراغبين في تحمل المخاطر. فليجأ مدراء هذه المحافظ إلى تتبع الظروف الاقتصادية وإعادة النظر في مكونات المحفظة بصفة منتظمة، وأحياناً يلجأ المدراء إلى استخدام القروض لتدعيم هذه المحافظ².
- رابعاً- صناديق الاستثمار المباشرة وغير المباشرة**
 1. **صناديق الاستثمار المباشر:** تقوم هذه الصناديق بالاستثمار مباشرة في تأسيس شركات جديدة أو شراء حصص في شركات قائمة أو بإعادة هيكلة شركات خاسرة.

¹ وليد العوجان، مرجع سابق، ص 20، 27.

² عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 157.

2. صناديق الاستثمار غير المباشر: تقوم هذه الصناديق بالاستثمار في سوق الأوراق المالية بتكوين محافظ استثمارية من الأسهم والسندات بحسب الغرض من نشاطه، وهي تنقسم إلى صناديق الاستثمار المغلقة وصناديق الاستثمار المفتوحة – التي تم الإشارة إليها سابقاً¹.

بالإضافة إلى ما سبق هناك معايير أخرى لتقسيم صناديق الاستثمار، كمعيار النطاق الجغرافي (محلية ودولية)، ومعيار العائد (الدوري والتراكمي)، ومعيار السياسات الاستثمارية المتبعة (متحفظة، هجومية، متوازنة) وغيرها.

الفرع الثالث: علاقة صناديق الاستثمار بهيئات التوظيف الجماعي وصناديق التحوط

صناديق الاستثمار كغيرها من المصطلحات الاقتصادية له علاقات وتداخلات مع مصطلحات أخرى، ومن أهم هذه المصطلحات هيئات التوظيف الجماعي وصناديق التحوط.

أولاً- هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة

رغم أن مصطلح شركات وصناديق الاستثمار أكثر استخداماً، إلا أنه كثير ما يستخدم مصطلح هيئات التوظيف الجماعي في العديد من الدول والتي منها الجزائر، ولهذا كان لزاماً التعرّيج على هذا المصطلح. تتألف هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة من شركات أو صناديق تهدف إلى تأسيس وتسيير محفظة القيم المنقولة ومنتجات مالية أخرى لحساب الغير. فهي مخصصة لجمع الادخار لاستثماره في السوق المالي وفق سياسة استثمار واضحة.

ويمكن التمييز بين فئتين من هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة:

-شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير (ش، ا، ر، م، م) وهي شركة أسهم، تصدر وحدات الشركة ويعاد شراءها في كل وقت بناء على طلب أي مكتب أو مساهم.

-الصندوق المشترك للتوظيف (ص، م، ت) هو ملكية مشتركة لقيم منقولة، يسير الصندوق من طرف مسير الذي يتصرف نيابة عن الحاملين و مصالحهم.

وتصنف هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة حسب القطاع الذي تمثله وطبيعة الأصول التي تكوّن المحفظة:

-الصناديق النقدية

-صناديق السندات

-صناديق الأسهم

¹ عصام حسين، مرجع سابق، ص 215.

-صناديق متنوعة¹.

ثانياً- صناديق التحوط

تبدو صناديق التحوط في البداية كشركات استثمار غير أن صناديق الاستثمار الخاصة التي لا يزيد عدد المستثمرين فيها عن 100 مستثمر والصناديق الاستثمارية الخاصة التي يمتلك المستثمرون فيها قدراً كبيراً من الأصول الاستثمارية ليست شركات استثمار، على الرغم من أنها تصدر أوراقاً مالية وتعمل أساساً في مجال الاستثمار في الأوراق المالية. وقد يكون ذلك بسبب الطبيعة الخاصة لعروضهم أو الوسائل المالية وتطور مستثمريهم².

وصناديق التحوط هي وعاء استثماري خاص يتكون من أموال مستثمرة من مجموعة مستثمرين كبار، وهناك حد أدنى للمشاركة في هذا الصندوق (قد لا تقل عن مليون دولار)، وتعود فكرة صناديق التحوط إلى الأربعينات من القرن العشرين، ويقوم بإدارة صندوق التحوط مدير متخصص ذي خبرة واسعة في مجال الاستثمار ويتقاضى نسبة مئوية مقابل ما يحققه من أرباح³.

يدفع صندوق التحوط عادة لمدير الاستثمار رسوماً مقابل الإدارة فضلاً عن رسوم مقابل الأداء، تكون رسوم الإدارة عبارة عن نسبة مئوية من أصول الصندوق. بينما تحدد رسوم الأداء وفق نسبة مئوية من الزيادة في قيمة الصندوق خلال العام.

ونظراً لعدم بيع أو تداول صناديق التحوط في أسواق الأسهم العامة، فإنها لا تخضع عادة لنفس القيود واللوائح التنظيمية التي يتعين على صناديق الاستثمار والصكوك المالية الأخرى الالتزام بها. وتهدف اللوائح التي صدرت في الولايات المتحدة وأوروبا بعد أزمة الائتمان في عام 2008 إلى زيادة الإشراف الحكومي على صناديق التحوط والقضاء على بعض الثغرات التنظيمية⁴.

¹ www.cosob.org/ar/opcvm 29/7/2017.

² www.sec.gov/fast-answers/answersmfinvcohtm.html 30/7/2017.

³ يوسف أبوفارة، الأزمات المالية والاقتصادية، دار وائل، عمان، 2015، ص 58.

⁴ <http://ar.tradimo.com> 18/5/2017.

المطلب الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية

من حيث المبدأ العام تعد صناديق الاستثمار من بين المؤسسات المالية التي يمكن تكييفها شرعاً، من خلال ضوابط شرعية تحكم العلاقة بين أطرافها، وضوابط شرعية تتعلق بطبيعة أصول الصناديق، بالإضافة إلى ضوابط شرعية تتعلق بقيم استرداد وتداول وحدات الصناديق.

الفرع الأول: مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية

يمكن توضيح مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية من خلال تعريفها وعرض أهم خصائصها، وتوضيح طبيعة العقود المحكمة للعلاقات بين أطرافها، وكذا أهم الفروق بينها وبين صناديق الاستثمار التقليدية في العناصر الآتية:

أولاً- تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية

صناديق الاستثمار عبارة عقد مضاربة بين إدارة الصندوق التي تقوم بالعمل فقط، وبين المكتتبين فيه الذين يمثلون في مجموعهم رب المال، فيدفعون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق التي تمثل دور المضارب فتتولى تجميع حصيلة الاكتتاب التي تمثل رأس مال المضاربة، وتدفع للمكتتبين صكوكاً بقيمة معينة تمثل لكل منهم حصة شائعة في رأس المال الذي تقوم الإدارة باستثماره بطريقة مباشرة في مشروعات حقيقية مختلفة ومتنوعة أو بطريقة غير مباشرة كبيع وشراء أصول وأوراق مالية كأسهم الشركات الإسلامية، وتوزيع الأرباح المحققة حسب نشرة الاكتتاب الملزم بها الطرفين، وإن حدثت خسارة تقع على المكتتبين بصفتهم رب المال ما لم تفرط إدارة الصندوق - المضارب - فإن فرطت يقع الغرم عليها¹.

ثانياً- الخصائص المميزة لصناديق الاستثمار الإسلامية

تتميز صناديق الاستثمار الإسلامية بخصائص عدة أهمها:

- لها شخصية معنوية مستقلة عن أصحاب الوحدات الاستثمارية وعن الجهة المنوطة بإدارتها، فهي مؤسسة لها صيغة قانونية وشكل تنظيمي وإطار مالي ومحاسبي مستقل.
- تقوم على فكرة المضاربة الجماعية بين حملة الوحدات الاستثمارية - رب المال - ويمثل الصندوق كشخصية معنوية رب العمل.
- يلتزم الصندوق في معاملاته وتصرفاته مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، بالإضافة إلى مقررات وتوصيات الهيئات الشرعية المختلفة، وهذا ما يوجب الرقابة الشرعية.

¹ وليد العوجان، مرجع سابق، ص 32، 37.

- يتولى إدارة الصندوق جهة متخصصة يحكم علاقتها بالصندوق عقد الوكالة، أو غيرها من العقود الشرعية.
 - توظف الأموال وفقاً لمجموعة من الضوابط الإسلامية في مجال الاستثمار المباشر وغير المباشر.
 - توزع العوائد بين مختلف أطراف الصندوق وفقاً لطبيعة العقود التي تجمع بينهم.
 - يحق للمشاركين في الصندوق استرداد قيمة مساهمتهم وفق ضوابط وشروط معينة¹.
- وقد ذهب عامة الباحثين إلى جواز التعهد بالاسترداد بالقيمة السوقية وبه صدر قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي، وهيئة المحاسبة والمراجعة، وفتوى ندوة البركة للاقتصاد الإسلامي، ولا يجوز أن يكون التعهد بالشراء بالقيمة الاسمية أو بسعر متفق عليه بين الواعد والموعود سلفاً؛ لأنه يُعد بمثابة ضمان لرأس مال المضاربة، ويجوز أيضاً أن يتعهد مدير الصندوق بإعادة شراء الوحدات الاستثمارية بقيمتها الحقيقية².

ثالثاً- طبيعة العقود التي تحكم علاقات أطراف صناديق الاستثمار الإسلامية

تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية من الوحدات الاستثمارية المتعددة الأطراف، ويحكم العلاقات السببية بينها مجموعة من العقود، وتتمثل هذه الأطراف في الآتي:

- الجهة المنشأة للصندوق: قد تكون أحد المصارف الإسلامية أو مجموعة من رجال المال والأعمال، ويطلق عليهم المؤسسون أو المساهمون، وتربطهم بالصندوق عقد الملكية وهم يمثلون الصندوق قانوناً أمام غيرهم.
- المشتركون في الصندوق: وهم الذين يشترون الوحدات (الصكوك أو ما في حكمها) الاستثمارية، ويربطهم بالصندوق عقد المضاربة.

● إدارة الصندوق: وهي الجهة الفنية المنوطة بإدارة معاملات وعمليات الصندوق وبصفة خاصة إدارة محافظ الاستثمارات والأوراق المالية، ويربطها بالصندوق عقد الوكالة.

وتقوم إدارة الصندوق بمباشرة الأنشطة المخططة ومن أهمها استثمار (توظيف) الأموال طبقاً للمعايير الشرعية والصيغ الاستثمارية ومنها:

- تكوين محفظة الأوراق المالية (استثمار غير مباشر).
- المساهمة في مشروعات استثمارية مختلفة (استثمار مباشر).
- جهات تسويق الوحدات (الصكوك) الاستثمارية: قد تعهد الجهة المنشأة للصندوق إلى بعض المؤسسات المالية إصدار وتسويق الوحدات الاستثمارية مقابل الحصول على عمولة أو أجر وفقاً لعقد الوكالة بأجر، كما قد تعهد

¹ هشام قشوط، المدخل إلى إدارة الاستثمارات من منظور إسلامي، دار النفائس، عمان، 2014، ص 223 - 224.

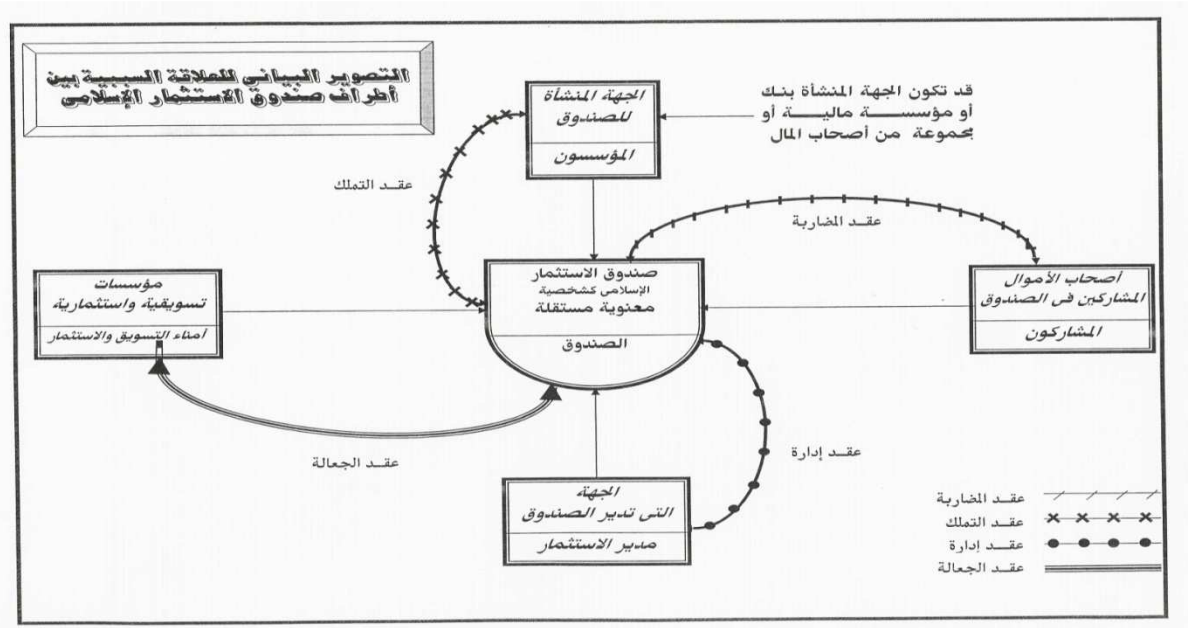
² عبد الله العمراني، مرجع سابق، ص 80.

الفصل الثاني: أهم منتجات الهندسة المالية في سوق رأس المال وموقف الفقه المعاصر منها

إدارة الصندوق إلى بعض المؤسسات المالية أو غيرها لتساعدها في استثمار أموال الصندوق في عمليات استثمارية وفقا لعقد الجعالة.

وبالتالي تعدد أنواع العقود التي تربط الصندوق كشخصية معنوية مستقلة بالعديد من الأطراف المعنية به ومن أهم هذه العقود: عقد التملك، وعقد المضاربة، وعقد الوكالة، وعقد الجعالة¹. كما هي موضحة في الشكل الموالي:

الشكل رقم (2.2): طبيعة العقود التي تحكم علاقات أطراف صناديق الاستثمار الإسلامية



المصدر: حسين شحاتة، منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 31 ماي- 03 جوان 2005، ص 16- 17.

الجعالة: هي التزام معلوم على عمل يعمل.

إن حقيقة العلاقة بين مدير الصندوق والمكتتبين فيه تدور بين عقدين هما عقد المضاربة والوكالة بأجر، وتتحدد طبيعة هذه العلاقة من خلال نشرة الإصدار للصندوق، وذلك بالنص على طبيعة العلاقة مضاربة كانت أو وكالة بأجر، أو من خلال النص على العائد الذي يتقاضاه مدير الصندوق مقابل إدارته، وهو لا يخلو من حالتين:

الحالة الأولى: أن يكون العائد حصة شائعة في الأرباح، وحينئذ يكون تكييف العلاقة بين المدير للصندوق والمكتتبين فيه مبنية على أساس المضاربة.

¹ حسين شحاتة، منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 31 ماي- 03 جوان 2005، ص 16، 18.

ومما يؤكد أنَّ العقد عقدٌ مضاربة ما يلي:

1- أنَّ مدير الصندوق لا يضمن سلامة رأس المال ولا الأرباح.

إذ لا يجوز لمدير الصندوق الاستثماري أن يصدر تعهداً أو التزاماً أو وعداً بضمان القيمة الاسمية للوحدة الاستثمارية؛ أو بسعر متفق عليه سلفاً بين المدير ومالكى الوحدات لأنه يعد بمثابة ضماناً لرأس المال¹. وقد جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم (188) من الدورة العشرين: لا يجوز للمضارب أو الشريك أو الوكيل أن يتعهد بأي مما يأتي:

(أ) شراء الصكوك أو أصول الصكوك بقيمتها الاسمية أو بقيمة محددة سلفاً بما يؤدي إلى ضمان رأس المال أو إلى نقد حال بنقد مؤجل أكثر منه. ويستثنى من ذلك حالات التعدي والتفريط التي تستوجب ضمان حقوق حملة الصكوك².

2- أنَّ نصيب العاقد من الأرباح يمثل حصة شائعة من الربح تتحدد بالأجزاء لا بالعدد.

3- أنَّ الأرباح تقسم بحسب ما يتفق عليه في العقد، أما الخسارة فيتحملها صاحب المال فقط، في ماله المكتتب فيه وليس مدير الصندوق.

الحالة الثانية: أن يكون العائد مبلغاً مقطوعاً أو نسبة من أصل المال المستثمر، وحينئذٍ يكون تكييف العلاقة بين المدير للصندوق والمكتتبين فيه مبنية على أساس الوكالة بأجر.

ووجه هذا التكييف أنَّ مدير الصندوق يقوم بدور الوسيط بين المستثمرين في الصناديق وجهات التوظيف، فهو ينوب عنهم في استيعاب الأموال وتجميعها، والبحث عن فرص الاستثمار المناسبة، ليدفع إليها بهذه الأموال، ثم يقوم بالمتابعة والمحاسبة بدلاً عنهم لقاء أجره يجري الاتفاق عليها بين مدير الصندوق والمستثمر.

ونظراً لعدم جواز ضمان مدير الصندوق لرأس المال وفي سبيل تحفيز المكتتبين للاكتتاب في وحدات الصناديق اقترح ضمان طرف ثالث، لكن المتأمل للتطبيقات العملية لضمان الطرف الثالث في بعض المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية يلحظ عدم إعمال قيوده وضوابطه بدقة، بحيث يتضح عدم استقلال الطرف الثالث وانفصال شخصيته وذمته المالية عن ذمة جهة الإصدار، ف ضمان الطرف الثالث مقصور الوقوع من الناحية النظرية، مثل لو رغبت الحكومة دعم أنشطة معينة، وتحفيز المستثمرين للدخول فيها من خلال التبرع بالضمان عند حصول الخسارة.

¹ عبد الله العمراني، مرجع سابق، ص 46، 51.

² مجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرار 188 (20/3) بشأن استكمال موضوع الصكوك الإسلامية، الدورة العشرون، وهران، 13، 18 سبتمبر 2012.

ومن جهة أخرى فمن بين الحلول المقترحة لضمان رأس المال والتي يمكن أن تعد من أنواع الضمانات المقدمة للملكي الوحدات أن تقوم شركة الاستثمار بإنشاء صندوق للتأمين التعاوني يتم تكوينه باقتطاع جزء من رأس المال أو جزء من أرباح الصناديق الاستثمارية التي تديرها الشركة الاستثمارية، أو من خلال التعاقد مع إحدى شركات التأمين التعاوني للتأمين على أصول الصندوق من الهلاك أو النقص أو العجز¹.

الفرع الثاني: الفرق بين صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية

تتمثل أهم الفروق بين صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية فيما يأتي:

➤ تتميز صناديق الاستثمار الإسلامية بأن مجالات الاستثمار التي توجه هذه الصناديق نحوها مدخرات المستثمرين هي مجالات لا تخالف أحكام الشريعة الإسلامية.

➤ أدواتها الاستثمارية تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية فلا تستثمر من خلال الفوائد الربوية إنما من خلال صيغ التمويل الإسلامية المختلفة.

➤ وجود هيئات للفتاوى والرقابة الشرعية.

➤ صناديق الاستثمار الإسلامية تمزج بين رأس المال والعمل، بحيث تكون العلاقة بين المؤسسة المكونة للصندوق الاستثماري والأشخاص المكتتبين في الصندوق هي علاقة مضاربة يقدم المكتتبين رأس المال وتقوم المؤسسة بالمضاربة بهذا المال في إطار الصندوق الاستثماري، بينما يكون الصندوق الاستثماري التقليدي مجرد وسيط مالي².

الفرع الثالث: أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية

لا تختلف صناديق الاستثمار الإسلامية عن مثيلاتها التقليدية، من حيث الجوانب الإدارية والهيكلية عدى من حيث وجود هيئة شرعية تسهر على السلامة الشرعية لأصولها ومعاملاتها وعلاقات أطرافها، وهناك العديد من أنواع الصناديق الإسلامية حسب طبيعة أصولها وحسب صيغة الاستثمار المعتمدة في الصندوق (المراجحة، الإجارة، السلم وغيرها)، وحسب تداول وحداتها، ونظرا لتعدد هذه الصناديق يمكن التركيز على جملة من الأنواع مع توضيح تكييفها الفقهي، كما يلي³:

¹ عبد الله العمراني، مرجع سابق، ص 46، 55.

² عبد المجيد الصلاحين، صناديق الاستثمار الإسلامية خصائصها وأحكامها، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، 6، 8 مارس 2006، ص 1، 17.

³ Association of the Luxembourg Fund Industry, **Islamic funds collection of best practices for setting-up and servicing islamic funds**, guidelines, ALFI, december 2012, p 7.

- صناديق الأسهم الإسلامية.
 - صناديق الصكوك.
 - صناديق السلع الإسلامية.
 - صناديق الاستثمار العقاري الإسلامية.
 - صناديق الاستثمار المتداولة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.
 - صناديق سوق النقد.
- وفي ما يلي شرح لهذه الأنواع:

1. صناديق الأسهم الإسلامية Islamic equity funds

هي الصناديق التي تقوم باستثمار الأموال في شكل شركة مساهمة مشتركة حيث يتم تحصيل الأرباح أصلاً من الأرباح المحققة من بيع وشراء الأسهم عند زيادة أسعارها، كما تحصل أيضاً على الربح من عوائد الأسهم المستثمر فيها¹.

وحيث أن هذه الوثائق تقوم على المشاركة في نتائج الاستثمارات فهي جائزة شرعاً حكمها كحكم الأسهم، غير أنه يجب أن تكون الأوراق المالية التي يتعامل فيها الصندوق صادرة عن شركات تتعامل في سلع أو خدمات مشروعة².

وقد تمت الإشارة إلى مختلف جوانب التكييف الفقهي للأسهم في الفصل الأول، من خلال الإشارة إلى عدم جواز التعامل بأسهم الشركات التي تتعامل بالمحرمات كالخمر وغيرها، بالإضافة إلى الشركات التي تتعامل بالفائدة، يبقى الجدل قائماً حول أسهم الشركات التي لا تتجر في الحلال المحض، والتي تتمثل في الأسهم التي ليست لشركات تزاوّل المحرمات ولا لشركات قائمة على الحلال وإنما هي أسهم لشركات قد تودع في بعض الأحيان أموالها في البنوك بفائدة أو تقترض منها بفائدة، أو قد تكون نسبة قليلة من معاملاتها تتم من خلال عقود فاسدة كمعظم الشركات في الدول الإسلامية، وهذه الصورة اختلف العلماء في حكمها إلى مبيح ومحرم، إذ أن هناك من يرى أن الشركات التي تتعامل بالحرام أحياناً كالتى في بعض عقودها معاملات ربوية أو عقود فاسدة لا تجوز المساهمة فيها وإن كانت أعمالها في الأصل مباحة، ومن جهة أخرى يرى بعض الفقهاء جواز المساهمة في هذه الشركات ويمكن تأصيل ذلك من خلال القواعد الفقهية التالية:

¹ وليد العوجان، مرجع سابق، ص 32، 37.

² عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2006، ص 113.

- اختلاط جزء محرم لا يجعل المال محرماً عند الكثيرين، حيث أجازوا في المال الحلال المختلط بقليل من الحرام التصرفات الشرعية من التملك والأكل والبيع والشراء ونحوها.

- قاعدة يجوز تبعاً ما لا يجوز استقلالاً: فهذا النوع من الأسهم وإن كان فيه نسبة بسيطة من الحرام لكنها جاءت تبعاً وليس أصلاً مقصوداً بالتملك والتصرف فما دامت أغراض الشركة مباحة وهي أنشئت لأجل مزاوله نشاطات مباحة غير أنها قد تدفعها السيولة أو نحوها إلى إيداع بعض أموالها في البنوك الربوية أو الاقتراض منها، هذا العمل محرم يَأْثُمُ فاعله (مجلس الإدارة والمدير)، لكنه لا يجعل بقية الأموال والتصرفات المباحة الأخرى محرمة، وهو أيضاً عمل تبعية وليس هو الأصل الغالب الذي لأجله أنشئت الشركة.

ومن الذين قالوا بجواز شراء وبيع أسهم هذا النوع من الشركات، الهيئة الشرعية لشركة الراجحي المصرفية للاستثمار وقد وضعت عدداً من الضوابط وبنوع من التفصيل بالنسب المئوية الدقيقة بالإضافة إلى توضيح آليات التخلص من المال الحرام وغيرها من الضوابط في نص القرارين رقم 310 و 485¹.

2. صناديق الصكوك Sukuk funds

هي الصناديق التي تتاجر بالصكوك الاستثمارية بأنواعها سواء كانت حكومية أم خاصة، وباختلاف مددها.

3. صناديق السلع الإسلامية Islamic commodity funds

من الصناديق ما كان نشاطه الأساس هو شراء السلع بالنقد ثم بيعها بالأجل، أي يتم في هذا النوع من الصناديق استخدام الأموال المكتتبة في شراء السلع المختلفة من أجل إعادة بيعها وتشكل أرباح هذا البيع دخل الصندوق والذي يوزع على المكتتبين بنظام النسب².

وحتى تتوافق صناديق السلع مع أحكام الشريعة الإسلامية فإن هناك عدد من الضوابط التي يجب مراعاتها، تتمثل فيما يلي³:

➤ أن تقتصر على السلع المباحة وتلك التي يجوز شراؤها بالنقد وبيعها بالأجل، ويمكن أن تعمل صناديق السلع بصيغة البيع الآجل أو المراجعة أو السلم وكل هذه الصيغ قابلة للتطبيق في أسواق السلع العالمية.

➤ أن تكون عمليات الشراء والبيع حقيقية لا صورية، بحيث يقع البيع على سلعة موجودة ومملوكة فعلاً ويتحقق للطرفين القبض الذي هو أساس صحة البيع.

¹ عبد الله سيد، مرجع سابق، ص 41، 46.

² وليد العوجان، مرجع سابق، ص 32، 37.

³ سيد عرفة، مرجع سابق، ص 130.

➤ يجب تحديد سعر السلعة لكلا الجانبين، فإذا لم يتحدد سعر السلعة أو ترك لأي حدث محدد لا يعتبر البيع جائزا.

4. صناديق الاستثمار العقاري الإسلامية Islamic REITs

تقدم صناديق الاستثمار العقاري المتوافقة مع الشريعة استثمارات متنوعة، وتختلف عن الصناديق الاستثمارية التقليدية في نوعية أنشطة الاستثمار وطريقة التمويل والتأمين؛ إذ أن أنشطة الصناديق العقارية الإسلامية يجب أن تكون متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية فمثلا تتجنب الاستثمار في إنشاء بنوك ربوية وشركات تأمين تجارية، والعقارات التي هدفها بيع منتجات محرمة مثل الكحول ولحم الخنزير، كما يجب أن تكون طرق تمويل صناديق الاستثمار الإسلامية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية التي تحرم التعامل بالربا بكل أنواعه، كما أن تأمين الأصول العقارية يجب أن يكون على طريقة التأمين التعاوني، الذي يعتمد على مبدأ مقاسمة المخاطر Risk-Sharing عوضا عن مبدأ نقل المخاطر Risk-Shifting السائد في التأمين التجاري.

وقد اتخذت ماليزيا الخطوة الأولى بإصدار مبادئ توجيهية لصناديق الاستثمار العقاري في نوفمبر 2005 م والتي أصدرها المجلس الاستشاري الشرعي Sharia Advisory Council وقد قامت ماليزيا بإنشاء أول صندوق إسلامي Al Aqar KPJ REIT في 24 جويلية 2006 م وتم إدراجه في بورصة ماليزيا في 10 أوت 2006 وكان هدفه إنشاء منشآت صحية.

كما أصدرت سنغافورا أول صندوق إسلامي عقاري (صندوق سابانا) في سنة 2010 والذي تم إدراجه في البورصة في شهر نوفمبر 2010 م.

وفي 23 نوفمبر 2010 م أطلق بنك دبي الإسلامي أول صندوق استثمار عقاري إسلامي في الإمارة ضمن مشروع مشترك مع شركة إيفل مانجمنت العقارية الفرنسية¹.

5. صناديق المؤشرات المتداولة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية

تُعد صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية أداة استثمارية مستحدثة، تجمع بين السمات الرئيسة لصناديق الاستثمار الإسلامية من حيث تنوع وشرعية المحفظة المكوّنة لها، ومن حيث إمكانية إصدار واسترداد الوثائق في حدود الحد المسموح به، والسمات الرئيسة للأسهم المتوافقة من حيث إمكانية تداولها في السوق الثانوي.

فهي صناديق استثمارية مقسّمة إلى وحدات متساوية يتم تداولها في سوق الأوراق المالية خلال فترات التداول، حيث أنّها تتكوّن من سلّة من أسهم الشركات المتوافقة مع الضوابط الشرعية المدرجة في السوق المالي والقابلة

¹ عبد الله العمراني، مرجع سابق، ص 26، 29.

للتداول، وتتميز هذه الصناديق بشفافيتها حيث تكون تابعة لمؤشر محدد من مؤشرات السوق وتتطابق استثماراتها مع مكونات هذا المؤشر، مثل أن يكون الصندوق مرتبطاً ويتأثر بحركة المؤشر العام للسوق أو بمؤشر قطاع ما، وقد يضع مدير الصندوق مؤشر خاص بصندوقه بالتنسيق مع جهة متخصصة في هذا المجال كأن يضع مؤشر للأسهم الشرعية، مما يسهل على ملاك وحدات هذه الصناديق معرفة أداء هذه الصناديق من خلال أداء المؤشرات التي تتبعها أو تحاكيها، ويتم شراء وبيع الوحدات عن طريق عروض البيع والشراء خلال فترات التداول، كما تتميز هذه الصناديق بوجود صانع سوق يعمل على محاكاة أدائها لأداء المؤشرات التي تتبعها هذه الصناديق وذلك عن طريق أوامر بيع وشراء الوحدات.

وقد تم إطلاق أول صندوق مؤشرات مطابق للشرعية سنة 2007م بناءً على مؤشر دولي من داو جونز للشركات الكبيرة¹.

6. صناديق سوق النقد الإسلامية

تهدف صناديق النقد الإسلامية إلى تحقيق دخل منتظم لحاملي الوحدات من خلال الاستثمار بشكل رئيسي في أدوات سوق النقد الإسلامية والصكوك قصيرة الأجل².

¹ شافية كتاف وزهير بن دعاس، مرجع سابق، ص 24.

² www.kaf.com.my/InvestmentFunds 03/08/2017.

المبحث الثالث: المشتقات المالية وأحكامها الشرعية

تجري في الأسواق المالية العديد من المعاملات العاجلة التي يتم تسويتها لحظة إبرام العقد أو خلال فترة قصيرة جدا، إلى جانب المعاملات الآجلة، والتي من أهمها ما قدمته مراكز البحث والابتكار ضمن ما يسمى بأدوات الهندسة المالية كأدوات للتحوط وإدارة المخاطر، والتي يطلق عليها الأدوات المالية المشتقة.

المطلب الأول: مفاهيم وأحكام شرعية عامة عن المشتقات المالية

المشتقات المالية أهم الابتكارات المالية في شكل أوراق مالية تشتق قيمتها من أصول مالية أساسية، وتثير جدلا واسعا بين مؤيديها ومعارضيه، خاصة لما يشوبها من شبهات شرعية عديدة.

الفرع الأول- مفهوم المشتقات المالية

عرفها صندوق النقد الدولي من خلال التعريف الذي اعتمدته بنك التسويات الدولية (BIS) بالمشتقات المالية Financial Derivation التي تعني العقود المتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تتطلب استثمار الأصل المالي في هذه الأصول، كعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات وعلى أساس الأسعار أو العوائد وأن أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروريا¹.
تجدر الإشارة إلى أن المشتقات المالية لا تعد أصولا مالية، كما أنها ليست أصولا عينية، وإنما هي عقود كسائر أنواع العقود إلا أنها مضافة إلى أجل، لا من ناحية الثمن فقط ولكن من ناحية الثمن والمثمن، وتشتق قيمتها من أصول أخرى تكون محلا للتعاقد، بمعنى أن أداءها يتوقف على أداء أصول أخرى².
وهكذا فإن مفهوم المشتقات المالية يتلخص فيما يلي³:

✓ هي عقود.

✓ تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي.

✓ لا تتطلب استثمارات مبدئية، أو تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقود.

¹ محمود سحنون و سميرة محسن، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، الجزائر، 20، 21 أكتوبر 2009. بدون ذكر الصفحات.

² سمير رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص 485، 488.

³ طارق حماد، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 7.

✓ تعتمد قيمتها (أي المكاسب أو الخسائر) على الأصل المعني أي الأصل موضوع العقد، أي تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل العقد ولذلك سميت بالمشتقات.

ويعتبر عام 1973 عام الثورة في هذه العقود، إذ شهد تطويرا لعقود المشتقات، وانتقالها إلى الأصول المالية بعد أن كان قاصرا - قبل ذلك - على العقود الآجلة والمستقبلية في السلع الزراعية والموارد الطبيعية كالذهب والفضة. ويتم تداول المشتقات في سوقين أساسيين هما:

أ- **السوق المنظمة:** تتم فيها العمليات على عقود منمطة فيما يتعلق بالسعر وتاريخ الاستحقاق والمبلغ.

ب- **السوق غير الرسمية:** حيث يمكن للمتعاملين أن يحددوا طبيعة وشروط العقد حسب احتياجاتهم¹.

ويمكن تصنيف المتاجرون بالمشتقات المالية إلى ما يلي:

1. **المتحوطون:** وهم الذين يهتمون بتخفيض المخاطر التي يتعرضون لها من مختلف الأنشطة الاقتصادية، فيلجئون إلى المشتقات المالية، للتحوط من تلك المخاطر، وإدارتها بشكل أحسن، غير أن المشتقات لا تضمن تحسين النتائج، وإنما تسمح فقط بتحسين درجة التأكد.

2. **المضاربون:** أما هذا الصنف من الوكلاء فيستخدمون المشتقات المالية لغرض المضاربة، والمراهنة على تحركات الأسعار المستقبلية، فكلما ترجح لديهم ارتفاع سعر سهم معين، أو سند، أو صرف عملة معينة أو غيرها اتخذوا المركز الطويل في شراء خيار الشراء لذلك السهم أو السند أو تلك العملة، لعلهم يحققون بذلك مكاسب.

3. **المراجحون:** ويدخلون عندما يكون هناك فرق لأصل معين بين سوقين، أو أكثر وذلك بالشراء من السوق منخفض السعر، والبيع في الوقت نفسه في السوق مرتفع السعر، وبالتالي يحققون ربحا عديم المخاطرة².

الفرع الثاني: موقف الفقه المعاصر من المشتقات المالية

من مقاصد التشريع الأساسية إقامة العدل ومنع أكل المال بالباطل، وهذا يقتضي أن تكون المعاوضات المالية محققة لمصالح الطرفين وليس لأحدهما على حساب الآخر، ولهذا لا تسمح الشريعة الإسلامية بالمعاوضات الصفرية لأنها بحسب طبيعتها تؤدي إلى ربح أحد الطرفين على حساب الآخر، فيكون أحد الطرفين قد انتفع بمال الآخر دون أن يحصل الآخر على شيء مقابل ذلك، وهذا هو أكل المال بالباطل الممنوع بالنص والإجماع، وإذا كانت المشتقات مبادلات صفرية باتفاق أهل الاختصاص، فإنها بذلك تناقض قواعد التشريع المتفق عليها.

¹ منيرة لباس، الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، الجزائر، 20-21 أكتوبر 2009، ص 3، 9.

² المبارك الطارقي، الاشتقاق المالي من منظور شرعي: <http://iefpedia.com> 2016/3/3.

وتناقض المشتقات كذلك مبدأ حفظ المال والوقاية من المخاطر الذي يفترض أن تكون وسيلة لتحقيقه فالواقع أكبر شاهد على أن المشتقات لا تحقق التحوط والأمان المنشود بل تؤدي إلى زيادة المخاطر وتقلبات الأسواق، ولو فرض جدلاً أن المشتقات تحقق الأمان لأحد الطرفين فهذا إنما يحصل من خلال نقل المخاطر إلى الطرف المقابل فإن كان الأول يتجنب المخاطر فالثاني يتعرض لها قصدا واختيارا وهو أمر غير مقبول شرعاً.

ومما يبين موقف الشريعة في هذا الصدد إجماع العلماء على منع الدين بالدين، فإن هذا الحكم الذي ربما خفيت حكمته على البعض يؤكد أن التبادل لا بد أن يكون مقصوده الانتفاع الحقيقي بالسلع محل التبادل أما الدين بالدين فهو مبادلة دين بآخر ولا يوجد حين التعاقد قبض يسمح بالانتفاع فمقصود العقد هو مبادلة ضمان ذمة أحدهما بضمان ذمة الآخر بحيث يتحمل الطرف الأول مخاطر أحد البدلين مقابل أن يتحمل الطرف الثاني مخاطر البديل الآخر، فهو عقد مقصوده مبادلة المخاطر كما هو الحال في المستقبلات تماماً وليس مقصوده تبادل السلع الحقيقية التي يراد الانتفاع بها ولهذا جاز عقد الاستصناع مع أن فيه تأجيل البدلين لأن المقصود هو الانتفاع الفعلي بالسلع محل التعاقد وليس مجرد الضمان، ومنع الدين بالدين شاهد على إعجاز التشريع الإسلامي لأن المفاسد الحقيقية لهذا العقد ربما لم تظهر بصورتها الفعلية مثل ما ظهرت في هذا العصر من خلال المستقبلات¹.

على الرغم من اعتبار المشتقات المالية هي ابتكارات مالية هدفها إدارة المخاطر غير أن العديد من المفكرين الاقتصاديين يرون أنها أشبه ما تكون بأسلحة الدمار الشامل فرغم ما يراه المؤيدون في كونها أدوات لدعم الإنتاج أين يقوم المنتج (الفلاح مثلاً) بنقل المخاطر إلى أطراف أخرى قادرة على تحملها ويفرغ هو فقط للإنتاج فإن المعارضون يرون أن التعامل في المخاطر أقل انضباطاً من التعامل في الإنتاج الحقيقي فلا يمكنها أن تسير بالتساوي نظراً لطبيعة كل منهما، كما أن ما يفوق 97٪ من هذه العقود هدفها المقامرة لا التغطية من المخاطر ناهيك عن أن الطرف الثاني الذي يتحمل المخاطر لا لأنه له القدرة على تحملها بل لأن له الرغبة في المقامرة فقط وبالتالي الوقوع في العديد من المخاطر فهي أشبه بحلقة مفرغة بين أدوات إدارة المخاطر والوقوع في المخاطر من هذه الأدوات، فبدل أن تدفع المخاطر أصبحت تجلب المخاطر لغلبة جانب المضاربات فيها، كما وليس كل المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات المالية نتاجاً طبيعياً لنشاطها بل فإن جزء منها ناتج عن أدوات المراهنة والقمار.

¹ معهد الدراسات المصرفية، المشتقات المالية، إضاءات مالية مصرفية، نشرة توعية، الكويت، العدد الثاني، ديسمبر 2009 يناير 2010.

وعقود المشتقات مبناهما الفصل بين المخاطر والأصول الحقيقية، وهذا ما يؤدي إلى أن تصبح المخاطر سلعة تتداول ويحقق المتعاملون فيها أرباحاً، وتركيز المخاطر بدلاً من تفتيتها ومن ثم زيادة تقلبات الأسواق¹.

أما مسألة معرفة مقدار الثمن في وقت إبرام العقد المستقبلي، وما يترتب على ذلك من عدم تعرض البائع لمخاطر انخفاض السعر، وعدم تعرض المشتري لمخاطر ارتفاعه فإن هذه المصلحة مقابلة بالمضرة والغبن الذي سيلحق أحدهما لا محالة، لأن الأسعار إن ارتفعت تضرر البائع، إذ كان من الممكن أن يبيع سلعته بالأسعار المرتفعة لو لم يدخل في العقد المستقبلي، والعكس بالنسبة للمشتري، وبالتالي الشعور بالغبن والندم، والشرعية لا تراعي مصلحة طرف على حساب الطرف الآخر وإنما تراعي مصلحة الطرفين معا.

فإن قيل: إنهما إن لم يدخلوا في العقد المستقبلي فسيضرر أحدهما أيضاً، فالجواب أن هذا الضرر ليس راجعاً إلى العقد وإنما هو إلى الله، وقد امتنع النبي ﷺ عن التسعير وقال: "أن الله هو المسعر القابض الباسط الرزاق" وقال ﷺ أيضاً "دعوا الناس يرزق الله بعضهم من بعض"².

ويمكن مناقشة الحكم الشرعي للمشتقات المالية من خلال الجوانب التالية:

المسألة الأولى: حكم بيع السلع بالأجل

أجازت الشريعة الإسلامية بيع السلع ذات التسليم الحالّ بأثمان مؤجلة ولو بثمن أعلى من الثمن الحال كما أجازت الشريعة بيع سلع مؤجلة التسليم بأثمان حالة، وهو بيع السلم، وهو عكس البيع بثمن آجل؛ أي فيدفع الثمن في مجلس العقد ويتأخر تسليم السلع إلى أجل مستقبلي محدد أما تأجيل دفع الثمن وتسليم المبيع فهذا ما لم تجزه الشريعة، وفي ذلك نص الحديث "نهى النبي ﷺ عن بيع الكالئ بالكالئ"، أي المؤجل بالمؤجل، وهذا الحديث وإن كان ضعيف من حيث السند، إلا أنه لا خلاف بين الفقهاء على العمل بمعناه المذكور من تأجيل البدلين، وهذا النهي يعود في جانب منه إلى قضية الغرر، فالبيع الذي لا يتحقق فيه دفع الثمن أو تسليم المبيع بيع يدخله الغرر من حيث احتمال عجز العاقد عن تسليم العوض الواجب تسليمه في المستقبل بالإضافة إلى الغرر الحاصل في بيع ما لا يملكه صاحبه، فتأجيل البدلين وحده يورث الغرر، وعدم ملكية البائع لما يبيع يزيد في ذلك الغرر أما الجوانب الأخرى من حكمة هذا النهي عن البيع مؤجل البدلين فتربط بسد الباب على المضاربين والمقامرين الذين تؤدي ممارساتهم إلى إحداث بلبلة في الاقتصاد وأسعار السلع، بدليل أن أحكام الشريعة في تأجيل عوضي البيع أو أحدهما تشدد كلما اشتدت أهمية الأشياء المباعة كالذهب والفضة وغيرها.

¹ سامي حيلي، إدارة مخاطر السوق باستخدام المشتقات المالية دراسة فقهية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، تخصص الفقه وأصوله،

كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، عمان، 2008، ص 38، 44.

² مبارك آل سليمان، مرجع سابق، ص 950.

النتيجة إذن هي عدم جواز الدخول في بيع مؤجل البدلين ولاسيما مع عدم ملكية البائع لما يبيع، وهذا يلغي مشروعية عقود البيع الآجلة (Forwards) وعقود المستقبلات (Futures)، ولاسيما أن عقود المستقبلات بالذات، ومثلها الخيارات، قد صممت لأجل المضاربة بها لا التحوط.

وقد صدر عن مجمع الفقه الإسلامي الدولي قرار بحزمة بيع السلع بطريقة التأجيل في البدلين سواء انتهى العقد بالتنفيذ الفعلي عند حلول أجله أو بالتسوية ودفع الفروقات.

المسألة الثانية: حكم بيع العملات والسندات

ومن المعلوم أن الشريعة لا تجيز بيع العملات ببعضها إلا مع التقابض التام فيها، ومخالفة ذلك يوقع فيما يسمى بربا البيوع، وهو ما يمنع أن تكون العملات محلاً صالحاً للبيع في عقود البيع الآجلة والمستقبلات والحكمة التي نراها في هذا المنع هي في قطع الطريق على المضاربين بالنقد.

أما السندات، فالتعامل فيها كذلك ممنوع أصلاً لأنها وثائق بديون فيخضع بيعها لأحكام بيع الدين، والخلاصة أنه لا يجوز بيع الدين لغير من عليه الدين إلا مع حلول الدين، وتساوي العوض مع الدين، وهذا باتفاق الفقهاء بمن فيهم الشافعية، وكل ذلك لا يتحقق في بيع وشراء السندات؛ فضلاً عن أن هذه الديون التي تباع في الأسواق المالية في شكل سندات هي ديون ربوية تُضرب عليها الفائدة، فيكون التعامل فيها حراماً أيضاً لهذا السبب¹.

المسألة الثالثة: حكم المضاربة بالمشتقات على الأسعار في الأسواق

يدلّ حال الأسواق على أن الغرض الغالب من التعامل بالمشتقات المالية لا حقيقةً التحوط، بل المضاربة على أسعار ما يتداول تحت هذه المشتقات (وقد تم توضيح آراء الفقهاء حول المضاربة في المطلب الثالث من المبحث الثالث في الفصل الأول).

الفرع الثالث: مبادئ تطوير وبدائل تكييف المشتقات المالية

في إطار محاولات تكييف المشتقات المالية وتقديم بدائل لها، يتعين الاعتماد على جملة من المبادئ لتطوير هذه الابتكارات المالية، يمكن توضيحها فيما يلي:

أولاً- مبادئ تطوير المشتقات المالية

استناداً إلى المبادئ الأساسية للتمويل الإسلامي، يجب أن تتوفر مجموعة من المبادئ لتطوير المشتقات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، والتي يمكن تلخيصها على النحو التالي:

¹ عبد العظيم أبو زيد، التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد 27، العدد 3، 2014، ص12، 19.

- 1- يجب أن يعالج الهيكل حاجة تحوط حقيقية (وليس لغرض المضاربة)؛
- 2- الملكية الفعلية للأصل؛
- 3- الالتزام بمتطلبات الشريعة الإسلامية المتعلقة بتأجيل البدلين (لتجنب التشابه مع بعض أنواع العقود المستقبلية)؛
- 4- ينبغي ألا يشمل استخدام المدفوعات المضمونة مقابل الحماية من المخاطر، فهي تهدف إلى تحقيق مكاسب أحادية الجانب من التغيرات المؤقتة في أسعار الأصل؛
- 5- وضوح العقد من حيث الأهداف والنتائج لتجنب كل ما يحظر بما في ذلك القمار والمضاربة وتجنب عدم اليقين؛
- 6- يجب أن يستخدم الهيكل بطريقة تسهم في تحقيق مقاصد الشريعة (حفظ الدين والمال والنفس والعقل والنسل).¹

ثانيا- بدائل تكييف المشتقات المالية

- سعيًا لتكييف مختلف أنواع المشتقات المالية وإعطائها صبغة إسلامية تم اقتراح البدائل التالية:
- البديل الأول:** يمكن تعديل عقود البيع المؤجلة البدلين بتطبيق شروط السلم عليها لتصبح مشروعة مع مراعاة تعجيل الثمن في مجلس العقد، وعدم جواز بيع السلع المشتراة سلماً قبل قبضها.
- البديل الثاني:** إذا كان محل البيع مواد موصوفة في الذمة المطلوب صنعها فإنها تصح ولو مع تأجيل البدلين على أساس عقد الاستصناع، مع مراعاة عدم جواز بيع المصنوع قبل قبضه.
- البديل الثالث:** البيع مع خيار الشرط أو ما يسمى في القوانين الشرط الفاسخ، وذلك بأن يدخل الشخص في العقد اللازم ويشترط لنفسه حق الفسخ بإرادته المنفردة طوال مدة معلومة، وهذا يحقق مطلب التروي والتحوط في الحصول على السلعة بالريح المؤمل منها، ولصاحب الحق أن يعرض السلعة التي هي محل الخيار على طرف آخر، ولا يسقط خياره بذلك إلا إذا باع فعلاً.
- البديل الرابع:** البيع مع العربون؛ وهو بيع يتضمن خياراً للمشتري يعطيه حق الفسخ ولكنه يخسر المبلغ المعجل باسم العربون.

¹ Abbas Shaher, op. cit, p 63.

البديل الخامس: يقوم البديل على أساس إصدار المصرف وعدا ملزما لصالح عميله بأن يصرف له عملة محددة بسعر صرف محدد خلال فترة معينة وفي تاريخ محدد، أما الموعد (العميل) فهو بالخيار إن شاء استفاد من الوعد وإن شاء تركه، وفي مقابل هذا الالتزام يتقاضى المصرف مبلغا مقطوعا غير مسترد يمثل أجرة مقابل الوعد. وقد أجاز بعض العلماء أخذ عمولة في مقابل الوعد، لأن الوعد أصبح في الوقت المعاصر منفعة مقصودة للموعد، في التحوط من خسارة محتملة¹.

غير أن السؤال الذي يطرح نفسه ردا على مقترح هذا البديل هو ما الفرق بين هذا البديل وعقود الخيار؟ ومن خلال المطالب المالية يتم التفصيل في الأحكام الشرعية لمختلف أنواع المشتقات المالية (عقود الخيار، العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود المبادلات) كل على حدا كما يلي:

المطلب الثاني: عقود الخيار والعقود الآجلة في ميزان الشريعة

يتضمن هذا المبحث مفاهيم عامة بصورة مختصرة، وأحكام شرعية لكل من العقود الآجلة الباتة القطعية والعقود الآجلة الشرطية، وتكييفاتها الفقهية ومحاولة قياسها على بعض العقود الإسلامية للوصول إلى حكم شرعي بالجواز أو الحظر.

الفرع الأول: عقود الخيار في ميزان الشريعة

قبل التطرق للأحكام الشرعية لعقود الخيار، يجب التعرّيج على مفهوم هذا النوع من العقود، وذلك من خلال العناصر الآتية:

أولا- مفهوم عقود الخيار

تعرف عقود الخيار على أنها عقد بين طرفين طرف مصدر لعقد الخيار مانح لحق الخيار مقابل علاوة يتلقاها من الطرف الثاني أي مشتري الحق الذي يتمتع بالحق لا الإلزام في تنفيذ الخيار سواء بالشراء أو البيع للأصل محل التعاقد، مقابل علاوة غير قابلة للرد نفذ العقد أو لم ينفذ، بحسب اتجاه تغير أسعار الأوراق المالية المتعاقد عليها في السوق، بالمقارنة بسعر التنفيذ المتفق عليه يوم إبرام العقد.

وللخيارات المالية أنواع عدة أهمها، الخيارات الشرطية البسيطة، التي تمنح الحق لمشتريه في تنفيذ الصفقة أو عدم التنفيذ، بالإضافة إلى العمليات الاختيارية المضاعفة، والتي تمنح الحق لمشتريه في مضاعفة الكمية المشتراة أو المباعة، وكذلك الاختيارات المزدوجة أو المركبة التي تمنح الحق في أن يكون مشتريه مشتريا أو بائعا للأوراق المالية محل

¹ علي أبو العز، مرجع سابق، ص 111-112.

التعاقد بحسب اتجاه الأسعار، أما حسب تاريخ التنفيذ فتتقسم إلى الخيار الأمريكي والخيار الأوروبي والخيار الآسيوي أما حسب التغطية: وتنقسم إلى خيار مغطى وخيار غير مغطى، ويبقى التقسيم الشائع هو خيار الشراء وخيار البيع.

وقد تم تداول عقود الخيارات للأسهم أول مرة في بورصة منظمة عام 1973م وقد أطلق عليها: سوق شيكاغو للخيارات Chicago Board Options Exchange وقد عملت هذه السوق على إدخال تعديلات جوهرية على أسس التعامل في السوق غير المنظمة التي كانت موجودة في فترة سابقة، حيث كان التعامل بالخيارات بهدف المجازفة على الأسعار شائعاً في أمستردام في القرن السابع عشر الميلادي، وقد أصبح التعامل بالخيارات بسبب هذه الإجراءات والتعديلات أكثر سهولة وسرعة، ويذكر هنا أن السماح بخيار البيع تأخر لغاية سنة 1977م، ولم ينتشر التعامل بالخيارات خارج الولايات المتحدة إلا في عقد الثمانينات¹.

ثانياً: موقف الفقه المعاصر من عقود الخيار

من خلال البحث في آراء الفقهاء المعاصرين حول الخيارات المالية المتداولة في البورصات التقليدية يتبين أنهم فريقين:

- الفريق الأول: يرى أن التعامل في عقود الخيارات المالية محظور شرعاً، وفق أدلة معينة.

- الفريق الثاني: يرى أنها جائزة، بقياسه ببعض العقود الشرعية.

وقد تم الاعتماد في ذلك على إظهار المخالفات الشرعية التي تحتوي عليها عقود الخيار، أو مقارنتها ببعض العقود الإسلامية، للوصول إلى أدلة الجواز أو عدم الجواز.

وسيتم مناقشة ذلك من خلال العناصر التالية:

1. بيع الإنسان ما ليس عنده وعقود الخيار:

صح من حديث عمرو بن شعيب عن أبيه عن جده عَبْدَ اللَّهِ بْنِ عَمْرٍو أَنَّ رَسُولَ اللَّهِ ﷺ قَالَ: "لَا يَحِلُّ سَلْفٌ وَبَيْعٌ وَلَا شَرْطَانِ فِي بَيْعٍ وَلَا رِبْحٌ مَا لَمْ يُضْمَنْ وَلَا بَيْعٌ مَا لَيْسَ عِنْدَكَ" رواه أبو داود والنسائي والترمذي وصححه².

¹ كمال خطاب، نحو سوق مالية إسلامية، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 31 ماي - 03 جوان 2005،

² <http://islahway.com/index> 12/ 3/2014.

وتُجمع مختلف المذاهب على عدم جواز بيع الإنسان ما ليس عنده أو بيع ما لا يملكه مستدلين بحديث حكيم ابن حزام قال: " قلت يا رسول الله يأتيني الرجل فيسألني عن البيع ليس عندي أبيعه منه ثم ابتاعه من السوق فقال ﷺ: " لا تبع ما ليس عندك".

وفي إطار مناقشة انطواء عقود الخيار على بيع الإنسان ما ليس عنده، أو ما لا يملكه، تجب الإشارة إلى أنه من بين أنواع الخيارات المالية الخيار المغطى والخيار غير المغطى ويقصد بالمغطى أن الأوراق المالية تكون مملوكة لمحرر العقد في خيار الشراء، ومملوكة لمشتري حق الخيار في خيار البيع، أما غير المغطى فهو الخيار الذي يكون فيه بائع الأوراق المالية سواء في خيار الشراء أو البيع لا يملك الأصل بل يضطر لتوفيره في حالة تنفيذ العقد وتم التسليم والاستلام (البيع على المكشوف)، أو أن تتم التسوية النقدية.

فمثلا في حالة خيار الشراء: يعتبر البيع على المكشوف في حالة عدم تملك البائع للأصل (المضارب)، الذي باع حق شرائه وهو بذلك سوف يشتري هذا الأصل من السوق في حالة ممارسة المشتري حقه في الشراء، وعلى هذا النحو تكون عملية بيع حق الشراء قد تمت على شيء غير مملوك للبائع عند التعاقد¹.

ففي خيار الشراء دائما يتعين على محرر العقد توفير الأوراق المالية في حال تحقق توقعات مشتري الخيار بارتفاع أسعار الأوراق المالية في السوق، مما يدفعه إلى الشراء من عند محرر الخيار، وبالتالي يحقق هذا الأخير خسائر تتمثل في الفرق بين سعر التنفيذ وسعر السوق منقوصا منها قيمة العلاوة، والعكس في حالة تحقق توقعات محرر العقد أي عدم تنفيذ مشتري الخيار للعقد.

أما في خيار البيع فيقوم مشتري الخيار بتسليم الأوراق المالية لمحرر العقد في حال تحقق توقعاته بانخفاض الأسعار في السوق، أين يقوم بشراء الأوراق المالية بأسعار منخفضة من السوق، ثم يقوم ببيعها لمحرر العقد بأسعار مرتفعة حسب الاتفاق أي بسعر التنفيذ، مما يحقق له أرباح تتمثل في الفرق بين سعر البيع للمحرر المحدد مسبقا وسعر الشراء، أما إذا لم تتحقق توقعاته فلن ينفذ العقد وسيقوم ببيع الأوراق في السوق إن كان يملكها ويكون قد خسر قيمة العلاوة فقط.

وبالتالي يجب التأكيد هنا أن حالة الخيار المغطى -من ناحية توفر الأوراق المالية- لا يدخل ضمن دائرة البيع على المكشوف المحظور شرعا.

¹ عبد الحميد البعلي، المشتقات المالية في الممارسة العلمية والرؤية الشرعية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، 2002، ص46.

وقد بين الفقهاء أن شروط صحة عقد البيع أن يكون محل العقد (المعقود عليه)، موجودا في العقد أو قابلا للوجود، وعليه فإذا لم يكن موجودا في العقد باطل حتى ولو كان المعقود عليه محتمل الوجود أو محقق الوجود في المستقبل¹.

وبالمقابل فند الدكتور محمد وجيه حنيني، ما سبق من خلال الإشارة إلى أن أسواق اليوم والبورصة تحديدا والتي توصف بأنها منظمة وواسعة ومستمرة تتيح الكم الهائل من المنتجات بأنواعها وأشكالها وأحجامها المثلية والقيمية وتتيح الكم الهائل من المعلومات وبوسائل اتصال سريعة جدا وقوانين كلها تعنى بالجانب التنظيمي، فالعجز عن التسليم أمر مستبعد جدا، بل إن أنظمة البورصة من خلال مؤسسة المقاصة تحيط أطراف العقد بكثير من إجراءات الحماية والرقابة، الأمر الذي يضمن الوفاء بكل الالتزامات التعاقدية، وخاصة عنصر النمطية المتوفر في العقود المستقبلية ونظام الهامش الذي يدفعه أطراف العقد للوسطاء لإثبات جدية التعاقد وبأنها عملية شراء وبيع فعلية ونهائية وقانونية، وهذا يعني انخفاض الغرر إلى أدنى مستوياته، وانتهى إلى أن علة النهي في الحديث المستدل به في هذا الإطار سابقا لا وجود لها في تعاملات البورصة تحديدا².

غير أننا نرى أن دقة وصرامة القواعد التنظيمية في البورصة تنظم وتسهل عملية إتمام الصفقة ولا يهملها مصدر تلك الورقة سواء بامتلاك البائع لها أو ببيعها على المكشوف، ولن يكون إحكام الإطار التنظيمي مبرر للبس شرعي، هذا إن كانت تلك الورقة المالية يتم تداولها في سوق منظمة أصلا، فمن المشتقات المالية ما يتم التعامل بها في أسواق موازية.

2. خيار الشرط وعقود الخيار

خيار الشرط هو أن يشتري أحد المتعاقدين شيئا على أن له الخيار مدة معلومة، وإن طالت، إن شاء نفذ البيع في هذه المدة وإن شاء ألغاه، ويجوز هذا الشرط للمتعاقدين معا ولأحدهما إذا اشترطه³.

عادة ما تتم المقارنة بين خيار الشرط وبين الخيارات المالية لمحاولة إيجاد نقاط الالتقاء والاختلاف للوقوف على الحكم الشرعي الدقيق، فالخيار المالي شبيه بخيار الشرط في الفقه الإسلامي الذي يعطيه أحد الطرفين للآخر ويجعل له الحق في إمضاء البيع أو فسخه⁴.

¹ هشام بدوي، عقود المشتقات المالية دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص 193.

² محمد حنيني، مرجع سابق، ص 90، 92.

³ يوسف السباتين، البيوع القديمة والمعاصرة و البورصات المحلية والدولية، دار البياز، عمان، 2002، ص 203.

⁴ الصديق الضير، الاختيارات، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، العدد السابع: <http://shamela.ws/browse.php/book> 2014/3/12.

وللإشارة فإن هناك اختلاف في تحديد مدة خيار الشرط بين المذاهب، حيث يرى أبو حنيفة وزفر والشافعي أنه يجوز شرط الخيار في مدة معلومة لا تزيد عن ثلاثة أيام، أما أبو يوسف ومحمد والحنابلة والزيدية فهم يرون أن مدة الخيار تكون بحسب الاتفاق بين الطرفين، أما المالكية فقد أجازوا الخيار بقدر ما تدعو إليه الحاجة فخيار الفواكه يوم والثياب والدابة ثلاثة أيام وفي الأرض أكثر من ثلاثة أيام وفي الدار ونحوها مدة شهر¹.

وفيما يلي عرض لأهم أوجه الاختلاف بين عقود الخيارات وخيار الشرط في الفقه الإسلامي:

1- محل العقد (المعقود عليه): يقع خيار الشرط على عين السلعة ذاتها أو عين المنفعة، أما في خيارات الشراء فالمعقود عليه هو حق مجرد لشراء أو بيع السلعة المذكورة.

إذ إن اشتقاق الخيار من الأصول المالية ليصبح هو بذاته أداة مالية مستقلة قابلة للتسعير والتداول لا يجوز من الناحية الشرعية، لأن المعقود عليه لا بد أن يكون مالا متقوما وحق البيع أو حق الشراء ليس كذلك فهو في الحقيقة شراء التزام في الذمة والالتزام حق والحق لا يقبل المعاوضة².

إن الحق المجرد لا يصلح محلا للعقد، وأما إذا كان للحق تعلق بعين من الأعيان كحق الابتكار وحق الارتفاق (بيع السطح) فيجوز جعله محلا لعقد البيع في رأي الجمهور غير الحنفية.

أما الحق في الاختيارات المالية فهو مجرد إرادة أو مشيئة أو منحة أو أسبقية لشيء أو تخصيص بشخص، وهذا لا يصلح محلا للعقد بحسب قواعد العقود العامة³.

وكرأي آخر تعتبر الفرصة هي محل عقد الخيار، وليس الحق المجرد أو المنفرد على ما فيه من رأي راجح بعدم التمليك لأن ممارسة هذا الحق مرتبط بالتوقع المتضاد للطرفين فمحرر العقد يمنح مشتريه حقا، ما هو إلا فرصة لكي يشتري أو يبيع حسب توقعاته لحركة الأسعار في السوق.

ولقد جعل الفكر الوضعي الفرصة الفائتة من صور الضرر وبالتالي عنصرا من عناصر التعويض، عما يصيب الدائن من خسارة أو فوات من كسب، ففوات الكسب فرصة ضاعت أو ضيعت على الدائن فاستحق بذلك التعويض.

وفي عقود الخيار انتقلت الفرصة نقلة نوعية أخرى في أسواق المال للمتاجرة عليها هي بذاتها بل وجعلها محلا للعقود المالية فيما يسمى بعقود الاختيار⁴.

¹ وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص 496.

² محمد وجيه حنفي، مرجع سابق، ص 100.

³ وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص 507-508.

⁴ عبد الحميد البعلي، مرجع سابق، ص 43-44.

2- عقد الخيار يتضمن عقدين: أحدهما على الخيار والثاني على السلعة، يكون فيه للخيار ثمن وللسلعة ثمن آخر، وقد يكفي المتعاقدان بالعقد الأول دون أن يتبعا ذلك بإبرام العقد على السلعة (وهذا ما سيتم مناقشته في تسوية عقود الخيار)، أما البيع الذي اشترط فيه خيار الشرط فهو عقد واحد يكون الخيار شرط فيه دون أن يستقل بعقد ودون أن يكون له ثمن، حيث لا يوجد انفصال بين العقد على السلعة وبين الخيار المشترط فيه، فخيار الشرط يكون ضمن عقد قائم أما عقد الاختيار فهو عقد مستقل قائم بذاته¹.

ويمكن مناقشة تضمن عقد الخيار لعقدين في الحالتين التاليتين:

- الحالة الأولى: حالة التسوية النقدية (يتم عرضها لاحقاً)، وهذا ما يتم غالباً في الواقع العملي في البورصات، أين يكون عقد الخيار مستقلاً لا علاقة له بالأصول المالية.

- الحالة الثانية: إن وجود عقدين منفصلين في الخيارات المالية يشير إلى وجود رغبة تقامرية، ولكن هذا ليس هو أصل العقد أين كانت الغاية منه هو وصل حق الاختيار بمحله وهي الأوراق المالية، في ظل إرادة تعاقدية، يتم تنفيذ الصفقة في حالة تحقق التوقعات طبعاً. فالإرادة التقامرية عارضة على العقد وليست أصيلة ويمكن معالجتها². إذ أن هناك حقيقة لا بد من توضيحها في عقد الاختيار نفسه وهي أنه وإن كان يوجد انفصال بين العقد على حق الاختيار وبين العقد على السلعة محل الاختيار إلا أن بينهما ارتباطاً تاماً لا ينبغي إهماله عند النظر في الحكم الشرعي لعقد الاختيار ووجه الارتباط بينهما جانبين:

الجانب الأول: أن عقد الاختيار ليس مقصوداً لذاته بالنسبة لمشتري الخيار، وإنما يقدم على إبرامه توصلاً إلى إبرام العقد الثاني عندما تكون مصلحته في إبرامه، ذلك لأن حق الاختيار الذي يشتريه ليس له قيمة في ذاته، إلا لكونه يجعل له حقاً في إبرام العقد الثاني.

الجانب الثاني: أن العقد الثاني لازم بالنسبة لمحرر الاختيار إذا قرر مشتري الخيار ذلك³.

3- ملكية ووجود المعقود عليه: إن المعقود عليه في خيار الشرط في الفقه الإسلامي يشترط فيه أن يكون موجوداً ومقدوراً على تسليمه على خلاف الخيارات المالية (وهذا ما تم توضيحه في عنصر انطواء عقود الخيارات على بيع الإنسان ما ليس عنده).

¹ مبارك آل سليمان، مرجع سابق، ص 1009، 1044.

² محمد وجيه حنيني، مرجع سابق، ص 111.

³ مبارك آل سليمان، مرجع سابق، ص 1045.

4- التصرف في المعقود عليه زمن الخيار

خيار الشرط في الفقه الإسلامي إما للبائع أو المشتري، فإذا كان الخيار للبائع فلا يخرج المبيع من ملكه، وإن كان الخيار للمشتري فالمبيع يخرج من ملك البائع ويدخل في ملك المشتري ويصح تصرفه، أما إذا كان الخيار لهما فملكه للبائع وضمانه عليه.

أما بالنسبة لتصرفات المتعاملين بالمعقود عليه في عقود الخيارات المالية مطلقة ولا قيود عليها ولا شرط، لا في حالة البيع ولا في حال الشراء، لأن عقد الخيار لا يعني ضرورة قيام مشتري خيار البيع بتسليم المعقود عليه إلى المحرر مهما انخفض سعره في تاريخ تنفيذ العقد عن السعر المتفق عليه، كون محرر العقد حينئذ يقوم بدفع الفرق بين سعر التعاقد والسعر السائد في لحظة تنفيذ العقد إلى مشتري الخيار وينتهي الأمر، وهذا يعني أن مشتري حق الخيار بإمكانه التصرف في المعقود عليه قبل التاريخ المحدد للتنفيذ، ولا يخفى هنا إذا كان سعر السوق وقت التنفيذ يفوق السعر المتفق عليه فلن يكون هناك تسليم أساساً لأن المستثمر لن يقوم أصلاً بتنفيذ الاتفاق¹.

كما أن الخيار يبقى يتداول إذ أن هناك بديل آخر عن احتفاظ مشتري حق الخيار إلى تاريخ التنفيذ، من خلال بيع الاختيار نفسه، حيث أن للاختيار قبل التاريخ المحدد للتنفيذ قيمة ذاتية تتمثل في الفرق بين القيمة السوقية للسهم محل الاختيار وبين سعر التنفيذ، وقيمة زمنية تتحدد بالنظر إلى المدة الباقية من مدة الاختيار، إذ يظل الخيار يتداول حتى تاريخ التنفيذ أين تتساوى القيمة السوقية للاختيار مع القيمة الذاتية².

لنفترض الآن أننا بصدد خيار شراء وأن هناك ارتباط بين العقدين في عقد الخيار (على حق الخيار وعلى السلعة)، أي لا يتم تداول الخيار؛ أي ليس له قيمة ذاتية، أي هناك نية تعاقدية تنتهي بتسليم وتسلم الأصل المالي، في حالة تنفيذ العقد، لكن يبقى السؤال المطروح هو ما مدى إمكانية تصرف محرر الحق (مشتري الخيار في خيار البيع) بهذه الأسهم خلال فترة العقد؟

يرى عبد الكريم قندوز أنه وفي خيار الشراء يقوم طالب الشراء بحجز عدداً من الأسهم لدى المؤسسة خلال فترة معينة، بحيث يتمكن من شراء هذه الأسهم في الوقت الذي يختاره من هذه الفترة بالسعر المحدد في بداية العقد مقابل العمولة التي يدفعها، وكلمة الحجز هنا توقيعي بعدم حرية محرر العقد في التصرف بالأسهم.

وبالتالي فإنه إذا رأى مشتري الخيار من مصلحته أن يشتري الأسهم في وقت محدد أمضى العقد بالشراء، وإذا رأى العكس تنازل عما دفعه ثمناً لعقد الخيار (كما في بيع العريون).

¹ هشام بدوي، مرجع سابق، ص 197، 200.

² مبارك آل سليمان، مرجع سابق، ص 1008.

- أما فيما يتعلق بمحرر العقد وفي حالة الخسارة يقوم بتعويض خسارته من عدة طرق:
- العمليات الراجعة والعمولات.
 - يمكن أن يتقاضى رسوم إصدار لعقود خيار ذات النمط المحدد.
 - يمكن أن تتقاضى نسبة للتأمين التكافلي، للصفقات الكبيرة من المشتريين والبائعين.

3. قاعدة العدل في المعاملات وعقود الخيار

إن الأصل في جميع العقود هو العدل، ووجه عدم العدل في عقود الخيارات المالية يكمن في إعطاء أحد العاقدين فرصة واسعة لأن يحقق أرباحا على حساب المتعاقد الآخر، فهي عمليات يكون كل واحد من المتعاقدين إما غانما أو غارما، ومثل هذا يدخل في الميسر المحرم وأكل أموال الناس بالباطل¹.

إن احتياط أحد طرفي العقد وهو مشتري الاختيار سيكون على حساب الطرف الآخر، وهو المحرر، إذ من المعلوم أن محرر الاختيار لا يقدم على إبرام العقد بقصد الاحتياط ولا رغبة في تأمين الطرف الآخر من خطر تغير الأسعار، بل على العكس من ذلك، يبرم العقد وكله أمل في أن يكون اتجاه الأسعار في غير صالح الطرف الآخر، حتى لا يقدم على ممارسة الاختيار وتنفيذ العقد لأن ربحه واستفادته من العقد إنما تكون في هذه الحالة. وقواعد الشريعة التي تقوم على العدل لا يمكن أن تبيح عقدا من أجل أنه يحقق الحماية لأحد طرفي العقد، في الوقت الذي يعرض الطرف الآخر للخطر، لأن ذلك ظلم وجاءت الشريعة بمنعه وتحريمه، لما في ذلك من التغير وأكل المال بالباطل².

4. **صورتي العقود والمقامرة وعقود الخيار:** يقصد بالعقود الصورية تلك العقود التي لا يجري تنفيذها ولا يترتب عليها بالتالي تملك وتملك فلا المشتري يملك المبيع ولا البائع يمتلك الثمن، إذ تباع الأوراق المالية على الورق فقط دون أن يكون لها وجود فعلي.

وبما أن عقود البيع وضعت شرعا لإفادة التمليك والتملك على التأييد، والبيع لا ينعقد بمجرد التعبير عن الرضا إلا إذا كانت هناك نية البيع ونية الشراء، فالنية لا بد منها في كل من الإيجاب والقبول والنية في البيع هي أن يقصد الشخص بتعبيره معاوضة مال بمال تمليكا وتملكا أي يقصد معنى البيع، ويقصد آثاره وهي التمليك والتملك³.

¹ عبد الكريم قندوز، إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية: مدخل الهندسة المالية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة الشلف، العدد 8، 2012، ص 19، 200-201.

² مبارك آل سليمان، مرجع سابق، ص 1070.

³ سمير رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، مرجع سابق، ص 533.

5. المقامرة وعقود الخيار

في عقود الخيار يتضح من أن كلا المتعاقدين متردد بين الغنم والغرم، وهذا هو حقيقة القمار، ويعد اشتغال الخيارات المالية على أنواع جديدة من القمار والمتمثلة في اشتقاق الخيار وتداوله ليكون هو محل العقد دون الأصول المالية الأمر الذي يؤكد عدم اتجاه إرادة المتعاقدين إلى إحداث آثار العقد وأحكامه، وما لم يتصل العقد بآثاره وأحكامه عاجلاً أو آجلاً فهو غير مشروع، وتعمق المشكلة أكثر في حالة أنواع الخيارات المضاعفة أو المزدوجة أو خيارات المؤشرات، فهي مكشوف الغرض للمقامرة¹.

6. بيع الكالئ بالكالئ وعقود الخيار

بيع الدين بالدين هو ما يعرف ببيع الكالئ بالكالئ أو بيع الدين نسيئة، وهو بيع ممنوع شرعاً، لأن النبي ﷺ فيما يرويه الدارقطني عن ابن عمر والطبراني عن رافع بن خديج نهي عن بيع الكالئ بالكالئ². وفي عقود الخيارات لا يتم التسليم والتسلم لأي من البديلين لا الثمن ولا المثلن بل يشترط تأخير الاثنين معاً، وهذا لا يجوز لأنه من باب بيع الدين بالدين³.

وبالمقابل تترد أطراف أخرى على ذلك كما يلي:

- حديث النهي عن الكالئ بالكالئ ضعيفاً ولا يمكن الاستدلال به (رغم الإجماع على التحريم من طرف الفقهاء).

- لا يوجد دليل من الكتاب والسنة يمنع تأجيل البديلين من حيث المبدأ.

- اعتبار تأجيل البديلين من بيوع الغرر هو اعتبار اجتهادي ليس بالضرورة الأخذ به.

- إن تأجيل البديلين قد أجاز في عقد التوريد وعقد الاستصناع فلا يشترط فيهما تعجيل الثمن ولا المثلن ويجوز تأجيلهما معاً، ويقول ابن القيم معترضاً على منطق المنع من تأجيل البديلين: فلا الشارع أوجب أن يكون كل بيع مستحق التسليم عقب العقد ولا العاقدان التزماً بذلك، بل تارة يعقدان العقد على هذا الوجه، وتارة يشترطان التأخير إما في الثمن وإما في المثلن، وقد يكون للبائع غرض صحيح ومصلحة في تأخير التسليم للمبيع.

¹ محمد وجيه حنيني، مرجع سابق، ص 100.

² وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص 498.

³ محمد العدوي، المعاملات الآجلة في بورصة الأوراق المالية من منظور الشريعة الإسلامية دراسة فقهية مقارنة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2012، ص

- إن وجوب اتصال العقد بآثاره حق لكن القول بوجوب أن يكون هذا الاتصال عاجلاً دون أجل لا دليل عليه.

- إن تأجيل البديلين من حيث المبدأ لا يتنافى مع حقيقة وجوب اتصال العقد بآثاره وأحكامه، لأن ذلك سيتم آجلاً.

- إن القول بمشروعية تأجيل البديلين في يوم التعاقد يأتي في إطار التأكيد على لزمه في يوم التصفية، وفي حال الاستعاضة عنه بالتسوية النقدية فهو دليل على أن الغرض من العقد ابتداء كان مقامرة¹.

هذا وقد أشار مجمع الفقه الإسلامي الدولي في قراره رقم 63 المتعلق بالأسواق المالية المنعقد في دورة مؤتمره السابع بجدة في المملكة العربية السعودية بتاريخ 9 - 14 ماي 1992م، إلى عدم جواز تأجيل البديلين كما يلي: أن يكون العقد على تسليم سلعة موصوفة في الذمة في موعد أجل ودفع الثمن عند التسليم وأن يتضمن شرطاً يقتضي أن ينتهي فعلاً بالتسليم والتسلم. وهذا العقد غير جائز لتأجيل البديلين، ويمكن أن يعدل ليستوفي شروط السلم المعروفة، فإذا استوفي شروط السلم جاز. وكذلك لا يجوز بيع السلعة المشتراة سلماً قبل قبضها.

أن يكون العقد على تسليم سلعة موصوفة في الذمة في موعد أجل ودفع الثمن عند التسليم دون أن يتضمن العقد شرطاً يقتضي أن ينتهي بالتسليم والتسلم الفعليين، بل يمكن تصفيته بعقد معاكس، وهذا هو النوع الأكثر شيوعاً في أسواق السلع، وهذا العقد غير جائز أصلاً.

7. بيع العربون وعقود الخيار (تحليل ثمن الخيار)

كثيراً ما يتم قياس عقود الخيار على بيع العربون للوصول إلى الحكم الشرعي من التعامل بعقود الخيار، ويوضح الجدول رقم (1.2) أوجه الشبه والاختلاف بين عقد خيار شراء بسيط وبين بيع العربون.

¹ محمد حنيني، مرجع سابق، ص 80، 83.

الجدول رقم (1.2): أوجه الاتفاق والاختلاف بين عقد خيار شراء بسيط وبين بيع العربون

بيع العربون	خيار الشراء البسيط
أوجه الاتفاق	
1. خيار شرط يثبت حقا بفسخ الصفقة	1. خيار شرط يثبت حقا بفسخ الصفقة
2. خيار شرط مقابل التزام الطرف الثاني	2. خيار شرط مقابل التزام الطرف الثاني
3. شراء خيار شرط (حق الفسخ) بثمن (دفعه العربون)	3. شراء خيار شرط (حق الفسخ) مقابل ثمن (العلاوة)
4. فيه خسارة الدفعة (ثمن الحق) عند العدول عن تنفيذ الصفقة.	4. فيه خسارة الدفعة (ثمن الحق) عند العدول عن تنفيذ الصفقة.
أوجه الاختلاف	
1. وارد على أصل حقيقي مملوك لصاحبه وقت العقد	1. وارد على أصل مالي غير مملوك لصاحبه وقت العقد غالبا
2. يحسب ثمن العربون ضمن الثمن الكلي عند تنفيذ الصفقة.	2. لا يحسب ثمن الخيار ضمن الثمن الكلي عند تنفيذ الصفقة.
3. العربون يدفعه المشتري	3. إن ثمن الاختيار قد يدفعه المشتري وقد يدفعه البائع*
4. عقد واحد	4. إن ثمن الاختيار عقد منفصل عن عقد التنفيذ إذ أن مشتري خيار الشراء أو خيار البيع يمكنه التصرف فيه بالبيع أو الهبة*.

المصدر: محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية دراسة تطبيقية، دار النفائس، الأردن، 2010، ص 105.

* محمد المختار السلامي، الاختيارات، مجلة المجمع الفقهي: <http://shamela.ws/browse.php/book> 2014/3/12.

فيما يتعلق بوجه الاختلاف الأول تم مناقشة مضامينه في عنصر بيع الإنسان ما ليس عنده.

أما فيما يتعلق بالعنصر الثاني، يرى الدكتور سمير رضوان أنه ليس من المناسب إطلاق مصطلح التعويض على ثمن الخيار، ذلك أن الخيار في الأسواق يباع ويشترى شأنه شأن سائر السلع، أي يتم تداول الخيار - وقد تم التعرض لهذه الفكرة ضمن عنصر التصرف في المعقود عليه في خيار الشرط - وثن الخيار عند من يتعاملون في هذه البيوع ثمنا للمخاطرة لأن المخاطر أيضا تباع وتشترى، فهو مجرد مراهنه على محض اتجاهات الأسعار في السوق، لما ينتج عنه مركز متعاكس لدى طرفي العقد فأرباح مشتري الخيار هي خسائر محرر الخيار، والعكس صحيح¹. وبالمقابل ترى أطراف أخرى أنه من الخطأ التعميم على جميع أشكال الخيارات المالية بالبطلان، أو رفض الإسلام لبعض القيم من حيث المبدأ مثل أن يرفض أن يكون خيار الشرط بمقابل مادي.

¹ سمير رضوان، المشتقات المالية، مرجع سابق، ص 542.

وبمقارنة بيع العربون مع خيار الشرط السابق ذكره، يتضح أن خيار الشرط يتميز بجوازه لكلا الطرفين، أما بيع العربون فهو ثابت لطرف المشتري وحده، وقد سد بيع العربون ثغرة عدم تضمن خيار الشرط في الفقه الإسلامي على القيمة المادية من طرف المشتري، وتضمنها في العربون، وباجتماع بيع العربون وخيار الشرط يمكن أن يؤسس لتصميم خيارات مالية إسلامية، غير أن عدم حسم العلاوة من الثمن عند تنفيذ الصفقة لا مبرر له من الناحية الشرعية والاقتصادية، لأن بائع خيار الشراء أو البيع لا يستحق العلاوة إلا إذا ضاعت عليه الفرصة البديلة وفي حالة تنفيذ الصفقة لا تضيق عليه بل إن خصمها من الثمن فيه تأكيد أن حق الشراء أو البيع كان متعلقا بمال لأنه حسب ثمنه من ثمن متعلقه، أما في حال لم تحسب العلاوة من الثمن ففيه تأكيد أن حق الشراء أو البيع كان حقا مجردا منفصلا عن متعلقه وكان مقصودا لذاته وليس مقصودا بمتعلقه فهي من باب أكل المال بالباطل وعلى ذلك يجب أن تحسب العلاوة من الثمن إذا ما أريد لهذه العملية أن تتسم بالشرعية¹.

في العبارة السابقة: بائع خيار الشراء أو البيع لا يستحق العلاوة إلا إذا ضاعت عليه الفرصة البديلة وفي حالة تنفيذ الصفقة لا تضيق عليه.

كيف لا وتوقعاته لم تتحقق، ففي حال تنفيذ مشتري الخيار للعقد والذي يكون قد تحققت توقعاته، يكون المحرر مُلزما ويكون قد حقق خسائر تتزايد بتزايد الفرق بين سعر التنفيذ وسعر السوق، وهذا منافيا للمنطق المنطلق منه في العبارة السابقة، فبالعكس هنا محرر الخيار ضاعت عليه الفرصة البديلة واستحق العلاوة.

وبالتالي فقد يكون لحساب قيمة العلاوة من الثمن مبرر آخر غير هذا في حالة تنفيذ العقد (قياسا على بيع العربون مثلا).

أما الفرق الثالث والمتمثل في أن ثمن الاختيار قد يدفعه المشتري وقد يدفعه البائع، فبضم بيع العربون (الذي يكون من طرف المشتري فقط) إلى خيار الشرط تكون النتيجة جواز تسعير خيار الشراء على أن يحسب من ثمن الصفقة، أما فيما يتعلق بخيار البيع، فقد انطلق الباحث من فكرة جواز دفع العربون من قبل البائع للمشتري، ما دام ذلك يحقق المصلحة للطرفين، وأن ما يدفعه البائع يكون مقابل التزام المشتري بالشراء، وعدم تصرفه في الثمن المخصص للشراء، ويكون العوض المدفوع من البائع هو ثمن التحوط أو قسط تأمين ضد مخاطر انخفاض سعر البيع (سيتم مناقشة التأمين لاحقا).

¹ محمد وجيه حنيني، مرجع سابق، ص 106، 119.

ويضيف ذات الباحث أنه لا مانع من وجود العوض المادي لحقوق الخيار - الشراء أو البيع - في حال توفرت الإرادة التعاقدية الجادة لإنجاز الصفقة¹.

إن هذا التحليل المقدم يحتاج إلى مزيد من التمحيص والتدقيق فيما يتعلق بالمقابل المادي في خيار الشراء، وبصفة خاصة في خيار البيع خاصة وقد تم قياس ثمن الخيار على القسط في عقد التأمين المحظور شرعا. أما الفرق الرابع فقد تم مناقشته ضمن خيار الشرط.

8. الوعد والمواعدة وعقود الخيار

بالتأمل في طبيعة الاختيار لا نجد منضماً تحت لواء تنظيم أي عقد من العقود المسماة المعروفة، فهو في تصور القائمين به بيع أو مبادلة، ولا يعد بيعاً بحسب قواعد البيع الشرعية، وإنما هو تصرف من نوع خاص يمكن وصفه بأنه مجرد (مواعدة) لتبادل حقوق مجردة، منقطعة الصلة بالأعيان أو الأشياء المادية، وتقتصر على تبادل الرغبات أو الإرادة والمشئقة، لأن محل عقد البيع أو المبيع: هو الشيء المعين الذي يقع عليه البيع، وتعيينه إما بالرؤية أو بالوصف، كبيع سلعة أو بضاعة مشاهدة، أو موصوفة بأوصاف معينة².

كما ذهب الزحيلي إلى القول: ويكون عقد الاختيار من قبيل الوعد بالبيع لوجود التزام أحد العاقدين أمام الغير بتنفيذ الصفقة حينما يتم الشراء منه أو البيع له.

ليرد الدكتور مبارك آل سليمان، على أن هذا القول لا ينطبق على الواقع لأن الذي يجري هو العقد على الحق في الحال وليس التواعد على بيعه، أما الذي تجري المواعدة على بيعه إن صح تسمية ذلك مواعدة فهو الأعيان أو السلع أو نحوها.

وفي القول بأن عقد الاختيار من قبيل الوعد بالبيع يرد الدكتور مبارك آل سليمان أيضاً بأن الوعد لا يأتي مع أخذ الثمن، لأن ذلك من شأن العقود، فالوعد إذا كان له ثمن يصبح نوعاً من عقود المعاوضات له صفة البيع، فدل على أنه عقد لا مجرد وعد.

ويقول الزحيلي أيضاً: نظراً لأن عقد الاختيار ليس عقداً بالمعنى الصحيح وإنما هو وعد بإبرام عقد، فإن العوض المعطى مقابل حق الاختيار مجرد تبرع مبتدأ، مقابل عمل من أعمال البر والمعروف.

¹ محمد حنيني، المرجع السابق، ص 115 - 116.

² وهبة الزحيلي، عقود الاختيارات، مجمع مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، العدد السابع: <http://shamela.ws/browse.php/book> 2014/3/12.

إن اعتبار العوض المعطى مجرد تبرع، غير مقبول، فإنه وإن قبل أن البيع أو الوعد بالبيع أو إعطاء المشتري حق الاختيار عمل من أعمال البر فكيف يكون العوض تبرعا وهو إنما دفعه مقابل هذا الوعد أو الحق¹.

9. الهبة المشترطة في عقد البيع وعقود الخيار

قياسا على الهبة المشترطة في عقد البيع ذهب البعض إلى جواز الخيارات المالية حيث أن البائع في خيار البيع وإن لم يرغب في البيع دفع مبلغا من المال للمشتري (محرر الخيار)، فهو أشبه ما يكون باشتراط عقد هبة في عقد البيع، لأن المشتري لا حق له في مبلغ المال إلا إذا كان على وجه الهبة، واشتراط عقد في عقد آخر لا يصح، ويكون البيع باطلا، لنهي النبي ﷺ عن ذلك، حيث روي عن أبي هريرة أن النبي ﷺ "نهى عن بيعتين في بيعة"². وقد وردت تفسيرات كثيرة لهذا الحديث أشهرها:

- 1) أن يقول: أبيعك هذا الثوب بنقد بعشرة، وبسيئة بعشرين، ولا يفارقه على أحدهما، وهو التفسير الذي عليه أكثر أهل العلم.
 - 2) أن يشترط عقدا في عقد، كأن يقول: أبيعك داري هذه بكذا على أن تبيعني سيارتك بكذا.
 - 3) أن يبيع السلعة بثمن مؤجل، على أن يشتريها ممن باعها عليه بأقل حالا، وهي مسألة العينة³.
لكن يمكننا التساؤل عما إذا كان دفع ثمن الخيار وإتمام الصفقة من قبيل البيعتين في بيعة.
وبالرغم من ذهاب بعض الأطراف إلى الاعتماد على قياس الهبة المشروط في البيع لإثبات جواز الخيارات المالية، فإن أطراف أخرى ترد كما يلي:
- الهبة هي عقد تبرع والخيارات عقود معاوضة.
 - من شروط صحة الهبة أن يكون الموهوب مما يصح بيعه، وكل ما جاز بيعه جازت هبته، وفي الخيارات المالية يكون ثمن للحق المجرد، الذي اتفق على عدم صحة بيعه.
 - قبض الموهوب شرط من شروط صحة الهبة، وهذا غير متحقق في الخيارات فالحق الحقيقي غير موجود في الخيارات المالية غالبا⁴.

¹ مبارك آل سليمان، مرجع سابق، ص 1043.

² محمد العدوي، مرجع سابق، ص 155.

³ مرضي العنزي، مرجع سابق، ص 219-220.

⁴ هشام بدوي، مرجع سابق، ص 220.

10. عقود التأمين وعقود الخيار

التأمين التجاري، هو عقد بين طرفين أحدهما المؤمن والثاني المؤمن له، يلتزم المؤمن بأن يؤدي المؤمن له لمصلحته مبلغاً من المال، أو إيراداً مرتباً، أو أي عوض مالي آخر في حالة وقوع حادث أو خطر مبین في العقد، وذلك في مقابل قسط شهري، أو أية دفعة مالية أخرى يؤديها المؤمن له إلى المؤمن¹.

ورغم اعتماد المحيزون على قياس عقود الخيار على عقود التأمين لإثبات جوازها، على اعتبار أن مشتري الخيار يدفع المال من أجل تجنب الخسائر المحتملة بتقلبات الأسعار، أو على اعتبار أنه بمثابة عقد حراسة للممتلكات، أو هو نوع من التضامن لدفع الضرر الذي يصيبه.

فإنه بالمقابل يرى الغير أن قياس الخيارات على التأمين يقتضي أن يكون من مقتضيات التحريم لا من مقتضيات الإباحة والجواز، لاشتغال التأمين على الربا والغرر والقمار، وهذا ما جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم 9(2/9) [1] بشأن التأمين وإعادة التأمين في الدورة الثانية بتاريخ 22، 28 ديسمبر 1985 بجدة: إن عقد التأمين التجاري ذا القسط الثابت الذي تتعامل به شركات التأمين التجاري عقد فيه غرر كبير مفسد للعقد ولهذا فهو حرام شرعاً.

11. الالتزام وعقود الخيار

انطلق محيزو عقد الخيار، من القياس على الضمان أو الكفالة أو الالتزام محلاً لعقود المعاوضة، كون محض الالتزام فيه منفعة مقصودة والتي تصح أن تكون محلاً للعقد وجاز مبادلتها بالمال. وفي عقود الخيار وعلى اعتبار أن مالك الأوراق المالية يدفع العمولة مقابل أن يكون له الحق في البيع في الفترة المتفق عليها (خيار البيع)، حيث يقوم بحماية ممتلكاته من الأوراق المالية بشراء الالتزام من الطرف الآخر بضمان هذه الأوراق.

وكرد على ذلك يرى أصحاب الرأي المخالف أنه وفي عقود الخيار يحصل محرر خيار البيع على قيمة الخيار، والذي يكون مقابل التزامه بتنفيذ العقد، وهذا ما يتطابق مع الالتزام أو الكفالة، غير أنه في الخيارات المالية يأخذ محرر الخيار ثمن الخيار سواء رغب مشتري الخيار في تنفيذ العقد من عدمه، وهذا ما يتنافى مع العوض في الالتزام أين يتم رد العوض في حالة عدم الالتزام².

¹ صالح العلي، المؤسسات المالية الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية والاجتماعية، دار النوادر، دمشق، 2008، ص 338.

² هشام بدوي، مرجع سابق، ص 216-217.

12. البيع على الصفة وعقود الخيار

البيع على الصفة، هو البيع على أساس الإخبار بهيئة المبيع وصفته من غير رؤية، وهذا ما يتضمن بيع المبيع الغائب عن مجلس العقد، مع تأجيل البديلين.

في بيع الصفة يكون الخيار للمشتري لو لم يطابق الوصف الواقع، أما موضوع الاختيارات فهو الاختيار ذاته، وإمضاء العقد أو فسخه في البيع على الصفة مرتبط بالتوافق بين الوصف والواقع، أما إمضاء تبادل الثمن والمثل في الخيار فهو ليس مرتبطاً بسلامة الوصف، بل بالربح الذي يحققه صاحب الاختيار¹.

13. عقد السلم وعقد الخيار

قد يتشابه عقد الخيار مع عقد السلم من حيث تأخر تسليم المبيع، وأن سعر المبيع متفق عليه ابتداءً إلى أجل معلوم، فإن الفوارق بينهما جمة منها:

- يشترط في عقد السلم قبض الثمن في مجلس العقد، أما في عقد الخيار فيتم تأجيل الثمن والمثل.
- في عقد السلم كلا الطرفين ملزم بتنفيذ العقد حسبما يتفقان، وعليه فلا خيار فيه.
- يكون العقد في عقود الخيار على حق مجرد (سبق تحليل هذه الفكرة)، أما السلم فالعقد على السلعة.
- يحقق السلم الحاجة إلى التمويل والاستثمار، أما عقد الخيار فهدفها المضاربة في أغلب الأحيان².

14. بيع العينة وتسوية عقود الخيار

بيع العينة هو بيع يراد منه اتخاذ حيلة أو جسر للقرض بالربا، كأن يبيعه شيئاً بثمن مؤجل في المستقبل بعشرة مثلاً، ثم شرائه من المشتري نفسه في الحال بثمان، أي بثمن أقل، دون قبض المبيع فعلاً، فيكون الفرق بين السعيرين ربا، ونتيجتها إقراض ثمانية دنانير لأجل ثم استفاء العشرة والفرق إثنان هو ربا³، وكأن المشتري حصل على قرض بقيمة ثمانية، ليدفع عشرة بعد أجل معلوم.

ويمكن توضيح حالات احتواء عقود الخيار على بيع العينة كما يلي:

➤ كحالة أولى تتم تسوية عقود الخيار بالتسليم والاستلام للمعقود عليه والثمن أي بتبادل البديلين في حالة تحقق توقعات المشتري بارتفاع أسعار السوق في حالة خيار الشراء وانخفاض أسعار السوق في حالة خيار البيع (تنفيذ العقد).

¹ محمد المختار السلامي، الاختيارات، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، العدد السابع: <http://shamela.ws/browse.php/book> 2014/3/12.

² هشام بدوي، مرجع سابق، ص 218-219.

³ وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص 35.

والحكم في هذا النوع من التسوية ينبنى على حكم إبرام هذا العقد ذلك أنه عقد جديد منفصل عن عقد الخيار، وقد تمت مناقشة هذا العنصر ضمن دراسة خيار الشرط.

➤ وكحالة ثانية هي التسوية النقدية، ففي اختيار الشراء وبدل أن يتسلم المشتري ما اشتراه فعلا من البائع يطلب أن يدفع له الفرق بين سعر الشراء (سعر التنفيذ) وبين السعر في السوق، وكأنه في هذه الحالة باع -مشتري الخيار لمحرر الخيار- عليه ما اشتراه منه بثمن أكبر، وهذا ما لا ينطبق على بيع العينة وهي عكس مسألة العينة والتي تتمثل في بيع السلعة أولا بنقد يقبضه ثم يشتريها بأكثر من الأول (أشبه ما يكون باتفاقية إعادة الشراء) أين يكون التحريم في هذه الحالة في حالة ما إذا كان العقد الثاني قبل قبض الثمن في العقد الأول وفي التسوية النقدية يتم العقد الثاني قبل قبض الثمن في العقد الأول أين يكون قبض لفروق الأسعار بعد إبرام العقد الثاني.

ففي حالة خيار الشراء يبيع محرر الخيار بثمن ثم يشتري بثمن أكثر منه، وهذا ليس من قبيل بيع العينة. أما في حالة خيار البيع وفي حالة انخفاض الأسعار أين يقوم مشتري خيار البيع بتنفيذ العقد، وبدل تسليم الأوراق المالية مقابل السعر، يستلم الفرق بين سعر البيع أو سعر التنفيذ وسعر السوق، وكأنه في هذه الحالة اشترى منه ما باعه إياه بثمن أقل، وهي صورة من صور بيع العينة.

ورغم أن حالة خيار الشراء ليست من قبيل بيع العينة إلا أن هذا لا يعني أنها جائزة¹.

بالإضافة إلى كل ما سبق فإن العمليات الشرطية المركبة تحتوي أو تنطوي على غرر فاحش، بحيث لا يدري المتعاقد حين التعاقد إن كان بائعا أو مشتريا، بالإضافة إلى جهالة الثمن، فلا يجوز البيع بثمن مجهول ولا بد من بيان جنسه وقدره وصفته.

كما أن العمليات المضاعفة تتضمن ظاهريا بيعا متضمنا بوعد، بل تتضمن بيعا آخر، فتكون داخلة في النهي عن بيعتين في بيعة².

فإذا كان اللبس يعتري الخيارات البسيطة، فإن الخيارات المركبة والمضاعفة واضحة الشبهة.

من خلال ما سبق ورغم تعدد الدراسات الفقهية المقدمة الخاصة بعقود الخيار، فلم يتم التوصل إلى الحكم الشرعي لها، أو إلى تكييف فقهي يساعد على تقليل المخاطر في الأسواق المالية الإسلامية، ومع ذلك يمكن توضيح بعض شروط التكييف الفقهي لعقود الخيار، والتي تم استنتاجها من مضامين العناصر السابقة:

¹ هشام بدوي، مرجع سابق، ص 228-229.

² محمد العدوي، مرجع سابق، ص 155-156.

- 1) من حيث ملكية الأصل المالي: يجب أن يكون بائع الأسهم مالك لها (تجنب البيع على المكشوف).
- 2) من حيث وصل حق الخيار بمحله وهي الأوراق المالية: يجب ألا يكون حق الخيار عقد مستقل بذاته كون حق الخيار ليس له قيمة ذاتية ولا يجوز تداوله، وإتمام الصفقة بالتسليم والاستلام في حالة تنفيذ مشتري الخيار للعقد، وتجنب التسوية النقدية التي توهي بصورية العقود، وينتج عنها ما يسمى ببيع العينة في حالة خيار البيع.
- 3) من حيث التصرف في المعقود عليه زمن الخيار: وهناك حالتين:
➤ في حالة انفصال العقدین حسب الصيغة المعمول بها في الأسواق المالية التقليدية (العقد على حق الخيار والعقد على الأصل المالي)، يكون لكلا العقدین قيمة، أين لا توجد أي شروط على تداول كلا محلي العقد (حق الخيار والأصل المالي)، وهذا ما تم الإشارة إلى عدم جوازه.
➤ في حالة وصل العقدین، يكون الأصل المالي هو محل العقد الوحيد، ويتعين عدم التصرف في الأصل المالي المحجوز في عقد خيار معين حتى يوم التصفية، فإذا تم تنفيذ العقد تم التسليم والاستلام، أما إذا لم ينفذ فسيرفع الحجز عن هذه الأصول المالية.
- 4) من حيث ثمن الخيار:
- يجب احتساب قيمة العلاوة من ثمن الصفقة في حالة تنفيذ العقد قياسا على بيع العربون بالنسبة لخيار الشراء دون خيار البيع.
- في حالة عدم تنفيذ العقد، تؤول العلاوة لمحرر العقد.
وبرغم الجهود المبذولة في سبيل التكييف الشرعي للخيارات المالية، تظل بعض الجوانب عالقة تمثل شوائب لصيقة بهذا النوع من العقود، تتمثل أساسا فيما يلي:
1. وجه عدم العدل في عقود الخيار يكمن في إعطاء أحد العاقدین فرصة واسعة للربح على حساب المتعاقد الآخر.
2. ظهور معنى القمار في عقود الخيار، فكلا العاقدین متردد بين الغنم والغرم.
3. يتم قياس خيار الشراء على بيع العربون، كون العربون يدفع من قبل المشتري للبائع، وقد تم الإقرار باحتساب قيمة العلاوة من ثمن الصفقة في حالة إتمام الصفقة كما في بيع العربون، في حالة عدم تنفيذ العقد تكون من نصيب محرر العقد، أما في خيار البيع فيحتاج المزيد من التدقيق على اعتبار أن الثمن فيه رُبط بالتأمين.

الفرع الثاني: العقود الآجلة في ميزان الشريعة

من أجل الوصول إلى الحكم الشرعي للعقود الآجلة الباتة، يتعين بداية تقديم حوصلة مختصرة عن مفهومها، لما يمكن من فهم أوسع للجوانب الشرعية المتعلقة بهذا النوع من العقود.

أولاً- مفهوم العقود الآجلة

يمكن تعريف العقود الآجلة -أو الأمامية أو المتقدمة- بالصيغة المعروفة في الأسواق العالمية على أنها اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل معين في وقت محدد في المستقبل بسعر يتحدد في يوم الاتفاق وهو سعر التنفيذ¹. وتعرف المعاملات الآجلة على أنها: المعاملات التي تعقد صفقاتها وتؤجل دفع الثمن والمثمن إلى أجل معلوم يسمى بيوم التصفية أو يوم التسوية، يلزم العاقدان فيه على التسليم والتسلم، وقد يتفقان على تأجيل خاص وشروط وكيفية التعويض².

أو هي تلك العمليات التي يحدد لتنفيذها موعد ثابت يسمى يوم التصفية أو التسوية، فيلتزم المشترون بدفع الثمن والبائعون بتسليم المبيع ولا خيار لأحدهم في فسخ العقد، إلا أن لكلا المتعاقدين أن يصفي مركزه بأن يبيع نقدا ما اشتراه آجلا وله أو عليه الفرق بين سعر التعاقد والتصفية إن كان مشتريا، أو أن يشتري عاجلا ما باعه آجلا إن كان بائعا وله أيضا أو عليه الفرق بين سعر التعاقد وسعر التصفية، ولكل من المتعاقدين أيضا أن يوجّل موعد التصفية إلى التصفية المقبلة بنقل مركزه إلى غيره مقابل سداد فائدة أو بدل التأجيل³.

وقد يتضمن هذا العقد شرط خيار التنازل عن الأجل، ويتمتع المشتري وحده بهذا الخيار، أين يلجأ لذلك لإيقاف حركة هبوط السعر⁴. وتتسم العمليات الآجلة الباتة القطعية بالخصائص التالية:

- يلزم فيها كل من البائع والمشتري بتنفيذ الصفقة في الأجل المضروب.
- يتحدد فيها يوم التعاقد، سعر التصفية ومقدار ونوعية الصفقة ومكان وتاريخ التسليم.
- يكون التعامل فيها بالنقد، ولكن تنفيذها يؤجل إلى تاريخ مضروب متفق عليه.
- عقود هذه العمليات غير نمطية حيث تعتمد على التفاوض بين الطرفين على تفاصيل الصفقة يوم التعاقد، بغرض تحقيق ربح يمثل الفرق بين سعري التعاقد والتصفية⁵.

¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 258.

² زكريا شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس، الأردن، 2009، ص 133.

³ سمير رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996، ص 334.

⁴ أحمد أحمد، مرجع سابق، ص 261.

⁵ محمد العدوي، مرجع سابق، ص 80.

➤ لا تتمتع بالسيولة مقارنة بالمشتقات الأخرى، فإذا رغب البائع أو المشتري الخروج من الاتفاق الآجل فإنه يحتاج إلى أن يجد شخصا آخر يحل محله ويقبل أن يتم بيع العقد له.

➤ يتحدد الربح والخسارة من العقد الآجل مباشرة من خلال العلاقة بين سعر السوق الفعلي للأصل محل التعاقد، وسعر التنفيذ الذي تم تصميمه في العقد من خلال الاتفاق بين الطرفين.

➤ تتحقق قيمة العقد الآجل في تاريخ انتهاء صلاحية العقد ولا توجد مدفوعات عند بداية العقد¹.

وفي هذا الإطار تجب الإشارة إلى الفرق بين البيع الآجل بمدوله الاقتصادي والذي يعد السمة الأساسية للتعامل في أسواق العقود الآجلة والمستقبلية، أين يتم تأجيل الثمن والمثلث، ولا يترتب عليه بالتالي تسليم وتسلم (في أغلب الأحيان)، والبيع إلى أجل والمصطلح عليه أيضا، ببيع النسيئة، وهو بيع النسيئة على الثمن دون المثلث credit sale².

ثانيا- موقف الفقه المعاصر من العقود الآجلة

رغم تضارب آراء الفقهاء فيما يتعلق بتأجيل البدلين لإثبات شرعية العقود الآجلة الباتة القطعية، إلى أنه يبقى تضمن هذا النوع من المعاملات لشبهة المقامرة وتحقيق الأرباح من فروق الأسعار أكبر مبرر لعدم جوازها، عدا إذا كان لبائع الأوراق المالية غرض من هذه المعاملات غير ذلك ويكون قد خفي علينا الآن.

أما فيما يتعلق ببطل التأجيل الذي يتيح لكلا العاقلين نقل مركزه إلى غيره من المضاربين مقابل فائدة فقد أجمع الفقهاء على أن الزيادة في الدين نظير الأجل من قبيل الربا المحرم شرعا³.

ومن أجل إعطاء الطابع الشرعي لهذه العقود تم مقارنتها ببعض المعاملات الشرعية منها: السلم، والبيع الآجل (الذي أجل ثمنه)، بالإضافة إلى الاستصناع، إلا أن هناك من الفوارق الجوهرية ما لا يسمح بإضفاء طابع الشرعية على المعاملات الباتة القطعية قياسا على هذه العقود.

وبين المحيزين والمانعين لتأجيل الأسهم، فإن المحيزين يرون أنه يجوز لكل عاقد استثناء من منفعة المعقود عليه ماله فيه غرض صحيح، إلا أن هشام بدوي يرى، أن شرط تأجيل تسليم الأسهم في المعاملات الآجلة ليس له غرض

¹ عبد الكريم قندوز، المشتقات المالية، مؤسسة الوراق، عمان، 2014، ص 214.

² سمير رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص 485، 488.

³ سمير رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص 344.

صحيح، فيكون محرماً وذلك أن البائع إنما يؤخر التسليم، لا يملك الأسهم التي باعها أصلاً، وهذا هو الغالب، وإن كان يملكها فهو يؤخر أملاً في تغير الأسعار لصالحه¹.

في إطار التكييف الفقهي للعقود الآجلة الباتة بصورة أدق يمكن التمييز أكثر في بعض الجوانب التي تتضمنها هذه العقود كما يلي:

الجانب الأول: بيع الإنسان مالا يملك، وقد تم شرحها في عقود الخيار، وهذا ما ينطبق هنا أيضاً في حالة البيع على المكشوف.

الجانب الثاني: بيع الشيء قبل قبضه، وفيما يلي عرض لأقوال الفقهاء في بيع ما لم يقبض:

1- الحنفية: قالوا بجواز بيع غير المنقول قبل القبض كالعقار وعدم جواز المنقول، والعلة عندهم الغرر وهو خشية هلاك المبيع.

2- الشافعية: قالوا بعدم جواز بيع المبيع قبل القبض مطلقاً والعلة عندهم الغرر.

3- المالكية: يصح للمشتري أن يتصرف في المبيع قبل قبضه سواء كان المبيع منقولاً أو غير منقولاً، وقصروا المنع على الطعام.

4- الحنابلة: لا يجوز بيع الشيء قبل قبضه إذا كان من المقدرات - أي مما يكال أو يوزن أو يعد -

وقد ذهبت هيئة الرقابة الشرعية للبنك الإسلامي السوداني، وبيت التمويل الكويتي إلى الاستناد إلى قول المالكية في جواز بيع المبيع قبل قبضه إن لم يكن طعاماً.

وبناء على ما سبق من القول بجواز بيع الشيء قبل قبضه، يتضح جواز البيع قبل حلول الأجل في العمليات الآجلة الباتة، إذا كان البائع يملك تلك الأوراق فعلاً.

الجانب الثالث: تأجيل البدلين أو بيع الكالئ بالكالئ، وقد تم عرض تفصيله في إطار عرض موقف الفقه المعاصر من عقود الخيار في فقرات سابقة.

رغم ما ذهب إليه "البرواري" بأن تأجيل تسليم الأسهم وثمنها بعد انعقاد بيعها في صورة العمليات الآجلة الباتة تكون جائزة².

¹ هشام بدوي، مرجع سابق، ص 308.

² شعبان البرواري، مرجع سابق، ص 216، 221.

الجانب الرابع: بدل التأجيل، فقد جرت العادة على أن يقوم المضارب بتأجيل مركزه إلى تاريخ لاحق إذا لاح له تعرضه لخسائر في موعد التصفية وذلك مقابل سداده لمبلغ من المال يسمى ببديل التأجيل لمن ينقل إليه مركزه سواء كان مضارباً يرغب في تأجيل التسليم أو ممولاً يرغب في تجميع أمواله. وحيث أن بدل التأجيل يمثل زيادة مشروطة على أصل القرض محددة زمنياً ومقداراً يدفعها المستقرض وهو المضارب للمقرض وهو الممول لذلك فإن بدل التأجيل بهذا المعنى من ربا النسيئة المحرم شرعاً¹.

المطلب الثالث: العقود المستقبلية وعقود المبادلات في ميزان الشريعة

بالإضافة إلى العقود الآجلة الشرطية والباطة توجد أنواع أخرى من المشتقات المالية تتمثل أساساً في العقود المستقبلية وعقود المبادلات، يتم توضيح مفاهيمها وأحكامها الشرعية فيما يلي:

الفرع الأول: العقود المستقبلية في ميزان الشريعة

تختلف العقود المستقبلية عن العقود الآجلة من حيث النمطية والهوامش بالإضافة إلى التداول في الأسواق المنظمة، وفي هذا المطلب سيتم التعريف أكثر بالعقود المستقبلية، والتعرف على آراء الفقهاء حول هذا النوع من المعاملات، ومدى شرعية آليات تصفيتها.

أولاً- مفهوم العقود المستقبلية

يعرف العقد المستقبلي بأنه التزام متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر أو يستلم منه وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سعة معينة في مكان وزمان محددين وبسعر محدد، ويتم التعامل بهذه العقود في سلع حقيقية مثل: البن والسكر والقطن والنفط والمعادن الثمينة من الذهب والفضة أو مالية كالسندات والأسهم والودائع والعملات الأجنبية كما يمكن أن تشمل أيضاً على مؤشرات السوق المالي². وتتميز العقود المستقبلية بالخصائص التالية:

➤ يتم الشراء في العقود المستقبلية بسعر محدد متفق عليه مسبقاً في تاريخ التعاقد، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد.

➤ يتم التعامل في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد العلني المفتوح عن طريق وسطاء أو بيوت مقاصة توكل إليها عادة تنظيم التسويات اليومية بين طرفي العقد (في أسواق منظمة).

¹ سمير رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص 345.

² سمير بوعافية ومصطفى قريد، التعامل بالمشتقات أحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والمحكمة العالمية، جامعة سطيف، الجزائر، 20-21 أكتوبر 2009، ص 11.

➤ لضمان تنفيذ الالتزامات المتبادلة بين طرفي العقد المستقبلي يلزم كل منهما عادة بتسليم الوسيط في تاريخ نشوء العقد هامشا معينا يسمى margin تتراوح قيمته عادة بين 5 - 15٪ من القيمة الإجمالية للعقد، ولا يتم استرداده إلا عند تسوية أو تصفية العقد، ويقوم الوسيط عادة بإجراء تسوية يومية بين طرفي العقد تعكس التغيرات السعرية التي تحدث في سعر العقد، ومن ثم يظهر ذلك على رصيد كل منهما في سجلاته.

➤ العقود المستقبلية نمطية من حيث: وحدة التعامل وشروط التسليم (وتتضمن الشهور التي سيتم التعامل فيها على العقد والفترة الزمنية التي ينبغي فيها التسليم ووسيلة تسليم الأصل، ودرجة جودة الأصل)، وحدود تقلب الأسعار بفرض حدود دنيا وقصى للتغيرات السعرية لليوم الواحد، وحدود المعاملات أي الحد الأقصى لعدد عقود المضاربة بيد مستثمر واحد، والهامش المبدئي.

➤ من الملاحظ أن كلا من العقود الآجلة والمستقبلية ينصب العقد على أصل ما أو مؤشر ما في حين ينصب عقد الخيار على حق شراء أو بيع أصل معين¹.

وفي العقود المستقبلية يسمى بائع العقد بصاحب المركز القصير ويسمى مشتري العقد بصاحب المركز الطويل، مشتري العقد وصاحب المركز الطويل يحقق أرباحا إذا ارتفع السعر الذي تم به التعاقد، وفي هذه الحالة يكون هناك خسائر بالنسبة لبائع العقد صاحب المركز القصير تساوي أرباح المشتري صاحب المركز الطويل وذلك لأن:

الربح للمركز الطويل (المشتري) = السعر الحاضر وقت التسليم - سعر العقد المستقبلي.

الربح للمركز القصير (البائع) = سعر العقد المستقبلي - السعر الحاضر وقت التسليم.

والسعر الحاضر هو عبارة عن سعر السوق للأصل وقت التسليم، وبذلك تكون حصيلة العقد المستقبلي مساوية للصفر².

ويمثل سعر التسوية متوسط الأسعار التي تم بها تداول العقد قبل قرع جرس إقفال التداول لذلك اليوم مباشرة.

ويمكن للمستثمر أحيانا أن يودع أوراقا مالية لدى السمسار، ولذلك تقبل أذون الخزانة عوضا عن النقد بحوالي 90٪ من قيمتها الاسمية، وتقبل أحيانا الأسهم عوضا عن النقود ولكن بحوالي 50٪ من قيمتها الاسمية³.

في إطار تقليل دار التسوية من المخاطر التي تتعرض لها تقوم بفرض هامش أولي وهامش صيانة، فعندما يتم إبرام العقد يقوم كل من البائع والمشتري بإيداع هامش أولي لدى بيت السمسرة، ويتحدد من البورصة بحسب العقد المستقبلي المتاجر به، ويكون الهامش المبدئي إما أوراقا مالية أو مبلغا نقديا، أو عبارة عن كتاب اعتماد

¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 255، 257.

² محمد الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص 240.

³ طارق حماد، المشتقات المالية المفاهيم إدارة المخاطر المحاسبة، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص 152، 167.

مصرفي، أما عن هامش الصيانة فيسمى أيضا بهامش التباين، وهو مبلغ إضافي يشكل نسبة معينة من قيمة الهامش الأولي ويدفع إلى بيت السمسرة لضمان أداء العقد المستقبلي، وتتأرجح نسبته ما بين (75-80٪) من الهامش الأولي، على ألا يقل عن هذه النسبة وإلا قام السمسار بغلق مركز المستثمر بواسطة الدخول في صفقة عكسية في حساب المستثمر.

وللبورصة الحق لفرض حدود على تحركات الأسعار اليومية للعقود المستقبلية عن أسعار إغلاق اليوم السابق، فحدود الأسعار تأخذ أعلى وأدنى سعر للعقود المستقبلية يمكن أن تصل إليه خلال المتاجرة ذلك اليوم. فعندما يصل السعر اليومي مداه لا يعني ذلك أن المتاجرة تتوقف وإنما تستمر بالسعر نفسه ولكن دون تجاوز أعلى وأدنى سعر محدد، وفي اليوم التالي يتم التعامل بأعلى سعر وصل إليه العقد في اليوم السابق، ويتفاوت الحد الأقصى للتغير السعري من أصل لآخر، وإن كانت بعض العقود على مؤشرات السوق لا تخضع أسعارها لقاعدة الحد الأقصى، وعادة ما تحدد البورصة قيمة الهامش الأولي ليعادل الحد الأقصى للتغير السعري مضروباً في الكمية التي يتضمنها العقد¹.

ثانياً- موقف الفقه المعاصر من العقود المستقبلية

يتم من خلال هذا العنصر تبيان الحكم الشرعي للعقود المستقبلية حسب اختلاف الأصول محل العقد كما يلي:

1. العقود المستقبلية على السلع وحكمها الفقهي

جاء تحريم العقود المستقبلية من طرف الفقهاء استناداً إلى جملة من الأدلة يمكن إيرادها فيما يأتي:

1- تأجيل البدلين: وما يتضمنه من غرر واحتمال عجز العاقدین على تنفيذ العقد مع تأجيله، غير أن انتظام الأسواق اليوم، ووفرة السلع، وضمان آلية السوق لتنفيذ المعاملة يرفع كثيراً من الغرر الحاصل في العقود، حتى لربما يسوغ من هذا الوجه تصحيح البيع مؤجل البدلين، لكن تبقى قضية الآثار الاقتصادية السلبية والمرتبطة بالمضاربات المترافقة مع تأجيل البدلين سبباً قوياً للمنع وسدّ الذريعة إلى ذلك.

2- أن وقوع التسوية آخر الأمر يؤدي إلى تعطيل عقد البيع المبرم من قبل، فلا يجري أصلاً، أي فيحصل في عقود المستقبلية الاتفاق على البيع ثم لا يعمل بمقتضى هذا البيع، بل يعطّل تماماً؛ فلا يجري تمليك للسلعة من البائع إلى المشتري، وبالنتيجة لا يكون ما يقبضه الرايح من الخاسر عند التسوية ربحاً عن السلعة التي اشتراها إن كان

¹ حاكم الربيعي وآخرون، مرجع سابق، ص 74، 87.

المشتري هو الكاسب، أو التي باعها إن كان البائع هو الكاسب؛ أي، فلا يصح أن يقال إن هذا كسب عن عقد بيع؛ وذلك لعدم وجود البيع أصلاً بعد أن تعطلّ، بل هو كسب عن رهن ومقامرة مع التعاقد الآخر¹.

3- بيع ما لا يملكه: وقد استدل على تحريم العقود المستقبلية على السلع بأن بيع ما لا يملكه الإنسان، وهذا الاستدلال فيه نظر وذلك أن السلعة إذا كانت موصوفة في الذمة فإنه لا يشترط ملكية البائع لها وقت البيع، إلا إذا كان البيع حالاً، أما إذا كانت السلعة مؤجلة التسليم فلا يشترط ذلك، ولهذا يجوز السلم ولو لم تكن السلعة في ملك البائع².

مما سبق يمكننا أن نستنتج أنه وبافتراض أن هناك عقداً مستقبلياً لسلعة معينة على خلاف السلع المذكورة في حديث السلع التي اشترط فيها التقابض في مجلس العقد: الذهب بالذهب والفضة بالفضة... التي تفضي إلى الربا، وأن البائع مالك للسلعة، وأن التسوية تتم بالتسليم والاستلام، وعلى اعتبار تأجيل البدلين جائز شرعاً، فإنه تبقى نية المضاربين في المضاربة على تغيرات الأسعار وكون ربح طرف ما يمثل خسارة الطرف الآخر الذي يتضمن معنى القمار، وهو ما لا يجوز شرعاً. إلا إذا كانت لطرفي العقد نية أخرى غير المضاربة على فروقات الأسعار فيختلف الحكم حينها بحسب الغرض.

العقود المستقبلية المالية

يقصد بالعقود المستقبلية المالية، العقود المستقبلية التي محلها أصولاً مالية: الأسهم، الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، المؤشرات وأسعار الفائدة، العملات.

1- الأسهم

فبيعها بطبيعة الحال ممنوع بالنهي عن البيع مؤجل البدلين، زد على ذلك أن بيع السهم بذاته يخضع لأحكام شرعية إضافية، فالسلم فيها مثلاً ممنوع، لأنها تمثل أعياناً لا أشياء موصوفة بالذمة، وكون المبيع مما يوصف في الذمة شرط في المسلم فيه، لأن المعين احتمال العجز عن تسليمه أكبر من الموصوف في الذمة، فقد يهلك أو ينعدم، فكان الغرر فيه أشدّ، وواقع الحال مع الأسهم أن الأسهم المباعة سلماً قد لا تتوفر عند حلول أجل السلم، كما لا يخفى أن التقلب الحاد في أسعار الأسهم هو أيضاً بمنزلة الهلاك الجزئي، لأن المعتبر في الأسهم هو

¹ عبد العظيم أبو زيد، التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية، مرجع سابق، ص 15-16.

² مبارك آل سليمان، مرجع سابق، ص 946-947.

قيمها لا ذاتها، ومن الأحكام الشرعية المقيدة كذلك لبيع الأسهم أن السهم في ذاته ينبغي أن يكون حلالاً ليصح تداوله، بمعنى أن الشركة التي يمثلها السهم شركة لا تتعامل بالحرام أو الممنوعات¹.

2- الأوراق المالية ذات الدخل الثابت

أي السندات أو أذون الخزانة، فهي تمثل ديناً لصاحبها على مصدرها، فإذا باعها حاملها فكأنه باع الدين الذي تمثله وبيع الدين بالدين منه، فيكون حكم العقد المستقبلي على السندات هو التحريم، لأن من أجاز بيع الدين لغير من عليه أشرط أن يكون بعوض حال غير مؤجل، حتى لا تدخل في بيع الدين بالدين، والعقود المستقبلية على السندات لا يتوفر فيها هذا الشرط بل إن الدين الذي تمثله مؤجل ويبيع بثمن مؤجل، وما دام هذا السند وثيقة بدين فهو تمثله النقود، فإذا بيع بنقود كما هو الحال في العقود المستقبلية صارت المسألة بيع نقد بنقد فيأخذ حكم الصرف الذي يشترط فيه التماثل والتقابض إذا بيعت بجنسها والتقابض إذا بيعت بغير جنسها، وهذا غير متحقق في العقود المستقبلية على السندات حيث تباع بنقود من جنسها مع اشتراط تأجيل التقابض إلى تاريخ لاحق، بالإضافة إلى بيع مالا يملكه البائع والتسوية النقدية التي هي من قبيل القمار في هذه العقود².

3- المؤشرات وأسعار الفائدة

أما المؤشرات المالية ونسب الفائدة، فبصرف النظر عما تنشأ عنه من معاملات محرمة، فهي أرقام بحد ذاتها، وليس فيها قيمة ذاتية لثبائع وتشرى، ومن الشروط الأساسية في كل مبيع أن يكون مالا، أي له قيمة عند الناس، وأن يكون قيماً، أي أن تكون قيمته هذه معترفاً بها في الشرع، لأن من الأشياء ما له قيمة عند الناس، ولا قيمة له في الشرع، فلا يجوز التعامل فيه كالخمر والخنازير. وفضلاً عن عدم تحقق صفة القيمة في المؤشرات المالية وأسعار الفائدة، فإن بيعها وشراءها بطريقة عمل المشتقات يجعل العمل مقامرة؛ فكل من البائع والمشتري يقامر على حركة هذا الرقم باتجاه معين صعوداً أو نزولاً، ومن يصدق توقعه يكسب مبلغاً يخسره الآخر؛ كمتراهنين على نتيجة مباراة في كرة القدم أو سباق³.

وقد جاء قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 63 (1/7) بشأن الأسواق المالية بجرمة بيع وشراء المؤشرات المالية.

¹ عبد العظيم أبو زيد، التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية، مرجع سابق، ص 18.

² أحمد السعد، مرجع سابق، ص 130.

³ عبد العظيم أبو زيد، التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية مرجع سابق، ص 20.

4-العملات

أجمع أغلب الفقهاء على تحريم العقود المستقبلية على العملات للمبررات التالية:

➤أنها من قبيل بيع الدين بالدين.

➤تتضمن هذه العقود على ربا النسيئة المجمع على تحريمه، لأن العملات تشترك مع الذهب والفضة بعلّة الثمنية، فيشترط عند مبادلة عملة بأخرى الحلول والتقابض.

➤التسوية النقدية والمقامرة.

ثالثاً- الحكم الشرعي لتصفية العقود المستقبلية

تختلف آليات تصفية العقود وأحكامها الشرعية كما يلي:

1. حكم تصفية العقود المستقبلية بالتقابض (التسليم والاستلام)

لا يجوز تسوية العقود المستقبلية بتسليم المعقود عليه، وذلك أن العقد المستقبلي عقد باطل، فالواجب حينئذ فسخ العقد.

2. تصفية العقود المستقبلية بإبرام الصفقات العكسية

يجمع مختلف الفقهاء على عدم جواز الصفقات العكسية قبل تاريخ التسليم لتضمنها العديد من الشبهات الشرعية، كبيع المبيع قبل قبضه، بالإضافة إلى بيع الدين بالدين.

3. تصفية العقود المستقبلية بالتسوية النقدية

تصفية العقود المستقبلية بالتسوية النقدية غير جائز شرعاً لأن الثمن لم يدخل في ضمان البائع لعدم القبض، فإذا وصل إليه المبيع ووقعت المقاصة بين الثمنين بقي له فضل بلا عوض وهو ربا فلا يجوز¹.

الفرع الثاني: عقود المبادلات في ميزان الشريعة

تعد المبادلات من بين أهم المشتقات المالية، وضمن هذا العنصر سيتم تقديم تعريف مبسط لها، ثم تقديم الأحكام الشرعية لمختلف أنواعها.

أولاً- تعريف عقود المبادلات

هي عقود مشتقة وهي اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة لذلك فهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، فصلية، نصف سنوية...الخ)، وهو عقد ملزم للأطراف على خلاف عقد الخيار، كما أن متحصلات أو مدفوعات الأطراف

¹ أحمد السعد، مرجع سابق، ص 134، 139.

نتيجة التحركات السوقية لا يتم تسويتها يوميا كما هو في العقود المستقبلية، فضلا عن عدم تسويتها مرة واحدة كالعقود الآجلة، بل سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، كما أن عقود المبادلة تستخدم غالبا لتغطية المخاطر وخاصة مخاطر تغير سعر الفائدة.

وعلى الرغم من توسع عقود المبادلة لتشمل أنواع عديدة من الأصول، إلا أنها غالبا ما تتركز في أدوات معينة وهي بمبادلة أسعار الفائدة ومبادلة العملات¹.

ف عقد المبادلة هو اتفاق تعاقدى يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق. كما أنها عقود ليست نمطية وهي من أدوات السوق الموازية، فهي عقود مكيفة لملاءمة احتياجات أطراف العقد أكثر من غيرها من الأدوات المتاجر بها في البورصات وهذا ما يمنح أسواق المبادلات مرونة عالية تسمح لأطراف العقد التعامل بآفاق أوسع من بقية الأدوات.

ولا تخضع أسواق المبادلات لتنظيم الحكومات كما يحصل في باقي البورصات، ورغم هذه المميزات في أسواق المبادلات ومع ذلك هناك جملة من المحددات التي تواجه هذه الأسواق منها:

➤ لإنجاز عقد مبادلة يجب على أحد الطرفين إيجاد طرف آخر يرغب في اتخاذ مركز معاكس له في نفس الصفقة.

➤ لا يمكن إلغاء أو تبديل العقد إلا بموافقة كلا الطرفين.

➤ أسواق المبادلات بطبيعتها وعلى خلاف بورصات الخيارات والمستقبليات لا تعطي ضمانات ونتيجة لذلك فإن الأطراف في المبادلة يجب أن يتأكدوا من القدرة الائتمانية لنظرائهم في العقد.

وقد ظهر أول عقد مبادلة للعملة في أواسط الستينات من القرن الماضي، أما ظهور مبادلات أسعار الفائدة فقد كان بين عامي 1980-1981م، ورغم أن مبادلات العملات تستعمل بكميات أقل من مبادلات أسعار الفائدة إلا أنها لا تزال من أهم الأدوات المستعملة لإدارة مخاطر العملات².

¹ سمير بوعافية ومصطفى قريد، مرجع سابق، ص 13.

² حاكم الربيعي وآخرون، مرجع سابق، ص 364، 370.

ثانياً- أنواع عقود المبادلات وأحكامها الشرعية

توجد أربعة أنواع شائعة من عقود المبادلات وهي:

1. عقود مبادلة أسعار الفائدة

هي اتفاق بين طرفين لمبادلة مدفوعات الفوائد على فترات منتظمة، حيث يعتمد مقدار هذه المدفوعات على قيمة العقد المتفق عليه¹.

وتتركز فائدة طرفي عقد التبديل في تخفيض كلفة اقتراضهما للأموال من السوق من جهة، وإتاحة المجال أمام الشركات ذات التصنيف الائتماني المتدني للحصول على الأموال بسعر فائدة ثابت ولآجال أطول من تلك التي يمنحها السوق لذلك التصنيف الائتماني.

لعقود مبادلات الفائدة أنواع متعددة أشهرها مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمعومة ويدعى هذا التعاقد بالفانيليا السهلة plain vanilla، ويمتاز هذا العقد بخصائص متعددة أهمها²:

➤ الأساس الافتراضي للمبلغ ثابت في بداية التعاقد ولا يتغير أبداً.

➤ أن المبلغ الافتراضي الأساسي لا يتم تبادله أبداً، وإنما يستعمل لحساب مبلغ الدفعات من خلال ضربه بمعدل الفائدة.

➤ يوافق أحد الأطراف على دفع نسبة فائدة ثابتة على المبلغ الأساسي الافتراضي بتواريخ مستقبلية منتظمة، ويوافق الطرف الآخر على إعادة المدفوعات بتواريخ مستقبلية منتظمة تحسب على أساس نسبة فائدة متغيرة وعلى نفس المبلغ الأساسي.

➤ عندما تدفع الفائدة المعومة فإن النسبة سوف يعاد حسابها للحصول على الدفعة المعومة التالية في سلسلة متعاقبة، والدفعات المعومة توضع على قاعدة مرجعية مثل LIBOR.

بالإضافة إلى عقد الفانيليا السهلة، هناك أنواع أخرى من مبادلات أسعار الفائدة منها:

1. مبادلة الأساس: أين يتم الاتفاق على مبادلة الالتزام بسعرين للفائدة متغيرين، لكن يكون الاختلاف في المؤشر المستعمل للأداتين.

2. المبادلات الآجلة: وتعني أن مبادلة أسعار الفائدة لا تبدأ فوراً، ولكن بعد تاريخ مستقبلي معين.

¹ محمد الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص 281.

² حاكم الربيعي وآخرون، مرجع سابق، ص 372-373.

3. المبادلة المتناقصة تدريجياً: وتتم عندما لا يكون المبلغ الأساسي الافتراضي ثابتاً في مقداره ولكن له أساس متناقص، أين يتناقص كل سنة حسب رغبة أطراف العقد، وقد يتم التعاقد على مبلغ أساسي افتراضي متغير صعوداً ونزولاً.

4. مبادلة الكوبون الصفري مع سعر الفائدة المعوم: هو مبادلة الفائدة المعومة بفائدة ثابتة ولكن تسدد عند استحقاق المبادلة.

5. مبادلة التمايز: وفق هذا العقد تدفع دفعات فائدة على الاختلاف بين أسعار الفائدة بين قطرين مختلفين، لكن كلا الدفعات تكون بعملة واحدة¹.

2. عقود مبادلة العملات

عقد مبادلة العملة عبارة عن اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع عملة على أساس التسليم الحالي بالسعر الحالي، وإعادة بيعها أو شرائها في نفس الوقت على أساس التسليم الآجل في تاريخ لاحق على أساس سعر صرف محدد مسبقاً بين العملتين، أو بسعر تسليم آجل يتم تحديده على أساس فروق أسعار الفائدة على القروض والودائع بين العملتين².

وبالتالي تتضمن مبادلات العملات ثلاث مجموعات من التدفقات النقدية وهي³:

1- في بداية عقد المبادلة يقوم طرفي العقد بمبادلة حقيقية للنقد.

2- الطرفان يقومان بدفع فائدة -على فترات- أحدها للآخر خلال مدة عمر العقد.

3- في نهاية عقد المبادلة يقوم الطرفان بمبادلة أخرى للمبالغ الأساسية.

ومبادلة العملة الأجنبية هي تبادل العملة الأجنبية في السوق النقدي مع اتفاقية متزامنة لعكس المعاملات في السوق الآجل، وأن كلا من معدلات الصرف والتوقيت في معاملات السوق الآجل محددة بوقت الاتفاق على العقد⁴.

¹ حاكم الربيعي وآخرون، المرجع السابق، ص 381، 383.

² أحمد السعد، مرجع سابق، ص 143.

³ طارق حماد، المشتقات المالية المفاهيم إدارة المخاطر المحاسبية، مرجع سابق، ص 222.

⁴ حاكم الربيعي وآخرون، مرجع سابق، ص 441.

➤ الحكم الفقهي لعقد مبادلة العملات

بالنظر في عقد مبادلة العملات يتبين أنها تتضمن عقدين:

العقد الأول: بيع عملة بعملة بيعا حالا، وهذا لا إشكال فيه بحد ذاته إذا حصل التقابض في مجلس العقد، لأنه صرف توفرت فيه شروطه من الحلول والتقابض.

العقد الثاني: بيع العملة المشتراة في العقد الأول بالعملة الأخرى بيعا آجلا، وهذا عقد محرم، لأنه صرف مستأخر تأجل فيه قبض العوضين فدخله ربا النسيئة وبيع الدين بالدين المجمع على تحريمه.

لكن يلاحظ هنا أن العقد الثاني شرط في العقد الأول، لأنهما دخلا فيه على أن يشتري أحدهما من الآخر ما باعه في العقد الأول بيعا آجلا، وهو شرط محرم، لما دخله من الربا وبيع الدين بالدين.

ما تقدم هو حكم عقد مبادلة العملات إذا كان السعر في العقد الثاني مختلفا عنه العقد الأول، أما إذا كان السعر في العقدين واحدا، كأن اشترى ألف دولار بثلاثة آلاف دينار شراء حالا، ثم باع من المشتري الألف دولار بثلاثة آلاف دينار بيعا آجلا فهذا يشبه القرض من الجانبين لأن كل واحد منهما يعود إليه ما دفعه للآخر، ويقوي احتمال القرض ما إذا اشترط كل واحد منهما على الآخر لأن يدفع له فائدة على المبلغ الذي دفعه له، وعلى كل فإن الأمر لا يخلو من إحدى الحالتين:

الحالة الأولى: أن يخرج ذلك مخرج البيع، والحكم في هذه الحالة ما تقدم.

الحالة الثانية: أن يخرج ذلك مخرج القرض، فإن كان بفائدة فهو قرض محرم لأنه ربا، وإن كان بغير فائدة فالحكم في ذلك ينبي على حكم تبادل القروض بالشرط، أو ما يعبر عنه المالكية ب: أسلفني أسلفك (وقد تمت مناقشته في عنصر القروض المتبادلة ضمن بدائل اتفاقيات إعادة الشراء وعنصر حلول إسلامية لتغطية احتياجات التمويل في سوق النقد في الفصل الأول).

وبذلك يتبين عدم صحة ما أفتى به بعض المعاصرون من جواز ذلك فيما بين الأفراد، أو فيما بين المصارف الإسلامية والتقليدية بحجة أن النفع في هذه المعاملة ليس خاصا بالمقرض، وإنما هو مشترك بين المقرض والمقترض.

وبذلك يتضح عدم جواز مبادلة العملات سواء كانت هذه المبادلة على جهة البيع أو على جهة القرض¹.

وبالمقابل يرى عبد العظيم أبو زيد أن قضية اشتراط قرض بقرض مع اختلاف عملة القرض أن العملية لا بأس بها ما دام القصد هو الصرف لا حقيقة القرض، وما دام مبلغا القرض متساويين حسابيا².

¹ مبارك آل سليمان، مرجع سابق، ص 1110، 1225.

² عبد العظيم أبو زيد، القروض التبادلية بين شبهة الربا وشكلية العقود: www.kantakji.com 2016/10/5.

3. مبادلات السلع

يراد بعقد مبادلة السلع أن يقوم أحد الطرفين بالشراء الآني من الطرف الآخر لكمية معينة من السلعة محل التعاقد بالسعر السائد، ويتم تسديد الثمن فوراً، وبيعها له في نفس الوقت بيعاً آجلاً بسعر متفق عليه مسبقاً، وبحيث يتم السداد على فترات متفق عليها أيضاً.

بالنظر إلى التعريف السابق يتبين انطباق هذا التعريف مع المسألة المعروفة عند الفقهاء بعكس مسألة العينة، مع اختلاف الصياغة.

4. عقود مبادلة عوائد الأسهم

عرف عقد مبادلة عوائد الأسهم بأنه الاتفاق بين طرفين على المقايضة في تاريخ لاحق لمعدل العائد على سهم معين أو مجموعة من الأسهم بمعدل العائد على سهم أو أصل مالي آخر.

وهذا العقد وفقاً لهذا التكييف يتضمن المحاذير الشرعية التالية:

➤ الربا بنوعيه: ربا الفضل ورا النسبة إذا كانت النقود من عملة واحدة، أو ربا النسبة فقط إذا كانت من عملتين.

➤ بيع الدين بالدين، لأنه عقد مؤجل فيه العوضان.

➤ الغرر لجهالة مقدار النقود عند التعاقد.

➤ القمار وذلك أن المقصود من هذه العقود المحاسبة على الفرق بين معدلي العائد على السهم وليس التقابض الذي هو مقصود العقود، فكان أحد العاقدین غانماً والآخر غارماً ولا بد، وهذا حقيقة القمار¹.

وبالتالي نجد في عمليات بيع العوائد ببعضها، كما هو الحال في Swaps أن محل البيع حقيقة هو النقد سواء مع اتحاد النقدين، كما في بيع عائد ثابت بمتغير من نفس العملة، أو مع اختلاف النقدين كما في حال بيع عائد من عملتين مختلفتين، وهذا يوقع في ربا النسبة الناتج عن فوات تحقق التقابض في العوضين عند التعاقد على أقل تقدير، فضلاً عن وقوع ربا الفضل أيضاً إن كان النقدان من عملة واحدة بسبب فوات التماثل في العوضين، أي أن ربا البيوع واقع في كل حال، بنوعية الفضل أو النسبة وفضلاً عن ربا البيوع، نرى الغرر والجهالة في العوض الآخر المتغير، فهو اتفاق على بيع نقدين أو عملتين في المستقبل مع جهالة في أحد العوضين².

¹ مبارك آل سليمان، مرجع سابق، ص 1126 - 1130.

² عبد العظيم أبو زيد، التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية، مرجع سابق، ص 22 - 23.

ومما سبق نخلص إلى عدم جواز عقود المشتقات المالية بأنواعها المختلفة حسب آراء العديد من الفقهاء لما يشوبها من العديد من الشبهات الشرعية، وأن أهم المنتجات المالية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي، تتمثل في الأسهم بالإضافة إلى وحدات الصناديق الإسلامية والصكوك، هذين الأخيرين اللذان يعتبران من أهم منتجات الهندسة المالية الإسلامية، غير أن كل هذه الأدوات الثلاث المتداولة في السوق تضبطها ضوابط شرعية محكمة من حيث طبيعة نشاط الشركة إلى مدى تعاملها بأسعار الفائدة، بالإضافة إلى ضوابط دقيقة متعلقة بتملك وتداول مختلف هذه الأدوات في الأسواق المالية.

خلاصة الفصل الثاني

في إطار سعي أصحاب العجز وأصحاب الفائض إلى الحصول على التمويل وتقديمه مع التقليل من التكاليف والمخاطر وتعظيم الأرباح، يعمدون إلى التعامل بأدوات مالية مختلفة، فتطور وتنوع هذه الاحتياجات تطلبت إيجاد أدوات مالية مبتكرة يمكن تداولها في سوق رأس المال. والتي تمثلت أساسا في الصكوك المالية الإسلامية كأهم الابتكارات المالية الإسلامية روجا في العالم، في الدول الإسلامية وغير الإسلامية، خاصة نظرا لتعدد صيغ التمويل الإسلامية التي تصدر وفقها، مما يفتح المجال نحو تفعيل متزامن ومتوافق بين الجوانب المالية والحقيقية في الاقتصاد، لاقتزان هذه الأدوات بأصول لها قيم معتبرة شرعا، يمكن بيعها وتداولها في الأسواق وفق ضوابط شرعية محكمة. وإلى جانب الصكوك المالية الإسلامية التي تمثل أكثر الابتكارات المالية الإسلامية إبداعا وتأصيلا، توجد أدوات مالية أخرى تتمثل في وحدات صناديق الاستثمار بمختلف أنواعها، والتي تعد ابتكارا ماليا وضعيا، غير أنه تم تكييفه شرعا من خلال ضبط العلاقات السببية بين مختلف أطراف الصناديق، بالإضافة إلى تحديد الضوابط المتعلقة بالأصول المستثمر فيها، وطبيعة المعاملات والعقود التي يتم التعامل بها في الصناديق. وتتنوع صناديق الاستثمار وتتداخل أنواعها جراء استحداث خصائص معينة للصناديق كهيكل رأس المال المتغير وإمكانية تداول وحدات الصناديق، بالإضافة إلى تنوع أصولها. فمن صناديق الاستثمار المغلقة الخاصة بالاستثمار في الأوراق المالية، إلى صناديق استثمار مفتوحة متداولة في أصول مختلفة من سلع وعقارات وغيرها. ومن أجل تنويع أدوات التمويل الإسلامية ظهرت محاولات عدة لتكييف أدوات مالية تقليدية أخرى على غرار محاولات أسلمة عقود المشتقات، أين تمت محاولة مطابقة وقياس المشتقات المالية على بعض العقود المالية الإسلامية، غير أن الراجح حسب آراء مختلف الفقهاء هو عدم جواز مختلف أنواع عقود المشتقات المالية من عقود خيار وعقود آجلة وعقود مستقبلية وعقود مبادلات، لتضمنها لجملة من الشبهات الشرعية تتمثل أساسا في اكتنافها على بيع الكالئ بالكالئ والغرر والقمار.

الفصل الثالث:

تطور منتجات الهندسة المالية الإسلامية في
أسواق رأس المال خلال الفترة 2010 – 2015

تمهيد

أفرزت التطورات المالية الحديثة جملة من الابتكارات المالية لقيت حظها من التنظير الشرعي والتكييف الفقهي من قبل العديد من الباحثين والفقهاء تمخضت عنها عينة من المنتجات طرحت في عدد من الدول الإسلامية وغير الإسلامية العربية وغير العربية منها.

فبعد التعرف على أغلب منتجات الهندسة المالية في الأسواق المالية انطلافاً من الجزء النظري الذي تم من خلاله إثبات جواز بعض الأدوات وفق شروط ومعايير معينة، فإنه ومن خلال هذا الفصل سيتم عرض تطور أهم الابتكارات المالية المتداولة في أسواق رأس المال (الأدوات المالية) والمتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، في مختلف دول العالم، ثم التطبيق على سوق رأس المال السعودي، وذلك من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: تطور أصول التمويل الإسلامي

المبحث الثاني: تطور أدوات سوق رأس المال الإسلامي المبتكرة عالمياً خلال الفترة 2010-2015

المبحث الثالث: تطور أدوات التمويل الإسلامية المبتكرة في سوق رأس المال السعودي خلال الفترة 2010-

2015

المبحث الأول: تطور أصول التمويل الإسلامي

في إطار عرض تطور منتجات الهندسة المالية الإسلامية تم الاعتماد على مؤشر تطور الصناعة المالية الإسلامية IFDI - Islamic Finance Development Indicator - والذي يعطي صورة جلية عن أهم التطورات في أصول التمويل الإسلامية بمختلف فئاتها عالميا وفي مختلف الأقاليم والدول.

المطلب الأول: مؤشر تطور الصناعة المالية الإسلامية

يعطي هذا المطلب صورة عامة عن مفهوم هذا المؤشر ومختلف عناصره بالإضافة إلى عرض مختصر عن ترتيب الدول وفق هذا المؤشر في السنوات الأخيرة.

الفرع الأول: مفهوم مؤشر تطور الصناعة المالية الإسلامية

مؤشر تطور الصناعة المالية الإسلامية هو عبارة عن مبادرة ناشئة عن اتفاقية شراكة إستراتيجية طويلة الأمد بين المؤسسة الإسلامية لتنمية القطاع الخاص (ICD) عضو مجموعة البنك الإسلامي للتنمية، وتومسون رويترز، مزود خدمات المعلومات المتكاملة العالمية.

فمؤشر ICD تومسون رويترز لتطور الصناعة المالية الإسلامية هو مؤشر مركب يقيس التنمية الشاملة للصناعة المالية الإسلامية من خلال تقديم تقييم كلي لأداء جميع أجزائه، والمتماشية مع مبادئ الشريعة الإسلامية. فهذا المؤشر هو مقياس واحد يعطي تقييما شاملا للتمويل الإسلامي في جميع القطاعات، وهو نتاج عدد من المؤشرات الرئيسية والفرعية، وهو مؤشر مركب على المستوى العالمي مع مؤشرات على المستوى القطري لمختلف الدول النشطة في هذا المجال.

ومن الأهداف الأساسية لهذا المؤشر ما يلي:

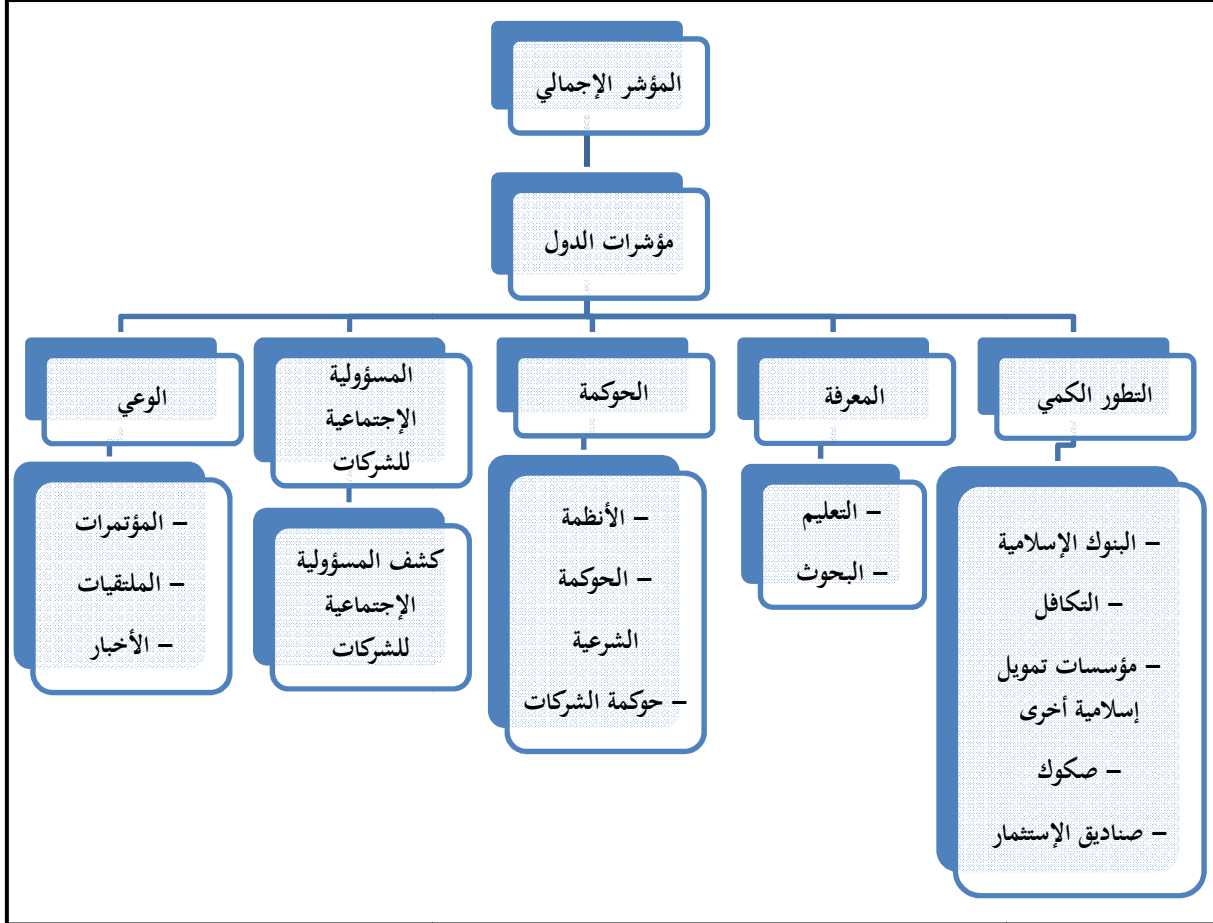
- التبسيط والتقدير الكمي: إذ يهدف المؤشر إلى تبسيط العناصر المشتتة للصناعة المالية الإسلامية وجعلها ومجموع أجزائها قابلة للقياس، لما يتيح إمكانية فهم هذه المعلومات على نطاق واسع.
- توفير أرقام دقيقة عن الصناعة المالية الإسلامية لصانعي السياسات والممارسين، تساعد على اتخاذ القرارات المتعلقة بالسياسات الاقتصادية فيما يخص هذه الصناعة¹.

ويتم تقييم مختلف الدول المدرجة في المؤشر بخمسة مؤشرات هي: التطور الكمي، المعرفة، الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية للشركات، الوعي، هذه المؤشرات الخمس تقسم إلى 15 مؤشرا فرعيا.

¹ ICD Thomson Reuters, **Islamic finance development indicator rulebook**, January 2015, p 3, 4 .

الشكل الموالي يوضح العناصر المختلفة لمؤشر تطور الصناعة المالية الإسلامية، من مؤشرات رئيسة ومؤشرات فرعية.

الشكل رقم (1.3): عناصر مؤشر تطور الصناعة المالية الإسلامية



Source: ICD Thomson Reuters, **mapping global Islamic finance development**, Islamic finance development report 2013, p11.

يعد مؤشر التطور الكمي المؤشر الوحيد الذي يقيس كمياً حجم وعدد المؤسسات والأصول لمختلف أنواع آليات التمويل الإسلامي، من مصارف وتكافل ومؤسسات تمويل إسلامية أخرى بالإضافة إلى أصول أسواق رأس المال المتمثلة في الصكوك وصناديق الاستثمار.

وبالمقابل تمثل المؤشرات الأربعة الأخرى (المعرفة، الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية للشركات، الوعي)، مؤشرات نوعية فنية لا كمية تُعنى بنشر ثقافة التمويل الإسلامي، من خلال الدورات التعليمية والبحوث، بالإضافة إلى نشر الوعي من خلال المؤتمرات والملتقيات والأخبار. في حين تُعنى مؤشرات الحوكمة والمسؤولية الاجتماعية بالجوانب

الإدارية والحكم الرشيد، والجانب الاجتماعي للشركات، إذ يتعين على المؤسسات المالية الإسلامية أن تحقق أهدافا اجتماعية إلى جانب تحقيقها للأرباح.

الفرع الثاني: نظرة عامة على ترتيب الدول ضمن مؤشر تطور الصناعة المالية الإسلامية

في سنة 2012 احتلت ماليزيا المرتبة الأولى في مؤشر تطور الصناعة المالية الإسلامية IFDI حيث قدر المؤشر بها 68,8 (المتوسط الحسابي للمؤشرات الفرعية الخمس)، وهذا محصلة لتصدرها قائمة الدول في المؤشرات الفرعية التالية: التطور الكمي 70,6، ومؤشر المعرفة بقيمة 91,4 ومؤشر الحوكمة بقيمة 76، في حين تحتل المرتبة الثالثة في مؤشر المسؤولية الاجتماعية للشركات بقيمة 55,2 بعد البحرين (71,4) واندونيسيا (65,8)، وتحتل المرتبة الرابعة في مؤشر الوعي بقيمة 50,6، بعد كل من عمان (99,3) والبحرين (72,5) ثم الإمارات العربية المتحدة (52,9).

وضمن مؤشر IFDI وبعد ماليزيا تأتي البحرين (59,1)، ثم الإمارات العربية المتحدة (38,9)، ثم عمان (34,1)، ثم قطر (33,8)، ثم الكويت (31,8)، في ظل غياب السعودية من قائمة الدول العشر الأولى وفق هذا المؤشر لعام 2012، والتي تأتي في المرتبة 15 بقيمة مؤشر تقدر بـ (19)¹.

أما عن تطور إجمالي قيمة المؤشر IFDI فقد شهد تراجعا طفيفا عام 2014 أين كان يقدر بقيمة 9,9 بالمقارنة بعامي 2013 بقيمة 10,2 و 2012 بقيمة 10,3.

وتجدر الإشارة إلى أنه في إطار حساب مؤشر IFDI في عام 2014 تم الأخذ بعين الاعتبار 108 دولة منها 16 جديدة. وضمن المؤشرات الفرعية هناك 15 مؤشر فرعي أدنى ويأخذ بعين الاعتبار 6300 من المقاييس والبيانات على الصعيد القطري.

ففي عام 2014 يعد مؤشر التطور الكمي QD أضعف المؤشرات الخمسة بقيمة 6 ثم مؤشر المسؤولية الاجتماعية للشركات CSR بقيمة 8 تليها الحوكمة بقيمة 11 فالتوعية بقيمة 15.

هذا وقد جاء ترتيب الدول في عام 2014 وفق هذا المؤشر كما يلي:

ماليزيا (126)، البحرين (85)، الإمارات العربية المتحدة (66)، عمان (59)، باكستان (58)، السعودية (51)، قطر (43)، الكويت (41)، الأردن (37)، اندونيسيا (30).

إذ تحتل ماليزيا المركز الأول في المؤشرات الثلاثة التالية: التطور الكمي، الوعي، المعرفة، في حين تأتي في المركز الثاني في مؤشر الحوكمة، والمركز السابع في مؤشر المسؤولية الاجتماعية للشركات.

¹ ICD Thomson Reuters, **mapping global Islamic finance development**, Islamic finance development report, 2013, p 15.

أما إقليميا فخلال عام 2014 تواصل دول مجلس التعاون الخليجي -كتكتل- السيطرة على قمة الترتيب في IFDI خلال ثالث سنوات متتالية، في حين تواصل دولة ماليزيا الريادة حسب نفس المؤشر الأمر الذي من المتوقع أن يستمر خلال السنوات القليلة القادمة لاتساع الفجوة بينها وبين البحرين صاحبة المركز الثاني.

وضمن دول مجلس التعاون الخليجي، انتقلت دولة الإمارات العربية المتحدة من المركز الأول إلى المركز الثالث في حين انخفض ترتيب دولة عمان من الترتيب الثالث إلى الرابع بسبب التراجع في مؤشري التطور الكمي والمعرفة. وتعد دولة الإمارات العربية المتحدة من بين الدول العشر الأوائل في جميع المؤشرات الخمس الرئيسة، أما السعودية فتعد ثاني أكبر دولة من حيث أصول التمويل الإسلامي، كما أنها وفي مؤشر المسؤولية الاجتماعية للشركات قد قفزت في ترتيبها من الرتبة التاسعة إلى السادسة¹.

أما في عام 2016 وكما هو متوقع ظلت ماليزيا بالمرتبة الأولى بقيمة 123، تليها البحرين 87 ثم الإمارات العربية المتحدة 66 ثم عمان 53 ثم السعودية 47 ثم باكستان 46 ثم الكويت 45².

المطلب الثاني: التطورات الكمية من مؤشر تطور الصناعة المالية الإسلامية

يقيس مؤشر التطور الكمي أهمية المؤسسات والأسواق المالية الإسلامية، حسب كل بلد، ومدى قدرتها على عرض المنتجات المالية الإسلامية.

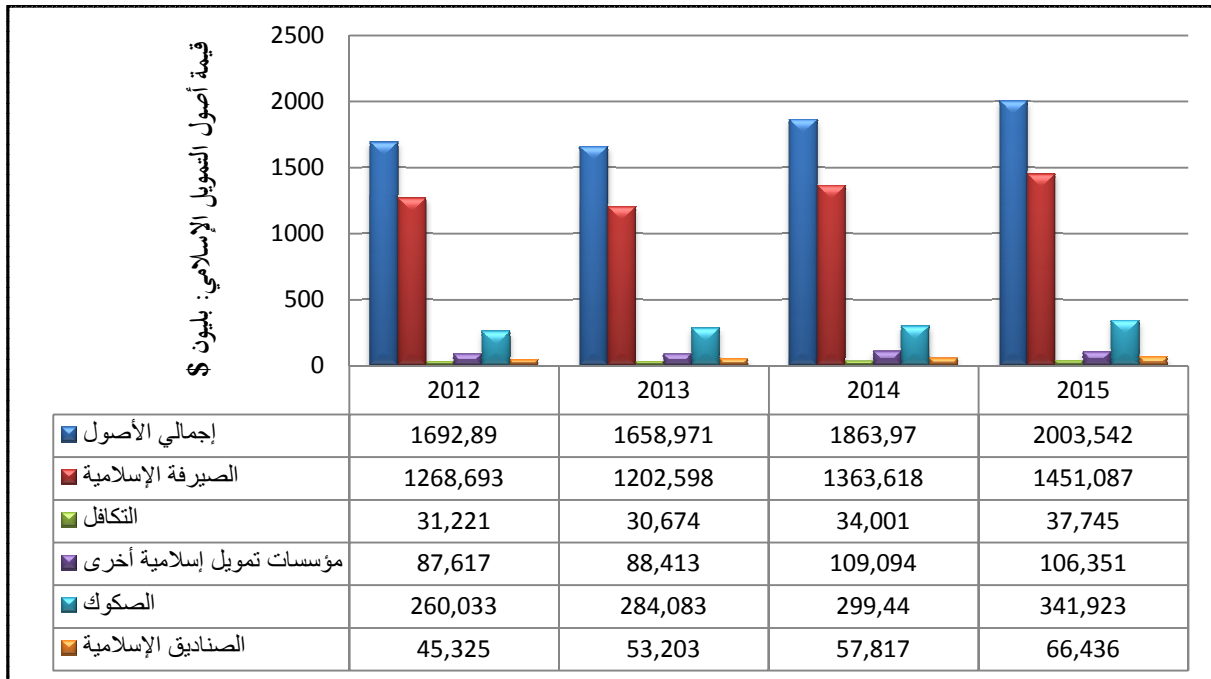
الفرع الأول: تطور أصول التمويل الإسلامي حسب الفئة

يوضح الرسم البياني رقم (2.3) تطور إجمالي قيمة أصول التمويل الإسلامي بمختلف أنواعها خلال الفترة 2012-2015.

¹ ICD Thomson Reuters, **Global transformation**, Islamic finance development report 2015, p13, 15.

² ICD Thomson Reuters, **Resilient growth**, Islamic finance development report, 2016, p 12.

الرسم البياني رقم (2.3): تطور إجمالي أصول التمويل الإسلامي حسب الفئة خلال الفترة 2012-2015



Source: ICD Thomson Reuters, **Resilient growth**, Islamic finance development report 2016, p 38, 46.

*مؤسسات تمويل إسلامية أخرى: كمؤسسات التأمين، التأجير التمويلي، مؤسسات التمويل، السمسرة، الرهن العقاري وغيرها

شهدت أصول التمويل الإسلامي بين عامي 2012 و2015 نموا سنويا قدر بـ: 18٪، رغم أنها شهدت انخفاضا عام 2013 بسبب ضعف العملات المحلية لبعض الدول الرائدة في التمويل الإسلامي كإيران¹. أما في عام 2015 فقد بلغ مجموع أصول التمويل الإسلامي ما يفوق 2 تريليون \$، بزيادة قدرها 7,48٪ عن عام 2014، وتظل الصيرفة الإسلامية المحرك الأكبر للسوق، بنسبة 72,42٪ من إجمالي أصول التمويل الإسلامي في عام 2015 حيث نمت هذه الأخيرة - الصيرفة الإسلامية - بمعدل يقدر بـ: 14,37٪ خلال الفترة 2012-2015².

أما حسب الفئات، فإن فئات أصول أسواق رأس المال الإسلامية المتمثلة في الصكوك والصناديق الإسلامية تُظهر نموا قويا بالمقارنة بباقي أصول التمويل الإسلامي، حيث نما سوق الصكوك بنسبة 14,18٪ بين عامي 2014-2015، كما نمت الصناديق الإسلامية بنسبة 14,9٪ خلال نفس الفترة، وبالمقابل نمت كل من المصرفية الإسلامية والتكافل بنسبة 6,41٪ و 11٪ على التوالي خلال نفس الفترة.

¹ Thomson Reuters and Dubai the capital of islamic economy, **Transforming Islamic Finance Business**, Innovation in islamic liquidity management 2017, p 10.

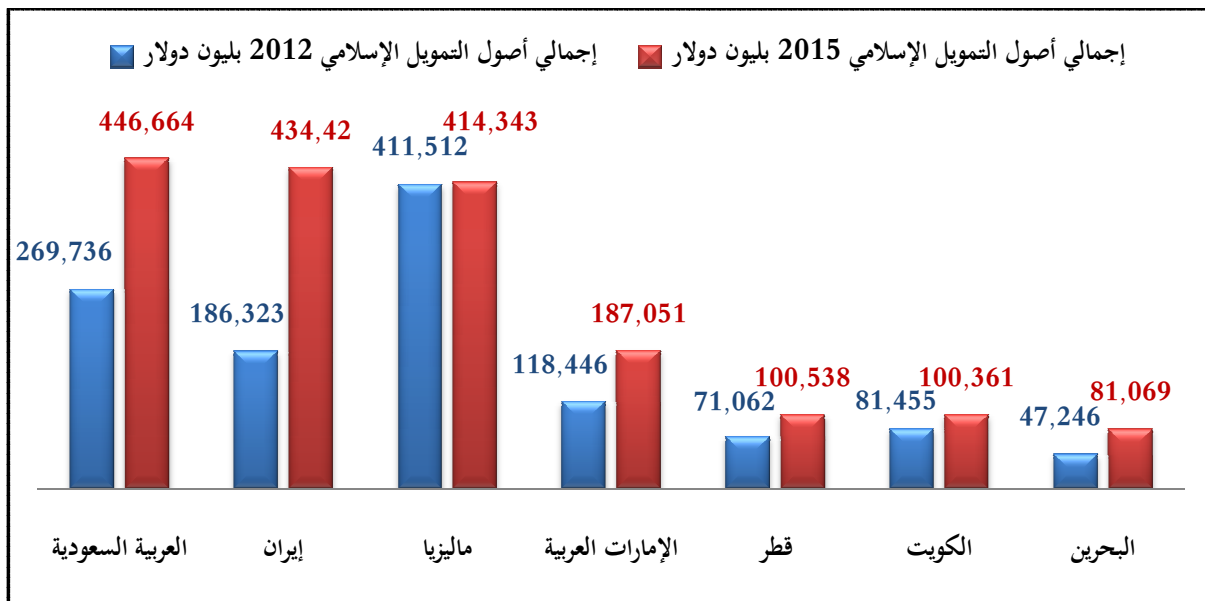
² ICD Thomson Reuters, **liquidity management through sukuk innovative solutions**, 2016, P 7.

وتبقى فئة مؤسسات تمويل إسلامية أخرى الفئة الوحيدة التي أظهرت تراجعاً في إجمالي الموجودات بنسبة 2,51٪، متأثرة بانخفاض إجمالي أصولها في ماليزيا بعد تخفيض قيمة عملتها مقابل الدولار الأمريكي، كما تراجع إجمالي أصول مؤسسات تمويل إسلامية أخرى في الكويت والتي تأثرت سلباً بالتباطؤ الاقتصادي عام 2015¹.

الفرع الثاني: إجمالي أصول التمويل الإسلامي حسب الدول

يمثل الرسم البياني رقم (3.3) عرض لتطور إجمالي أصول التمويل الإسلامي في عامي 2012 و 2015، ثم يأتي الجدول رقم (1.3) والرسم البياني رقم (4.3) ليوضحاً بنوع من التفصيل تطور مختلف أنواع أصول التمويل الإسلامي في الدول الأكثر نشاطاً في مجال الصناعة المالية الإسلامية نهاية عام 2015. ونظراً لتداخل وتكامل بيانات التمثيلين البيانيين سيتم دمج تحليلهما معاً تفادياً للتكرار وتشتت الأفكار.

الرسم البياني رقم (3.3): إجمالي أصول التمويل الإسلامي حسب الدول في عامي 2012 و 2015



Source: ICD Thomson Reuters, **mapping global Islamic finance development**, Islamic finance development report, 2013, p 25.

ICD Thomson Reuters, **Resilient growth**, Islamic finance development report 2016, p 43.

¹ ICD Thomson Reuters, **Resilient growth**, op.cit, p 46.

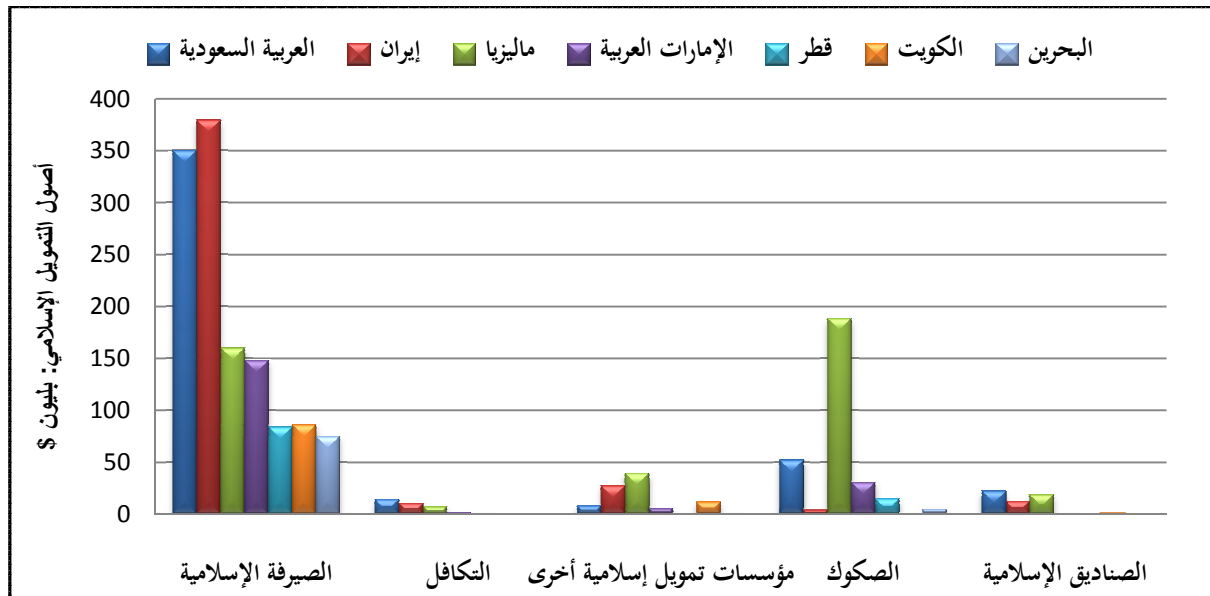
الجدول رقم (1.3): حجم أصول التمويل الإسلامي حسب الدول نهاية 2015

الوحدة: بليون \$

الدولة	الصيرفة الإسلامية	التكافل	مؤسسات تمويل إسلامية أخرى	الصكوك	الصناديق الإسلامية
العربية السعودية	350,128	14,206	7,991	52,064	22,274
إيران	379,664	10,502	27,574	4,097	12,584
ماليزيا	159,986	7,324	39,494	188,700	18,839
الإمارات العربية	148,187	2,072	5,593	30,678	0,521
قطر	84,062	0,535	0,734	14,973	0,234
الكويت	86,153	0,186	11,712	0,880	1,429
البحرين	75,083	0,372	0,795	4,803	0,016

Source: ICD Thomson Reuters, **Resilient growth**, Islamic finance development report 2016, p 43.

الرسم البياني رقم (4.3): حجم أصول التمويل الإسلامي حسب الدول نهاية 2015



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات الجدول رقم (1.3)

الملاحظ من خلال الرسمين البيانيين رقم (3.3) و(4.3) أن كل الدول - المعروضة في التمثيل عدا ماليزيا- شهدت تطوراً معتبراً في حجم أصول التمويل الإسلامي فيها، والذي يتفاوت من دولة إلى أخرى، وتعد إيران

الدولة الأكثر نمواً في مجال الصناعة المالية الإسلامية، غير أن ماليزيا ورغم كبر حجم الأصول فيها - الثالثة عالمياً بعد أن كانت الأولى عام 2012 بفارق كبير عن السعودية كثاني دولة - لم تشهد تطوراً محسوساً خلال الفترة. ففي عام 2015 احتلت السعودية، وإيران المركزين الأولين على إثر النمو القوي في أصول التمويل الإسلامي فيهما، في حين تراجع مركز ماليزيا إلى المركز الثالث بعد انخفاض في حجم الصكوك المصدرة نتيجة الانخفاض في إجمالي أصول المؤسسات المالية الإسلامية فيها، بسبب انخفاض الرنحيت المالية خلال نفس السنة عند تحويلها إلى الدولار، بالرغم من أن إجمالي أصول التمويل الإسلامي قد زادت بنسبة 9٪ في عام 2015 بالعملة المحلية، مع الإشارة إلى أن ماليزيا كانت تحتل مركز الصدارة في أصول التمويل الإسلامي في كل من السنوات 2012 و 2013 و 2014¹.

فمن خلال البيانات المعروضة سابقاً يتضح أنه وفي عام 2012 استحوذت ماليزيا على ما يفوق 411 بليون دولار من إجمالي أصول التمويل الإسلامي، بنسبة 30 ٪، تليها كل من السعودية بما يفوق 269 بليون دولار، ثم إيران بما يفوق 185 بليون دولار.

ففي عام 2012 احتلت ماليزيا مركز الصدارة في المؤشرات الكمية وبالتحديد في الصيرفة الإسلامية والتكافل والصكوك، أما عن دول الخليج فأداؤها جيد في مختلف المؤشرات الكمية فهي مصنفة ضمن المراكز السبع الأولى، لكل من قطر والكويت والسعودية والبحرين والإمارات العربية المتحدة. فدول الخليج كالبahrain والإمارات العربية المتحدة تشهد ثباتاً في حجم أصول التمويل الإسلامي في عام 2012، ويظل أداؤها أقل من أداء كل من قطر والكويت والسعودية، نظراً للجهود المحلية الكبيرة التي تبذلها هذه الدول الأخيرة لتطوير التمويل الإسلامي.

وتتركز أصول التمويل الإسلامي في مجموعة قليلة من الدول، إذ تهيمن الدول العشر الأولى (ماليزيا، السعودية، إيران، الإمارات العربية المتحدة، الكويت، قطر، البحرين، تركيا، أندونيسيا، بنغلاداش)، على نسبة 94٪ من إجمالي الأصول، كما وتهيمن الدول الثلاث الأولى على ما نسبته 64 ٪ من إجمالي الأصول في عام 2012².

ومن الملاحظ أن الجزء الأكبر من أصول التمويل الإسلامي العالمية موجودة في ثلاث مناطق وهي: مجلس التعاون الخليجي، جنوب شرق آسيا، وباقي الشرق الأوسط، إذ يساهم جنوب شرق آسيا بما يقارب ثلث إجمالي الأصول على مستوى العالم في عامي 2012 و 2013، كما يساهم باقي الشرق الأوسط بالثلث أيضاً في عام 2013، غير أن حصة جنوب شرق آسيا من الأصول انخفضت إلى الربع في عام 2014، وانخفضت مساهمة

¹ ICD Thomson Reuters, **Resilient growth**, op.cit, p 42.

² ICD Thomson Reuters, **mapping global Islamic finance development**, op.cit, p 23, 25.

باقي الشرق الأوسط إلى ما يقارب الخمس، ففي عامي 2013 و 2014 كان الانخفاض في أصول باقي الشرق الأوسط ناتج عن تراجع الأصول الإيرانية إثر انخفاض سعر الصرف نتيجة العقوبات المفروضة على إيران.

أما عن حصة دول مجلس التعاون الخليجي من أصول التمويل الإسلامي العالمية فهي في ارتفاع إذ بلغت نسبتها ما يقارب 50٪ في عام 2014 بعدما كانت تقدر بـ : 37٪ عام 2013¹.

أما في عام 2015 وحسب الأقاليم فإن دول مجلس التعاون الخليجي تساهم بما يقارب نصف إجمالي أصول سوق التمويل الإسلامي، بقيمة 922 مليار \$، والذي تزايد بنسبة 9٪ عن سنة 2014، ومعظم أصول التمويل الإسلامي في دول مجلس التعاون الخليجي هي في الصيرفة الإسلامية (بنسبة 81 ٪)، وبصورة رئيسية في شكل بنوك إسلامية كاملة (أي ليست نوافذ) وهي حصة أكبر من معدل مساهمة العمل المصرفي الإسلامي من إجمالي أصول التمويل الإسلامي في العالم، التي قدرت بما يقارب: 73٪². للإشارة فإن المؤسسات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية بشكل كامل تمثل ما نسبته 83٪ من إجمالي أصول التمويل الإسلامي في عام 2014، بقيمة 1,213 ترليون \$ في حين بلغت نسبتها عام 2012: 88٪ (1,218 ترليون \$)، إذ نمت نوافذ التمويل الإسلامية بشكل أسرع من المؤسسات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية خلال الفترة 2012-2014، بمعدل نمو سنوي مركب قدره 13٪. ويعزى هذا النمو لفتح نوافذ إسلامية جديدة في بلدان مثل عمان واندونيسيا وباكستان، أما البنوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية بشكل كامل فقد تراجعت بنسبة 0,13٪³.

أما حسب البلد، فإن السعودية تمتلك أكبر حصة من التمويل الإسلامي في المنطقة، بل وفي العالم، بقيمة أصول تقدر بـ : 446,664 بليون \$ (48٪ من إجمالي موجودات مجلس التعاون الخليجي) في عام 2015، كما أن لديها أكبر بنك إسلامي في العالم ألا وهو مصرف الراجحي⁴، وقد قدر معدل نمو أصول التمويل الإسلامي في السعودية خلال الفترة 2012 – 2015 بـ : (65,59٪).

ففي عام 2015، ونظرا لانخفاض أسعار النفط قدمت السعودية خطة ذات رؤية ممتدة إلى غاية 2030 تهدف إلى إنهاء اعتمادها على النفط من خلال رفع الإيرادات غير النفطية بقيمة 1 ترليون \$ بحلول عام 2030، وهذا يعني ضمينا زيادة التمويل بالقطاع المصرفي، بما فيه من بنوك إسلامية، كما فتحت البورصة أمام المستثمرين الأجانب في عام 2015، وهو ما سيجذب المزيد من رأس المال للمنطقة.

¹ ICD Thomson Reuters, **Global transformation**, op. cit, p 28, 32.

² ICD Thomson Reuters, **liquidity management through sukuk innovative solutions**, op.cit, p8.

³ ICD Thomson Reuters, **Global transformation**, op. cit, p 28, 32.

⁴ ICD Thomson Reuters, **liquidity management through sukuk innovative solutions**, op.cit, p8.

وتأتي في المرتبة الثانية إيران، إذ تمتلك هذه الأخيرة قيمة أصول تمويل إسلامي أقل بـ 13 بليون دولار عن مثلتها في السعودية - أي بقيمة 434,420 بليون \$. وسيسمح رفع عقوبات الأمم المتحدة عن إيران في جانفي 2016، بتطوير المالية الإسلامية في إيران ودخولها إلى الاقتصاد العالمي، ومع ذلك فإنه من المتوقع أن يدخل النظام المصرفي الإيراني إلى الاقتصاد العالمي بحذر كونه لا يزال في حاجة إلى تعزيز الجوانب الضعيفة في نظامه المالي كإدارة السيولة وتطبيق متطلبات لجنة بازل III، وكل هذا يحتاج إلى بعض الوقت إذ لا تزال البنوك الأوروبية مترددة في التعامل مع البنوك الإيرانية، أما البنوك الأمريكية فهي لا تزال مقيدة محليا بالعقوبات على ممارسة الأعمال التجارية في إيران.

أما عن ماليزيا التي تأتي في المرتبة الثالثة عالميا من حيث إجمالي أصول التمويل الإسلامي، فإنها أكثر الدول نشاطا في مجال الصكوك بنسبة 45,52٪ من مجموع أصول التمويل الإسلامية فيها لعام 2015، فحسب مؤشر تطور الصناعة المالية الإسلامية ظلت ماليزيا الدولة الأكثر تقدما في جانب الصكوك لمدة أربع سنوات متتالية.

ففي يوليو 2013، سن المنظمون الماليزيون قانون الخدمات المالية الإسلامية (IFSA 2013)، ليحل محل قانون الصيرفة الإسلامية القديم 1983 وقانون التأمين التكافلي عام 1984 سعيا إلى التزام المؤسسات المالية الإسلامية الماليزية بالضوابط الشرعية، كما أنشأت أيضا صندوق ادخار الموظفين (EPF) المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية والذي يستثمر في التمويل الإسلامي خاصة في الصكوك، وكذا صندوق التقاعد، إذ من المتوقع أن يخصص له مبلغ 743 بليون \$ في عام 2018¹.

بعد السعودية، إيران وماليزيا تأتي في الترتيب أعضاء مجلس التعاون الخليجي الأخرى من حيث إجمالي أصول التمويل الإسلامي ضمن أكبر عشر دول - من إجمالي الأصول - في عام 2015، باستثناء عمان، حيث بدأت عمليات السوق بها في عام 2012 فقط.

واحتلت دولة الإمارات العربية المتحدة مرتبة ثاني أكبر دولة في دول مجلس التعاون الخليجي من حيث مجموع أصول التمويل الإسلامي عام 2015، ورابع دولة في جميع أنحاء العالم إذ نمت أصولها من 118,446 بليون \$ في عام 2012 إلى 187,051 بليون \$ عام 2015 والتي تركزت أساسا في الصيرفة الإسلامية بنسبة 79,22٪. كما تعد الإمارات العربية المتحدة من الدول الرائدة في مجال الصكوك - ثالث أكبر قيمة للصكوك القائمة في العالم، ورابع أكبر قيمة من حيث الإصدارات لعام 2015-، فسعيا منها لتطوير السوق المالي

¹ Thomson Reuters and Dubai the capital of islamic economy, op.cit, p11, 13.

الإسلامي وافق مجلس الوزراء في دولة الإمارات العربية المتحدة في ماي 2016، على إنشاء سلطة مركزية شرعية للإشراف على جميع قطاعات التمويل الإسلامي في البلاد، بالإضافة إلى مبادرة إمارة دبي عاصمة عالمية للاقتصاد الإسلامي في عام 2013، بهدف دعم البنية التحتية والرقابة الإشرافية للسوق المالي الإسلامي. وتعد قطر الدولة الوحيدة من دول مجلس التعاون الخليجي التي قامت بحظر النوافذ الإسلامية في البنوك التقليدية نهاية 2011، وقد شهدت أصول التمويل الإسلامي بها نموا سنويا قدره: 41,47٪، وقد قدرت قيمة إجمالي أصول التمويل الإسلامي عام 2015 بقطر بما يقارب 101 بليون دولار. ويتبع قطر في الترتيب كل من الكويت والبحرين بقيمة أصول تفوق 100 بليون دولار و 81 بليون دولار على التوالي، إذ تعتمز الكويت توسيع حجم الصكوك السيادية بها، أما البحرين فقد اقترح البنك المركزي بها وضع قواعد جديدة للحوكمة الشرعية، إذ يتوجب على البنوك الإسلامية الخضوع لتدقيق شرعي خارجي لعملياتها المصرفية من قبل الهيئات الاستشارية الشرعية، وبهذا تعد البحرين من أكثر الدول صرامة من حيث الحوكمة الشرعية¹.

¹ Thomson Reuters and Dubai the capital of islamic economy, ibid, p 15.

المبحث الثاني: تطور أدوات سوق رأس المال الإسلامي المبتكرة عالميا خلال الفترة 2010-2015

بعد عرض تطور إجمالي أصول التمويل الإسلامي نأتي هنا للتركيز على تطور أدوات التمويل في أسواق رأس المال والمتمثلة في الصكوك والصناديق الإسلامية، فمن خلال هذا المبحث سيتم تقديم عرض مفصل عن تطور حجم وعدد الصكوك في السوق الأولي والثانوي، وتتبع تطورها في مختلف الدول وكل هذا خلال فترة الدراسة 2010-2015.

كما سيتم من خلال هذا المبحث التطرق لتطور إجمالي صناديق الاستثمار من حيث العدد والحجم حسب الدول وحسب أنواع أصولها المدارة، خلال فترة الدراسة 2010-2015.

تجدر الإشارة في هذا المقام إلى تضارب واختلاف القيم بحسب الجهات المختلفة التي تُعنى بتقدير تطورات التمويل الإسلامي، بل والاختلاف حتى بين إحصائيات نفس الجهة باختلاف السنوات.

المطلب الأول: تطور سوق الصكوك الإسلامية خلال الفترة 2010-2015

لقي موضوع الصكوك اهتماما كبيرا من قبل العديد من الباحثين والدارسين والفقهاء، كما حظيت بتطبيق وانتشار واسع في مختلف دول العالم، ومن خلال هذا المطلب سيتم تتبع حجم وعدد الصكوك الإجمالية المصدرة والقائمة والمدرجة، وكذا تتبع تطورها في مختلف الدول الرائدة.

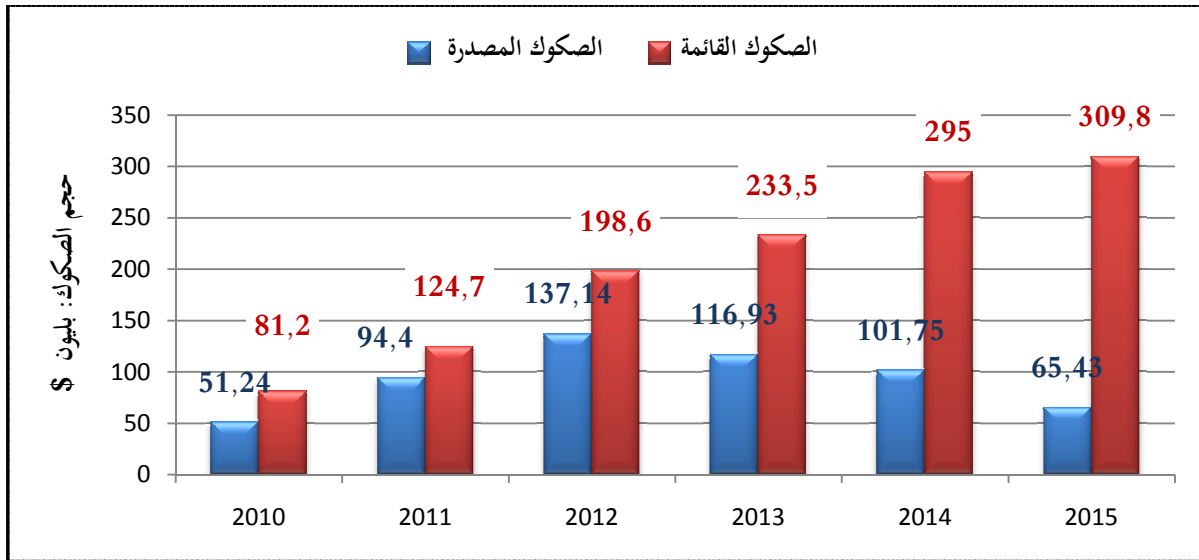
الفرع الأول: تطور سوق الصكوك الأولي خلال الفترة 2010-2015

يختلف حجم الصكوك المصدرة والقائمة من دولة إلى أخرى ومن سنة إلى أخرى، وتفصيل ذلك يتم توضيحه من خلال الجداول والرسوم البيانية الموالية.

أولا- تطور حجم الصكوك المصدرة والقائمة عالميا خلال الفترة 2010-2015

تفصيل تطور حجم وعدد الصكوك المصدرة والقائمة عالميا يتم توضيحه من خلال الرسمين البيانيين رقم (5.3) و(6.3).

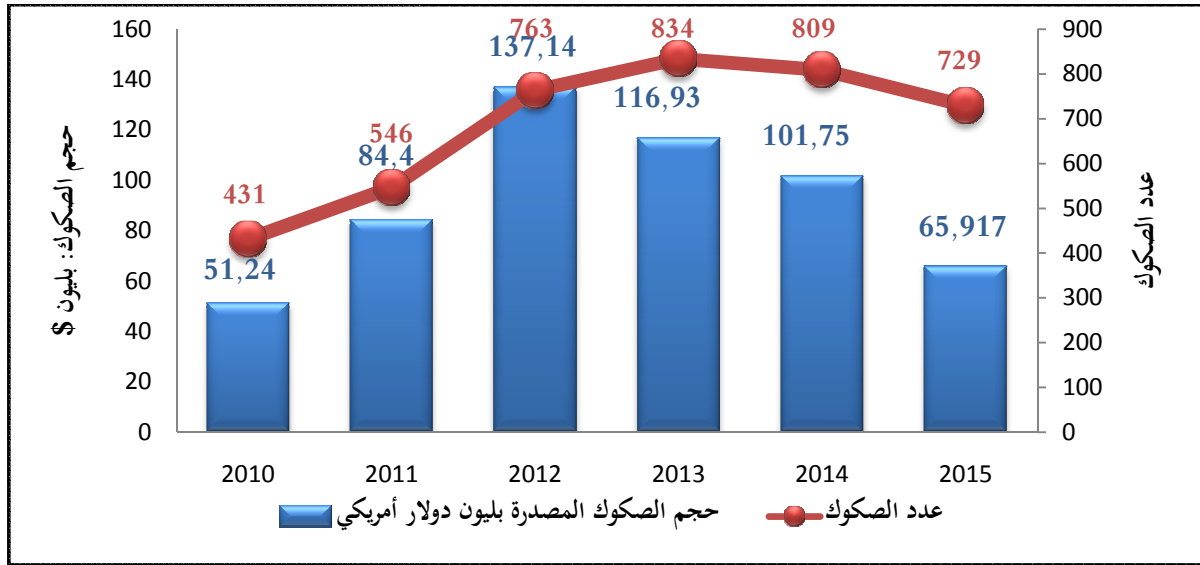
الرسم البياني رقم (5.3): تطور حجم الصكوك المصدرة والقائمة خلال الفترة 2010-2015



Source: Thomson Reuters, **poised for growth**, Sukuk perceptions & forecast study 2017, p 27.

الملاحظ من الرسم البياني رقم (5.3) وفيما يخص تطور حجم الصكوك المصدرة هو انقسامها إلى مرحلتين، مرحلة الارتفاع (2010-2012)، إذ قدرت معدلات النمو في هذه المرحلة كما يلي: (2010-2011): 84,23%، (2011-2012): 45,27%، أين كان هذا الارتفاع متناقصا، ليدخل في المرحلة الثانية المتميزة بالانخفاض في حجم الصكوك المصدرة (2013-2015)، أين قدرت معدلات النمو بما يلي: (2012-2013): 14,73%، (2013-2014): 12,98%، (2014-2015): 35,2%، ويعود ذلك لانخفاض حجم الصكوك السيادية المصدرة بسبب قيام البنك المركزي الماليزي بوقف إصدار الصكوك قصيرة الأجل، بالإضافة إلى أزمة الثورات العربية، والتباطؤ الاقتصادي. أما فيما يتعلق بالصكوك القائمة فهي تشهد ارتفاعا مستمرا رغم تناقص وتيرة الارتفاع في السنة الأخيرة، ويعود ذلك إلى عدم استحقاق أغلب الصكوك المصدرة.

الرسم البياني رقم (6.3): تطور حجم وعدد الصكوك المصدرة عالميا خلال الفترة 2010-2015



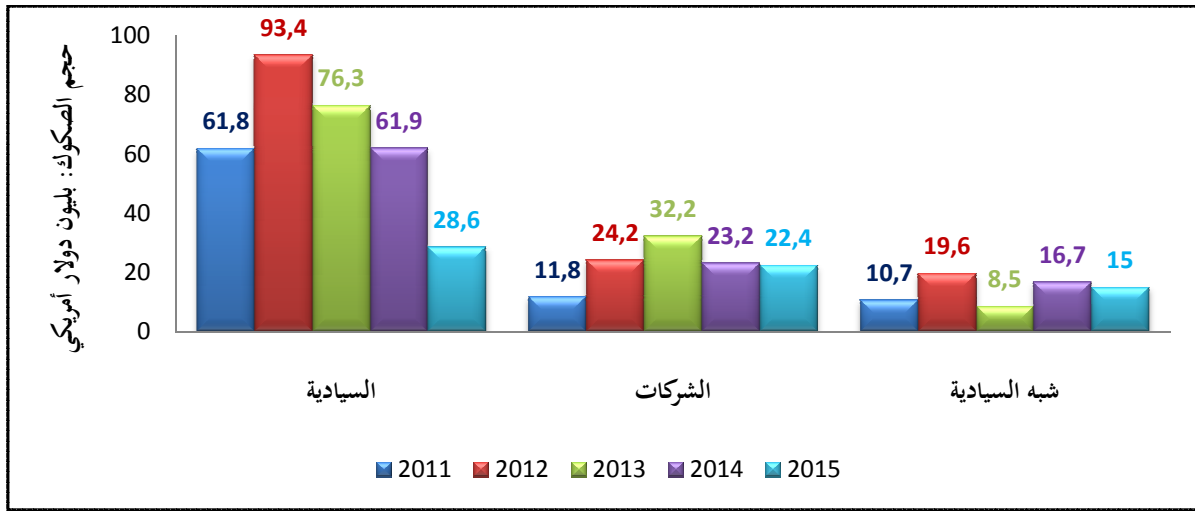
Source: Thomson Reuters and Dubai the capital of islamic economy, **Transforming Islamic Finance Business**, Innovation in islamic liquidity management 2017, p 28.

&: Thomson Reuters, **poised for growth**, Sukuk perceptions & forecast study 2017, p 27.

نمت إصدارات الصكوك منذ عام 2005 نموا كبيرا في جميع أنحاء العالم بعد الزيادة الكبيرة في أسعار النفط، فقد تسارعت إصدارات الصكوك لتبلغ قيمتها 376 بليون دولار عام 2007 بعد أن قدرت بـ : 113 بليون دولار عام 2005، ثم شهدت إصدارات الصكوك تراجعاً بسبب الأزمة المالية العالمية لعام 2008، ومع ذلك فإن سوق الصكوك لم يستغرق وقتاً طويلاً ليتعافى في عام 2010 أين بلغت قيمة الإصدارات ما يفوق 51 بليون دولار أمريكي، أما في عام 2012 فقد أصبحت الصكوك وسيلة تمويل متداولة في جميع أنحاء العالم الإسلامية منها وغير الإسلامية، حيث بلغت قيمة إصدارات الصكوك 137,14 بليون دولار عام 2012، ثم لتتوالى انخفاضات حجم الصكوك المصدرة أين قدرت قيمتها بـ: 116,93 بليون دولار في عام 2013، ولبيلغ بعدها 101,75 بليون دولار عام 2014، ثم ليلغ سنة 2015 قيمة 65,917 بليون دولار بنسبة انخفاض تقدر بـ : 35,2 ٪ بالمقارنة مع سنة 2014، ويعود هذا التراجع إلى الانكماش الاقتصادي في دول مجلس التعاون الخليجي، بالإضافة إلى انخفاض حجم الصكوك السيادية المصدرة بسبب قيام البنك المركزي الماليزي بوقف إصدار الصكوك قصيرة الأجل¹ والرسم البياني رقم (7.3) يعطي فكرة عن تأثير تراجع الصكوك السيادية على تراجع إجمالي إصدارات الصكوك.

¹ ICD Thomson Reuters, op. cit, p9.

الرسم البياني رقم (7.3): تطور حجم إصدارات الصكوك حسب الجهة المصدرة خلال الفترة 2011-2015



Source : ICD Thomson Reuters, **Liquidity management through sukuk innovative solutions**, 2016, p 10.

فالرسم البياني رقم (7.3) يوحي بوضوح إلى ارتفاع نسبة الصكوك السيادية إلى إجمالي الصكوك المصدرة، والتي قدرت بـ: 73,22٪ عام 2011، والتي أثر انخفاضها على انخفاض حجم الصكوك الإجمالي فقد قدرت نسبتها من الإجمالي عام 2015 بـ: 43,71٪. مع ضرورة الإشارة إلى انخفاض فجوة التفاوت بين مختلف قيم مصدرات الصكوك من حيث الجهات المصدرة الثلاث عام 2015 بالمقارنة بباقي السنوات الموضحة في التمثيل البياني.

أما من حيث العدد وبالعودة إلى الرسم البياني رقم (6.3) فقد تراجع حجم الصكوك المصدرة بنسبة (35,21٪) وهي نسبة أكبر من نسبة تراجع عدد الصكوك بين عامي 2014-2015 بمعدل 9,88٪، وهذا راجع إلى وجود إصدارات عديدة في دول جديدة العهد في هذا المجال لكن بقيم صغيرة، فمثلا بعد أن قامت المملكة المتحدة بإصدار الصكوك في جوان 2014 بقيمة 200 مليون جنيه استرليني - بثلاثة شهور (سبتمبر من نفس السنة) توالى إصدارات الصكوك في العديد من الدول كهونغ كونغ، جنوب إفريقيا، لوكسمبورغ وغيرها بالإضافة إلى العديد من الشركات كبنك اليابان طوكيو ميتسوبيشي يو إف جي

Goldman Sachs وجولدمان ساكس Japan's Bank of Tokya- Mitsubishi UFJ¹.

وبالتالي فإن سوق الصكوك يشهد تراجعاً واضحاً في السنوات الأخيرة ويعود ذلك إلى انخفاض أسعار النفط، وصعوبة التنبؤ بتغيرات أسعار الفائدة، بالإضافة إلى قرار ماليزيا للحد من إصدار الأصول ذات الدخل الثابت لإدارة ديونها، غير أن هذا التراجع الكبير في حجم الصكوك المصدرة في العالم بصفة عامة وماليزيا بصفة

¹ Thomson Reuters and Dubai the capital of islamic economy, op. cit, p 29.

خاصة لم يمنع هذه الأخيرة من الهيمنة على هذا السوق خلال الفترة 2013-2015 - فترة انخفاض حجم الإصدار¹. وهذا ما يوضحه الجدول رقم (2.3) والرسم البياني رقم (8.3).

ثانيا- تطور حجم الصكوك المصدرة والقائمة حسب الدول

توضح بيانات الجداول والرسوم البيانية الموالية تطور حجم الصكوك المصدرة والقائمة حسب الدول.

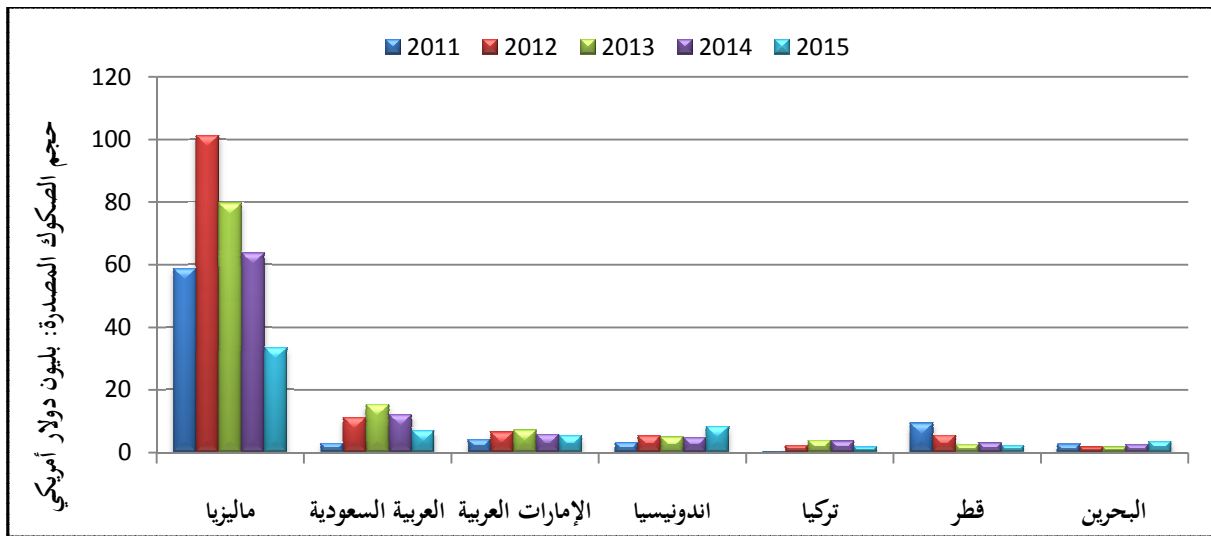
الجدول رقم (2.3): تطور حجم الصكوك المصدرة حسب الدول خلال الفترة 2011-2015

الوحدة: بليون دولار أمريكي

الدول / السنوات	2011	2012	2013	2014	2015
ماليزيا	58,75	101,28	79,59	63,72	33,437
العربية السعودية	2,86	11,14	15,21	12,09	6,992
الإمارات العربية	4,08	6,51	7,12	5,72	5,345
اندونيسيا	3,09	5,26	4,86	4,73	8,309
تركيا	0,35	2,21	3,77	3,59	1,780
قطر	9,28	5,45	2,35	3,02	2,158
البحرين	2,55	1,68	1,68	2,46	3,537

Source: Thomson Reuters, **beyond traditional markets**, Sukuk perceptions & forecast 2015, p 17, 22. And: Thomson Reuters, **poised for growth**, Sukuk perceptions & forecast study 2017, p 25, 31.

الرسم البياني رقم (8.3): تطور حجم الصكوك المصدرة حسب الدول خلال الفترة 2011-2015



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على بيانات الجدول رقم (2.3).

¹ ICD Thomson Reuters, **Global transformation**, op. cit, p 81.

نظرا لتعذر الحصول على إحصاءات 2010 سيتم عرض تطورات حجم الصكوك المصدرة حسب الدول خلال الفترة 2011-2015.

كملاحظة أولية وهامة عن الرسم البياني السابق يتضح ضخامة حجم الصكوك المصدرة في ماليزيا واتساع الفجوة بينها وبين باقي الدول التي تليها في الترتيب رغم الانخفاض الحاد في حجم الصكوك المصدرة فيها خلال السنوات الأخيرة.

وبمطابقة تطور حجم الصكوك المصدرة في ماليزيا مع إجمالي حجم الصكوك المصدرة والموضحة في الرسم البياني رقم (6.3) يتضح تطابقهما، نظرا للأهمية الكبيرة والوزن المهم للتجربة الماليزية في هذا المجال، وكما تمت الإشارة سابقا يعود هذا الانخفاض في ماليزيا منذ عام 2013 إلى قرار البنك المركزي الماليزي بوقف إصدار الصكوك قصيرة الأجل، أما عن حجم الصكوك المصدرة في السعودية فقد شهدت تطورا معتبرا خلال سنتي 2012 و2013، لكن ذلك لم يدم أين تراجع حجم المصدرات بها خلال عامي 2014 و 2015، متأثرة بالتباطؤ الاقتصادي في منطقة الخليج، والأزمات الأمنية في المنطقة العربية، بالإضافة إلى وعي المتعاملين ببعض الشبهات الشرعية الموجودة في تطبيقات أغلب الصكوك.

أما عن باقي الدولة المرتبة فنسبة مساهمتها في إجمالي الصكوك منخفضة، وفي مجملها تشهد استقرارا نسبيا، عدا ارتفاع مصدرات الصكوك في اندونيسيا عام 2015، بالإضافة إلى التراجع الواضح لهذه المصدرات في قطر. تجدر الإشارة هنا إلى أنه ورغم أهمية التجربة السودانية في مجال الصكوك فهي غير واردة ضمن الدول العشر الأولى في ترتيب تطور الصكوك في أغلب تقارير زاوية، وبالمقابل فهي تعد كسابع دولة في مصدرات الصكوك لعام 2015 ضمن إحصائيات السوق المالية الإسلامية الدولية وهذا ما يوضحه الجدول الموالي.

بالإضافة إلى ذلك هناك تناقض بين إحصائيات الجدول رقم (3.3) والجدول رقم (2.3) فيما يتعلق بترتيب السعودية في قائمة الدول المتصدرة من حيث الصكوك المصدرة عام 2015.

الجدول رقم (3.3): نسبة مساهمة الدول من إجمالي الصكوك المصدرة بتاريخ 2015/12/31

الدولة	ماليزيا	الإمارات العربية	العربية السعودية	اندونيسيا	قطر	البحرين	السودان
النسبة %	67,349	8,092	7,752	3,704	3,044	2,661	2,126

Source: International Islamic Financial Market, sukuk report, 5th edition, march 2016, p 33.

أما عن تطور الصكوك القائمة في مختلف الدول الرائدة فهي موضحة من خلال الجدول رقم (4.3) والرسم البياني رقم (9.3).

الجدول رقم (4.3): تطور حجم الصكوك القائمة في أهم الدول المصدرة للصكوك خلال الفترة

2015 - 2012

الوحدة: بليون دولار أمريكي

الدول/ السنوات	2012	2013	2014	2015
ماليزيا	170,946	165,981	167,2	188,700
العربية السعودية	21,679	36,460	46,8	52,064
الإمارات العربية	17,102	24,211	26,8	30,678
اندونيسيا	11,871	15,309	16,2	24,741
قطر	17,260	19,609	13,5	14,973
تركيا	2,790	6,429	9,2	10,004
البحرين	3,154	3,927	3,5	4,803

Source: Thomson Reuters, **poised for growth**, Sukuk perceptions & forecast study 2017, p 25.

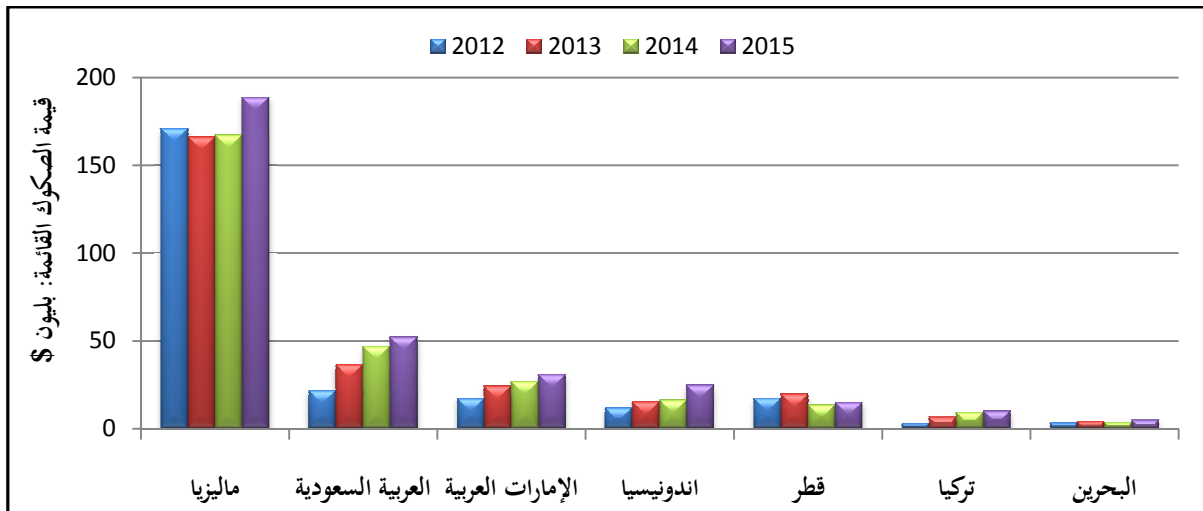
Thomson Reuters Barwa, **Industry at crossroads**, Sukuk Perceptions & Forecast 2016, p 23.

Thomson Reuters, **beyond traditional markets**, Sukuk perceptions & forecast 2015, p 13.

ICD Thomson Reuters, **mapping global Islamic finance development**, Islamic finance development report 2013, p37.

الرسم البياني رقم (9.3): تطور حجم الصكوك القائمة خلال الفترة في أهم الدول المصدرة للصكوك

خلال الفترة 2015 - 2012



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات الجدول رقم (4.3).

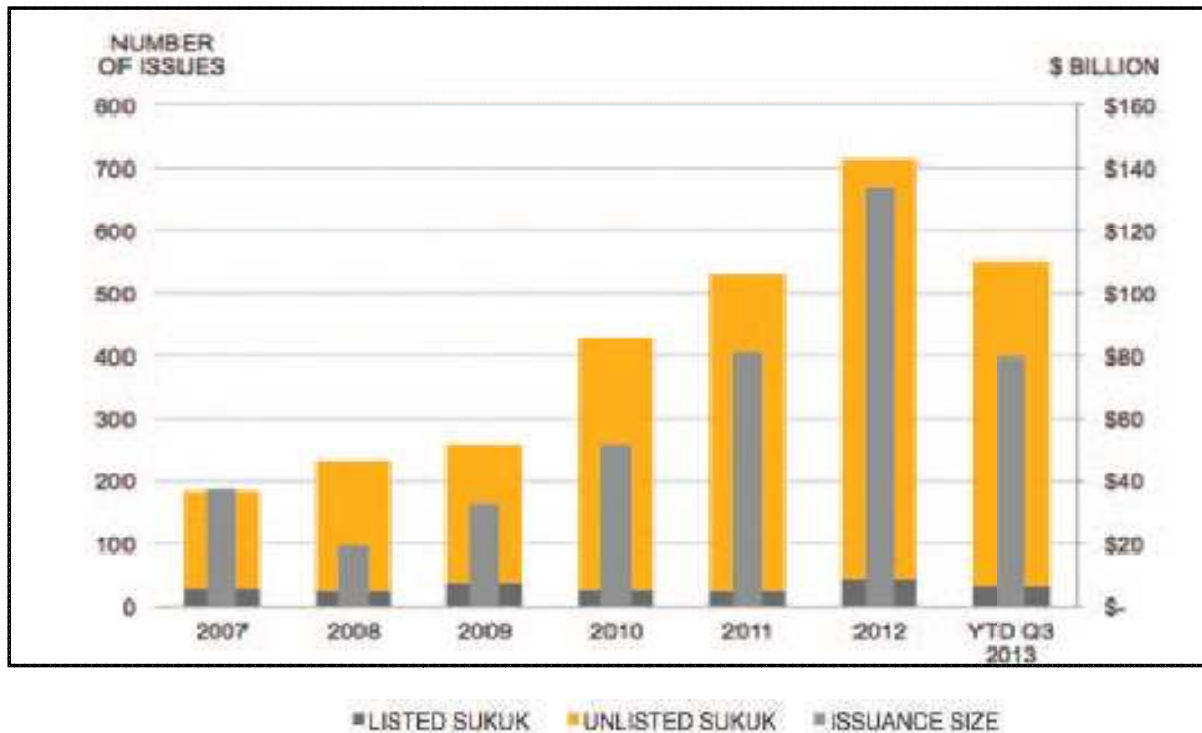
يشهد حجم الصكوك القائمة في أغلب الدول المتصدرة نموا معتبرا بنفس وتيرة تطور إجمالي الصكوك القائمة عالميا، فبالنسبة لماليزيا ذات الحصة الأكبر من حجم الصكوك القائمة وبفارق كبير عن باقي الدول الموالية في الترتيب، هناك ارتفاع في حجم الصكوك القائمة خلال السنوات الثلاث الأخيرة من فترة الدراسة، فبعد أن شهدت هذه الأخيرة تراجعاً عام 2013 تزايد حجمها عام 2014 و 2015، وتأتي بعد ماليزيا السعودية والتي يشهد بها حجم الصكوك القائمة تطوراً معتبراً طيلة الفترة 2012-2015. وفي المجمل فإن أغلب الدول الموضحة في التمثيل البياني السابق كان هناك تزايد في حجم الصكوك القائمة بها، رغم الانخفاض الكبير في حجم الصكوك المصدرة عالميا، ويعود ذلك لعدم استحقاق أغلب الصكوك ذات الأحجام الكبيرة خلال هذه السنوات.

الفرع الثاني: تطور سوق الصكوك الثانوي خلال الفترة 2010-2015

بعد التعرف على حجم وعدد الصكوك المصدرة والقائمة كإجمالي، وتوزيعها جغرافيا حسب الدول الرائدة، يأتي هذا الفرع لتوضيح مدى مرونة تسهيل هذه الصكوك من خلال تداولها في الأسواق الثانوية، وذلك من خلال تتبع حجم وعدد الصكوك المدرجة عالميا، ثم التركيز على أهم الأسواق من حيث مدرجات الصكوك فيها.

الرسم البياني رقم (10.3): إجمالي الصكوك المدرجة في الأسواق المالية عالميا خلال الفترة 2007-

سبتمبر 2013



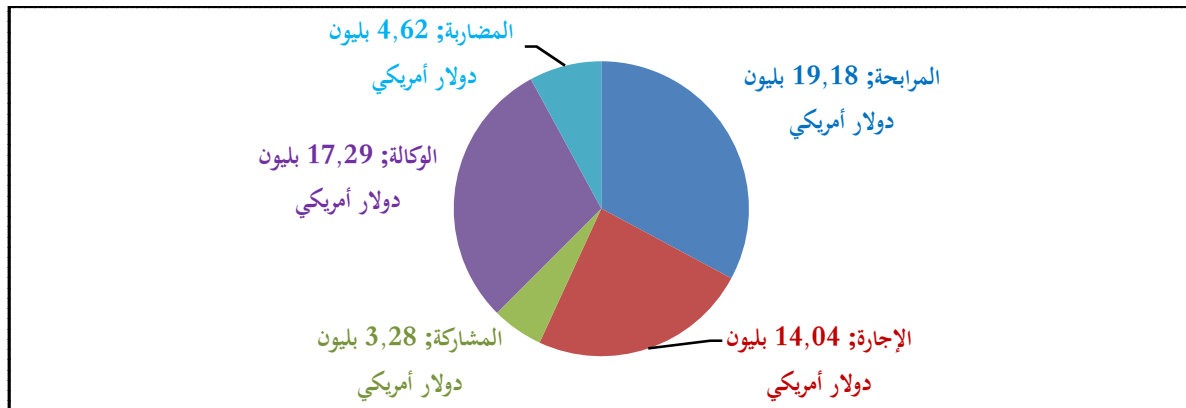
Source: Thomson Reuters zawya, sukuk perceptions and forecast study 2014, p 22.

تقدر قيمة الصكوك المدرجة في الأسواق المالية الثانوية 21,4 بليون دولار أمريكي عام 2012، أما في الربع الثالث من عام 2013 فقد قدرت الصكوك المدرجة بـ: 16,57 بليون دولار أمريكي.

وقد بلغت نسبة حجم الصكوك المدرجة من إجمالي حجم الصكوك المصدرة 15,6% عام 2012، وهي نسبة منخفضة نسبياً، ويعود ذلك إلى ضعف الأسواق المالية الثانوية في أغلب الدول الإسلامية من جهة، وإلى كبر حجم الصكوك القائمة على المداينات خاصة المراجعة والسلم، والتي يحد من تداولها في الأسواق الثانوية ضوابط شرعية عديدة تتعلق ببيع الديون والصرف من جهة أخرى.

والرسم البياني الموالي يوضح طبيعة أو هيكل الصكوك المصدرة عام 2015.

الرسم البياني رقم (11.3): هيكل الصكوك المصدرة عام 2015



Source : ICD Thomson Reuters, **Liquidity management through sukuk innovative solutions**, 2016, p 11.

فرغم تراجع قيمة صكوك المراجعة المصدرة من 76,37 بليون دولار أمريكي عام 2012 إلى 19,18 بليون دولار أمريكي عام 2015، غير أن نسبتها تظل الأكبر بالمقارنة بباقي هياكل الصكوك المصدرة والتي تقدر بـ: 33%.

أما عن نسبة عدد الصكوك المدرجة من إجمالي عدد الصكوك المصدرة فهي متذبذبة بين الارتفاع والانخفاض بما نسبته 5% إلى 14%، وهي نسبة منخفضة في المحمل مما يهي إلى ضعف السوق الثانوي من حيث مرونة تداول الصكوك. وهذا ما يوضحه الجدول رقم (5.3).

الجدول رقم (5.3): تطور عدد الصكوك المدرجة عالميا خلال الفترة 2012-2015

السنة	2012	2013	2014	2015
عدد الصكوك المدرجة	41	122	44	103

Source : www.zawya.com/islamic-finance-development-indicator/# 12/8/2017.

وتعد لندن ونازداك دبي وبورصة ماليزيا أكثر الأسواق إدراجا للصكوك، كما أن بورصة لندن تعد المركز الأكثر إدراجا للصكوك الدولية، في حين تعتمد باقي الأسواق على إدراج الإصدارات المحلية¹. ويمكن توضيح تفاصيل مدرجات الصكوك في أهم الدول، من خلال الجدول رقم (6.3) والرسم البياني رقم (12.3).

الجدول رقم (6.3): تطور حجم وعدد الصكوك المدرجة الجديدة في كل سنة بأهم الدول خلال الفترة 2013-2015

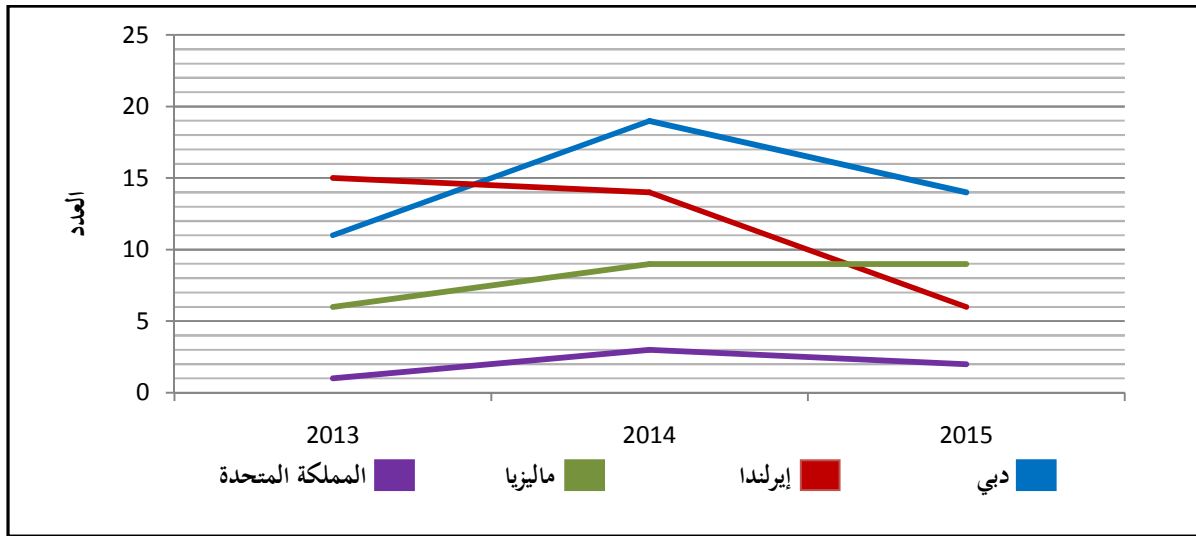
السوق	السنة	2013	2014	2015
دبي	القيمة: بليون \$	6,8	14,1	13,3
	العدد	11	19	14
إيرلندا	القيمة: بليون \$	9,8	9,3	4
	العدد	15	14	6
ماليزيا	القيمة: بليون \$	2,6	5,1	6,6
	العدد	6	9	9
المملكة المتحدة	القيمة: بليون \$	1	3,3	1,9
	العدد	1	3	2

Source: International Islamic Financial Market, **sukuk report**, 5th edition march, 2016, p 94.

¹ Thomson Reuters zawya, **sukuk perceptions and forecast study 2014**, p 22.

الرسم البياني رقم (12.3): تطور حجم وعدد الصكوك المدرجة الجديدة في كل سنة بأهم الدول خلال

الفترة 2013-2015



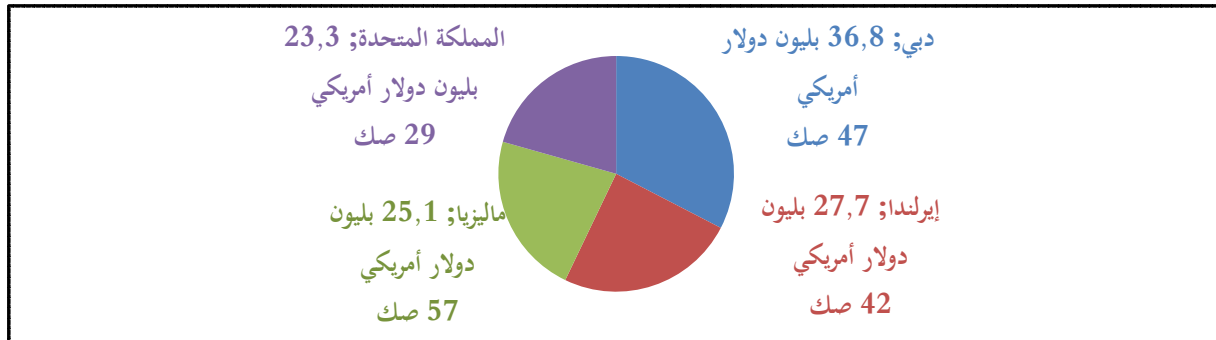
المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات الجدول رقم (6.3).

استقراء للرسم البياني رقم (12.3) يتضح أن سوق المال في دبي يعد من أكثر الأسواق المالية إدراجاً للصكوك في العالم خاصة عام 2014، تليها في الترتيب إيرلندا رغم أنها تراجعت عام 2015 إلى الترتيب الثالث بعد ماليزيا، هذه الأخيرة تتميز باستقرار نسبي في عدد الصكوك المدرجة من سنة إلى أخرى، أما سوق المال بالمملكة المتحدة فهي من بين أقل الدول الأربعة الأولى من حيث عدد الصكوك، بما لا يتعدى 3 صكوك كأقصى حد.

والتحليل في مجمله ينطبق على قيم الصكوك المدرجة الجديدة من حيث القيمة.

أما تفصيل حجم وعدد الصكوك المدرجة القائمة - ليس الجديدة كما في معطيات الجدول رقم (6.3) والرسم البياني رقم (12.3) - في أكثر الأسواق نشاطاً عالمياً خلال عام 2015 فهي موضحة في الرسم البياني رقم (13.3)، كما يلي:

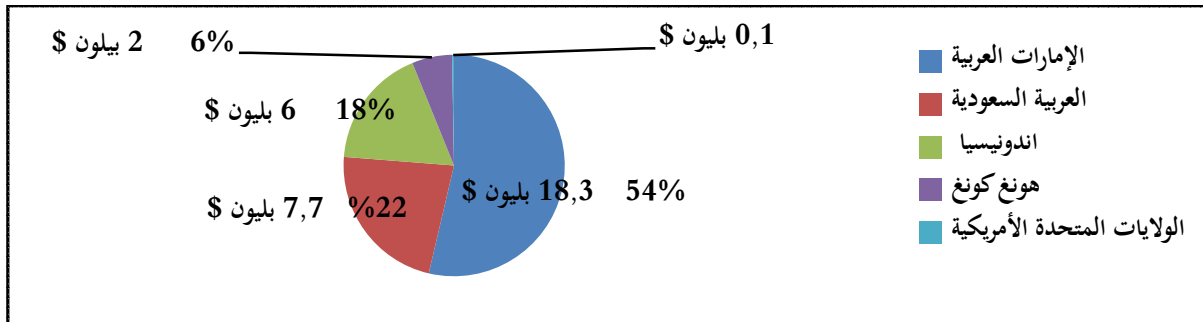
الرسم البياني رقم (13.3): إجمالي حجم وعدد الصكوك المدرجة في الأسواق المالية حسب البلد نهاية 2015



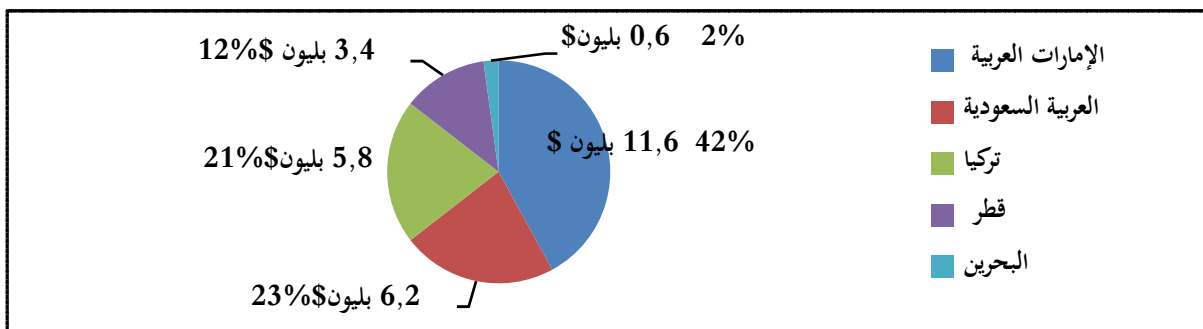
Source: International Islamic Financial Market, sukuk report, 5th edition march, 2016, p 94.

من حيث إجمالي حجم وعدد الصكوك القائمة المدرجة فتعد بورصة دبي إحدى أكبر البورصات في العالم من حيث قيمة الصكوك المدرجة فيها، وهذا ما يعكس سعيها لتحقيق إستراتيجيتها الهادفة إلى جعل مركز دبي المالي مقراً عالمياً للخدمات المالية الإسلامية، وكذلك الالتزام المتواصل للإمارات على تطوير قطاع الخدمات المالية الإسلامية. ويختلف منشأ الصكوك المدرجة من بورصة إلى آخر، وتفاصيل منشأ الصكوك في الأسواق الأربعة الأكثر إدراجاً للصكوك في العالم، موضحة في الرسوم البيانية الموالية والتي سيتم تحليلها جملة لتكامل الفكرة بينها:

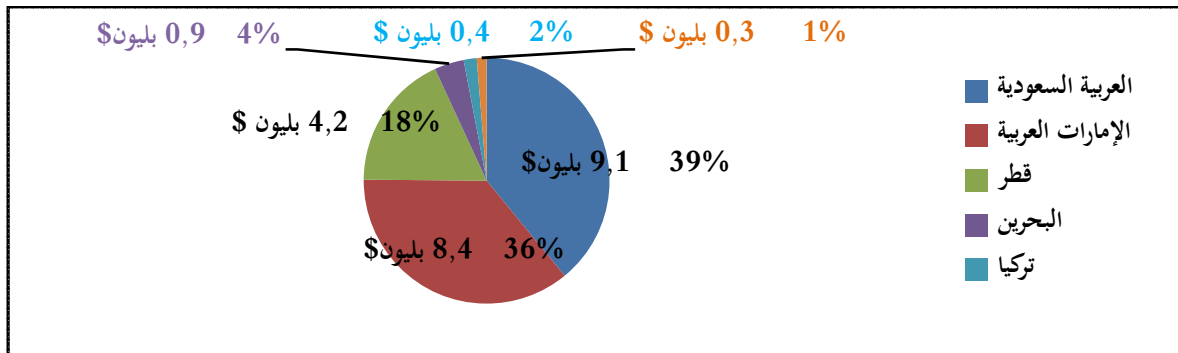
الرسم البياني (14.3): منشأ الصكوك المدرجة في سوق نازداك دبي 2015



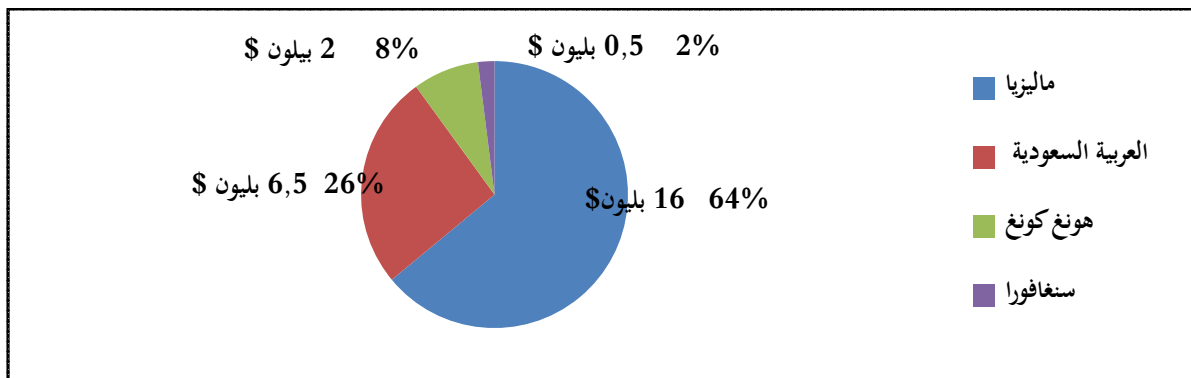
الرسم البياني (15.3): منشأ الصكوك المدرجة في إيرلندا 2015



الرسم البياني (16.3): منشأ الصكوك المدرجة في بورصة لندن 2015



الرسم البياني (17.3): منشأ الصكوك المدرجة في ماليزيا 2015



Source: International Islamic Financial Market, **sukuk report**, 5th edition march, 2016, p 95- 96.

من خلال الدوائر النسبية أعلاه يتضح سيطرة الإمارات العربية المتحدة على ما نسبته 54% (18,3 بليون دولار أمريكي) من الصكوك المدرجة في بورصة نازداك دبي، وسيطرة ماليزيا على ما نسبته 64% (16 بليون دولار أمريكي) من الصكوك المدرجة في ماليزيا، وبالمقابل لا تساهم المملكة المتحدة إلا بـ: 1% (0,3 بليون دولار أمريكي) فقط من إجمالي الصكوك المدرجة في بورصة لندن. ولا تسهم أيرلندا بأي قيمة من الصكوك المدرجة في سوقها.

كما ويلاحظ مساهمة السعودية بحصص معتبرة من الصكوك المدرجة في الأسواق الأربعة، بنسبة تفوق 22% في سوق نازداك دبي و 23% في أيرلندا و 39% في بورصة لندن، وبنسبة 26% في بورصة ماليزيا. والمميز في بورصة نازداك دبي هو تنوع منشأ الصكوك المدرجة بها بين عربية وآسيوية وأمريكية، أما الصكوك المدرجة في أيرلندا فكلها خليجية بالإضافة إلى تركيا، أما بورصة لندن فإن أغلب الصكوك المدرجة بها خليجية. وعلى خلاف ذلك فإن أغلب الصكوك المدرجة في ماليزيا آسيوية، بالإضافة إلى السعودية.

المطلب الثاني: تطور الصناديق الإسلامية خلال الفترة 2010 – 2015

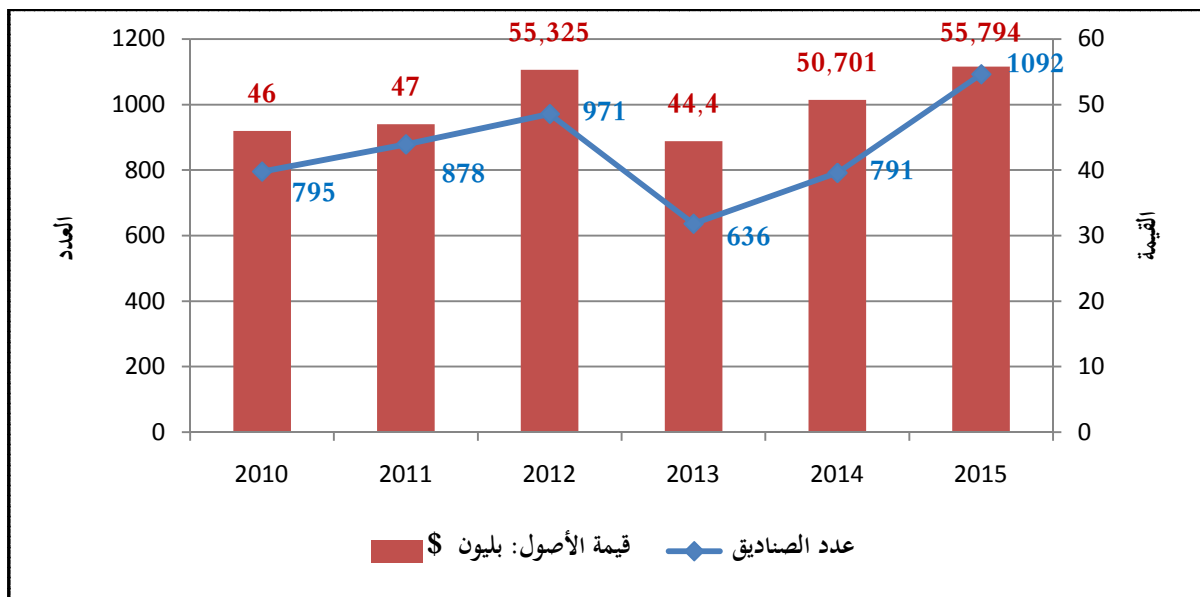
في إطار إستراتيجية التوظيف الجماعي للأموال في مختلف الأصول المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وفي إطار تطبيق الابتكارات المالية الإسلامية والاستفادة من مزايا هذه المنتجات، تسعى مختلف الدول للخوض في تجربة الصناديق الإسلامية.

الفرع الأول: تطور إجمالي عدد وقيمة أصول الصناديق الإسلامية خلال الفترة 2010 – 2015

يوضح الرسم البياني الموالي إجمالي عدد صناديق الاستثمار في العالم، بالإضافة إلى قيمة أصول هذه الصناديق، خلال الفترة 2010 – 2015.

الرسم البياني رقم (18.3): إجمالي قيمة أصول وعدد الصناديق الإسلامية خلال الفترة 2010 –

2015



Source: Thomson Reuters & Lipper, **Global Islamic Asset Management**, report 2014, p 14.

& www.zawya.com/islamic-finance-development-indicator 19/4/2017.

بعد تعافي سوق صناديق الاستثمار الإسلامية بعد الأزمة المالية العالمية لعام 2008 وأزمة دبي المالية عام 2009، حيث ارتفع كل من حجم الأصول وعدد الصناديق الإسلامية خلال الفترة 2010 – 2012 بمعدل نمو يقدر بـ: 20٪، غير أن هذا الارتفاع لم يدم طويلا أين تراجعت أصول الصناديق بقيمة معتبرة عام 2013 بمعدل 19,74٪، لتبلغ قيمتها 44,4 بليون دولار أمريكي، وقدر عددها بـ: 636 صندوق إسلامي كأقل القيم خلال فترة الدراسة، ومرد هذا التراجع هو تداعيات الأزمة الأمنية العربية وأزمة منطقة اليورو عام 2012. ليشهد

سوق الصناديق بعدها تحسنا معتبرا خلال عامي 2014 و2015، أين نمت أصول الصناديق بمعدل 25,66٪ في سنة 2015 بالمقارنة بسنة 2013، ليلبلغ حجم أصولها 55,794 بليون دولار، ولبيلبلغ عددها 1092 صندوقا عام 2015 كأكبر القيم خلال فترة الدراسة، خاصة بعد إنشاء إيران 26 صندوقا إسلاميا سنة 2015.

أما تفصيل مساهمة الدول في تغيرات حجم الصناديق وعددها فهي موضحة من خلال العناصر الآتية.

الفرع الثاني: تطور الصناديق الإسلامية حسب الدول ونوع الأصول

يختلف حجم أصول صناديق الاستثمار الإسلامية من دولة إلى أخرى ومن فئة أصول إلى أخرى، وتفصيل ذلك فيما يأتي.

أولا- تطور الصناديق الإسلامية حسب الدول

يعطي الجدول والرسم البياني المواليين فكرة عن قيمة أصول الصناديق الإسلامية القائمة في الدول العشر الأولى عالميا عامي 2014 و2015.

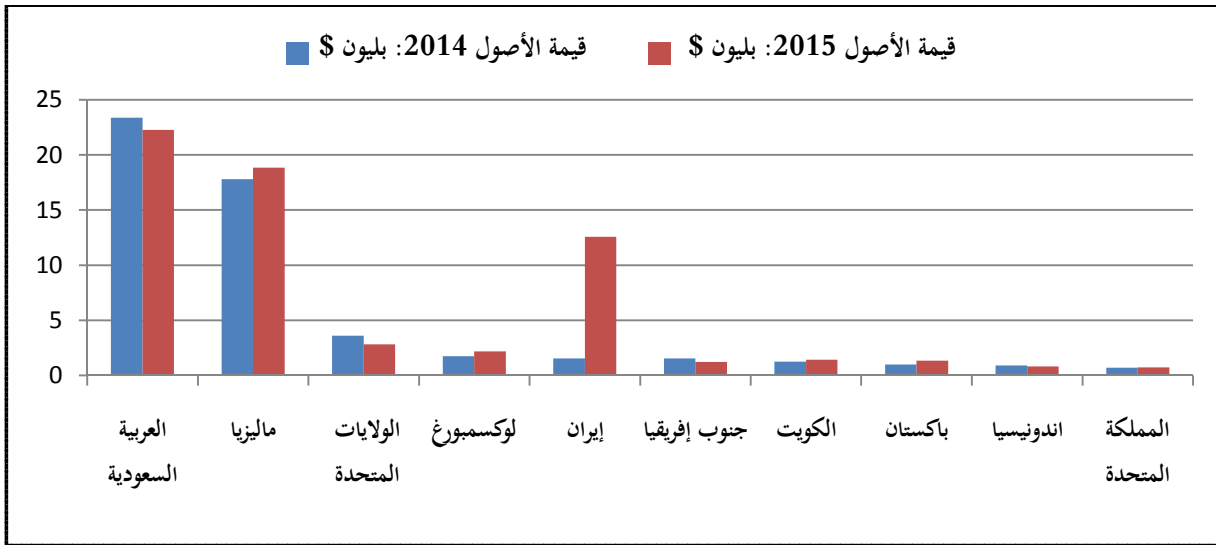
الجدول رقم (7.3): قيمة أصول الصناديق الإسلامية القائمة حسب الدول (2014-2015)

الدولة	قيمة الأصول 2014: بليون \$	قيمة الأصول 2015: بليون \$
العربية السعودية	23,362	22,274
ماليزيا	17,797	18,839
الولايات المتحدة الأمريكية	3,602	2,823
لوكسمبورغ	1,755	2,170
إيران	1,54	12,584
جنوب إفريقيا	1,54	1,227
الكويت	1,24	1,429
باكستان	0,989	1,342
اندونيسيا	0,898	0,808
المملكة المتحدة	0,703	0,728

Source: ICD Thomson Reuters, **Global transformation**, Islamic finance development report 2015, p 92.

ICD Thomson Reuters, **Resilient growth**, Islamic finance development report, 2016, p 74.

الرسم البياني رقم (19.3): قيمة أصول الصناديق الإسلامية القائمة حسب الدول 2014-2015



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات الجدول رقم (7.3).

الملاحظ من الرسم البياني السابق أنه وفي عام 2014 وضمن مجموع 30 دولة، (80٪) من الصناديق الإسلامية تتركز في دول مجلس التعاون الخليجي (خاصة السعودية) وجنوب شرق آسيا (ماليزيا كمساهم رئيسي)، ثم تلي أمريكا الشمالية (الولايات المتحدة وكندا) ثم أوروبا؛ لوكسمبورغ هي رابع دولة سواء من حيث عدد الصناديق القائمة أو من حيث الأصول المدارة. في حين تتميز كل من المملكة المتحدة، إيرلندا، إيطاليا وسويسرا بصغر أسواق الصناديق الإسلامية فيها¹.

أما في عام 2015، تشكل الدول الرائدة في الصناديق الإسلامية القائمة والتي تتمثل في السعودية وماليزيا وإيران (81٪) من إجمالي الصناديق الإسلامية العالمية، أين تمكنت إيران من تجاوز الولايات المتحدة ولوكسمبورج لتصبح الثالثة عالمياً، ويعزى هذا النمو بإيران إلى إنشاء 26 صندوقاً إسلامياً جديداً عام 2015، بالإضافة إلى النمو الجيد لبعض الصناديق القائمة المستثمرة في الأصول ذات الدخل الثابت، وعلى العكس من ذلك تقلصت العديد من الصناديق الإسلامية في إيران التي تستثمر في الأسهم.

وبشكل عام، كان عام 2015 عاماً بطيئاً في إدارة الأصول الإسلامية وقد حققت خمس دول فقط من أصل 29 دولة متوسطاً تراكمياً إيجابياً في عام 2015، و 26٪ فقط من الصناديق الإسلامية على مستوى العالم كان

¹ ICD Thomson Reuters, **Global transformation**, op. cit, p 93.

لها أداء تراكميا إيجابيا خلال نفس السنة، فصناديق السلع الأساسية شهدت أكبر قدر من التقلب والتذبذب نتيجة الانخفاض في أسعار النفط¹.

ورغم تراجع قيمة أصول الصناديق الإسلامية القائمة بالسعودية في سنة 2015 بالمقارنة بسنة 2014، إلا أنها تظل بالمركز الأول عالميا. وتقدر نسبة قيمة أصول صناديق الاستثمار الإسلامية القائمة في السعودية من إجمالي قيمة أصول الصناديق الإسلامية القائمة بـ: 39,92٪، تليها ماليزيا بنسبة 33,76٪.

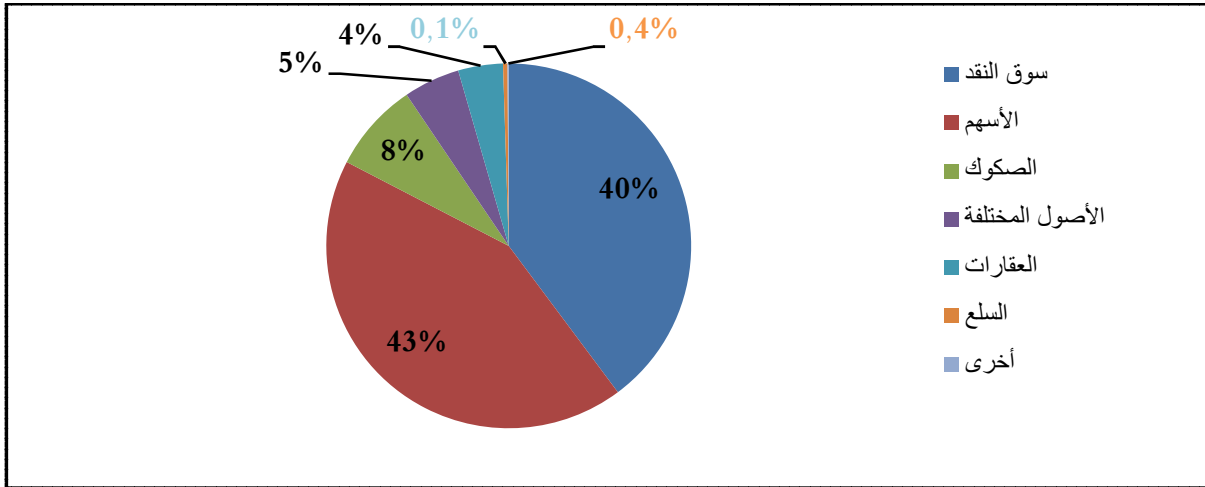
ثانيا- توزيع الصناديق الإسلامية حسب نوع الأصول

يعطي هذا العنصر فكرة عن توزيع الصناديق الإسلامية على مختلف فئات الأصول، سواء بالنسبة للصناديق القائمة أو الجديدة.

1. توزيع الصناديق الإسلامية القائمة حسب نوع الأصول

توزيع الصناديق الإسلامية القائمة حسب نوع الأصول نهاية 2014 موضحة في الرسم البياني الآتي:

الرسم البياني رقم (20.3): توزيع الصناديق الإسلامية القائمة حسب نوع الأصول نهاية 2014



Source: ICD Thomson Reuters, **Global transformation**, Islamic finance development report 2015, p 94.

أخرى: تتضمن أنواع أخرى من الصناديق كالصناديق البديلة.

تمثل حقوق الملكية أكبر فئة أصول للصناديق الإسلامية القائمة بقيمة 24 بليون دولار أمريكي، أي بنسبة 43٪ من إجمالي الأصول المدارة للصناديق الإسلامية عام 2014.

¹ ICD Thomson Reuters, **Resilient growth**, op. cit, p 74- 75.

وتمتلك الدول الثلاث الأولى - ماليزيا والسعودية والولايات المتحدة- عام 2014 (79٪) أو ما يعادل 19 بليون دولار أمريكي من صناديق الأسهم الإسلامية. كما تحوز هذه الدول على 98٪ من صناديق سوق النقد بقيمة 21,7 بليون دولار أمريكي من مجموع 22,1 بليون دولار أمريكي¹.

أما عام 2015 فتشكل صناديق الأسهم الإسلامية 34٪ من إجمالي الأصول المدارة في الصناديق، وتشكل 51٪ من إجمالي عدد الصناديق الإسلامية القائمة، ومع أنها تحوز حصة الأسد، غير أنها شهدت تراجعاً في أدائها. وفي الوقت نفسه، كانت الصناديق العقارية وصناديق الصكوك في بعض البلدان ذات أداء إيجابي متوسط ومستقر، بما في ذلك المملكة المتحدة بالنسبة لصناديق العقارات الإسلامية وكذا إيران، لوكسمبورغ، باكستان، قطر، السعودية، بالإضافة إلى صناديق الصكوك في السعودية والمملكة المتحدة².

الاستثمارات البديلة هي تعريف يشمل كثير من الاستثمارات والأصول المالية وكذلك الحقيقية (الملموسة). وتشمل كل الاستثمارات فيما عدا الأسهم والسندات، حيث تعتبر الأسهم والسندات استثمارات تقليدية أو أساسية وما عداها استثمارات بديلة، وبالطبع فإن الاستثمارات البديلة تتطور باستمرار ويضاف لها أنواع مبتكرة من الاستثمارات.

من بين أشهر أنواع الاستثمارات البديلة الاستثمارات الخاصة Private Equity ويتلخص عمل شركات الاستثمارات الخاصة في تأسيس هذه الشركات لصناديق استثمارية يكون غرضها الاستحواذ على حصص في شركات خاصة غير مدرجة والعمل على تطويرها وتعظيم حجمها وأرباحها ثم التخرج من تلك الحصص خلال 3-7 سنوات، ومثل هذه الصناديق أثر إيجابي على الاقتصاد ككل في أغلب الأحيان .

ومن أنواع الاستثمارات البديلة أيضاً ما يسمى بصناديق التحوط (Hedge Funds) وصناديق التحوط هي صناديق استثمارية تعمل على استثمار أموالها في الأسواق المالية بما فيها الأسهم والسندات، لكن الفرق يكمن في كونها تستخدم استراتيجيات محددة مثل الاقتراض بعملة والاستثمار في عملة أخرى، أو شراء أسهم شركة ما وبيع أسهم شركة أخرى على المكشوف، كما تقوم صناديق التحوط باستخدام الأدوات المالية المشتقة مثل الاستثمار في عقود الخيارات والعقود المستقبلية وتضارب على أسعار السلع وأسعار الفائدة³.

¹ ICD Thomson Reuters, **Global transformation**, op. cit, p 94.

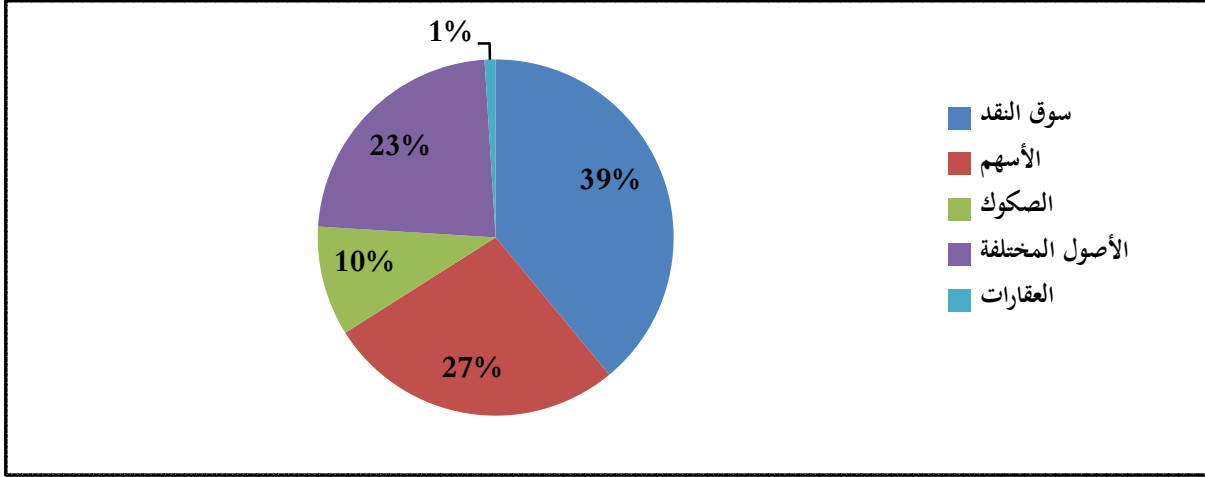
² ICD Thomson Reuters, **Resilient growth**, op. cit, p 75.

³ عمر العثيم، ما هي الاستثمارات البديلة، صحيفة المال الاقتصادية، 14 ماي 2017: www.maaal.com 2017/7/28.

2. توزيع الصناديق الإسلامية المطروحة حسب نوع الأصول

يوضح هذا العنصر أنواع الأصول الأكثر جذبا للمستثمرين المكتتبين في صناديق الاستثمار في السنوات الأخيرة.

الرسم البياني رقم (21.3): توزيع الصناديق الإسلامية المطروحة حسب نوع الأصول نهاية 2014



Source: ICD Thomson Reuters, **Global transformation**, Islamic finance development report 2015, p 94.

تمثل صناديق النقد أكثر أنواع الصناديق الإسلامية المصدرة عام 2014 بنسبة 39٪ من إجمالي أصول صناديق الاستثمار المدارة و 96٪ من هذه الصناديق منشأها جنوب شرق آسيا.

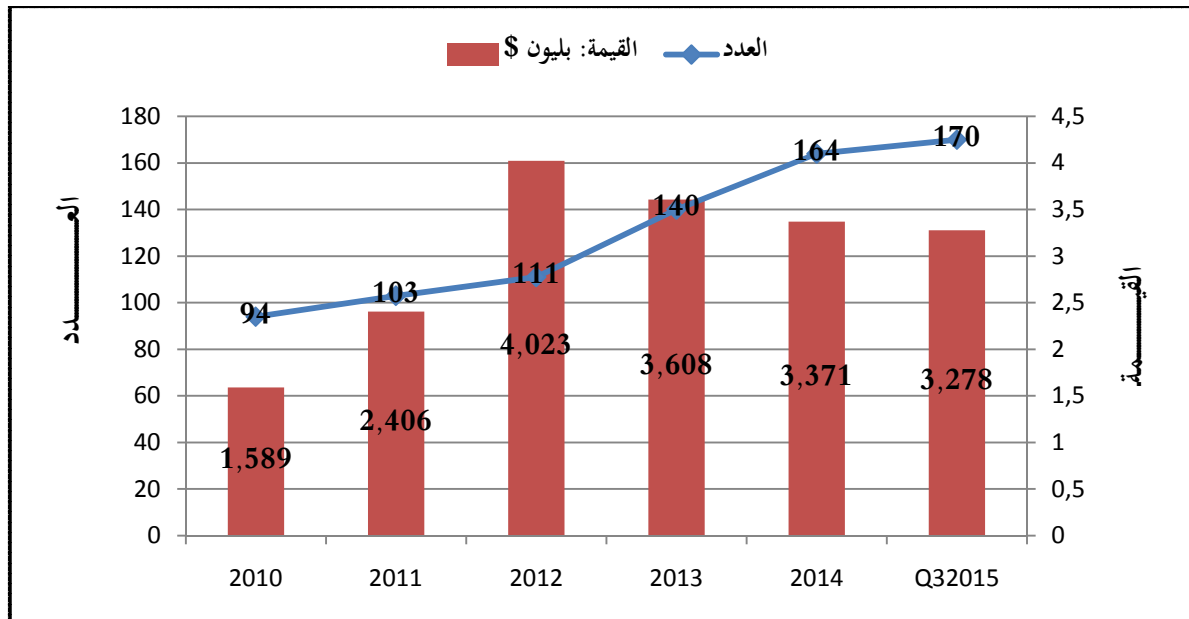
وتأتي في المرتبة الثانية الأسهم كأهم أصول الصناديق الإسلامية غير أنها تشهد تراجعاً في الدول المصدرة للنفط جراء تراجع أسعار النفط ورفع الدعم في بعض الدول.

وفي بعض الدول كالسعودية، تزيد مخاطر صناديق الأسهم الإسلامية فيها بعد فتح المجال للاستثمار الأجنبي والسماح للأجانب بالتملك الكامل أو الجزئي للشركات.

وبالمقابل تستمر صناديق الصكوك في النمو على الصعيد العالمي، خاصة في الدول غير الإسلامية¹. فقد شهدت عدد صناديق الصكوك القائمة تزايداً مستمراً خلال فترة الدراسة، وهذا ما يتضح من خلال الرسم البياني الموالي:

¹ ICD Thomson Reuters, **Global transformation**, op. cit, p 94.

الرسم البياني رقم (22.3): تطور إجمالي أصول وعدد صناديق الصكوك القائمة خلال الفترة 2010-2015
سبتمبر 2015



Source: Thomson Reuters Barwa, **Industry at crossroads**, Sukuk Perceptions & Forecast 2016, p 84.

بلغت قيمة أصول صناديق الصكوك القائمة ذروتها في عام 2012 بمبلغ 4,02 بليون دولار أمريكي بما يتناسب مع مصدرات الصكوك بقيمة مرتفعة تفوق 137 بليون دولار أمريكي في عام 2012، أما عن حصة صناديق الصكوك من إجمالي الصناديق الإسلامية القائمة، فقد قدرت بـ: 7,2٪ عام 2012، لتتخفص إلى 6,6٪ عام 2014.

أما من حيث العدد فإن نسبة صناديق الصكوك من إجمالي عدد الصناديق الإسلامية القائمة، فبعد أن كانت ثابتة في حدود 11٪ خلال السنوات 2010 إلى غاية 2012، تزايدت عام 2013 لتبلغ 22٪، ثم لتعاود الانخفاض بوتيرة بسيطة أين بلغت هذه النسبة 20,73٪ سنة 2014.

المبحث الثالث: تطور أدوات التمويل الإسلامية المبتكرة في سوق رأس المال السعودي خلال الفترة 2010-2015

من خلال المبحث الأول من هذا الفصل اتضح تصدر السعودية قائمة الدول من حيث إجمالي أصول التمويل الإسلامي، وتصدرها قائمة الدول من حيث قيمة أصول صناديق الاستثمار الإسلامية، واحتلالها للمركز الثاني بعد ماليزيا من حيث حجم الصكوك القائمة والمصدرة، كما تعد من بين أكبر الدول من حيث مساهمتها في مختلف مدرجات الصكوك في الأسواق المالية العالمية الرائدة، هذا ما دفعنا إلى القيام بتتبع تطور أصول أسواق رأس المال بها.

والسعودية كغيرها من الدول تعمل على تطوير وتنويع أدوات التمويل المتوافقة مع الشريعة الإسلامية بسوقها المالي، فبالإضافة إلى الأسهم قامت السعودية بتطبيق بعض الابتكارات المالية كالصكوك الإسلامية وصناديق المؤشرات المتداولة بما فيها الصناديق العقارية المتداولة.

فمن خلال هذا المبحث نهدف إلى التعرف على مدى تنوع الابتكارات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في سوق رأس المال السعودي، ومدى مساهمة هذه الابتكارات في نشاط هذا السوق، ومن أجل التوضيح أكثر تم تقسيم هذا المبحث إلى المطالب التالية:

المطلب الأول: تطور سوق الصكوك بالسعودية خلال الفترة 2010-2015

المطلب الثاني: تطور صناديق الاستثمار بالسعودية خلال الفترة 2010-2015.

المطلب الثالث: تطور صناديق المؤشرات المتداولة بسوق تداول السعودي خلال الفترة 2010-2015.

المطلب الأول: تطور سوق الصكوك بالسعودية خلال الفترة 2010-2015

على اعتبار أن السعودية ثاني دولة عالميا من حيث حجم الصكوك المصدرة والقائمة، فإنه يتعين تقدير نشاط سوق الصكوك فيها، بشقية الأول والثانوي.

الفرع الأول: تطور مبالغ طرح أدوات الدين في السعودية خلال الفترة 2010-2015

يعطي هذا الفرع فكرة عن حجم مبالغ أدوات الدين (ذات الطرح العام والخاص) في السعودية، ونسبتها من إجمالي طرح الأوراق المالية.

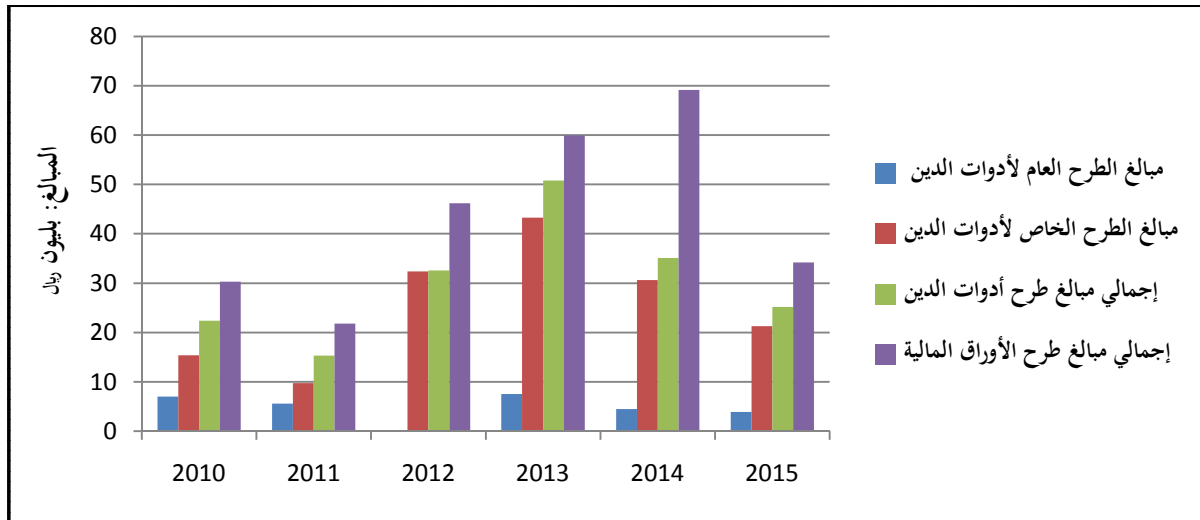
الجدول رقم (8.3): تطور مبالغ طرح أدوات الدين في السعودية خلال الفترة 2010-2015

الوحدة: بليون ريال

السنة	مبالغ الطرح العام	مبالغ الطرح الخاص	إجمالي مبالغ الطرح	إجمالي مبالغ طرح الأوراق المالية
2010	7,0	15,4	22,4	30,3
2011	5,6	9,7	15,3	21,77
2012	0,2	32,4	32,6	46,20
2013	7,5	43,3	50,8	59,97
2014	4,5	30,61	35,11	69,14
2015	3,9	21,30	25,2	34,19

المصدر: هيئة السوق المالية، التقارير السنوية، 2010-2015.

الرسم البياني رقم (23.3): تطور مبالغ طرح أدوات الدين في السعودية خلال الفترة 2010-2015



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على معطيات الجدول رقم (8.3)

تطغى مبالغ طرح الخاص على مبالغ طرح العام لأدوات الدين في السعودية في مختلف سنوات الدراسة، فمثلا تمثل نسبة مبالغ طرح العام إلى إجمالي مبالغ طرح أدوات الدين عام 2015 (3,18%) فقط، حتى أنه في عام 2012، شارفت مبالغ طرح العام على الانعدام.

وعموما يشهد إجمالي مبالغ طرح أدوات الدين تذبذبا واضحا بين الارتفاع والانخفاض، إذ سُجلت أدنى قيمة له عام 2011 بسبب الأزمة الأمنية في المنطقة العربية، لترتفع وتبلغ ذروتها عام 2013، ثم لتعود إلى التراجع عامي 2014، 2015، والأمر ينطبق على إجمالي مبالغ طرح الأوراق المالية، غير أن ذروة هذه الأخيرة كانت عام 2014 لتعود هي الأخرى للانخفاض عام 2015 بسبب تراجع أسعار النفط.

أما عن نسبة إجمالي مبالغ طرح أدوات الدين من إجمالي مبالغ طرح الأوراق المالية فهي متغيرة في مجال 70% و84% عدا سنة 2014 أين سجلت أدنى نسبة وهي 50,78% نظرا لتراجع حجم مبالغ أدوات الدين وبالمقابل زيادة حجم مبالغ طرح مختلف الأوراق المالية الأخرى.

الفرع الثاني: سوق الصكوك الثانوي في السعودية - سوق تداول-

إن النمو الكبير في إصدار الصكوك في العالم، وبصفة خاصة في السعودية، شكلت قوة دافعة لإصدار الصكوك وتداولها، خاصة وأن نمو سوق أدوات الدخل الثابت في المملكة يعتبر ضعيفا بالمقارنة مع سوق الأسهم، وقد تمثلت أهم الخطوات في هذا الصدد قيام السوق المالية السعودية "تداول" في منتصف جوان من عام 2009 بإنشاء سوق ثانوية للصكوك تعمل آليا بنظام أوامر البيع والشراء، عكس النظام السابق القائم على تداول الصكوك في سوق موازية، مما يعني تنفيذ عمليات البيع عبر إدارات الخزانة في البنوك ثم تسويتها لدى شركة تداول عقب ذلك، وكانت السيولة الناتجة عن تلك العمليات منخفضة للغاية بسبب احتفاظ المستثمرين بمعظم إصدارات الصكوك إلى حين أجل استحقاقها، ويستهدف النظام الجديد تشجيع المستثمرين على التوسع في تداول الصكوك حيث يتيح لهم بيع وشراء الصكوك من خلال شركات الوساطة.

ووفقا لنظام التداول الجديد الذي أطلقتته هيئة سوق المال السعودي في 13 جوان 2009، يتم تداول الصكوك وفق الأوامر المحددة، حيث تنفذ أولا أوامر أفضل سعر في حالة وجود أكثر من أمر لأفضل سعر تعطى الأولوية للأمر الذي وصل أولا، وتتم عملية السداد والتسوية بعد يومين من الصفقة.

هذا ويستطيع المستثمر جني الأرباح بطريقتين، إما من خلال المبالغ التي يدفعها المصدر أو ببيع الصكوك نفسها. وتتحدد المبالغ المدفوعة وفقا للعائد السنوي، والذي قد يكون متغيرا (في شكل سعر فائدة مرجعي متغير زائد علاوة ثابتة) أو يكون ثابتا (إصدار مجموعة بن لادن هو الصكوك السعودية الوحيدة التي تم تسعيرها بسعر

فائدة ثابت قدره 7%، وفي السعودية يسود النوع الأول، حيث يعتبر السعر المرجعي هو سايبور (سعر فائدة القروض بين البنوك السعودية) لأجل 3 أشهر، وهذا يعني أن الجهة المصدرة ستدفع للمستثمرين مبلغ سنوي يعادل سعر سايبور زائدا علاوة معلومة¹

في هذا الإطار سيتم تقييم سوق الصكوك في السوق المالي السعودي، من خلال العناصر الآتية:

- عدد الصكوك وتنوعها في سوق تداول السعودي خلال فترة الدراسة.

- قيمة الصكوك المتداولة.

- عدد الصفقات المنفذة في قسم الصكوك.

أولاً- طبيعة الصكوك المتداولة في سوق تداول السعودي خلال الفترة 2010-2015

ضمن الأقسام المختلفة للأسواق -وفق الأدوات المتداول فيها- الموجودة بسوق تداول السعودي، هناك سوق الصكوك والسندات، كل الأدوات المتداولة فيها تحت مسمى صك. وسيتم من خلال هذا العنصر التعرض بنوع من التفصيل لمختلف الجوانب النظامية والشرعية لهذه الصكوك.

1. صكوك سابك

قامت الشركة السعودية للصناعات الأساسية "سابك" بعرض إصدارها الأول من الصكوك الإسلامية بتاريخ 2006/7/4 وتنتهي عام 2026 إلكترونياً عن طريق سبعة بنوك محلية وإقليمية، وحددت الشركة في نشرة إصدار الصكوك أربعة أيام خلال العام كتواريخ توزيع دورية للصكوك وتتعهد الشركة في النشرة بشراء الصكوك من حملتها بسعر شراء محدد مسبقاً يتناقص مع الوقت في تواريخ التوزيع الدورية كل خمسة سنوات². وتجب الإشارة هنا إلى أن السوق المالية السعودية (تداول) قامت بإيقاف تداول الإصدار الأول لسابك بتاريخ 2011/7/15 بناء على طلب الشركة (سابك) وذلك بشراء (استرداد) الصكوك من جميع حملتها للإصدار الأول³.

أما الإصدار الثاني من الصكوك لشركة سابك البالغ قيمته 8 بليون ريال فقد صدرت في جويلية 2007 وأدرجت في السوق المالية السعودية (تداول) وفقاً لأحكام وشروط هذه الصكوك، ثم تم إيقاف التداول بهذه

¹ جدوى للاستثمارات، سوق الصكوك السعودية، السعودية، أوت 2009، ص 2، 5.

² <http://www.aleqt.com> 13/2/2017.

³ www.alkhaleej.ae/economics 13/2/2017.

الصكوك بناء على موافقة هيئة السوق المالية السعودية على طلب "سابك" شراء (استرداد) الصكوك من جميع حملتها للإصدار الثاني، وقد تم إلغاء الإدراج الخاص بالصكوك اعتباراً من الأحد 2012/07/15¹.

أما الإصدار الثالث من صكوك سابك، فكون شركة سابك شركة قابضة تمتلك حصصاً في مجموعة كبيرة من شركات منتجة للبتر وكيمياويات وتتراوح هذه الحصص بين 20% من مجموع الأسهم لبعض الشركات ونحو 90% لأخرى. فقد وقعت سابك مع جميع هذه الشركات اتفاقية تعطيها لوحدها الحق في تسويق منتجات هذه الشركات على مستوى العالم، مقابل رسوم تحتسب كنسبة مئوية من المبيعات، وقد تنازلت تلك الشركات عن حقها في تسويق منتجاتها وأصبح هذا امتيازاً تاماً لشركة سابك طيلة مدة الاتفاقية وهي عشرون سنة، وبناء عليه قامت شركة سابك ببيع هذا الامتياز إلى حملة الصكوك، فهي بالوكالة عنهم تقوم بالتسويق بأجرة متفق عليها، فالأجرة المنصوص عليها في اتفاقية التسويق من نصيب حملة الصكوك، والأجرة التي تحصل عليها سابك منصوص عليها في اتفاقية إصدار الصكوك، وفي نهاية خمس سنوات الأولى تعرض سابك على حملة الصكوك رغبتها في شراء حق التسويق منهم بثمن يساوي 90% من المبلغ الأصلي الذي دفعته ثمناً لها، فإذا وافق أغلبية حملة الصكوك على ذلك جرى البيع وأطفئت الصكوك، وإلا استمرت لخمس سنوات أخرى حتى يأتي العرض الآخر بالشراء وفي هذه المدة يكون ثمن الشراء 80% من المبلغ الأصلي².

2. صكوك الشركة السعودية للكهرباء

تم تأسيس الشركة السعودية للكهرباء - شركة مساهمة سعودية - بتاريخ 5 أبريل 2000 م، ويتمثل نشاطها في توليد ونقل وتوزيع الطاقة الكهربائية في السعودية من خلالها أو من خلال الشركات المملوكة لها كلياً أو جزئياً.

أ. صكوك الشركة السعودية للكهرباء 1 وصكوك كهرباء السعودية 2

إن من أبرز ما طرح من صكوك تمثل حقوقاً معنوية على مستوى العالم كله هي صكوك سابك بإصداراتها الثلاثة وصكوك شركة الكهرباء السعودية بإصدارها الأول والثاني، التي بنيت جميعها على هيكلية واحدة، وعليه فسيتم دراسة الجوانب الشرعية لأحد هذه الإصدارات ألا وهو الإصدار الثالث من صكوك سابك. يرى حامد ميرة عدم انضباط هيكلية هذا الإصدار بالضوابط الشرعية، لجملة من الأدلة أهمها:

ما باعته سابك على حملة الصكوك ليس عينا ولا منفعة بل ولا حقاً معنوياً يصح بيعه والمعاوضة عليه، وإنما هو في حقيقة الأمر بيع لجزء من الإيرادات النقدية المستقبلية التي تستحق لسابك، المتحصلة من نشاطها في تسويق

¹ <http://alwafd.org> 13/2/2017.

² بن عيد محمد، الصكوك الإسلامية (التوريق)، وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، الشارقة، 26، 30 أبريل 2009، ص 14.

منتجات الشركات التابعة لها، وعليه فالمبيع إنما هو نقد آجل أو يمكن القول بأن المبيع هو الحق في الحصول على النقد الآجل الذي يستحق لسابك بموجب عقود التسويق مع شركاتها التابعة.

وهذا ما تؤكدته إحدى العبارات الواردة في نشرة الإصدار من أن ما تمثله الصكوك إنما هو الإيرادات النقدية الناشئة عن خدمات التسويق التي تقدمها سابك.

كما أن المتأمل في هيكلية صكوك سابك يظهر له بأنها حيلة ربوية محرمة وصورة من صور ما اسماه الفقهاء بيع الوفاء (أو بيع الثنيا أو بيع العهدة أو بيع الأمانة)، ومحصلة ما قاله أهل العلم في المراد بها أن يتواطأ طرفان على أن يقرض أحدهما الآخر مبلغا من المال على أن يدفع المقترض عينا كعقار مثلا إلى المقرض ينتفع بها أو بغلتها حتى يرد المقترض ما اقترضه.

وهذا وإن صكوك سابك ينطبق عليها هذا الوصف وزيادة، وذلك لأن مصدر الصكوك في حقيقة الأمر قد اقترض من حملة الصكوك خمسة مليارات ودفع إليهم حقا معنويا مدرا للربح كحصة مشاعة في عوائد سابك من اتفاقيات التسويق ينتفعون بغلتها حتى وفائه بما التزم به من سداد القرض الخمسة مليارات بعد خمس سنوات، مع الإشارة إلى أن سابك لم تقدم عينا حقيقية مدرة للربح بل قدم ما سمي بالحق أو المنفعة في اتفاقيات التسويق غير القابلة للمعاوضة شرعا¹.

ب. صكوك الشركة السعودية للكهرباء 3

تتمثل أهم الجوانب الهيكلية لصكوك كهرباء السعودية 3 في:

- النوع: صكوك الاستثمار
- قيمة الإصدار الإجمالية: 7 بليون ريال سعودي.
- تاريخ الإصدار: 2010/5/10.
- تاريخ الانتهاء: تنتهي في 2030/5/10، مع حق الشراء في 2017/05/10 أو 2020/5/10 أو 2025/5/10.

- هامش الربحية: معدل العمولة الأساسي إضافة إلى 0,95%.

ج. صكوك الشركة السعودية للكهرباء 4

تتمثل أهم الجوانب الهيكلية لصكوك كهرباء السعودية 4 في:

- النوع: صكوك الاستثمار

¹ حامد ميرة، صكوك الحقوق المعنوية، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-25 ماي 2010، ص 189، 196.

- قيمة الإصدار الإجمالية: 4,5 بليون ريال سعودي.
- تاريخ الإصدار: 2014-01-30.
- تاريخ الإدراج: 2014-03-09 .
- تاريخ الانتهاء: تنتهي في 2024/1/30.
- هامش الربحية: سعر سايبور لمدة ثلاثة أشهر + 0,7%

3. صكوك الهولندي

البنك السعودي الهولندي: شركة مساهمة سعودية تأسست بتاريخ 20 / 12 / 1976.

صكوك الهولندي: عبارة عن صكوك مضاربة تنتهي في 2019 وقابلة للاستدعاء عام 2014، ويتم استثمار رأس مال المضاربة من قبل المصدر (بصفته المضارب) في محفظة الأعمال الإسلامية العائدة له¹.

وقد قامت السوق المالية السعودية بإلغاء إدراج صكوك البنك السعودي الهولندي، بعد أن قام البنك باسترداد شهادات المضاربة - الصكوك - الخاصة به لعام 2019، وذلك بنهاية السنة الخامسة من إصدارها (31 ديسمبر 2014م)².

4. صكوك سبكيم Sipchem Sukuk

الشركة السعودية العالمية للبتروكيماويات سبكيم Sipchem شركة مساهمة سعودية تأسست في 1999/12/22م، وتستثمر بشكل نشط في الصناعات البتروكيماوية والكيماوية بنوعيتها الأساسية والوسيطة³.

وبتاريخ 2011/7/6 قامت الشركة السعودية العالمية للبتروكيماويات بإصدار صكوك مضاربة بقيمة 1800 مليون ريال سعودي بقيمة إسمية تقدر بـ: 100000 ريال سعودي استحققت بتاريخ 2016 / 7 / 6.

ويقوم المصدر بالبيع إلى وكيل حملة الصكوك منفعة غير مجزأة من أعمال المصدر الحالية والمستقبلية، بما في ذلك، ومن بين أمور أخرى، الحق في المشاركة في التوزيعات وأية دفعات أخرى يتم تسديدها من قبل أي شركة تابعة إلى المصدر عند استلامها من قبل المصدر⁴.

¹ البنك السعودي الهولندي، نشرة الإصدار، 2009/12/13، ص 6، 8.

² www.3alyoum.com 2014/12/31

³ www.sipchem.com 17/3/2017.

⁴ هيئة السوق المالية، التقرير السنوي، 2011، ص 43.

5. صكوك شركة أرامكو توتال العربية للخدمات -صكوك ساتورب- SATORP

شركة أرامكو السعودية توتال للتكرير والبتروكيماويات (ساتورب) شركة ذات مسؤولية محدودة تأسست بتاريخ 2008/9/6. أما شركة أرامكو توتال العربية للخدمات فقد تأسست بتاريخ 2010/08/02 م لغرض دعم مشاريع ساتورب وتقوم فقط بإبرام الصفقات المتعلقة بالصكوك، ولا يوجد لشركة أرامكو توتال العربية للخدمات عمليات سابقة ولم تتكبد منذ تأسيسها أية التزامات كبيرة وسوف لن تتكبد أية التزامات أو عمليات كبيرة إلا فيما يتعلق بالصكوك¹، وقد تم إدراج صكوك ساتورب بسوق تداول السعودي بتاريخ 2011/10/31.

تعتبر الهيكلية الشرعية لصكوك ساتورب عبارة عن اندماج لتغطية تعاقدية لاستصناع وإجارة مع مشاركة متداخلة بين اثنين. وتقدر قيمة الإصدار الإجمالية: 3749 مليون ريال سعودي، أصدرت بتاريخ: 2011/10/09، ومن المقرر أن تنتهي في 20 ديسمبر 2025م، وسوف يكون لدى شركة أرامكو توتال العربية للخدمات أيضا الخيار لاسترداد الشهادات جميعها ولكن ليس جزئيا في أي تاريخ توزيع مرحلي بعد الذكرى الخامسة لتاريخ الإصدار وفقا للشروط².

6. صكوك أوركس Orix

شركة أوركس للتأجير التمويلي هي الشركة الأولى من نوعها في مجال التأجير التمويلي في المملكة، تم تأسيسها بتاريخ 16 جانفي 2001م كشركة مساهمة مغلقة ومفوضة لتوفير تمويل الأصول متوسط الأجل لكل القطاعات الاقتصادية المنتجة مع تأكيد خاص على خدمة المشروعات الصغيرة والمتوسطة الحجم³.

وقد قامت شركة أوركس بإصدار صكوك استثمار تستحق في 26 ديسمبر 2015، وتمثل صكوك الاستثمار استثمارا مهيكلًا من قبل حملة الصكوك في نشاط تجاري قائم أو موجودات تابعة للمصدر توفر تدفقات نقدية، وقد قدر إجمالي القيمة الاسمية للصكوك المطروحة بـ: 240 مليون ريال سعودي، وحدد الحد الأدنى لشراء الصكوك بقيمة مليون ريال، وبذلك سيكون الحد الأدنى للصكوك 10 صكوك، في حين سيكون الحد الأقصى هو 2400 صك، بفئات إصدار تقدر بـ: 100000 ريال سعودي⁴.

¹ www.tadawul.com.sa 3/6/2017.

² السوق المالية السعودية تداول، التقرير الإحصائي السنوي، 2011، ص 19.

³ www.saudiorix.com.sa 18/5/2017.

⁴ شركة أوركس السعودية للتأجير التمويلي، نشرة الإصدار، الجزء الأول، 2012/12/26، ص 1-2.

7. صكوك صدارة

تأسست شركة صدارة للكيماويات (صدارة) في أكتوبر 2011م، كمشروع مشترك بين شركة الزيت السعودية (أرامكو السعودية) وشركة داو كيميكا (داو) ويمثل مشروع صدارة تحدياً غير مسبوق، إذ يُعتبر أكبر مجمع كيميائي متكامل في العالم يتم بناؤه دفعة واحدة، حيث يتكون من 26 مصنعاً عالمي المستوى، بطاقة إنتاجية تتجاوز ثلاثة ملايين طن متري من المنتجات الكيميائية سنوياً كما يبلغ حجم استثمارات المشروع الإجمالية حوالي 75 مليار ريال سعودي (20 مليار دولار أمريكي)¹.

أما شركة صدارة للخدمات الأساسية: فهي شركة مساهمة مملوكة بنسبة 100%، من قبل شركة صدارة للكيماويات (صدارة)، تأسست بتاريخ 2013/1/15.

وقد قامت شركة صدارة للخدمات الأساسية بطرح صكوك مقومة بالريال السعودي بقيمة 50000 ريال سعودي للصك والتي تم إصدارها بالقيمة الاسمية دون خصم أو علاوة إصدار على ألا يقل مبلغ الاكتتاب عن مليون ريال سعودي.

كما جاء في نشرة الإصدار أنه يتعين على حملة الصكوك المحتملين عدم الاعتماد على التصريحات الواردة عما إذا كان من الملائم لهم اتخاذ قرار بالاستثمار يتعلق بالصكوك ويجب عليهم استشارة مستشاريهم الشرعيين الخاصين لتحديد ما إذا كانت الصفقة المقترحة والموصوفة في هذه التصريحات متوافقة مع الشريعة من عدمه².

تعتبر الهيكلية الشرعية للصكوك عبارة عن اندماج لتغطية تعاقدية لاستصناع وإجارة مع مشاركة متداخلة بين اثنين. وبلغت قيمة الإصدار الإجمالية: 7,5 بليون ريال سعودي، والتي أصدرت بتاريخ: 2013/4/2، كما تم إدراج صكوك شركة صدارة للخدمات الأساسية يوم الثلاثاء 2013/04/23.

أما عن تاريخ الانتهاء: فمن المقرر أن تكون في تاريخ التوزيع الدوري الذي يلي مباشرة تاريخ التوزيع النهائي (لا يتجاوز 15 ديسمبر 2028) وسوف يكون لدى المصدر أيضاً الخيار لاسترداد الشهادات جميعها في أي تاريخ توزيع مرحلي بعد الذكرى الخامسة لتاريخ الإقفال وفقاً للشروط³.

¹ www.sadara.com 20/10/2016.

² شركة صدارة للخدمات الأساسية، نشرة الإصدار، 2013/3/13، ص 1، 22.

³ السوق المالية السعودية (تداول)، التقرير الإحصائي، النصف الأول 2013، ص 37.

8. صكوك الشركة الوطنية السعودية للنقل البحري -البحري-

أنشأت الشركة الوطنية السعودية للنقل البحري بتاريخ: 22 أكتوبر 1979، وتقدم الشركة خدمات الخطوط العامة ونقل النفط والبتروكيماويات وشحن عام وخدمات الحاويات وتأجير السفن وإصلاح الحاويات وإدارة السفن. بالإضافة إلى شراء البواخر والأدوات ووسائل النقل العائمة وبيعها واستغلالها للإسهام في نقل البضائع المتجهة إلى المملكة¹.

أما عن نوع صكوك البحري المصدرة بتاريخ 30-07-2015 فهي من نوع: مربحة/ مضاربة، بقيمة إصدار إجمالية تقدر ب: 3,9 بليون ريال سعودي، وبتاريخ انتهاء: 2022/07/30.

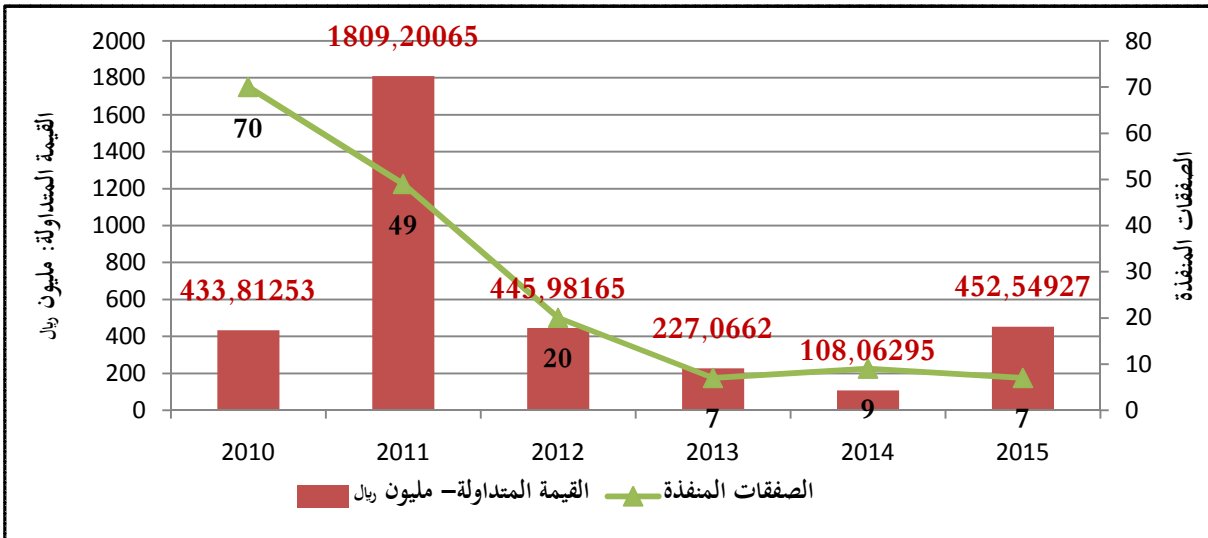
ويمكن تلخيص ما سبق في الملحق رقم (1)، الذي يوضح قائمة الصكوك المدرجة في سوق تداول السعودي في كل سنة من سنوات الدراسة، أين يتم عرض اسم الصك وكذا حجم الإصدار والقيمة الاسمية للصك وتاريخ استحقاقه، بالإضافة إلى العائد السنوي المحصل جراء امتلاك الصك.

ثانياً- تقييم نشاط سوق الصكوك بسوق تداول السعودي خلال الفترة 2010-2015

في إطار تقييم نشاط سوق الصكوك بالسعودية، سيتم تتبع تطور إجمالي القيم المتداولة وكذا عدد الصفقات المنفذة، بالإضافة إلى تتبع قيمة التداول وعدد الصفقات المنفذة لكل صك على حدة.

الرسم البياني رقم (24.3): القيمة المتداولة والصفقات المنفذة بسوق الصكوك في سوق تداول

السعودي خلال الفترة 2010-2015



المصدر: السوق المالية السعودية-تداول، التقارير الإحصائية السنوية، من 2010 إلى 2015.

¹ www.mubasher.info 14/1/2017.

من خلال الرسم البياني رقم (24.3) يتضح ضعف نشاط سوق الصكوك الثانوي في السعودية، ويتجلى هذا الضعف في عدد الصفقات المنفذة والتي بلغت أكبر قيمة لها عام 2010 (70 صفقة)، وهو عدد متدني بالمقارنة بعدد الصفقات المنفذة في سوق الأسهم التي قدرت بما يفوق 19,53 مليون صفقة عام 2010، في حين قدرت بما يفوق 30,44 مليون صفقة عام 2015، مقابل 7 صفقات في سوق الصكوك. أما فيما يخص القيمة المتداولة فهي الأخرى منخفضة بالمقارنة بالقيمة المتداولة في سوق الأسهم، حيث قدرت قيمة الصكوك المتداولة بما يزيد عن 452 مليون ريال عام 2015، في حين قدرت القيمة المتداولة في سوق الأسهم بما يفوق 1,66 ترليون ريال لنفس السنة. ويعود ارتفاع القيمة المتداولة عام 2011 أساساً إلى الصفقات الثلاث لكهرباء السعودية بمبلغ يفوق 1,45 بليون ريال بنسبة تفوق 80٪ من إجمالي قيمة الصكوك المتداولة. ويمكن توضيح تفاصيل القيمة المتداولة وعدد الصفقات المنفذة لمختلف الصكوك من خلال الجدول رقم (9.3).

الجدول رقم (9.3): القيمة المتداولة وعدد الصفقات المنفذة حسب الصك خلال الفترة 2010-

2015

السنة	الصكوك المتداولة	عدد الصفقات المنفذة	القيمة المتداولة: مليون ريال
2010	سابك 1	22	45,103
	سابك 2	4	55,3989
	سابك 3	10	10,87688
	كهرباء السعودية	30	30,979375
	كهرباء السعودية 2	3	11,125
	كهرباء السعودية 3	0	0
	صكوك الهولندي 2	1	1,515
	سابك 1	2	2
2011	سابك 2	11	75,9783
	سابك 3	2	1,0974
	صكوك سيكيم	3	121,68195
	كهرباء السعودية	11	78,9975
	كهرباء السعودية 2	14	74,4605

الفصل الثالث: تطور منتجات الهندسة المالية الإسلامية في أسواق رأس المال خلال الفترة 2010-2015

1451,98	3	كهرباء السعودية 3	
0	0	صكوك ساتورب	
3,005	3	صكوك الهولندي 2	
0	0	صكوك الهولندي 2	2012
0,049	1	سابك 2	
6,51715	4	سابك 3	
50,805	1	صكوك سبكيم	
12,995	2	كهرباء السعودية	
23,92825	4	كهرباء السعودية 2	
349,68625	7	كهرباء السعودية 3	
2,001	1	صكوك ساتورب	
3,9	1	صكوك أوركس السعودية	
10,05	1	صكوك الهولندي 2	
0	0	سابك 3	2013
149,53	3	صكوك صدارة	
60,7722	1	صكوك سبكيم	
2,841	1	كهرباء السعودية 2	
0	0	كهرباء السعودية 3	
0	0	صكوك ساتورب	
0	0	صكوك أوركس السعودية	
0,9975	1	صكوك الهولندي 2	
0	0	صكوك صدارة	2014
48,4104	3	صكوك سبكيم	
0	0	كهرباء السعودية 2	
33,53	3	كهرباء السعودية 3	
25,025	1	كهرباء السعودية 4	
0,10005	1	صكوك ساتورب	
0	0	صكوك أوركس	
50,5	3	صكوك صدارة	2015
68	1	صكوك سبكيم	

0	0	صكوك البحري
263,61475	2	كهرباء السعودية 3
70	1	كهرباء السعودية 4
0	0	صكوك ساتورب

المصدر: السوق المالية السعودية، التقارير الإحصائية السنوية، 2010 إلى 2015.

على الرغم من المستقبل المبشر للصكوك إلا أن هناك تحديات كبيرة قد تعيق نمو هذا النشاط، يتمثل أولها في ضآلة حجم سيولة الصكوك الفعلية لقلة عدد الصفقات، وثانيها هو افتقار السوق للاتساع والعمق أي قلة عدد الصكوك المدرجة، بالإضافة إلى ذلك تظل هناك مشاكل جادة تتعلق بقلّة الكوادر البشرية المؤهلة العاملة في مجال الصكوك وعدم وجود نظام معايير موحدة متوافق مع الضوابط الشرعية وضعف القدرة على ابتكار منتجات جاذبة¹.

إن مختلف البيانات الموضحة في الجدول أعلاه تشير إلى ضعف سوق الصكوك الثانوي في السعودية، أين يتضح قلة عدد الصكوك المتداولة في السوق الثانوي، حيث لم تتعدى 8 صكوك خلال فترة الدراسة، ناهيك عن كون أغلب هذه الصكوك مصدرة عن نفس الشركات، فمثلاً أصدرت الشركة السعودية للصناعات الأساسية ثلاثة صكوك محلية على شكل صكوك استثمار، هي سابق 1 أصدر عام 2006، سابق 2 أصدر عام 2007، سابق 3 أصدر عام 2008، وأدرجت شركة كهرباء السعودية أيضاً 4 صكوك.

تجدر الإشارة إلى أنه وعلى الرغم من أن عدد الصكوك المدرجة خلال فترة الدراسة ثابت وهو 8 صكوك غير أن نسبة الصكوك المدرجة في سوق تداول السعودي إلى إجمالي عدد الصكوك المدرجة عالمياً متغيرة من سنة إلى أخرى، أين قدرت عام 2012 بـ: 19,51 %، أما عام 2013 فتراجعت إلى 6,5 % لترتفع عام 2014 إلى ما نسبته 18,18 %، في حين قدرت عام 2015 بـ: 7,76 %، وهذه النسب منخفضة عموماً إذا أخذنا بعين الاعتبار مكانة السعودية وترتيبها عالمياً من حيث مصدرات الصكوك.

أما عن عدد الصفقات المنفذة في هذه السوق، فهو أيضاً قليل، أين بلغ في المجموع 70، 49، 20، 7، 9، 7 بالترتيب خلال فترة الدراسة، حتى أنه في بعض السنوات تمر دون تداول بعض الصكوك كصك كهرباء السعودية 3 في عام 2010 وصك ساتورب عام 2011 وصك البنك السعودي الهولندي عام 2012 والمصدر عام 2008 التابع للقطاع الخاص وغيرها. والملاحظ إذا أن عدد الصفقات في تناقص مستمر، فرغم المساعي الرامية

¹ جدوى للاستثمارات، سوق الصكوك السعودية، مرجع سابق، ص 2، 5.

لتطوير هذا السوق فإن هناك عزوف للمستثمرين عن هذا الأسلوب من التمويل، لما يكتنفه من محاذير شرعية، حالت دون ارتفاعه لمستوى سوق الأسهم.

أما من حيث القيمة المتداولة حسب مختلف الصكوك، فإنها غالباً ما تكون الأكبر في كهرباء السعودية 3 حيث قدرت القيمة المتداولة لكهرباء السعودية 3 عام 2011: 1451,98 مليون ريال كأكبر قيمة طيلة فترة الدراسة.

أما فيما يتعلق بعائد هذه الأدوات التمويلية، فالملاحظ أنه عبارة عن معدل متغير مقترن بسعر الفائدة بين البنوك السعودية SIBOR، بالإضافة إلى علاوة معلومة، وفي هذا الإطار تبرز العديد من التساؤلات حول مبررات ربط العائد السنوي للصكوك بسعر الفائدة بين البنوك السعودية، وما العلاقة بين عائد الاستثمار (صكوك استثمار) وسعر الفائدة، رغم وجود بعض الآراء الفقهية التي تجيز تسعير الصكوك بأسعار الفائدة تقديراً لحجم الأرباح التي من المفترض الحصول عليها في ظل غياب مؤشر إسلامي للتسعير، غير أن أسعار الفائدة حتى وإن كانت متغيرة، فمفهوم الخطر في الصكوك الإسلامية لا يعني ارتفاع وانخفاض سعر الفائدة بين البنوك، بل يقصد به ربح وخسائر المشروع الاستثماري المنشأ المقترن بأصول حقيقية أو منافع أو خدمات أو حقوق معنوية، وتجدد الإشارة هنا أن السوق المالية السعودية (تداول)، أوضحت الفرق بين الصكوك والسندات من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم (10.3): مقارنة بين الصكوك والسندات

وجه المقارنة	الصكوك	السندات
نوع الورقة المالية	مشاركة في إيراد	دين
العوائد	أرباح مشتركة	نسبة مئوية وبشكل سنوي
تاريخ الانتهاء	محدد	محدد
الأولوية في تسديد رأس المال في حال تصفية الشركة	أولوية	أولوية
المخاطرة	أقل	أقل
حق التصويت	لا يحق له التصويت	لا يحق له التصويت

Source: www.tadawul.com.sa 2/6/2015

المطلب الثاني: تطور صناديق الاستثمار بالسعودية خلال الفترة 2010-2015

على اعتبار ترتيب السعودية كأول دولة من حيث عدد وقيمة أصول الصناديق الإسلامية عالمياً، فإنه يتعين تقديم المزيد من التفصيل لمختلف أنواع الصناديق ضمن صناديق الطرح العام وصناديق الطرح الخاص، حسب نوع الاستثمار والعدد وقيمة الأصول وعدد المشتركين.

الفرع الأول: تطور عدد صناديق الاستثمار بالسعودية خلال الفترة 2010-2015

يمثل الجدول الموالي مجموع الصناديق التي يتم طرح وحداتها طرْحاً عاماً، مع التفصيل في أصنافها بحسب نوع الاستثمار.

الجدول رقم (11.3): عدد صناديق الطرح العام مصنفة بحسب نوع الاستثمار خلال الفترة 2010-

2015

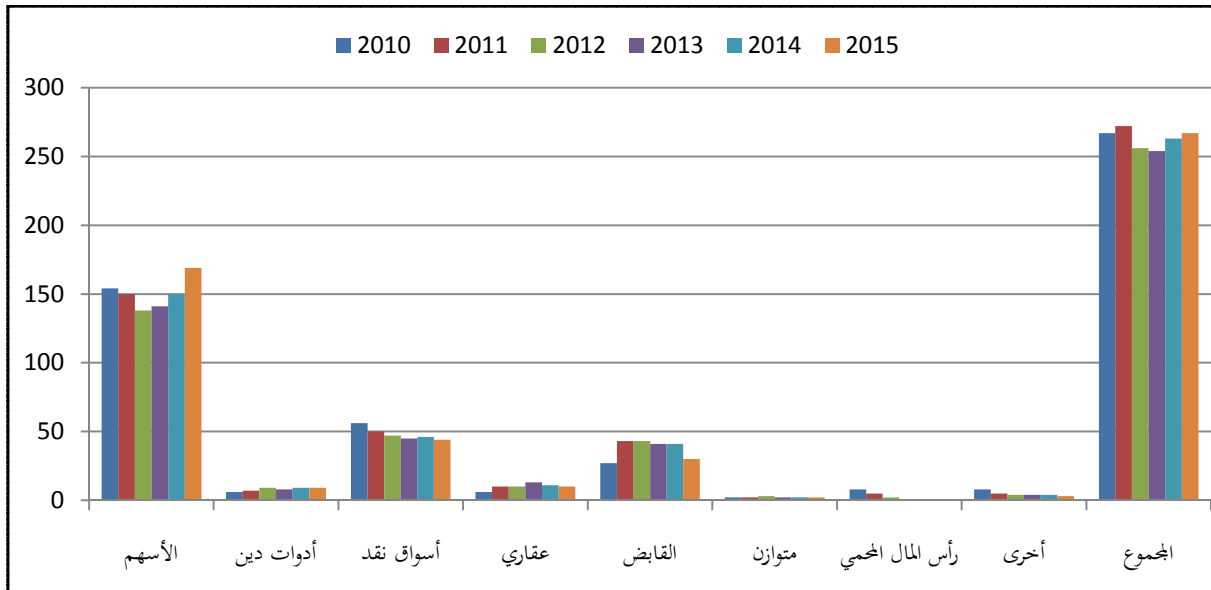
نوع الاستثمار	2010	2011	2012	2013	2014	2015
الأسهم	154	150	138	141	150	169
أدوات دين	6	7	9	8	9	9
أسواق نقد	56	50	47	45	46	44
عقاري	6	10	10	13	11	10
القابض	27	43	43	41	41	30
متوازن	2	2	3	2	2	2
رأس المال المحمي	8	5	2	0	0	0
أخرى	8	5	4	4	4	3
المجموع	267	272	256	254	263	267

المصدر: هيئة السوق المالية، التقارير السنوية، 2010 - 2015.

صناديق الطرح العام: هي الصناديق التي تطرح وحداتها طرْحاً عاماً.

الرسم البياني رقم (25.3): عدد صناديق الطرح العام مصنفة بحسب نوع الاستثمار خلال الفترة

2015-2010



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على الجدول رقم (11.3).

من خلال الرسم البياني رقم (25.3) يتضح هيمنة صناديق الأسهم على نسبة كبيرة من مجموع صناديق الطرح العام، أي بنسبة 63,29% عام 2015، وبفارق كبير تليها صناديق سوق النقد ثم الصناديق القابضة، أما باقي أنواع صناديق الاستثمار فأعدادها قليلة - ما دون 13 صندوقاً-، فمثلاً تمثل الصناديق العقارية عام 2015 ما نسبته 3,74% من إجمالي عدد صناديق الطرح العام. وتتميز صناديق الطرح العام إجمالاً بالثبات النسبي، في مجموعها وفي مختلف أنواعها.

ومقارنة معطيات الرسم البياني رقم (25.3) مع الرسم البياني رقم (26.3) يتضح أن صناديق الأسهم تمثل الحصة الأكبر في صناديق الطرح العام وكذا في صناديق الطرح الخاص، أما الصناديق العقارية فهي ذات نسبة أكبر في صناديق الطرح الخاص منها في صناديق الطرح العام، وهي في تزايد مستمر خلال فترة الدراسة.

وبالمقابل فإن نسبة صناديق أسواق النقد ذات الطرح العام تفوق عدد صناديق أسواق النقد ذات الطرح الخاص، كما أن صناديق السلع وصناديق التحوط والمشتقات المالية هي أنواع لصناديق الطرح الخاص دون صناديق الطرح العام، هذه الأخيرة التي تتضمن أنواع أخرى من الصناديق كالصناديق القابضة وصناديق رأس المال المحمي والصناديق المتوازنة.

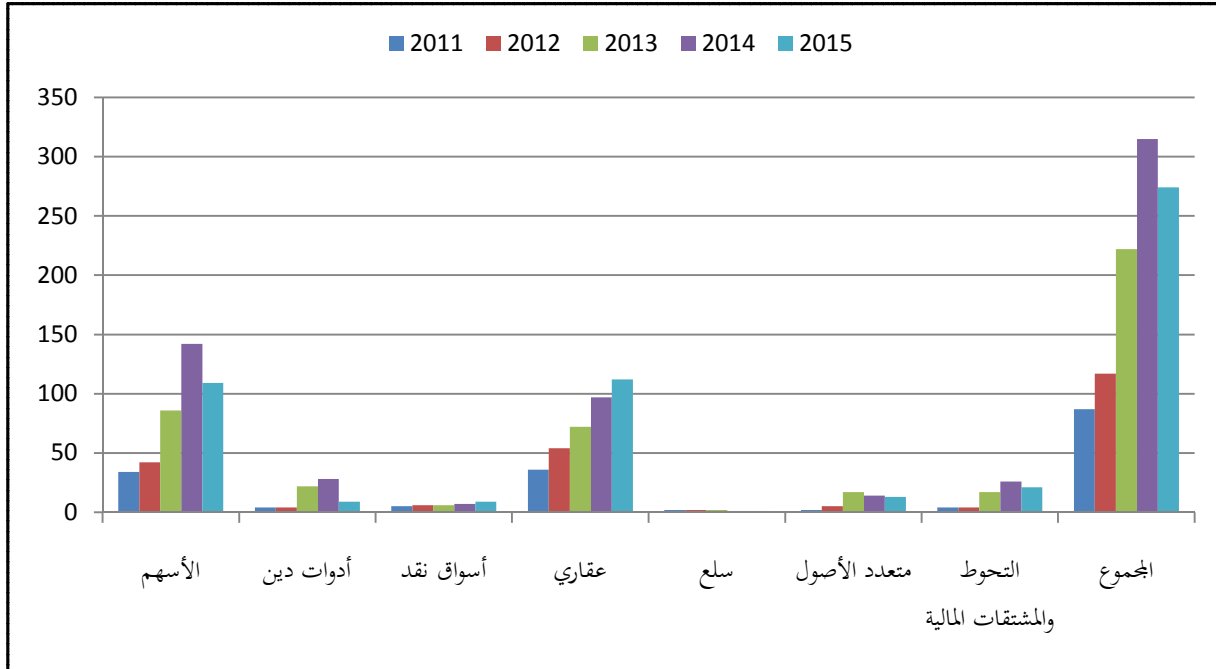
الجدول رقم (12.3): عدد صناديق الطرح الخاص مصنفة بحسب نوع الاستثمار خلال الفترة 2010-2015

نوع الاستثمار	2011	2012	2013	2014	2015
الأسهم	34	42	86	142	109
أدوات دين	4	4	22	28	9
أسواق نقد	5	6	6	7	9
عقاري	36	54	72	97	112
سلع	2	2	2	1	1
متعدد الأصول	2	5	17	14	13
التحوط والمشتقات المالية	4	4	17	26	21
المجموع	87	117	222	315	274

المصدر: هيئة السوق المالية، التقارير السنوية، 2010 - 2015.

صناديق الطرح الخاص: هي الصناديق التي طرحت وحداتها طرحاً خاصاً.

الرسم البياني رقم (26.3): عدد صناديق الطرح الخاص مصنفة بحسب نوع الاستثمار خلال الفترة 2010-2015



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على الجدول رقم (12.3).

أما عن عدد صناديق الطرح الخاص فالملاحظ هو انخفاض عددها بالمقارنة بعدد صناديق الطرح العام خلال فترة الدراسة، غير أن الملاحظ أيضا هو النمو المستمر في عدد صناديق الطرح الخاص عدا الانخفاض -البسيط- عام 2015، وتمثل صناديق الاستثمار الخاصة بالعقارات والأسهم النسبة الأكبر -ضمن عدد صناديق الطرح الخاص-.

وشهد عدد صناديق العقارات نموا مطردا خلال فترة الدراسة في حين شهد عدد صناديق الأسهم الخاصة تطورا معتبرا غير أنه شهد تراجعاً واضحاً عام 2015 على إثر تراجع أسعار النفط.

تجدر الإشارة إلى أن صناديق الاستثمار في السعودية ليست كلها متوافقة مع الشريعة الإسلامية، فمثلا بلغ عدد الصناديق الإسلامية في السعودية عام 2014 (171 صندوقاً) من مجموع 578 صندوقاً (263 صناديق طرح عام + 315 صناديق طرح خاص)، أي بنسبة 29,5٪، ومع ذلك تظل السعودية هي الرائدة عالمياً في مجال الصناديق الإسلامية.

الفرع الثاني: تطور قيم أصول صناديق الاستثمار بالسعودية خلال الفترة 2010-2015

من أجل معرفة نسبة قيمة أصول الصناديق الإسلامية من إجمالي قيمة أصول صناديق الاستثمار في السعودية، يمكن عرض الجداول والرسوم البيانية التالية:

الجدول رقم (13.3): قيم أصول صناديق الطرح العام مصنفة بحسب نوع الاستثمار خلال الفترة

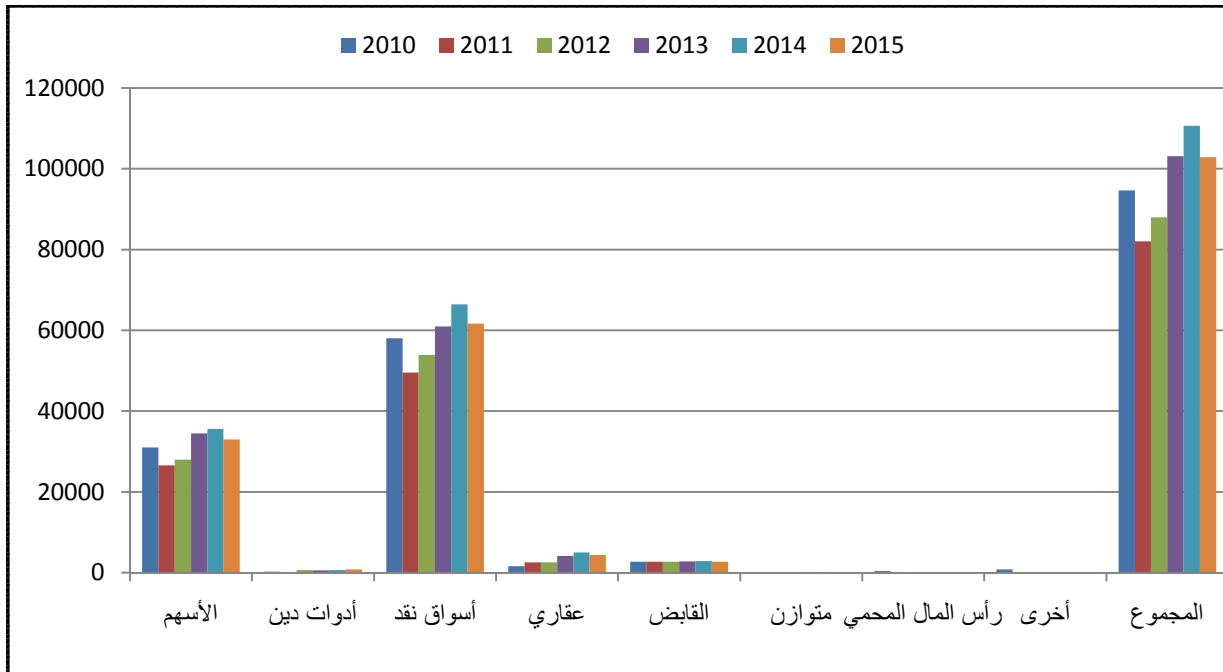
2010-2015

الوحدة: مليون ريال

نوع الاستثمار	2010	2011	2012	2013	2014	2015
الأسهم	30974,0	26628,4	27988,2	34441,3	35585,4	33011,6
أدوات دين	218,9	241,2	637,2	563,3	641,9	831,3
أسواق نقد	58015,7	49544,1	53878,3	60945,8	66381,6	61713,3
عقاري	1557,4	2550,6	2587,4	4131,1	4975,5	4430,5
القابض	2677,3	2715,6	2731,0	2797,9	2837,2	2727,0
متوازن	91,2	115,6	64,2	130,5	124,6	91,9
رأس المال المحمي	358,1	230,5	43,3	0,0	0	0
أخرى	773,5	50,4	30,2	111,3	108,7	57,4
المجموع	94666,1	82076,4	87959,8	103121,3	110654,9	102862,8

المصدر: هيئة السوق المالية، التقارير السنوية، 2010 - 2015.

الرسم البياني رقم (27.3): قيم أصول صناديق الطرح العام مصنفة بحسب نوع الاستثمار خلال الفترة 2015-2010



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على الجدول رقم (13.3).

رغم أن عدد صناديق الأسهم ذات الطرح العام يفوق عدد صناديق أسواق النقد، غير أنه من حيث القيمة فالعكس، إذ أن قيمة أصول صناديق أسواق النقد تفوق بكثير قيمة أصول صناديق الأسهم، مع انخفاض قيم أصول باقي أنواع صناديق الطرح العام.

كما يلاحظ أيضاً أن قيمة أصول صناديق الطرح العام تفوق قيمة أصول صناديق الطرح الخاص، وتشهد أصول صناديق الطرح العام تذبذباً معتبراً أين سجلت أدنى قيمة لها عام 2011 على إثر الأوضاع الأمنية المتردية في المنطقة العربية، أما أعلى قيمة لها فقد سجلت عام 2014، بمعدل نمو بين أدنى قيمة وأعلى قيمة يقدر بـ: 34,81%.

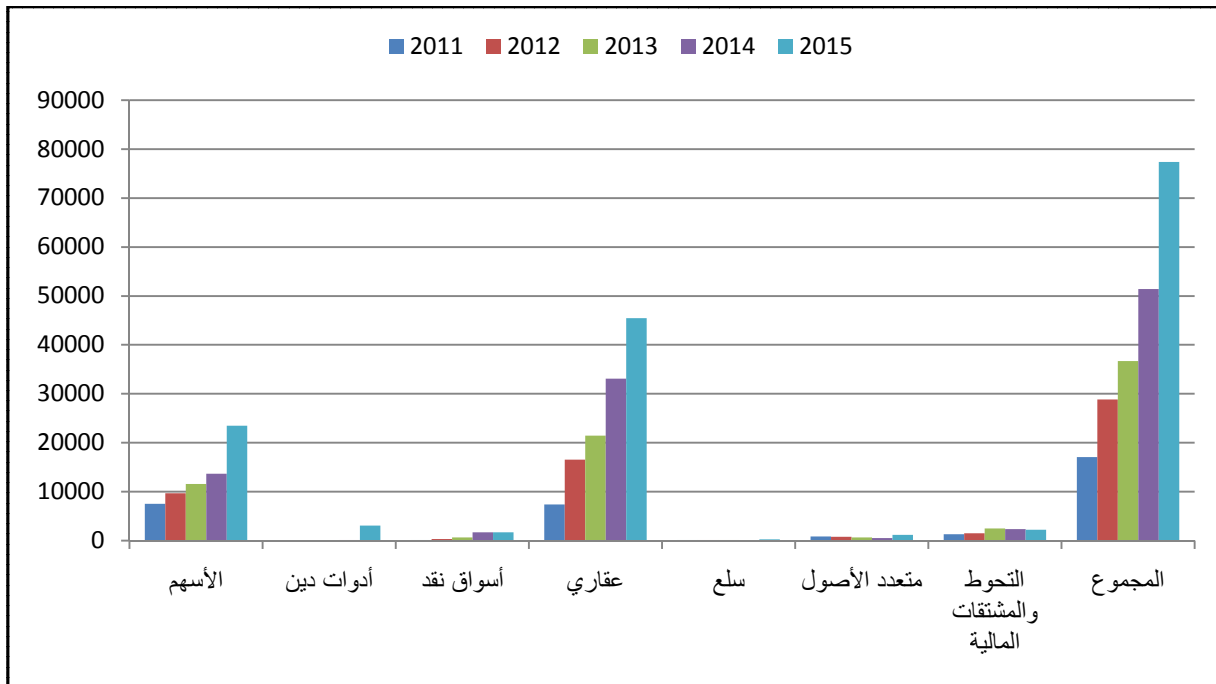
الجدول رقم (14.3): قيم أصول صناديق الطرح الخاص مصنفة بحسب نوع الاستثمار خلال الفترة 2010-2015

الوحدة: مليون ريال

نوع الاستثمار	2011	2012	2013	2014	2015
الأسهم	7449,4	9621,9	11536,9	13667,8	23499,2
أدوات دين	10,3	35,9	4,2	126,2	3085,0
أسواق نقد	98,0	299,1	608,5	1688,7	1725,3
عقاري	7359,1	16506,4	21437,2	33068,1	45466,8
سلع	95,5	80,9	50,7	46,8	252,2
متعدد الأصول	789,6	765,9	602,0	506,5	1145,8
التحوط والمشتقات المالية	1253,1	1492,9	2404,9	2329,1	2220,2
المجموع	17055,0	28803,0	36644,3	51433,2	77394,5

المصدر: هيئة السوق المالية، التقارير السنوية، 2010 - 2015.

الرسم البياني رقم (28.3): قيم أصول صناديق الطرح الخاص مصنفة بحسب نوع الاستثمار خلال الفترة 2010-2015



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على الجدول رقم (14.3).

رغم انخفاض قيمة أصول صناديق الاستثمار ذات الطرح الخاص عن قيمة أصول صناديق الطرح العام، إلا أنها تشهد تزايداً مطرداً وواضحاً أي تضاعفت قيمتها أضعافاً مضاعفة بمعدل نمو يفوق: 353٪ بين عامي 2011 و 2015. ومرد ذلك أساساً التزايد المستمر في قيمة أصول كل من صناديق الأسهم والصناديق العقارية. ولمعرفة نسبة أصول الصناديق الإسلامية من إجمالي أصول صناديق الاستثمار بالسعودية، خلال عامي 2014 و 2015، يمكننا اعتماد الطريقة التالية:

قيمة أصول صناديق الطرح العام + قيمة أصول صناديق الطرح الخاص = 110,65 + 51,43 = 162,08 بليون ريال: هي مجموع قيمة أصول صناديق الاستثمار بالسعودية عام 2014. أما مجموع قيمة أصول صناديق الاستثمار بالسعودية عام 2015: 102,86 + 77,39 = 180,25 بليون ريال.

وعلى اعتبار سعر صرف الريال بالدولار هو: 1 دولار أمريكي = 3,75 ريال سعودي عامي 2014 و 2015، فإن إجمالي قيمة أصول صناديق الاستثمار بالسعودية عامي 2014 و 2015 بالدولار هي على الترتيب: 43,22 بليون دولار أمريكي، و 48,06 بليون دولار أمريكي.

وعلى اعتبار أن قيمة أصول الصناديق الإسلامية بالسعودية تقدر بـ: 23,362 بليون دولار أمريكي، و 22,274 بليون دولار أمريكي خلال عامي 2014، 2015 على الترتيب، فإن نسبة أصول الصناديق الإسلامية بالسعودية من إجمالي قيمة أصول صناديق الاستثمار في السعودية تقدر بـ: 50,05٪ عام 2014، لتراجع النسبة عام 2015 إلى 46,34٪.

الفرع الثالث: تطور عدد مشترك صناديق الاستثمار بالسعودية خلال الفترة 2010-2015

يعطي هذا العنصر فكرة عن طبيعة الاستثمارات أو أصول صناديق الاستثمار الأكثر جذباً لمشتري صناديق الاستثمار، في كل من صناديق الطرح العام والخاص.

الجدول رقم (15.3): عدد مشتركى صناديق الطرح العام مصنفة بحسب نوع الاستثمار خلال الفترة

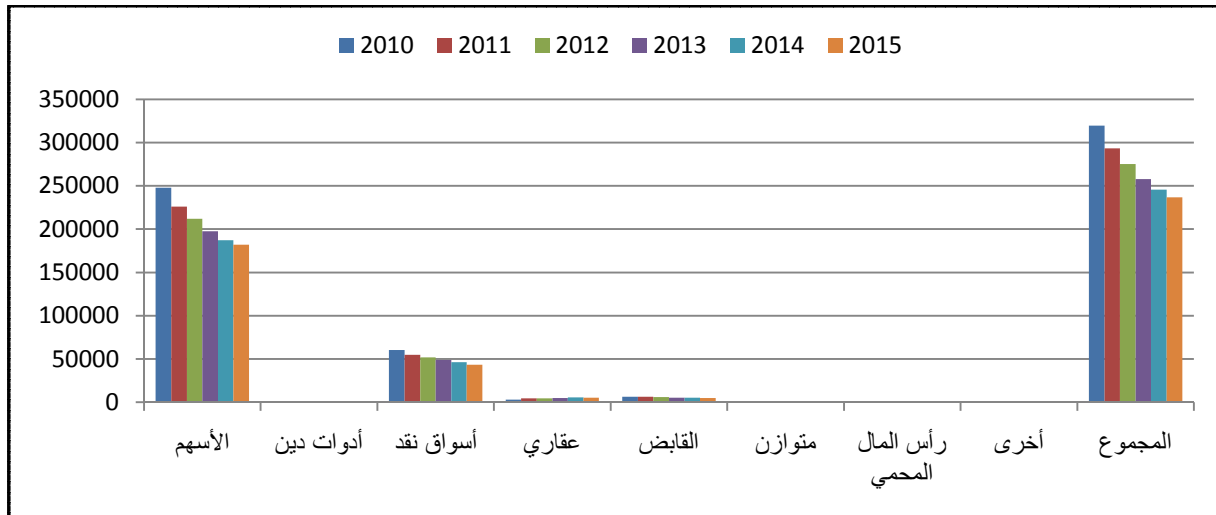
2010-2015

نوع الاستثمار	2010	2011	2012	2013	2014	2015
الأسهم	247771	226204	212128	197523	187426	181997
أدوات دين	94	42	249	203	232	207
أسواق نقد	60306	54839	51758	49024	46307	43430
عقاري	3199	4565	4565	5021	5869	5455
القابض	6430	6201	5845	5453	5254	4996
متوازن	646	685	497	440	414	377
رأس المال المحمي	940	849	154	0	0	0
أخرى	437	121	96	139	274	266
المجموع	319823	293506	275292	257803	245776	236728

المصدر: هيئة السوق المالية، التقارير السنوية، 2010 - 2015.

الرسم البياني رقم (29.3): عدد مشتركى صناديق الطرح العام مصنفة بحسب نوع الاستثمار خلال الفترة

2010-2015



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على الجدول رقم (15.3).

كملاحظة أولية وواضحة هي تتطابق الرسم البياني الخاصة بعدد مشتركى صناديق الاستثمار الخاصة بالأسهم والرسم البياني لإجمالي عدد مشتركى صناديق الاستثمار عدا الفارق البسيط من حيث العدد الذي يوزع على باقي الاستثمارات الأخرى خاصة أسواق النقد في إطار سعي مؤسسات القطاع العام إلى ضبط متغيرات السياسة

النقدية. مع الإشارة إلى التراجع المستمر في إجمالي عدد مشتركى صناديق الطرح العام وفي مختلف أنواع هذه الصناديق أيضاً، خاصة بالنسبة للصناديق المتوازنة والصناديق ذات رأس المال المحمي.

والرسم البياني الموالي سيوضح فيما إذا كان مرد هذا العزوف عن صناديق الطرح العام هو الإقبال على صناديق الطرح الخاص.

الجدول رقم (16.3): عدد مشتركى صناديق الطرح الخاص مصنفة بحسب نوع الاستثمار خلال الفترة

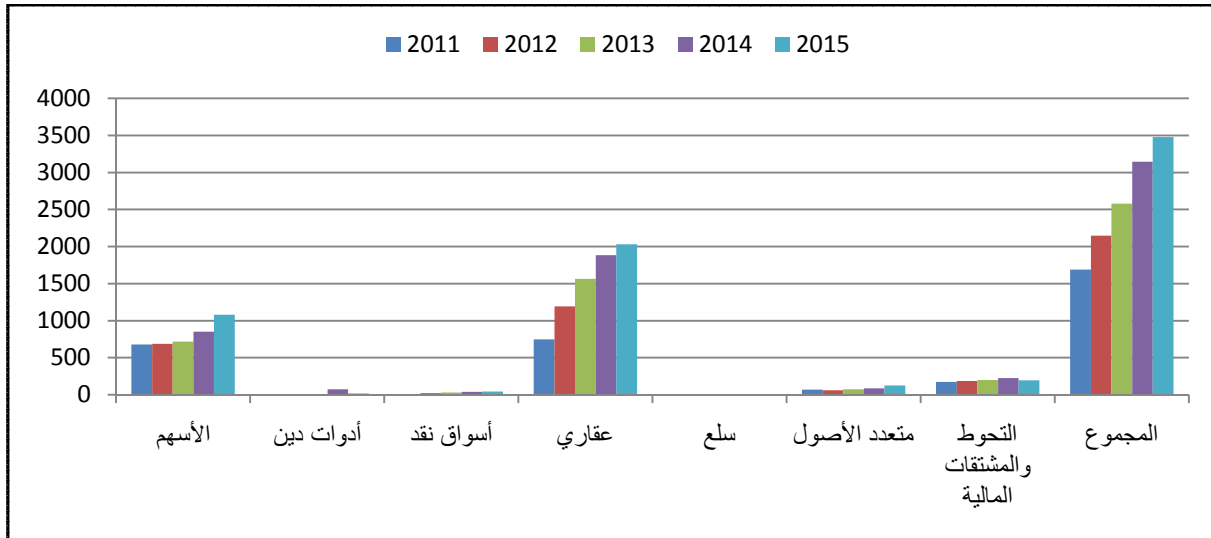
2010-2015

نوع الاستثمار	2011	2012	2013	2014	2015
الأسهم	677	685	716	848	1077
أدوات دين	7	3	3	72	16
أسواق نقد	9	21	27	35	40
عقاري	748	1190	1561	1883	2027
سلع	5	4	3	2	2
متعدد الأصول	71	58	72	82	121
التحوط والمشتقات المالية	174	185	196	223	193
المجموع	1691	2146	2578	3145	3476

المصدر: هيئة السوق المالية، التقارير السنوية، 2010-2015.

الرسم البياني رقم (30.3): عدد مشتركى صناديق الطرح الخاص مصنفة بحسب نوع الاستثمار خلال

الفترة 2010-2015



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على الجدول رقم (16.3).

من حيث إجمالي عدد مشتركى صناديق الاستثمار ذات الطرح الخاص يمكن ملاحظة النمو المطرد والمعتبر وبوتيرة مستقرة نسبياً خلال فترة الدراسة، أما عن عدد مشتركى صناديق الاستثمار وحسب نوع الاستثمار فالملاحظ هيمنة مشتركى صناديق الاستثمار العقارية كأكبر عدد من المشتركين خلال فترة الدراسة بنسبة تفوق النصف، تليها صناديق الأسهم والتي يشهد عدد المشتركين فيها نوعاً من الاستقرار. وقد يعود هذا الإقبال على صناديق الاستثمار الخاصة بالعقارات والأسهم دون غيرها للعامل الديني، رغم النسبة المعتبرة من المشتركين في صناديق التحوط والمشتقات المالية نظراً لحداتها فهي أشبه باستثمار مغربي لبعض المستثمرين.

ومع هذا ورغم تزايد عدد مشتركى صناديق الطرح الخاص طيلة فترة الدراسة، فإن إجمالي مشتركى صناديق الاستثمار في السعودية يشهد تراجعاً واضحاً، حيث قدر مجموع مشتركى صناديق الاستثمار في السعودية (طرح عام وخاص) عام 2010 بـ: 321,514 ألف مشترك في حين قدر عام 2015 بـ: 240,204 ألف مشترك.

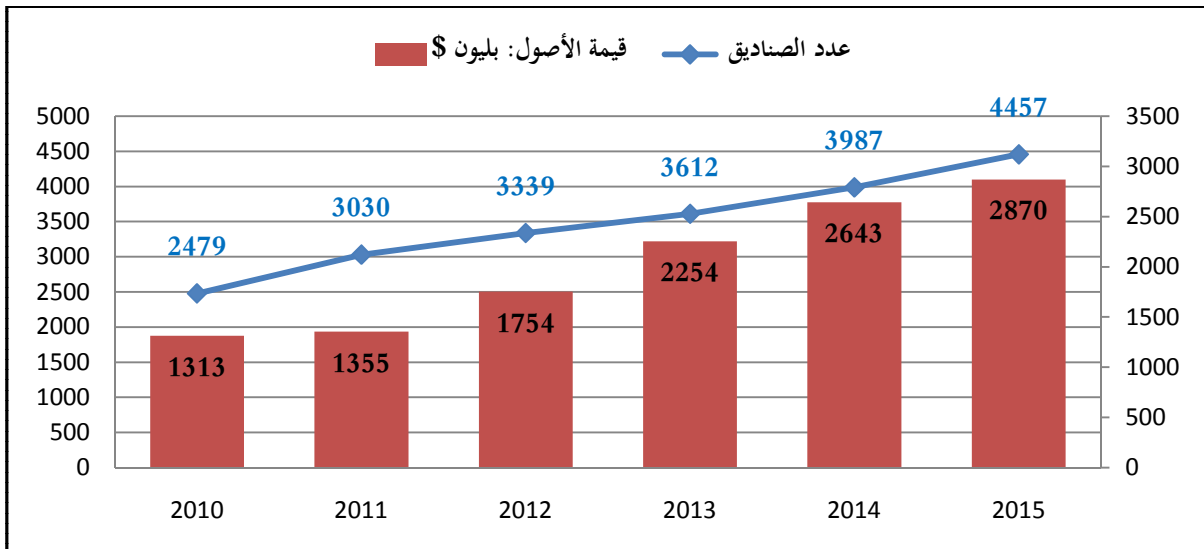
المطلب الثالث: تطور صناديق المؤشرات المتداولة في سوق تداول السعودي خلال الفترة 2010-2015

في إطار تطوير السوق المالي بالسعودية تم تطبيق منتجات مبتكرة ومتنوعة كان أهمها صناديق المؤشرات المتداولة، ويتم من خلال هذا المطلب تتبع تطور صناديق المؤشرات عالمياً، ثم تتبع تطورها في السعودية.

الفرع الأول: تطور صناديق المؤشرات المتداولة عالمياً خلال الفترة 2010-2015

الرسم البياني رقم (31.3): تطور قيمة أصول وعدد صناديق المؤشرات المتداولة خلال الفترة 2010-

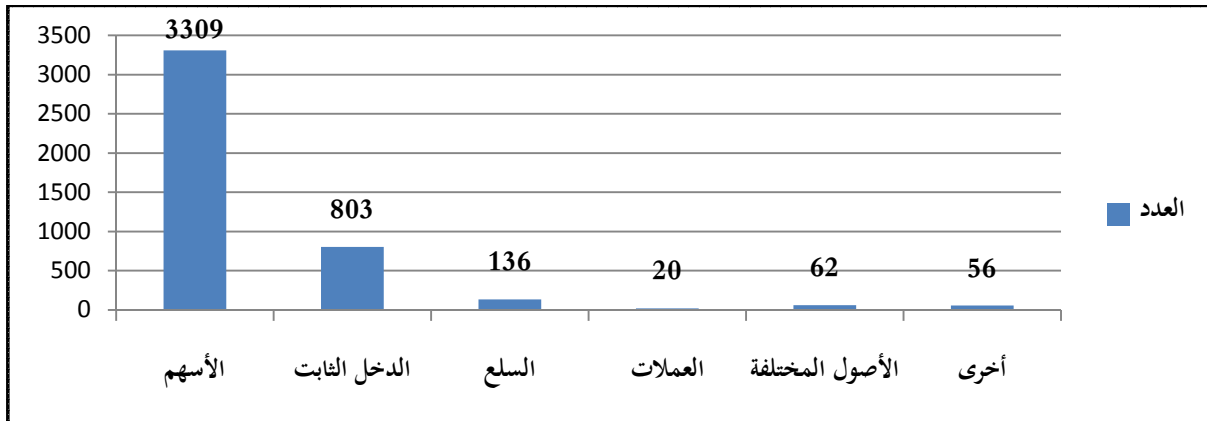
2015



Source: ETFGI, monthly newsletter, june 2017, p 4.

يشير الرسم البياني رقم (31.3) بكل وضوح إلى النمو المطرد في عدد صناديق المؤشرات المتداولة وكذا قيمة أصولها خلال فترة الدراسة، وبلغ أعلى معدل نمو لأصول صناديق المؤشرات 29,44٪ بين عامي 2011-2012، أما أدنى معدل نمو لهذه الصناديق فقد سجلت بين عامي 2010-2011 بنسبة 3,19٪.

الرسم البياني رقم (32.3): عدد صناديق المؤشرات المتداولة عالمياً عام 2015 حسب فئة الأصول



Source: www.statista.com/statistics/278249/global-number-of-etfs 25/3/2017.

تمثل صناديق الأسهم المتداولة السواد الأعظم من إجمالي صناديق المؤشرات المتداولة، وبنسبة تفوق 75٪، تليها صناديق أدوات الدخل الثابت المتداولة بنسبة تفوق 18٪، لتشكل باقي الأنواع (السلع، العملات، الأصول المختلفة، أخرى) في مجموعها ما يقل عن 7٪.

للاشارة فإن مجموع صناديق المؤشرات المتداولة في الرسم البياني رقم (32.3) تختلف عن قيمتها لعام 2015 في الرسم البياني رقم (31.3)، نظراً لاختلاف مصادر المعلومة.

الفرع الثاني: تطور صناديق المؤشرات المتداولة بسوق تداول السعودي خلال الفترة 2010-2015

من أجل التعرف على مدى تطور وتنوع صناديق المؤشرات المتداولة في السعودية كان من الضروري التعرف على مختلف الصناديق المتداولة في سوق تداول، ثم تتبع حجم أصولها وعدد مشركيها.

أولاً- التعريف بصناديق المؤشرات المتداولة بسوق تداول السعودي

سعيًا من هيئة السوق المالية بالسعودية إلى تطوير السوق المالية بإضافة منتجات مالية للمستثمرين تحقق مزيداً من التنوع، أصدر مجلس هيئة السوق المالية في يوم الثلاثاء 2010/3/16م قراره رقم 4-10-2010 القاضي بالموافقة على آلية عمل صناديق المؤشرات المتداولة والمتضمن السماح للمستثمرين الأجانب غير المقيمين بتداول

وحدات صناديق المؤشرات المتداولة في السوق المالية السعودية (تداول)، وأدرج أول صندوق وبدأ تداوله في يوم الأحد 2010/3/28م تحت اسم (سوق صناديق المؤشرات المتداولة).

وقد وافقت الهيئة خلال عام 2010 م على تداول وحدات صندوق مؤشرات متداولة في السوق المالية السعودية، وهما "صندوق فالكيم المتداول للأسهم السعودية" و "صندوق فالكيم المتداول لقطاع البتروكيماويات" اللذين تديرهما شركة فالكيم للخدمات المالية¹، ليضاف صندوق إتش إس بي سي السعودي 20 المتداول إلى قائمة الصناديق المتداولة بسوق تداول السعودي عام 2011.

1) صندوق فالكيم المتداول للأسهم السعودية - فالكيم 30-

تأسس صندوق فالكيم المتداول للأسهم السعودية بناء على موافقة هيئة السوق المالية رقم 2256/5 بتاريخ 2010/3/22 وطرح في تداول يوم الأحد 2010/3/28 كأول إصدار في قطاع صناديق المؤشرات المتداولة. يهدف الصندوق لتحقيق نمو ومكاسب رأسمالية على المدى الطويل، ويستثمر الصندوق بشكل غير نشط في الأسهم السعودية لمطابقة أداء المؤشر (F30) قبل الرسوم والمصاريف، ويتبع الصندوق أسلوب الإدارة غير النشطة للمحفظة بالاستثمار في الأسهم المكونة لمحفظة المؤشر بنفس التكوين والوزن النسبي لتوزيع الأصول بغرض محاكاة أداء المؤشر .

وقدّرت القيمة الأولية للإصدار 50 مليون ريال سعودي كما قدرت القيمة الأولية لوحدة الصندوق 20 ريال سعودي. وتتكون كل رزمة إصدار أو استرداد من 25000 وحدة من وحدات الصندوق.

ويتم تقييم مؤشر فالكيم 30 للأسهم السعودية على أساس القيمة الرأسمالية الحرة القائمة للسوق ويتابع أداء 30 شركة من الشركات المدرجة والمؤثرة في السوق المالية السعودية على أساس القيمة الرأسمالية الحرة القائمة المتوافقة مع الضوابط الشرعية².

ومنه يمكن تلخيص المعايير التي يخضع لها المؤشر عند الصيانة الربعية في النقاط التالية:

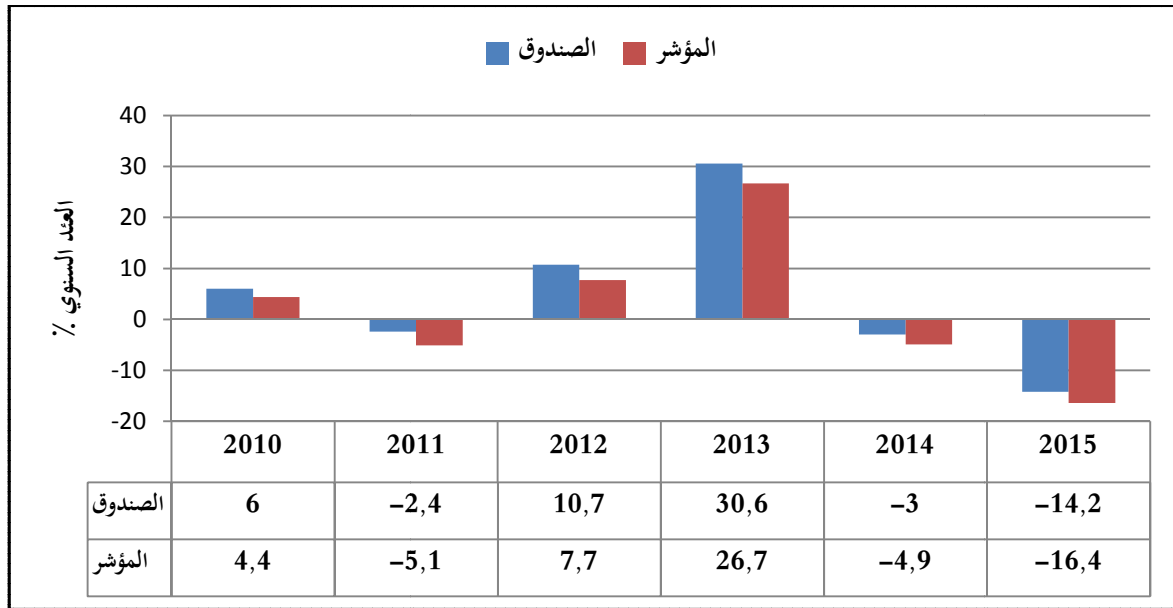
1. متوافق مع الشريعة وذلك حسب معايير شركة فالكيم المالية.
2. أن لا تزيد فترة توقف تداول أسهم الشركة في السوق المالية السعودية (تداول) عن 7 أيام تداول خلال الربع السابق.

¹ هيئة السوق المالية، التقرير السنوي، 2010، ص 62.

² فالكيم للخدمات المالية، صندوق فالكيم المتداول للأسهم السعودية (الصندوق)، مرجع سابق، ص 15، 18.

3. أكبر 30 شركة من حيث القيمة السوقية للأسهم المتداولة (الأسهم الحرة)، ويجب أن تكون الشركات مشمولة في مؤشرات تداول¹.

الرسم البياني رقم (33.3): مقارنة أداء صندوق فالكلم للأسهم السعودية مع أداء المؤشر خلال الفترة 2010-2015



المصدر: فالكلم للخدمات المالية، صندوق فالكلم المتداول للأسهم السعودية (الصندوق)، الشروط والأحكام "النشرة"، إصدار 2010/3/16، تحديث 2017/5/31، ص 31.

من خلال الرسم البياني أعلاه يلاحظ محاكاة أداء صندوق فالكلم للأسهم السعودية لمؤشر فالكلم 30، حيث قدر الارتباط بين أداء الصندوق وأداء المؤشر بـ: 0,99 (تم حسابه باستخدام برنامج إكسل)، مع الإشارة إلى التذبذب الواضح في أداء كل من الصندوق والسوق طيلة فترة الدراسة.

2) صندوق فالكلم المتداول لقطاع البتروكيماويات - فالكلم للبتروكيماويات -

يسعي الصندوق لمحاكاة أداء المؤشر من خلال الاستثمار في الأسهم المكونة لمحفظة المؤشر، وتأسس صندوق فالكلم المتداول لقطاع البتروكيماويات بناء على موافقة هيئة السوق المالية بتاريخ 2010/6/23 وطرح في تداول يوم السبت 2010/7/10 كثاني إصدار في قطاع صناديق المؤشرات المتداولة، بقيمة إصدار أولية تقدر بـ: 25 مليون ريال سعودي، وبقيمة وحدة أولية تقدر بـ: 20 ريال سعودي، وتتكون كل رزمة إصدار أو استرداد من 25000 وحدة من وحدات الصندوق.

¹ www.tadawul.com.sa 25/8/2017.

ويتابع مؤشر فالكلم للبتروكيماويات أداء كافة أسهم شركات قطاع البتروكيماويات المدرجة والمؤثرة في السوق المالية السعودية على أساس القيمة الرأسمالية الحرة القائمة (المتوافقة مع الضوابط الشرعية). ويتم حساب قيمة المؤشر باستخدام سعر الإغلاق.

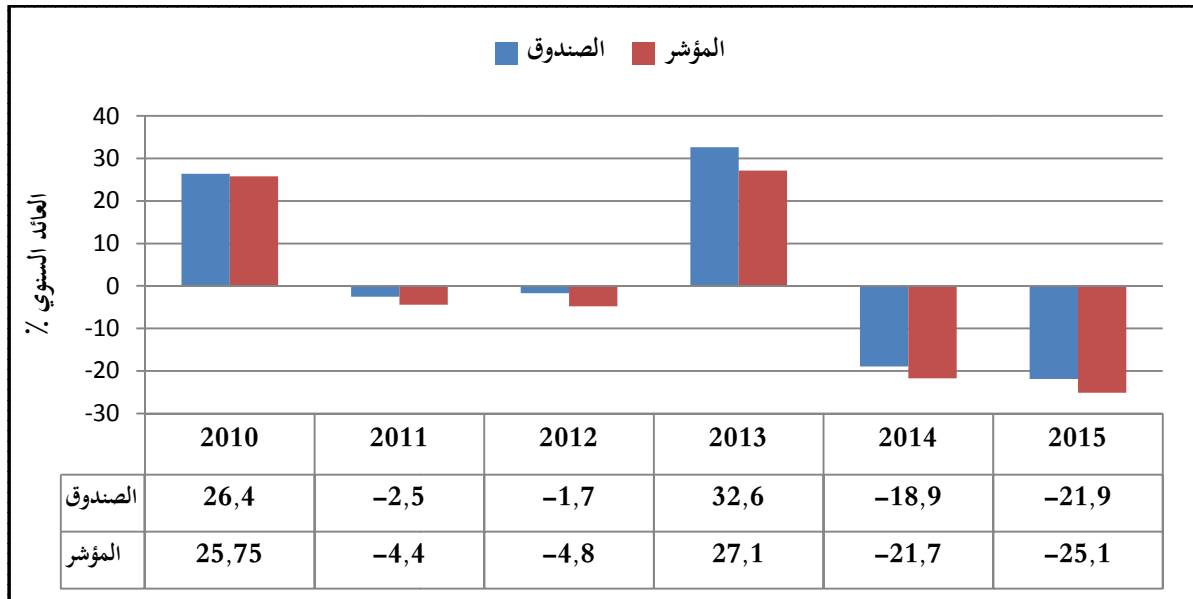
ومنه يمكن تلخيص المعايير التي يخضع لها المؤشر عند الصيانة الربعية في النقاط التالية:

1. متوافق مع الشريعة وذلك حسب معايير شركة فالكلم المالية.
2. أن لا تزيد فترة توقف تداول أسهم الشركة في السوق المالية السعودية (تداول) عن 7 أيام تداول خلال الربع السابق.
3. كل الشركات من قطاع البتروكيماويات بتداول، ويجب أن تكون مشمولة في مؤشرات تداول¹.
وتتمثل سياسات الاستثمار لصندوق فالكلم فيما يلي:
 - يسعى الصندوق لمحاكاة أداء المؤشر من خلال المحافظة على نسبة الانحراف عند أدنى مستوى.
 - يسعى مدير الصندوق للمحافظة على هامش انحراف مقارنة بأداء المؤشر بحد أقصى 1% مع الأخذ في الاعتبار عوامل الدخل والرسوم والمصاريف. إذ يتم قياس نسبة الانحراف كمعامل انحراف للزيادة أو النقصان في كل يوم لعائد الصندوق مقارنة بمستوى الأداء اليومي للمؤشر.
 - يسعى الصندوق لتحقيق معامل ارتباط قدره 0.99 على أساس سنوي بين مستوى العائد اليومي للمؤشر الإرشادي والعائد اليومي للصندوق².

¹ www.tadawul.com.sa 25/8/2017.

² فالكلم للخدمات المالية، صندوق فالكلم المتداول لقطاع البتروكيماويات (الصندوق)، الشروط والأحكام "النشرة"، إصدار 2010/6/23، تحديث 2017/5/31، ص 10، 17.

الرسم البياني رقم (34.3): مقارنة أداء صندوق فالكيم المتداول لقطاع البتروكيماويات مع أداء المؤشر خلال الفترة 2010-2015



المصدر: فالكيم للخدمات المالية، صندوق فالكيم المتداول لقطاع البتروكيماويات (الصندوق)، الشروط والأحكام "النشرة"، إصدار 2010/6/23، تحديث 2017/5/31، ص 32.

رغم التذبذب المستمر في العوائد السنوية للصندوق، غير أن هناك ارتباط كبير بين عوائد الصندوق وعوائد محفظة المؤشر، والذي يقدر بـ: 0,99 وفق برنامج إكسل.

3) صندوق إتش إس بي سي السعودي 20 المتداول - إتش إس بي سي 20-

هو صندوق استثمار مفتوح يسعى إلى تحقيق نمو رأس المال على المدى الطويل، ويهدف إلى تحقيق مستوى أداء يماثل أداء مؤشر إتش إس بي سي للأسهم السعودية 20 قبل حسم الرسوم والمصاريف، مع تقليص نسبة الانحراف بين أداء الصندوق وأداء المؤشر إلى أدنى حد ممكن.

تأسس صندوق إتش إس بي سي السعودي 20 المتداول بناء على موافقة هيئة السوق المالية بتاريخ 2011/09/25 م وطرح في تداول يوم الأربعاء 2011/11/23، بقيمة إصدار أولية تقدر بـ: 10 مليون ريال سعودي، وبقيمة وحدة أولية تقدر بـ: 20 ريال سعودي، وتتكون كل رزمة إصدار أو استرداد من 10000 وحدة من وحدات الصندوق.

مؤشر إتش إس بي سي للأسهم السعودية 20 ، مؤشر أسهم يتم حسابه على أساس العائد الإجمالي وحفظه ونشره من قبل مزود خدمات مؤشرات دولي هو ستاندارد أند بور ويصدر بعملة الريال السعودي، ويرصد المؤشر حركة أسهم أكبر 20 شركة (بناء على القيمة السوقية للأسهم العائمة الحرة) متوافقة مع الشريعة ومدرجة في سوق تداول¹.

يتم فحص جميع الأسهم المدرجة في مؤشر أس أند بي العالمي BMI السعودية للائتمان لأحكام الشريعة الإسلامية وتعتبر الأسهم المتوافقة مع الشريعة بعد عملية الفحص أسهم مؤهلة للإدراج في المؤشر وتشكل مجتمعة مجال الاستثمار.

في حالة عدم استيفاء أي سهم تم إدراجه في المؤشر لمعايير السيولة (متوسط قيمة المتداولات لا تقل عن نصف مليون دولار أميركي يومياً خلال فترة الربع السابق) يتم استبداله بالسهم التالي المؤهل².

وضمن كافة صناديق الاستثمار السعودية المتداولة الثلاثة ولغرض انتقاء الأسهم لمحفظة المؤشر تقوم إدارة الرقابة الشرعية الداخلية بالمراجعة والتقييم الشرعي بعد إعلان الشركات لقوائمها المالية على أساس ربع سنوي وفقاً للسنة الميلادية، يتم إعداد قوائم المطابقة الشرعية بين أرباع السنة الميلادية بعد عرضها على الهيئة الشرعية، (الضوابط الشرعية المعتمدة من الهيئات الشرعية للصناديق المتداولة موضحة بنوع من التفصيل في نشرات الشروط والأحكام)³.

¹ إتش إس بي سي العربية السعودية، صندوق إتش إس بي سي السعودي 20 المتداول، مرجع سابق، ص 5، 8.

² www.tadawul.com.sa 12/3/2017.

³ فالكم للخدمات المالية، صندوق فالكم المتداول للأسهم السعودية (الصندوق)، مرجع سابق، ص 15.

ثانياً- حجم أصول صناديق المؤشرات المتداولة بسوق تداول السعودي خلال الفترة 2010 – 2015
يمكن تتبع تطور أصول صناديق المؤشرات المتداولة من خلال الجدول رقم (35.3) والرسم البياني رقم (35.3)

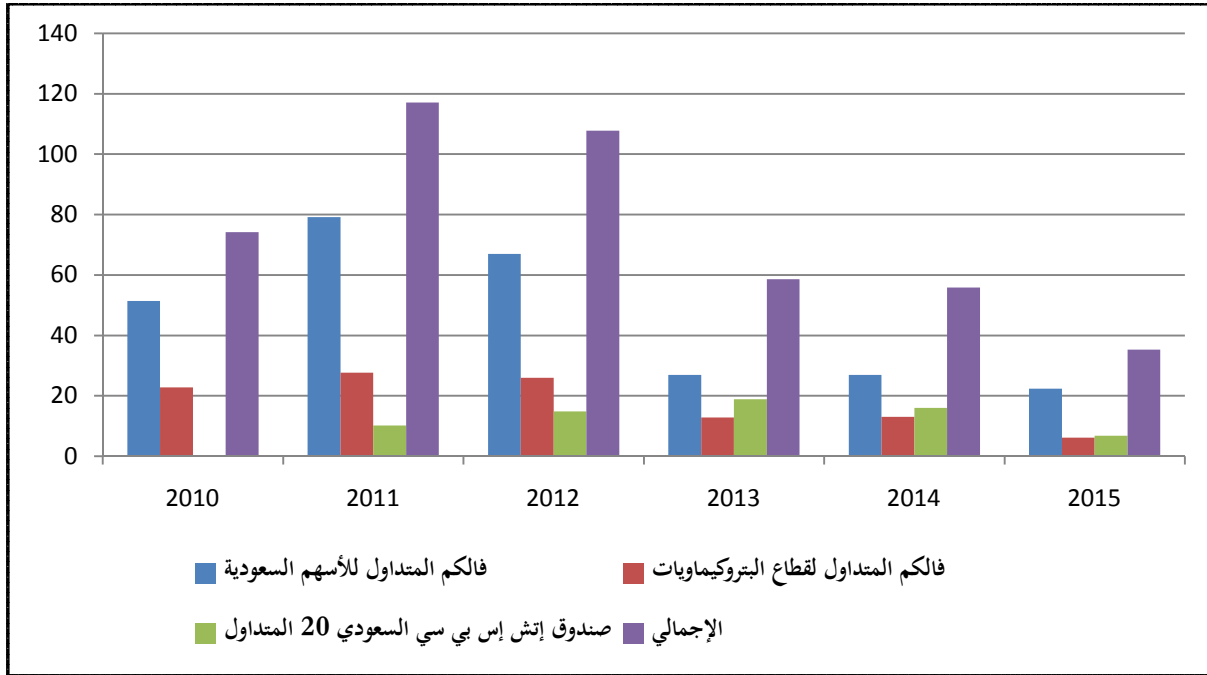
الجدول رقم (35.3): حجم أصول صناديق المؤشرات المتداولة خلال الفترة 2010 – 2015

الوحدة: مليون ريال

السنة	فالكَم المتداول للأسهم السعودية	فالكَم المتداول لقطاع البتروكيماويات	صندوق إتش إس بي سي السعودي 20 المتداول	الإجمالي
2010	51,4	22,8	–	74,2
2011	79,2	27,7	10,2	117,1
2012	67,0	26,0	14,8	107,8
2013	26,9	12,8	18,9	58,6
2014	26,9	13,0	16,0	55,9
2015	22,4	6,1	6,8	35,3

المصدر: هيئة السوق المالية، التقارير السنوية، 2010 – 2015.

الرسم البياني رقم (35.3): حجم أصول صناديق المؤشرات المتداولة خلال الفترة 2010 – 2015



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على الجدول رقم (35.3).

من خلال الرسم البياني رقم (35.3) يتضح أنه وبعد التزايد المعترف في حجم أصول صناديق المؤشرات المتداولة في السعودية خلال عامي 2010 و 2011 التي سجلت بها أكبر قيمة (1,117 مليون ريال)، وقد قدر معدل نمو الأصول بين السنين السابقتين بـ: 57,81٪، بسبب إدراج صندوق ثالث عام 2011، غير أن هذا الارتفاع لم يدم طويلاً أين تراجع حجم أصول الصناديق المتداولة عام 2012 بمعدل 7,94٪ عن سنة 2011، وقد سجل أكبر تراجع في حجم أصول هذه الصناديق عام 2013 بالمقارنة بعام 2012، بمعدل: 45,64٪، وقد استمر الانخفاض حتى عام 2015.

ويعد صندوق فالكمتداول للأسهم السعودية أكبر الصناديق حجماً من حيث حجم الأصول، يليه صندوق فالكمتداول لقطاع البتروكيماويات ثم صندوق HSBC، ويظهر الرسم البياني السابق تطابق وتيرة تطور صندوق فالكمت مع وتيرة تطور إجمالي حجم أصول الصناديق المتداولة، في حين سجل صندوق HSBC أعلى قيمة أصول عام 2013 بقيمة 18,9 مليون ريال سعودي، لتشهد تراجعاً معتبراً خاصة في عام 2015 أين بلغ حجم أصوله 6,8 مليون ريال سعودي.

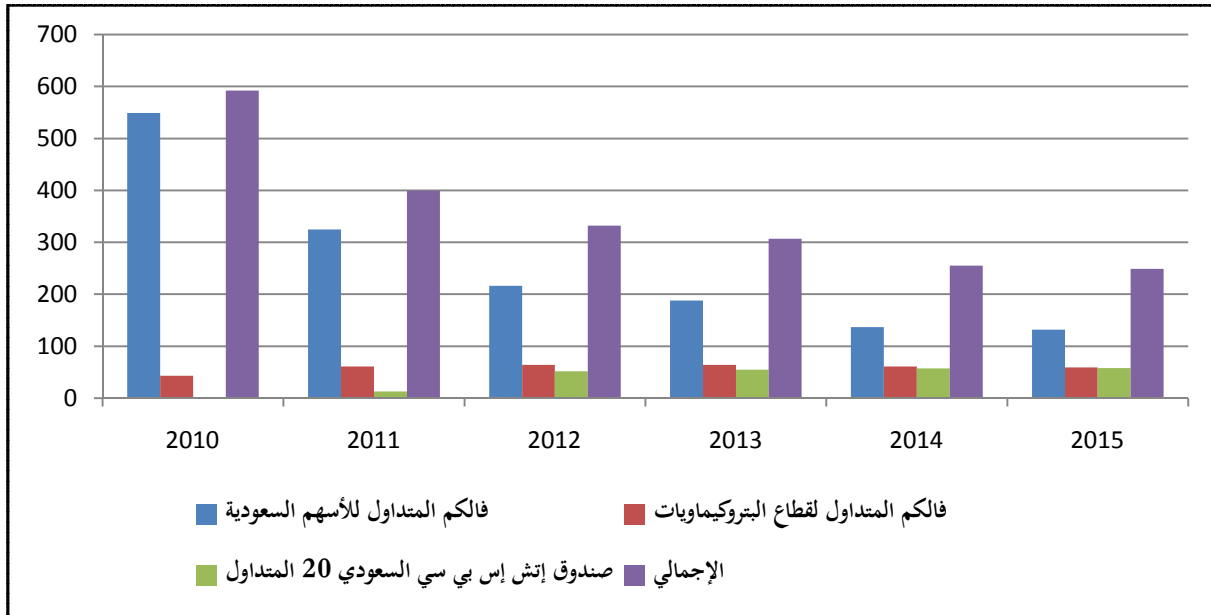
ثالثاً- عدد مشترك صناديق المؤشرات المتداولة بسوق تداول السعودي خلال الفترة 2010-2015

الجدول رقم (18.3): عدد مشترك صناديق المؤشرات المتداولة خلال الفترة 2010-2015

السنة	فالكمتداول للأسهم السعودية	فالكمتداول لقطاع البتروكيماويات	صندوق إتش إس بي سي السعودي 20 المتداول	الإجمالي
2010	549	43	—	592
2011	325	61	13	399
2012	216	64	52	332
2013	188	64	55	307
2014	137	61	57	255
2015	132	59	58	249

المصدر: هيئة السوق المالية، التقارير السنوية، 2010 - 2015.

الرسم البياني رقم (36.3): عدد مشتركى صناديق المؤشرات المتداولة خلال الفترة 2010-2015



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على الجدول رقم (18.3).

اللافت للانتباه في الرسم البياني رقم (36.3) هو التراجع المستمر في إجمالي عدد مشتركى صناديق المؤشرات المتداولة خلال فترة الدراسة، من 592 مشترك إلى 294 مشترك فقط. وعلى اعتبار أن نسبة عدد مشتركى صندوق فالكلم المتداول للأسهم السعودية من إجمالي عدد مشتركى الصناديق السعودية المتداولة يفوق 50٪، فإن أي تراجع في عدد مشتركى هذا الصندوق سيكون له بالغ الأثر على إجمالي عدد مشتركى الصناديق، خاصة في ظل الثبات النسبي في عدد مشتركى باقي الصناديق. وإن صح التعبير فإن هذا النوع من الاستثمار فقد بريقه بسرعة، أين يتعين إجراء بعض التعديلات التي تحفز المكتتبين على الإقبال عليها.

الفرع الثالث: نشاط تداولات وحدات صناديق المؤشرات المتداولة في سوق تداول السعودي خلال الفترة 2010-2015

في إطار تقدير أداء صناديق المؤشرات المتداولة في السعودية، تم تتبع تطور كمية الوحدات المتداولة في سوق تداول السعودي، وكذا القيمة المتداولة، بالإضافة إلى عدد الصفقات المنفذة.

الجدول رقم (19.3): نشاط تداولات وحدات صناديق المؤشرات المتداولة في سوق تداول السعودي خلال الفترة 2010-2015

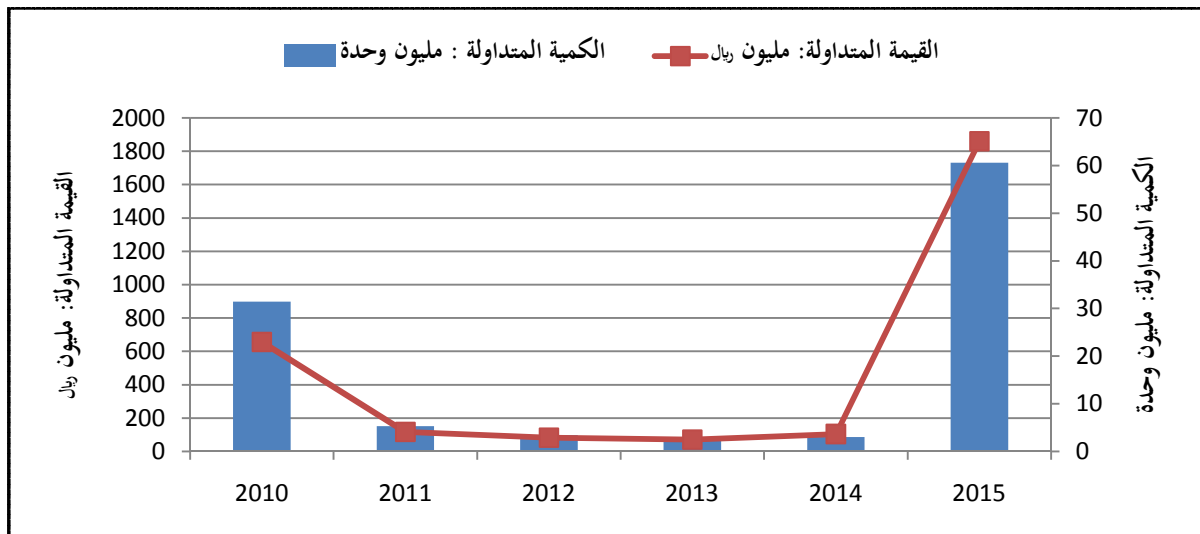
السنة	الكمية المتداولة : مليون وحدة	القيمة المتداولة: مليون ريال	عدد الصفقات
2010	31,470	655,3	19265
2011	5,322	115,9	2252
2012	3,414	81,6	1658
2013	2,583	69,8	852
2014	3,054	103,151	1194
2015	60,6	1859,6	3714

المصدر: هيئة السوق المالية، التقارير السنوية، 2010 - 2012.

Saudi Stock Exchange (Tadawul), Annual Statistical Report, 2015, p46.

و 12/3/2017 www.tadawul.com.sa بالنسبة لقيم السنوات 2013، 2014. وتم حساب القيمة ببرنامج إكسل.

الرسم البياني رقم (37.3): نشاط تداولات وحدات صناديق المؤشرات المتداولة في سوق تداول السعودي خلال الفترة 2010-2015



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات الجدول رقم (19.3).

من خلال الجدول رقم (19.3) والرسم البياني رقم (29.3) يتضح أن عامي 2010 و 2015 شكلتا قمم كمية الوحدات المتداولة والقيمة المتداولة، مما يشير إلى تحسن أداء صناديق المؤشرات المتداولة في السوق السعودية. فبالنسبة للقيمة المتداولة التي قدرت بـ: 655,3 مليون ريال عام 2010 تراجعت لتبلغ أدنى قيمة لها 69,8 مليون ريال عام 2013 كأدنى قيمة لها، ثم لتعود للارتفاع أين سجلت أعلى قيمة لها عام 2015 (1859,6 مليون ريال).

أما فيما يتعلق بالكمية المتداولة فهي الأخرى سجلت أعلى قيمة لها عام 2015 بـ: 60,6 مليون وحدة، في حين سجل أعلى عدد للصفقات عام 2010 بقيمة 19265 صفقة، لتراجع وتبلغ أدنى قيمة لها عام 2013، ثم لتعود للارتفاع وتبلغ ما قيمته 3714 صفقة عام 2015.

وفي المجمل ورغم تحسن أداء صناديق المؤشرات المتداولة في السعودية، غير أنها تبقى ما دون نشاط سوق الأسهم في السعودية، حيث تقدر القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة بـ: 1660,62 بليون ريال سعودي أي ما يعادل 442,83 بليون دولار أمريكي عام 2015، أما إجمالي عدد الأسهم المتداولة عام 2015 فقد بلغ 65,99 بليون سهم، وأما عن عدد الصفقات المنفذة لعام 2015 فقد قدرت بـ: 30,44 مليون صفقة¹.

هذا وفي سبيل المزيد من التنوع في أدوات التمويل في سوق المال السعودي، قامت سوق تداول بإدراج صناديق الاستثمار العقارية المتداولة، وكان أولها صندوق الرياض ريت بتاريخ 13 نوفمبر 2016، ليتوالى إدراج باقي الصناديق العقارية المتداولة الأربعة في عام 2017، وهي كما يلي:

صندوق الجزيرة موطن ريت: 2017/2/15.

صندوق جدوى ريت الحرمين: 2017/4/30.

صندوق تعليم ريت: 2017/5/30.

صندوق المعذر ريت: 2017/8/22 (الوحيد الذي ليس لديه هيئة شرعية)².

¹ Saudi Stock Exchange (Tadawul), **Annual Statistical Report**, 2015, p 2.

² www.tadawul.com.sa 27/8/2017.

خلاصة الفصل الثالث

يعطي هذا الجزء من البحث فكرة شاملة عن مساهمة الهندسة المالية الإسلامية في أسواق رأس المال من حيث التنوع، ومن حيث الكم والحجم، الأمر الذي يتجلى في شكل منتجات مالية مبتكرة متداولة في أسواق رأس المال، تتمثل أساساً في الصكوك بالإضافة إلى صناديق الاستثمار بمختلف مستحدثاتها.

فالعالم أجمع يشهد تغيرات مالية واضحة في ظل اتساع حجم المضاربات وترابط الأسواق المالية في إطار العولمة المالية، وظل جميع متدخل النظام المالي يتربصون بالفرص، وكانت إحدى سبل استغلال هذه الفرص هو طرح مبتكرات مالية إسلامية، إذ نلاحظ أن هناك اتساع في حجم أصول التمويل الإسلامي بصفة عامة وفي حجم أصول أسواق رأس المال الإسلامي بصفة خاصة، إذ يشهد حجم الصكوك القائمة تطوراً مستمراً، رغم انخفاض مصادر الصكوك بين عامي 2013 و 2015، كما أن نسبة الصكوك المدرجة في أسواق المال الثانوية من إجمالي عدد الصكوك المصدرة هي نسبة منخفضة في المجمل مما يوحى إلى ضعف السوق الثانوي. أما بخصوص الصناديق الإسلامية فهي تشهد تذبذباً واضحاً سواء في قيمة أصولها أو في عددها، والتي تنتهي بارتفاع في عامي 2014 و 2015.

وتأتي السعودية في المراكز الأولى في مصاف الدول، أين تحتل المركز الأول من حيث إجمالي حجم أصول التمويل الإسلامي، كما تأتي في المركز الثاني من حيث حجم الصكوك المصدرة والقائمة (بعد ماليزيا)، ومع ذلك يعاني سوق الصكوك الثانوي بها ضعف في النشاط، أين يغلب طابع الانخفاض على مجمل مؤشرات أداء سوق الصكوك من عدد الصكوك المدرجة والقيمة المتداولة وكذا عدد الصفقات، باستثناء الارتفاع الكبير عام 2011 الذي يشكل طفرة بالنسبة لباقي القيم، بالإضافة إلى تحسن في القيم المتداولة عام 2015، كما تأتي في المركز الأول عالمياً من حيث عدد الصناديق الإسلامية وحجم أصولها، ومع هذا لم تتعدى نسبة الصناديق الإسلامية في السعودية من إجمالي صناديق الاستثمار (العدد وحجم الأصول) النصف. وبالإضافة إلى ذلك فإن صناديق المؤشرات المتداولة في السعودية (ثلاثة صناديق متداولة متوافقة مع الشريعة الإسلامية) تعاني من ضعف جلي سواء من حيث العدد أو من حيث حجم الأصول أو من حيث عدد المشتركين في هذه الصناديق، بالإضافة إلى ضعف أدائها بمختلف المؤشرات من عدد الوحدات المتداولة والقيمة المتداولة وكذا عدد الصفقات المنفذة، مقارنة بسوق الأسهم رغم التحسن في مؤشرات أدائها بشكل عام في سنة 2015.

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة

الهندسة المالية كمجموع للأنشطة المالية المبتكرة لها دور بالغ الأهمية في إمداد الأسواق المالية بأدوات وعمليات وحلول لمشاكل التمويل، تساعد على تسريع المعاملات وتقليل التكاليف والمخاطر وزيادة الأرباح، فالهندسة المالية التقليدية بهذا المفهوم تفتح آفاقا واسعة لتحقيق مكاسب لصالح أطراف على حساب الأطراف الأخرى التي تقابلها في المعاملات، وهذا ما ينتج عنه أزمات مالية متكررة.

ففي ظل هذه الأزمات التي اتسم بها النظام المالي الوضعي، لفت موضوع الهندسة المالية الإسلامية أنظار العديد من المهتمين بالجوانب المالية على غرار الأكاديميين والماليين والفقهاء وغيرهم للاستناد على منتجات الهندسة المالية الإسلامية لتفادي - أو على الأقل تقليل - الآثار السلبية الناجمة عن هذه الأزمات.

فكثيرا ما تؤخذ ذريعة الأزمات المالية المتكررة دليلا على قصور بعض جوانب النظام المالي الوضعي، إلا أنه لا أحد ينكر أهمية العديد من المنتجات التي تم تكييفها لما يتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

فهدف الهندسة المالية الإسلامية لا يكمن في إثبات ضعف النظام المالي الوضعي في الأساس، وإنما هدفها هو تحقيق التكامل بين الأهداف الاقتصادية والاجتماعية، من خلال هيكل نظام مالي متكامل يقوم على قواعد الشرع الحنيف.

وبين المأمول والمحقق أتت هذه الدراسة لتقدير مساهمة الهندسة المالية الإسلامية في تعدد وتنوع أدوات التمويل المتداولة في الأسواق المالية والمتوافقة مع الشريعة الإسلامية، بالإضافة إلى تتبع تطور حجم أصولها وتطور نشاط تداولاتها، في ظل التحديات التي كانت ولا تزال تواجهها، مما يستدعي المزيد من التطوير لمنتجات مالية إسلامية مستحدثة تضمن للمؤسسات والأسواق المالية الإسلامية قدرا من المرونة ونصيبا سويقيا يساعدها على الاستمرار بفعالية.

نتائج البحث

بناء على الأهداف والفرضيات التي تم صياغتها، وبعد البحث وجمع البيانات وتحليلها، يمكن عرض النتائج التي تم التوصل إليها من خلال هذا البحث، والتي تتضمن آليا مناقشة الفرضيات سواء بإثباتها أو بنفيها، كما يلي:

1. من حيث النشأة والمنطلق والمبدأ تختلف الهندسة المالية الإسلامية عن الهندسة المالية التقليدية كونها تمثل تطورا لنظام مالي له قواعد وآلية عمل خاصة به، غير أنه كمصطلح اقتصادي مالي فلهما نفس المعنى، والذي يتعلق بالإبداع والتطوير في الجوانب المالية، وما يزيد من تداخل المفهومين في الواقع هو طريقة طرح وتطبيق بعض

المنتجات التقليدية بمسميات شرعية بعد تكييفها، أو طرح منتجات إسلامية لها خصائص منتجات مالية تقليدية تفقدها صفتها الشرعية أحيانا، الأمر الذي يزيد من صعوبة الحكم على مدى شرعية أي منتج مالي مطروح في ظل اختلاف آراء الفقهاء. وبالمقابل هناك بعض المنتجات المالية الإسلامية التي يتم تطبيقها في الدول الغربية، وفي الدول ذات النظم المالية الوضعية إسلامية كانت أو لا.

ومن هنا يمكننا نفي الفرضية الأولى، فهناك تداخل وترابط كبير بين مصطلح الهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية الإسلامية.

2. تتعدد وتتوسع منتجات الهندسة المالية في الأسواق المالية بين الأدوات والعمليات المالية وحلول مشاكل التمويل، فبالإضافة إلى مستحدثات الأدوات المالية التقليدية - الأسهم والسندات - والتطورات المختلفة في صناديق الاستثمار، هناك أدوات تمثل ابتكارا في حد ذاتها تتمثل أساسا في المشتقات المالية بالنسبة للهندسة المالية التقليدية وتتمثل في الصكوك بالنسبة للهندسة المالية الإسلامية.

أما عن العمليات المالية فهي أيضا تعتبر بمثابة منتجات للهندسة المالية كالبيع على المكشوف والشراء الهامشي، والأمر ينطبق أيضا على حلول مشاكل التمويل كالسمسرة والمؤشرات وغيرها، والتي تعد أيضا من بين أهم أقسام منتجات الهندسة المالية.

وبالملاحظة هنا هو تكامل مختلف أنواع هذه المنتجات في الأسواق المالية، فلا يمكن الفصل بين الأدوات والعمليات المالية وحلول مشاكل التمويل، فالمثال على ذلك هو تضمن المشتقات المالية عمليات البيع على المكشوف، والتي تستفيد من التطور الحاصل في عمليات السمسرة، كل هذا يزيد من سهولة ومرونة تنفيذ المعاملات المتعلقة بالأوراق المالية ويقلل المخاطر والتكاليف ويزيد من الأرباح - على الأقل كهدف مرجو تحقيقه - ومما سبق يمكن نفي الفرضية الثانية، فمنتجات الهندسة المالية متعددة وتنقسم إلى أدوات وعمليات مالية وحلول لمشاكل التمويل، وضمن هذه الأنواع ما هو استحداث لخاصية جديدة لمنتج مالي قديم، ومنها ما هو ابتكار جديد كليا.

3. في إطار محاكاة الهندسة المالية الإسلامية للهندسة المالية التقليدية هناك العديد من منتجات الهندسة المالية التقليدية التي تم تكييفها فقها، ومن أمثلها المؤشرات أين ظهرت مؤشرات إسلامية كمؤشر داو جونز الإسلامي وغيرها، بالإضافة إلى مستحدثات الأسهم خاصة العادية التي تلقى قبولا من الناحية الشرعية، بالإضافة إلى صناديق الاستثمار وصناديق المؤشرات المتداولة، ناهيك عن السعي الحثيث لتكييف المشتقات المالية بمحاولة مطابقتها على بعض العقود الإسلامية، ومع ذلك لم يتم التوصل إلى نسخة إسلامية عن المشتقات التقليدية

لاحتوائها على الرهان والمقامرة، واقتصرت البدائل على صيغ التمويل الإسلامية المختلفة كالاستصناع والسلم وغيرها.

وبالتالي فإن أهم أدوات التمويل المبتكرة التي تلقى قبولا من طرف أغلب الفقهاء -على الأقل نظريا- هي الصكوك المالية الإسلامية كأهم الإبداعات المالية المتأصلة في الهندسة المالية الإسلامية، بالإضافة إلى صناديق الاستثمار وخاصة صناديق المؤشرات المتداولة والتي تمثل أحد منتجات الهندسة المالية التقليدية التي تم تكييفها شرعا، والتي تختلف أحكامها الشرعية باختلاف أصولها وطبيعة معاملتها، ومن هنا يمكننا نفي الفرضية الثالثة.

4. شهد إجمالي أصول التمويل الإسلامي نموا معتبرا خلال الفترة 2012-2015 بنسبة نمو تقدر بـ: 18٪، رغم تراجعها الطفيف عام 2013، كما أن إجمالي أصول أسواق رأس المال الإسلامية (الصكوك المالية الإسلامية والصناديق الإسلامية)، تشهد نموا وبوتيرة أعلى مقارنة بباقي الفئات عام 2015. ويمكن توضيح تطور أصول أسواق رأس المال من خلال العناصر الآتية:

أ- **الصكوك المالية الإسلامية:** يمكن عرض تفصيل تطور سوق الصكوك بشقيه الأولي والثانوي، فيما يلي:

- شهد حجم وعدد الصكوك المالية الإسلامية المصدرة تطورا معتبرا بعد أزمة الرهن العقاري أي خلال الفترة 2010-2012، ليشهد بعدها تراجعا معتبرا بداية من سنة 2013 إلى غاية 2015، وهذا يعود إلى الانكماش الاقتصادي في دول مجلس التعاون الخليجي، وإلى انخفاض حجم الصكوك السيادية المصدرة في ماليزيا بسبب قيام البنك المركزي الماليزي بوقف إصدار الصكوك قصيرة الأجل، خاصة في ظل هيمنة الصكوك السيادية على الحصة الأكبر من إجمالي الصكوك المصدرة مقارنة بصكوك الشركات والصكوك شبه السيادية.
- رغم الانخفاض الواضح في حجم الصكوك المصدرة فإن حجم الصكوك القائمة يشهد ارتفاعا مستمرا رغم تناقص وتيرة الارتفاع في السنة الأخيرة.

- بلغت نسبة حجم الصكوك المدرجة من إجمالي حجم الصكوك المصدرة 15,6٪ عام 2012، وهي نسبة منخفضة نسبيا، ويعود ذلك إلى ضعف الأسواق المالية الثانوية في أغلب الدول الإسلامية من جهة، وإلى كبر حجم الصكوك القائمة على المدائيات خاصة المراجحة والسلم، والتي يحد من تداولها في الأسواق الثانوية ضوابط شرعية عديدة تتعلق ببيع الديون والصرف من جهة أخرى.

فرغم تراجع قيمة صكوك المراجحة المصدرة من 76,37 بليون دولار أمريكي عام 2012 إلى 19,18 بليون دولار أمريكي عام 2015، غير أن نسبتها تظل الأكبر بالمقارنة بباقي هياكل الصكوك المصدرة والتي تقدر بـ: 33٪.

- إن نسبة الصكوك المدرجة من إجمالي عدد الصكوك المصدرة متذبذبة بين الارتفاع والانخفاض بما نسبته 5٪ إلى 14٪، وهي نسبة منخفضة في المحمل مما ينجي إلى ضعف السوق الثانوي من حيث مرونة تداول الصكوك.
- تعد لندن وايرلندا ونازداك دبي وبورصة ماليزيا أكثر الأسواق إدراجا للصكوك، كما أن بورصة لندن تعد المركز الأكثر إدراجا للصكوك الدولية، في حين تعتمد باقي الأسواق على إدراج الإصدارات المحلية.

ب- صناديق الاستثمار الإسلامية

- شهد حجم أصول وعدد صناديق الاستثمار الإسلامية تذبذبا خلال فترة الدراسة كما يلي:
- تعافى سوق صناديق الاستثمار الإسلامية على خلفية الأزمة المالية العالمية لعام 2008 وأزمة دبي المالية عام 2009، إذ ارتفع كل من حجم الأصول وعدد الصناديق الإسلامية خلال الفترة 2010-2012.
 - تراجعت أصول الصناديق بقيمة معتبرة عام 2013 أين بلغت قيمتها 44,4 بليون دولار أمريكي، وقدر عددها بـ: 636 صندوق إسلامي كأقل القيم خلال فترة الدراسة، ومرد هذا التراجع هو تداعيات الأزمة الأمنية العربية وأزمة منطقة اليورو لعام 2012.
 - شهد سوق الصناديق تحسنا كبيرا نسبيا خلال عامي 2014 و 2015، أين بلغ حجم أصولها 55,794 بليون دولار، وبلغ عددها 1092 صندوقا عام 2015 كأكثر القيم خلال فترة الدراسة، خاصة بعد إنشاء إيران 26 صندوقا إسلاميا سنة 2015.
- في عام 2015 تشكل صناديق الأسهم الإسلامية 34٪ من إجمالي الأصول المدارة في الصناديق الإسلامية القائمة، ومع أنها تحوز حصة الأسد، غير أنها شهدت تراجعاً في أدائها على إثر تراجع أسعار النفط ورفع الدعم في بعض الدول. فللاشارة فإن صناديق النقد تمثل أكثر أنواع الصناديق الإسلامية المصدرة عام 2014 بنسبة 39٪ من إجمالي أصول صناديق الاستثمار المدارة و 96٪ من هذه الصناديق منشأها جنوب شرق آسيا.
- ومنه يمكن إثبات الفرضية الرابعة جزئياً، فمن حيث إجمالي أصول التمويل الإسلامي فهي تشهد تطوراً معتبراً خلال فترة الدراسة خاصة فيما يتعلق بوتيرة نمو أصول أسواق رأس المال مقارنة بباقي أصول التمويل الإسلامي الأخرى. ففيما يتعلق بفترة الصكوك الإسلامية فهي تشهد تطوراً كبيراً من حيث الصكوك القائمة، مع تراجع طفيف في الصكوك المصدرة، أما السوق الثانوي فهو يتميز بالضعف خاصة من حيث عدد الصكوك المدرجة مقارنة بالصكوك المصدرة، كما أن تطور صناديق الاستثمار يمتاز بالتذبذب مع تحسنها في آخر سنة من سنوات فترات الدراسة.

5. تستحوذ كل من العربية السعودية وإيران وماليزيا - بالترتيب - على أكبر حجم أصول التمويل الإسلامي بفارق كبير يفصلها عن باقي الدول الموالية في الترتيب.

ففي ظل التطور البسيط الذي تشهده ماليزيا من حيث إجمالي أصول التمويل الإسلامي، حققت إيران بالدرجة الأولى والسعودية بالدرجة الثانية معدلات نمو معتبرة، لما مكن السعودية من تحقيق المركز الأول، بعد أن كانت بالمرتبة الثانية بعد ماليزيا عام 2012.

حيث تشهد إيران أكبر نسبة تغير بين عامي 2012 و 2015 بمعدل يفوق: 133٪، وقدرت نفس النسبة بالسعودية وخلال نفس الفترة بما يفوق 65٪، أما ماليزيا فهي تشهد تطورا بسيطا جدا خلال الفترة السابقة، بمعدل: 0,6٪.

أما عن تطور فئتي أصول أسواق رأس المال الإسلامي في مختلف الدول، فيمكن توضيحه فيما يأتي:

أ- الصكوك المالية الإسلامية

فيما يتعلق بالصكوك، فإن حجمها يظل الأكبر في ماليزيا بالمقارنة بباقي الدول حتى بالمقارنة مع الدولة الثانية التي تليها وهي العربية السعودية بفارق يقدر بـ: 136,636 بليون دولار. حيث تقدر نسبة الصكوك المصدرة في ماليزيا من إجمالي الصكوك المصدرة عالميا عام 2015 بما يفوق 67٪، أما مساهمة باقي الدول كل على حدا فهي لم تتعدى 10٪، بما فيها السعودية ذات المركز الثاني.

ب- الصناديق الإسلامية

فيما يتعلق بالصناديق الإسلامية، هناك تقارب في حجم أصولها في الدول الثلاثة الأولى السعودية، ماليزيا وإيران، مع ضعف قيمتها في باقي الدولية الموالية في الترتيب.

ففي عام 2015، تحوز الدول الرائدة في الصناديق الإسلامية القائمة (السعودية وماليزيا وإيران) على ما نسبته (81٪) من إجمالي الصناديق الإسلامية العالمية.

وتحتل السعودية المركز الأول في قائمة الدول من حيث قيمة أصول الصناديق الإسلامية، تليها ماليزيا ثم إيران (عام 2015)، أين تخطت إيران ترتيب كل من الولايات المتحدة الأمريكية ولوكسمبورغ لعام 2014.

ومما سبق يمكن إثبات الفرضية الخامسة، إذ أن هناك تفاوت واضح في عدد وحجم أصول أسواق رأس المال الإسلامي بفئتيها الصكوك الإسلامية وصناديق الاستثمار الإسلامية (تفاوت أقل بين الدول في صناديق الاستثمار بالمقارنة بالصكوك).

6. يمكن توضيح تفاصيل تطور أدوات التمويل الإسلامية المبكرة في سوق رأس المال السعودي كما يلي:

أ- **سوق الصكوك في السعودية:** وتمثل أهم ملامح تطور سوق الصكوك في السعودية فيما يلي:

- تراجعت قيمة مبالغ طرح أدوات الدين في العربية السعودية في عام 2011 بسبب أزمة الربيع العربي، ثم شهدت نموا معتبرا خلال عامي 2012، 2013، لتعاود التراجع في عامي 2014، 2015، بسبب الركود الاقتصادي في دول مجلس التعاون الخليجي.

- رغم اعتبار العربية السعودية ثاني دولة من حيث الصكوك القائمة في العالم بعد ماليزيا، غير أن سوق الصكوك الثانوي في السعودية يتميز بما يلي:

➤ الافتقار للاتساع والعمق لقلة عدد الصكوك المدرجة في سوق تداول السعودي، والتي لم تتجاوز ثمانية صكوك في كل سنة من سنوات فترة الدراسة.

➤ ضآلة حجم سيولة الصكوك الفعلية لقلة عدد الصفقات المنفذة بهذا السوق خاصة في ظل تراجعها الكبير خلال فترة الدراسة، حيث قدر عدد الصفقات عام 2010 بـ: 70 صفقة، بينما بلغت عام 2015: 7 صفقات فقط، وعدد الصفقات بمكدا عدد هو عدد متدني بالمقارنة بعدد الصفقات المنفذة في سوق الأسهم مثلا، والتي قدرت بما يفوق 19,53 مليون صفقة عام 2010، في حين قدرت بما يفوق 30,44 مليون صفقة عام 2015، مقابل 7 صفقات في سوق الصكوك.

- أما فيما يخص القيمة المتداولة فهي الأخرى منخفضة بالمقارنة بالقيمة المتداولة في سوق الأسهم، حيث قدرت قيمة الصكوك المتداولة بما يزيد عن 452 مليون ريال عام 2015، في حين قدرت القيمة المتداولة في سوق الأسهم بما يفوق 1,66 ترليون ريال لنفس السنة.

ب- صناديق الاستثمار في السعودية بالتركيز على صناديق المؤشرات المتداولة

- ليست كل صناديق الاستثمار في السعودية متوافقة مع الشريعة الإسلامية، فمثلا بلغ عدد الصناديق الإسلامية في السعودية عام 2014 (171 صندوقا) من مجموع 578 صندوقا (263 صناديق طرح عام + 315 صناديق طرح خاص)، أي بنسبة 29,5٪، ومع ذلك تظل السعودية هي الرائدة عالميا في مجال الصناديق الإسلامية.

- تقدر نسبة أصول الصناديق الإسلامية بالسعودية من إجمالي قيمة أصول صناديق الاستثمار في السعودية بـ: 50,05٪ عام 2014، لتراجع النسبة عام 2015 إلى 46,34٪.

- تقدر نسبة قيمة أصول صناديق الاستثمار الإسلامية القائمة في السعودية من إجمالي قيمة أصول الصناديق الإسلامية القائمة عالميا بـ: 39,92٪، تليها ماليزيا بنسبة 33,76٪ سنة 2015.

- مع أن هناك نمو مطرد في عدد صناديق المؤشرات المتداولة وكذا قيمة أصولها عالميا خلال فترة الدراسة، غير أن سوق تداول السعودي يحوي 3 صناديق مؤشرات متداولة فقط وكلها متوافقة مع الشريعة الإسلامية.
- بعد التزايد المعتبر في حجم أصول صناديق المؤشرات المتداولة في السعودية خلال عامي 2010 و 2011، بسبب إدراج صندوق ثالث عام 2011، غير أن هذا الارتفاع لم يدم طويلا أين تراجع حجم أصول الصناديق المتداولة عام 2012 بمعدل 7,94٪ عن سنة 2011، كما أن أكبر تراجع في حجم أصول هذه الصناديق كان عام 2013 بالمقارنة بعام 2012، بمعدل: 45,64٪، وقد استمر الانخفاض حتى عام 2015.
- يعد صندوق فالكم المتداول للأسهم السعودية أكبر الصناديق حجما (حجم الأصول)، يليه صندوق فالكم المتداول لقطاع البتروكيماويات ثم صندوق HSBC.
- يتميز أداء صناديق المؤشرات المتداولة في السوق السعودية بما يلي:
 - ✓ بالنسبة لقيمة الوحدات المتداولة التي قدرت بـ: 655,3 مليون عام 2010 تراجعت لتبلغ أدنى قيمة لها 69,8 عام 2013 كأدنى قيمة لها، ثم لتعود للارتفاع أين سجلت أعلى قيمة لها عام 2015 (1859,6 مليون ريال).
 - ✓ أما فيما يتعلق بكمية الوحدات المتداولة فهي الأخرى سجلت أعلى قيمة لها عام 2015 بـ: 60,6 مليون وحدة.
 - ✓ في حين سجل أعلى عدد للصفقات عام 2010 بقيمة 19265 صفقة، لتراجع وتبلغ أدنى قيمة لها عام 2013، ثم لتعود للارتفاع وتبلغ ما قيمته 3714 صفقة عام 2015.
 - ✓ التراجع المستمر في إجمالي عدد مشترك صناديق المؤشرات المتداولة خلال فترة الدراسة، من 592 مشترك عام 2010 إلى 294 مشترك فقط عام 2015. وذا ما يستدعي إجراء بعض التعديلات التي تحفز المكتسبين على الإقبال عليها.
- وفي المجمل ورغم تحسن أغلب مؤشرات أداء صناديق المؤشرات المتداولة في السعودية، غير أنها تبقى دون المستوى المطلوب.
- وفي سبيل المزيد من التنوع في أدوات التمويل في سوق المال السعودي، قامت سوق تداول بإدراج صناديق الاستثمار العقارية المتداولة، وكان أولها صندوق الرياض ريت بتاريخ 13 نوفمبر 2016، ليتوالى إدراج باقي الصناديق العقارية المتداولة الأربعة في عام 2017.

ومنه يمكن نفي الفرضية السادسة، فأدوات التمويل المبتكرة في سوق رأس المال السعودي تمتاز بالضعف في بعض جوانبها، وبعض التطور البسيط في جوانب أخرى.

وكخلاصة عامة فإن الهندسة المالية الإسلامية قد ساهمت في تطوير أصول التمويل الإسلامي بمختلف فئاتها، ويتجلى ذلك في تطور أدوات التمويل في الأسواق المالية من خلال تنويعها، فبالإضافة إلى الأسهم تم إضافة كل من الصكوك الإسلامية وكذا وحدات صناديق الاستثمار الإسلامية، خاصة صناديق المؤشرات المتداولة، كما ساهمت في تطور عدد وحجم أصول كل من الصكوك والصناديق الإسلامية عموماً، غير أنه وفي المقابل فإن عدد مدرجات الصكوك عالمياً تمتاز بالقلّة نسبياً خاصة في ظل الضوابط الشرعية التي تحكم تداول بعض أنواع الصكوك كالمرابحة والسلم في بعض مراحل المشروع أين تكون أصول المشروع في شكل نقود أو ديون. وهذا ما ينطبق أيضاً على سوق رأس المال السعودي فرغم تصدر السعودية لقائمة الدول من حيث إجمالي أصول التمويل الإسلامي واحتلالها للمركز الأول من حيث قيمة أصول الصناديق الإسلامية والمركز الثاني من حيث حجم الصكوك المصدرة والقائمة، كما تعد السعودية من بين أوائل الدول العربية التي قامت بتطبيق أغلب الابتكارات المالية الإسلامية في سوقها المالي، والتي تتمثل أساساً في الصكوك والصناديق الإسلامية وبصفة خاصة صناديق المؤشرات المتداولة وكذا الصناديق العقارية المتداولة. غير أن مؤشرات أداء كل من سوق الصكوك الثانوي وصناديق المؤشرات المتداولة فيها تمتاز بالضعف.

ومن هناك يمكن إثبات الفرضية الرئيسية، فالهندسة المالية الإسلامية ساهمت بشكل واضح في تطبيق العديد من الابتكارات المالية والدليل على ذلك هو تنوعها وانتشارها الواسع في مختلف الدول الإسلامية وغير الإسلامية، غير أنه وبالمقابل هناك العديد من جوانب الضعف خاصة فيما يتعلق بضعف أداء أسواق أدوات التمويل المبتكرة الثانوية، التي تتطلب المزيد من البحث والتطوير في سبيل تحقيق مختلف الاحتياجات المتجددة للمتدخلين في الأسواق المالية.

التوصيات

- في ظل التحديات الجمة التي تواجه الصناعة المالية الإسلامية، يمكن عرض التوصيات التالية:
- العمل على توحيد المعايير الشرعية بين الدول الإسلامية، وخلق هيئات شرعية دولية تعنى بمناقشة المستجدات المالية والبت في أحكامها الشرعية.
- نشر الوعي في المجتمع بأهمية الابتكارات المالية الإسلامية، والتعريف بآليات عملها بأبسط الطرق لما يقرب فحواها لمختلف شرائح المجتمع.
- دعم البحث والتطوير في مجال الصناعة المالية الإسلامية.
- السبيل لتطوير الصناعة المالية الإسلامية هو العمل والسعي الحثيث في إظهار مميزاته، وليس التسليم والخضوع للعواطف العقائدية، فالجميع يدرك أن الإسلام دين حكمت آياته، ويتميز بمبادئ سماوية محكمة، غير أن حاجات الإنسان متطورة ومتجددة مما يستوجب مواكبتها.
- خلق نوع من التكامل والترابط بين مختلف الأسواق المالية الإسلامية عالمياً.
- العمل على استحداث وتطبيق الابتكارات المالية بما يتوافق مع طبيعة السوق المالي في مختلف الدول، وبما يتوافق واحتياجات المجتمعات بمختلف الدول.
- دعم حقوق ملكية صاحب منتج مالي مبتكر أو مطور.
- نظراً للتباين الواضح في بيانات تطور الصناعة المالية الإسلامية بين مختلف جهات قياسها وتقديرها، يتعين إنشاء هيئة دولية تقوم بالتنسيق مع شبكة من الهيئات القطرية، من أجل الحصول على بيانات دقيقة تساعد الباحثين في إعداد دراسات تعكس حقيقة تطور هذه الصناعة من جهة، وتساعد أصحاب القرار على اتخاذ القرارات المناسبة من جهة أخرى.

آفاق الدراسة

- إن أهمية الموضوع البالغة وخاصة في ظل التطورات المالية الحديثة، تجعل منه بحثاً مفتوحاً لدراسات أخرى، وذلك من خلال عدة جوانب تحتاج إلى مزيد من الإثراء والتفصيل، وفي هذا المجال يمكن اقتراح مجموعة من المواضيع الهامة لأبحاث أخرى منها:
- أثر الابتكار المالي على فعالية السياسة النقدية.
- دور صناديق المؤشرات المتداولة في دعم أداء الأسواق المالية.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

أ- المراجع باللغة العربية

أولاً- الكتب

1. أبو النصر عصام، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2006.
2. أبوفارة يوسف، الأزمات المالية والاقتصادية، دار وائل، عمان، 2015.
3. أحمد أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.
4. أحمد بديعة، أحكام الأسهم والسندات وغيرها من المستجدات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011.
5. آل سليمان مبارك، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، كنوز اشبيليا، المملكة العربية السعودية، 2005.
6. آل شبيب دريد، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة، عمان، 2012.
7. آل شبيب دريد، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، ط3، دار المسيرة، عمان، 2013.
8. بدوي هشام، عقود المشتقات المالية دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011.
9. البرواري شعبان، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، ط2، دار الفكر، دمشق، 2005.
10. البعلي عبد الحميد، المشتقات المالية في الممارسة العلمية والرؤية الشرعية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، 2002.
11. بني عامر زاهرة، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، عماد الدين للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
12. توفيق محب، الهندسة المالية الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011.
13. جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة: الأوراق المالية المتداولة في البورصات، الجزء الثاني، دار هومة، الجزائر، 2002.

14. الجندي محمد الشحات، معاملات البورصة في الشريعة الإسلامية، دار النهضة العربية، القاهرة، 1988.
15. حسين عصام، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة، عمان، 2008.
16. حماد حمزة، مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية، دار النفائس، عمان، 2008.
17. حماد طارق، إدارة المخاطر، الدار الجامعية، مصر، 2003.
18. حماد طارق، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
19. حماد طارق، المشتقات المالية المفاهيم إدارة المخاطر المحاسبة، الدار الجامعية، مصر، 2001.
20. حمدان عبد المطلب، عقود المعاملات المالية وتطبيقاتها المعاصرة في الفقه الإسلامي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
21. الحناوي محمد وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
22. حنفي عبد الغفار وقرىاقص رسمية، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
23. حنفي عبد الغفار، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
24. حنيني محمد وجيه، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية دراسة تطبيقية، دار النفائس، الأردن، 2010.
25. الربيعي حاكم وآخرون، المشتقات المالية، دار اليازوري، عمان، 2011.
26. رضوان سمير، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996.
27. رضوان سمير، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005.
28. رمضان زياد، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، ط 3، دار وائل، عمان، 2005.
29. الزحيلي وهبة، المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر، دمشق، 2002.
30. السباتين يوسف، البيوع القديمة والمعاصرة و البورصات المحلية والدولية، دار البيارق، عمان، 2002.

31. السعد أحمد، الأسواق المالية المعاصرة، دار الكتاب الثقافي، الأردن، 2008.
32. السويلم سامي، التحوط في التمويل الإسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2007.
33. السويلم سامي، صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، الكويت، أفريل 2004.
34. سيد عبد الله، الأسواق المالية والبورصات من المنظور الشرعي والقانوني، دار الكتب القانونية ودار شتات للنشر والبرمجيات، مصر، 2010.
35. شبير محمد، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، ط 6، دار النفائس، الأردن، 2007.
36. شطناوي زكريا، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس، الأردن، 2009.
37. صالح فتح الرحمن، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، اتحاد المصارف العربية، بيروت، جويلية 2008.
38. العبادي هاشم، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق، عمان، 2008.
39. عبد الجواد محمد والشديفات علي، الاستثمار في البورصة أسهم - سندات - أوراق مالية، دار الحامد، عمان، 2006.
40. عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، 2010.
41. العدوي محمد، المعاملات الآجلة في بورصة الأوراق المالية من منظور الشريعة الإسلامية دراسة فقهية مقارنة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2012.
42. عرفة سيد، إدارة المخاطر الاستثمارية، الراية، عمان، 2009.
43. العلي صالح، المؤسسات المالية الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية والاجتماعية، دار النوادر، دمشق، 2008.
44. العمراني عبد الله، الصناديق العقارية في المملكة العربية السعودية البيئة الاستثمارية والهيكل الشرعية، سابك، السعودية، 2014.
45. القرة داغي علي، أثر الديون ونقود الشركة أو المحفظة على تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية، البنك الإسلامي للتنمية والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2003.

46. القريشي محمد، المالية الدولية، مؤسسة الوراق، عمان، 2008.
47. قشوط هشام، المدخل إلى إدارة الاستثمارات من منظور إسلامي، دار النفائس، عمان، 2014.
48. قندوز عبد الكريم، المشتقات المالية، مؤسسة الوراق، عمان، 2014.
49. قندوز عبد الكريم، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مؤسسة الرسالة ناشرون، بيروت، 2008.
50. قنطجني سامر، الابتكار المالي بين التثبيات والتهافت، ط2، منشورات مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، بدون ذكر بلد النشر، 2016.
51. قنطجني سامر، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، شعاع للنشر والعلوم، حلب، 2010.
52. الكندي ماجد، أسواق الأوراق المالية وضوابطها في النظر الفقهي، وزارة الأوقاف والشؤون الدينية، مسقط، 2006.
53. معروف هوشيار الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء، عمان، 2009.
54. الموسوي حيدر، المصارف الإسلامية أداؤها المالي وآثارها في سوق الأوراق المالية، دار اليازوري، عمان، 2011.
55. الناصر محمد، رأس المال المخاطر نموذج واعد لتمويل المشروعات الريادية في المملكة العربية السعودية، سابل، السعودية، 2012.
56. النجار فريد، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2004.
57. نصار أحمد، التكيف الفقهي للعقود المالية المستجدة وتطبيقاتها على نماذج التمويل الإسلامية المعاصرة، البنك الإسلامي الأردني، الأردن، 2004-2005.
58. هارون محمد، أحكام الأسواق المالية، ط2، دار النفائس، عمان، 2009.
59. هندي منير، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، مصر، 2014.
60. هندي منير، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول: التوريق، منشأة المعارف، الإسكندرية، بدون ذكر سنة نشر.
61. الهواملة محمد، الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير العمل المصرفي قراءة في النشأة والتطبيق لأربعة عقود مضت، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2017.

62. ولد عالي محمد الأمين، التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية، دار ابن الحزم، بيروت، 2011.

ثانيا- المجالات والدوريات

1. أبو زيد عبد العظيم، التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، السعودية، المجلد 27، العدد 3، 2014.
2. الأمين حسن، حكم التعامل المصرفي المعاصر بالفوائد تحليل فقهي واقتصادي، ط4، ورقة معلومات أساسية رقم 7، المعهد الإسلامي للبحوث والتطوير البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 2003.
3. بن زواي نسرین، إعادة الهندسة المالية لسوق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمات، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة الشلف، العدد 12، جوان 2014.
4. بن علي بلعزوز، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 07، 2009-2010.
5. بن عمارة نوال، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، عدد 9، 2011.
6. جدوى للاستثمارات، سوق الصكوك السعودية، السعودية، أوت 2009.
7. رفيق المصري، القروض المتبادلة، مجلة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، السعودية، المجلد 14، العدد 1، 2002.
8. عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، السعودية، مجلد 20، العدد 2، 2007.
9. عيساوي سهام ومرغاد لخضر، استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة بسكرة، العدد 15، جوان 2014.
10. فتح الرحمن صالح، أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل الهندسة المالية الإسلامية، مجلة المصرفي، بنك السودان، العدد 26، ديسمبر 2002.
11. قندوز عبد الكريم، إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية: مدخل الهندسة المالية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة الشلف، العدد 8، 2012.

12. المصري رفيق، المضاربة على الأسعار بين المؤيدين والعارضين، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، السعودية، المجلد 20، العدد 1، 2007.
 13. معهد الدراسات المصرفية، المشتقات المالية، إضاءات مالية مصرفية، نشرة توعية، الكويت، العدد الثاني، ديسمبر 2009 يناير 2010.
 14. المعهد العربي للتخطيط، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربي، الكويت، العدد 27، السنة 3، مارس 2004.
- ثالثا- الملتقيات والندوات**
1. أبو عليو أحمد، تداول الأسهم والصكوك وضوابطه الشرعية، مؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة العشرون، وهران، 13، 18 سبتمبر 2012.
 2. بباس منيرة، الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، الجزائر، 20- 21 أكتوبر 2009.
 3. براقى محمد وبن زواي محمد الشريف، الهندسة المالية- سوق رأس المال المخاطر، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع والرهانات، جامعة غرداية، الجزائر، 23 - 24 فيفري 2011.
 4. بن عيد محمد، الصكوك الإسلامية (التوريق)، وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، الشارقة، 26، 30 أبريل 2009.
 5. بوعافية رشيد ومزيود ابراهيم، الهندسة المالية كمدخل لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركزي الجامعي خميس مليانة، الجزائر، 5- 6 ماي 2009.
 6. بوعافية سمير وقريد مصطفى، التعامل بالمشتقات أحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، الجزائر، 20- 21 أكتوبر 2009.
 7. توصيات ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-25 ماي 2010.
 8. الجارحي معبد وأبو زيد عبد العظيم، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24- 25 ماي 2010.

9. جاسر محمد، نحو منتجات مالية إسلامية مبتكرة، مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية: الواقع .. وتحديات المستقبل"، نادي رجال الأعمال اليمنيين، صنعاء ، 20-21 مارس 2010.
10. جباري شوقي، دور الهندسة المالية في تأجيج شرارة الأزمة الراهنة، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع والرهانات، جامعة غرداية، الجزائر، 23-24 فيفري 2011.
11. خطاب كمال، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 ماي - 3 جوان 2009.
12. خطاب كمال، نحو سوق مالية إسلامية، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، السعودية، 31 ماي- 03 جوان 2005.
13. حلمي خالد، "النظام القانوني للرقابة على المحافظ وصناديق الاستثمار -عرض للتجربة- الكويتية"، مؤتمر المؤسسات المالية والبورصات: آفاق وتحديات، الإمارات، 2007 .
14. الحنيطي هناء، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية والمعهد العالمي للفكر الإسلامي، عمان، 1-2 ديسمبر 2010.
15. خضيرات عمر، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمة الاقتصادية والمالية المعاصرة، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع والرهانات، جامعة غرداية ، الجزائر، 23 - 24 فيفري 2011.
16. خنيوة محمد الأمين وعلي موسى حنان ، منتجات الهندسة المالية الإسلامية: الواقع والتحديات ومناهج التطوير، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع والرهانات، جامعة غرداية، الجزائر، 23 - 24 فيفري 2011.
17. دربال عبد القادر ومهدي ميلود، المنتجات المالية المركبة في البنوك الإسلامية بين حتمية الابتكار والمصادقية الشرعية - الإجارة المنتهية بالتملك نموذجاً-، الملتقى الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والمالية الإسلامية، جامعة سطيف 1، الجزائر، 5-6 ماي 2014.
18. دوبة أشرف، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية: الواقع ... وتحديات المستقبل، نادي رجال الأعمال اليمنيين، صنعاء، 20-21 مارس 2010.

19. دوابة أشرف، **شهادات الإيداع القابلة للتداول رؤية إسلامية**، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 15-17 ماي 2005.
20. زعتري علاء الدين، **الصكوك تعريفها، أنواعها، أهميتها دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار، ورشة العمل الصكوك الإسلامية؛ تحديات، تنمية، ممارسات دولية**، شركة BDO، عمان، 18-19 جويلية 2010.
21. سحنون محمود ومحسن سميرة، **مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات**، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، الجزائر، 20، 21 أكتوبر 2009.
22. شاويش وليد، **الربا في الصكوك والسندات الممثلة للنقود والديون**، ندوة مستجدات الفكر الإسلامي الحادية عشرة: الاجتهاد بتحقيق المناط (فقه الواقع والتوقع)، وزارة الأوقاف الكويتية، الكويت، 18، 20 فيفري 2013.
23. الشبيلي يوسف، **أدوات إدارة مخاطر السيولة وبدائل اتفاقية إعادة الشراء في المؤسسات المالية الإسلامية**، المؤتمر الحادي عشر للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، 7-8 ماي 2012.
24. شحاتة حسين، **منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية**، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، السعودية، 31 ماي-03 جوان 2005.
25. صالح صالحي وغربي عبد الحليم، **دور المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي**، الملتقى الدولي الثاني الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية المصرفية النظام المصرفي الإسلامية نموذجاً، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، 5-6 ماي 2009.
26. الصلاحين عبد المجيد، **صناديق الاستثمار الإسلامية خصائصها وأحكامها**، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، 6، 8 مارس 2006.
27. عماري صليحة وسعدان آسيا، **المنتجات المالية الإسلامية بين التقليد والابتكار**، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية "النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً"، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، 5-6 ماي 2009.

28. العوجان وليد، صناديق الاستثمار "دراسة وتحليل"، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، 6، 8 مارس 2006.
29. قروف محمد، الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع... ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، الجزائر، 23-24 فيفري 2011.
30. قندوز عبد الكريم، الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي، المؤتمر العالمي حول الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الإدارية والاجتماعية، جامعة الكويت، 15-16 ديسمبر 2010.
31. كتاف شافية و علقمة مليكة، التمويل المهيكل **Financement structure** وأدواته المالية الحديثة ودورها في تفاقم الأزمة المالية الراهنة، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، 20-21 أكتوبر 2009.
32. كتاف شافية وبن دعاس زهير، آلية بناء صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية وأهميتها بالنسبة للأسواق المالية دراسة حالة السوق المالية السعودية، المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة سطيف 1، الجزائر، 5-6 ماي 2014.
33. محسن فؤاد، المصارف الإسلامية الواقع والتطلعات، المؤتمر الأول للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في سورية تحت شعار آفاق الصيرفة الإسلامية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، دمشق، 13-14 مارس 2006.
34. مشعل عبد الباري، الصكوك حكم ضمان الطرف الثالث، وضمان القيمة الاسمية والعائد، والضمان بعوض، والتعهد بشراء الصكوك مع تغير العين، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة العشرين، وهران، 13، 18 سبتمبر 2012.
35. ميرة حامد، صكوك الحقوق المعنوية، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-25 ماي 2010.
36. ناصر سليمان وبن زيد ربيعة، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، المؤتمر الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي تحت عنوان:

- إدارة المخاطر؛ التنظيم والإشراف، البنك المركزي الأردني والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، عمان، 6، 8 أكتوبر 2012.
37. ناصر سليمان وبن زيد ربيعة، ارتباط تسعير الصكوك الإسلامية بمعدل الفائدة ليور كعامل مهدد لسلامة الاستثمار فيها دراسة تطبيقية على عينة من الصكوك الإسلامية، المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي النمو والعدالة والاستقرار من منظور إسلامي، إسطنبول، 9، 11 سبتمبر 2013 .
38. النشمي عجيل، التوريق والتصكيك وتطبيقاتهما، مجمع الفقه الإسلامي، الدورة 19، إمارة الشارقة، أبريل 2009.
39. هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، المؤتمر العلمي الأول حول الاستثمار والتمويل في فلسطين، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، فلسطين، 8- 9 ماي 2005.
40. يونس صوالحي، المنتجات المالية الإسلامية بين المحاكاة والابتكار، المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة سطيف 1، الجزائر، 5- 6 ماي 2014.

رابعاً- الأطروحات

1. حبيلي سامي، إدارة مخاطر السوق باستخدام المشتقات المالية دراسة فقهية، أطروحة دكتوراه، تخصص الفقه وأصوله، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، عمان، 2008.
2. شريط صلاح الدين، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة مصر العربية " مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"، أطروحة دكتوراه علوم، تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011- 2012.
3. العنزي مرضي، فقه الهندسة المالية الإسلامية دراسة تأصيلية تطبيقية، أطروحة دكتوراه، تخصص الفقه المقارن، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، السعودية، 2015.
4. كتاف شافية، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، أطروحة دكتوراه علوم، تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، 2013- 2014.

5. نضبة مسعودة، نكو نموذج إسلامي لسوق رأس المال تجربة ماليزيا أنموذجا، أطروحة دكتوراه، تخصص نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2012-2013.

خامسا- التقارير والنشرات

1. هيئة السوق المالية، التقارير السنوية، 2010-2015.
2. السوق المالية السعودية (تداول)، التقارير الإحصائية السنوية، 2010-2014.
3. شركة أوركس السعودية للتأجير التمويلي، نشرة الإصدار، الجزء الأول، 2012/12/26.
4. السوق المالية السعودية (تداول)، التقرير الإحصائي، النصف الأول 2013.
5. البنك السعودي المولندي، نشرة الإصدار، 2009/12/13.
6. شركة صدارة للخدمات الأساسية، نشرة الإصدار، 2013/3/13.
7. فالكم للخدمات المالية، صندوق فالكم المتداول للأسهم السعودية (الصندوق)، الشروط والأحكام "النشرة"، إصدار 2010/3/16، تحديث 2017/5/31.
8. فالكم للخدمات المالية، صندوق فالكم المتداول لقطاع البتروكيماويات (الصندوق)، الشروط والأحكام "النشرة"، إصدار 2010/6/23، تحديث 2017/5/31.
9. إتش إس بي سي العربية السعودية، صندوق إتش إس بي سي السعودي 20 المتداول، شروط وأحكام الصندوق، صدر في 2011/9/25، وعدل في 2013/2/23.
10. هيئة السوق المالية، لائحة صناديق الاستثمار العقاري، السعودية، 2006/7/15.

سادسا- القرارات والمعايير

1. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، كتاب المعايير الشرعية، البحرين، 2010.
2. مختلف القرارات مجمع الفقه الإسلامي الدولي.

سابعا- مواقع الانترنت

1. www.iafe.org
2. www.sonnaonline.com
3. www.aleqt.com
4. www.alkhaleej.ae/economics
5. <http://alwafd.org>
6. www.3alyoum.com

7. www.sipchem.com
8. www.tadawul.com.sa
9. www.saudiorix.com.sa
10. www.sadara.com
11. www.tadawul.com.sa
12. www.mubasher.info
13. www.iifa-aifi.org موقع مجمع الفقه الإسلامي الدولي
14. www.habous.gov.ma
15. www.kantakji.com
16. www.islamicbankingmagazine.org
17. ar.tradimo.com
18. www.egx.com.eg
19. islahway.com/index
20. www.cosob.org/ar/opcvm
21. البقمي سلطان، المحاسبة المالية وتحديات الهندسة المالية: www.kantakji.com
22. أبو زيد عبد العظيم، القروض التبادلية بين شبهة الربا وشكلية العقود: www.kantakji.com
23. حمود سامي، الأدوات المالية الإسلامية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي: <http://shamela.ws/browse.php>
24. القره داغي علي، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي: <http://shamela.ws/browse.php>
25. السحبياني محمد، بدائل الفائدة، جريدة الاقتصادية، العدد 4941، 22/4/2007: www.aleqt.com
26. البلتاجي محمد، نحو إيجاد معدل لاحتساب ربحية البيوع الآجلة: www.bltagi.com
27. المصعبي عبد الملك، الصكوك: www.abhatoon.net
28. العثماني محمد تقي، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة: <http://iefpedia.com>
29. أحمد عبد الرحمن، تجربة الصكوك الإسلامية في ميزان الشريعة ومقاصدها: <http://iefpedia.com>
30. الطارقي المبارك محمد، الاشتقاق المالي من منظور شرعي: <http://iefpedia.com/arab>
31. الضيرير الصديق، الاختيارات، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، العدد السابع: <http://shamela.ws/browse.php/book>
32. الزحيلي وهبة، عقود الاختيارات، جمع مجلة المجمع الفقهي الإسلامي الدولي، العدد السابع: <http://shamela.ws/browse.php/book>
33. السلامي محمد المختار، الاختيارات، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي الدولي، العدد السابع: <http://shamela.ws/browse.php/book>

34. زايدي عبد السلام، الهندسة المالية: (financial engineering) مدخل لتطوير الصناعة المالية الإسلامية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 38، 2008: www.ulum.nl.
35. أبو العز علي، الابتكار في صيغ التمويل الإسلامي، منشورات مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، www.Kantakji.com.
36. السويلم سامي، المشتقات المالية: أدوات للتحوط أم المجازفة، islamfin.go-forum.net.
37. العثيم عمر، ما هي الاستثمارات البديلة، صحيفة المال الاقتصادية، 14 ماي 2017: www.maaal.com 2017/7/28.

ب- المراجع باللغة الأجنبية

1- The books

1. Constantin Zopounidis and Michael Doumpos, **Intelligent Decision Aiding Systems Based on Multiple Criteria for Financial engineering**, Springer-science + Business Media Dordrecht, Greece, 2000.
2. Galitz Lawrence, **Financial Engineering: Tools and Techniques to Manage Financial Risk**, Mc Graw-Hill, USA, 1995.
3. John D. Finnerty, **Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview**, Blackwell Publishing, New Jersey, 2009.
4. Lerner Josh & Tufano peter, **The Consequences of Financial Innovation: A Counterfactual Research Agenda**, National Bureau of Economic Research, Cambridge, February 2011.
5. Salih N. Neftci, **principles of financial engineering**, second edition, Elsevier, USA, 2008.

2- Conferences

1. W. Scott Frame and Lawrence J. White, **Empirical Studies of Financial Innovation: Lots of Talk, Little Action?** research Department for the conference on “Innovation in Financial Services and Payments”, Federal Reserve Bank of Philadelphia, May 16-17, 2002.

3- The theses

1. Abbas Shaher, **Islamic financial engineering A Critical Investigation into Product Development Process in the Islamic Financial Industry**, Thesis Submitted in Fulfilment of the Requirements for the Degree of Doctor of Philosophy, Durham University Business School , UK, 2015.

4- Reports and bulletins

1. ICD Thomson Reuters, **Islamic finance development indicator rulebook**, January 2015.

2. ICD Thomson Reuters, **mapping global Islamic finance development**, Islamic finance development report, 2013.
3. ICD Thomson Reuters, **Global transformation**, Islamic finance development report 2015.
4. ICD Thomson Reuters, **Resilient growth**, Islamic finance development report, 2016.
5. Thomson Reuters and Dubai the capital of islamic economy, **Transforming Islamic Finance Business**, Innovation in islamic liquidity management 2017.
6. ICD Thomson Reuters, **Global transformation**, Islamic finance development report 2015.
7. ICD Thomson Reuters, **liquidity management through sukuk innovative solutions**, 2016.
8. ICD Thomson Reuters, **Resilient growth**, Islamic finance development report 2016.
9. Thomson Reuters zawya, **sukuk perceptions and forecast study 2014**.
10. International Islamic Financial Market, **sukuk report**, 5th edition march, 2016
11. Thomson Reuters & Lipper, **Global Islamic Asset Management**, report 2014.
12. Thomson Reuters Barwa, **Industry at crossroads**, Sukuk Perceptions & Forecast 2016.
13. Thomson Reuters, **beyond traditional markets**, Sukuk perceptions & forecast 2015.
14. Thomson Reuters, **poised for growth**, Sukuk perceptions & forecast study 2017.
15. A World Economic Forum report in collaboration with Oliver Wyman , **Rethinking Financial Innovation Reducing Negative Outcomes While Retaining The Benefits**, 2012.
16. Saudi Stock Exchange (Tadawul), **Annual Statistical Report**, 2015.
17. ETFGI, **monthly newsletter**, june 2017.
18. investment company institute, **2017 investment company fact book**, 57th edition.
19. Association of the Luxembourg Fund Industry, **Islamic funds collection of best practices for setting-up and servicing islamic funds**, guidelines, december 2012.

5- Web sites

1. <http://www.zawya.com/islamic-finance-development-indicator>
2. www.statista.com/statistics/278249/global-number-of-etfs
3. Eugenio Domingo Solans, **Financial innovation and monetary policy**, The 38th SEACEN Governors Conference and 22nd Meeting of the SEACEN Board of Governors on "Structural Change and Growth Prospects in Asia- Challenges to Central Banking", Manila, 13 February 2003: <http://www.ecb.int> .
4. Liew Soon Bin and Edmond C. Prakash, **Hierarchical Volume Visualization for Financial Data** , School of Computer Engineering, Singapore www.cs.usyd.edu.au
5. www.sec.gov/fast-answers/answersmfinvcohtm.html
6. www.investorwords.com
7. www.kaf.com.my/InvestmentFunds
8. finance.yahoo.com
9. www.investorwords.com

الملاحق

الملحق رقم (1): الصكوك المتداولة بسوق تداول السعودي خلال الفترة 2010-2015

السنة	الصكوك المتداولة	حجم الإصدار مليون ريال	القيمة الاسمية ريال	تاريخ الانتهاء	العائد السنوي
2010	سابق 1	3000	50000	2026/7/15	سايبور + 0,40%
	سابق 2	8000	10000	2027/7/15	سايبور + 0,38%
	سابق 3	5000	10000	2028/5/15	سايبور + 0,48%
	كهرباء السعودية	5000	500000	2027/7/15	سايبور + 0,45%
	كهرباء السعودية 2	7000	100000	2029/7/06	سايبور + 1,60%
	كهرباء السعودية 3	7000	10000	2030-5-10	سايبور + 0,95%
	صكوك الهولندي 2	725	100000	2019/12/31	سايبور + 1,9%
2011	سابق 1	-	-	تم إلغاء الإدراج بتاريخ 2011/7/15	-
	سابق 2	8000	10000	2027/7/15	سايبور + 0,38%
	سابق 3	5000	10000	2028/5/15	سايبور + 0,48%
	صكوك سيكيم	1800	100000	2016/7/6	سايبور + 1,75%
	كهرباء السعودية	5000	500000	2027/7/15	سايبور + 0,45%
	كهرباء السعودية 2	7000	100000	2029-7-06	سايبور + 1,60%
	كهرباء السعودية 3	7000	10000	2030-5-10	سايبور + 0,95%
	صكوك ساتورب	3749	100000	2025-12-20	سايبور لمدة 6 شهور + 0,95%
	صكوك الهولندي 2	725	100000	2019-12-31	سايبور + 1,9%
	صكوك الهولندي 2	725	100000	2019-12-31	سايبور + 1,9%
2012	سابق 2	-	-	تم إلغاء الإدراج بتاريخ 2012/7/15	-
	سابق 3	5000	10000	2028-5-15	سايبور + 0,48%
	صكوك سيكيم	1800	100000	2016/7/6	سايبور + 175%
	كهرباء السعودية	-	-	تم إلغاء الإدراج بتاريخ 2012/7/15	-
	كهرباء السعودية 2	7000	100000	2029-7-06	سايبور + 1,60%
	كهرباء السعودية 3	7000	10000	2030-5-10	سايبور + 0,95%
	صكوك ساتورب	3749	100000	2025-12-20	سايبور لمدة 6 شهور + % 0,95

الملاحق

صكوك أوركس السعودية	240	100000	2015/12/26	ساييور لمدة 3 شهور + % 1,65	2013
صكوك الهولندي 2	725	100000	2019/12/31	ساييور + 1,90%	
سابق 3	-	-	تم إلغاء الإدراج بتاريخ 2013/5/15	-	
صكوك صدارة	7500	50000	2028/12/15	ساييور لمدة 6 شهور + % 0,95	
صكوك سبكم	1800	100000	2016/07/06	ساييور + 1,75%	
كهرباء السعودية 2	7000	100000	2029/07/06	ساييور + 1,6%	
كهرباء السعودية 3	7000	10000	2030/05/10	ساييور + 0,95%	
صكوك ساتورب	3749	100000	2025/12/20	ساييور لمدة 6 شهور + % 0,95	
صكوك أوركس السعودية	240	100000	2015/12/26	ساييور لمدة 3 شهور + % 1,65	2014
صكوك الهولندي 2	725	100000	2019/12/31 وقد تم استردادها في: 2014/12/31	ساييور + 1,9%	
صكوك صدارة	7500	50000	2028/12/15	ساييور لمدة 6 شهور + 0,95%	
صكوك سبكم	1800	100000	2016/07/06	ساييور + 1,75%	
كهرباء السعودية 2	7000	100000	2029/05/10 وقد تم إلغاء الإدراج 2014/07/06	ساييور + 1,6%	
كهرباء السعودية 3	7000	10000	2030/05/10	ساييور + 0,95%	
كهرباء السعودية 4	4500	1000000	2024/01/30	ساييور لمدة 3 شهور + % 0,7	
صكوك ساتورب	3749	100000	2025/12/20	ساييور لمدة 6 شهور + % 0,95	
صكوك أوركس	240	100000	2015/12/26 وقد تم إلغاء الإدراج 2015/12/24	ساييور لمدة 3 شهور + % 1,65	2015
صكوك صدارة	7500	50000	2028/12/15	ساييور لمدة 6 شهور +	

الملاحق

0,95%					
ساييور + 1,75%	2016/07/06	100000	1800	صكوك سبكييم	
ساييور لمدة 6 شهور + 0,8%	2022/07/30	1000000	3900	صكوك البحري	
ساييور + 0,95%	2030/05/10	10000	7000	كهرباء السعودية 3	
ساييور لمدة 3 شهور + 0,7%	2024/01/30	1000000	4500	كهرباء السعودية 4	
ساييور لمدة 6 شهور + 0,95%	2025/12/20	93090	3490	صكوك ساتورب	

المصدر: السوق المالية السعودية، التقارير الإحصائية السنوية، 2010 إلى 2015.