

جامعة البصرة

كلية الإدارة والاقتصاد

قسم العلوم المالية والمصرفية

الهندسة المالية الإسلامية

أ.د. إخلص باقر هاشم النجار

كلية الإدارة والاقتصاد

إهداء

المحتويات

ثبت المحتويات

--	--

رقم الصفحة	العنوان
---------------	---------

الفصل الأول : الهندسة المالية التقليدية

	<u>المقدمة</u>
	<u>المبحث الأول : الهندسة المالية التقليدية، المفهوم والأسباب والعمليات</u>
	<u>المطلب الأول : مفهوم وأهداف الهندسة المالية</u>
	<u>المطلب الثاني : أسباب ظهور الهندسة المالية</u>
	<u>المطلب الثالث : عمليات الهندسة المالية</u>
	<u>المبحث الثاني : الهندسة المالية التقليدية ، المجالات والإستراتيجيات</u>
	<u>المطلب الأول : مجالات الهندسة المالية</u>
	<u>المطلب الثاني : إستراتيجية الهندسة المالية</u>
	<u>المطلب الثالث : مزايا ومخاطر أدوات الهندسة المالية</u>
	<u>المبحث الثالث: الهندسة المالية، الابتكارات والأدوات، المزايا والمخاطر</u>
	<u>المطلب الأول : إبتكارات الهندسة المالية</u>

	<u>المطلب الثاني : أدوات الهندسة المالية</u>
	<u>المطلب الثالث : الهندسة المالية وأفاقها المستقبلية</u>

الفصل الثاني : منتجات الهندسة المالية التقليدية، التعريف، الأنواع، الخصائص

	<u>المبحث الأول : الأوراق المالية التقليدية</u>
	<u>المطلب الأول : مفهوم الأوراق المالية</u>
	<u>المطلب الثاني : أنواع الأوراق المالية</u>
	<u>المطلب الثالث : مزايا ومخاطر الأوراق المالية</u>
	<u>المبحث الثاني : المشتقات المالية التقليدية</u>
	<u>المطلب الأول : مفهوم المشتقات المالية التقليدية</u>
	<u>المطلب الثاني : أنواع المشتقات المالية التقليدية</u>
	<u>المطلب الثالث : مزايا ومخاطر المشتقات المالية التقليدية</u>
	<u>المبحث الثالث : التوريق التقليدي</u>
	<u>المطلب الأول : مفهوم التوريق التقليدي</u>
	<u>المطلب الثاني : أنواع وأساليب التوريق التقليدي</u>

	<u>المطلب الثالث : مزايا ومخاطر التوريق التقليدي</u>
--	--

الفصل الثالث : الهندسة المالية الإسلامية

	<u>المبحث الأول : مفهوم وأهمية الهندسة المالية الإسلامية</u>
	<u>المطلب الأول : مفهوم الهندسة المالية الإسلامية</u>
	<u>المطلب الثاني : خصائص الهندسة المالية الإسلامية</u>
	<u>المبحث الثاني : الهندسة المالية الإسلامية ، المشكلات والتحديات</u>
	<u>المطلب الأول : مشكلات الهندسة المالية الإسلامية</u>
	<u>المطلب الثاني : تحديات الهندسة المالية الإسلامية</u>
	<u>المبحث الثالث : الهندسة المالية الإسلامية ، الأسس العامة ومناهج التطوير</u>
	<u>المطلب الأول : الأسس العامة للهندسة المالية الإسلامية</u>
	<u>المطلب الثاني : مناهج واقتراحات تطوير الهندسة المالية الإسلامية</u>

الفصل الرابع : منتجات الهندسة المالية الإسلامية

	<u>المبحث الأول : الأوراق المالية الإسلامية (الصكوك الشرعية)</u>
--	--

	<u>المطلب الأول</u> : تعريف الصكوك الشرعية
	<u>المطلب الثاني</u> : أنواع الصكوك الشرعية
	<u>المطلب الثالث</u> : مزايا وسلبيات الصكوك الإسلامية
	<u>المبحث الثاني</u> : المشتقات المالية الإسلامية
	<u>المطلب الأول</u> : تعريف المشتقات المالية الإسلامية
	<u>المطلب الثاني</u> : التكييف الشرعي لأنواع المشتقات المالية التقليدية
	<u>المطلب الثالث</u> : آراء المؤيدين والمعارضين حول المشتقات المالية
	<u>المبحث الثالث</u> : التوريق الإسلامي (التصكيك)
	<u>المطلب الأول</u> : تعريف التوريق الإسلامي (التصكيك)
	<u>المطلب الثاني</u> : طرق التوريق الإسلامي
	<u>المطلب الثالث</u> : نقاط الإلتقاء والإختلاف بين التوريق في المؤسسات المالية التقليدية والإسلامية

المقدمة

المقدمة

تعدّ الهندسة المالية من المفاهيم الحديثة نسبياً التي دخلت عالم المال والاستثمار، وهي تعني عمليات التصميم والتطوير للأدوات المالية المبتكرة، وصياغة حلول إبداعية لمشكلات التمويل، ومن ثم إمكانية استخدامها في إدارة المخاطر، ولعل الاستفادة منها بالمصارف الإسلامية يعدُّ ضرورة ملحة أكبر حتى من نظيرتها التقليدية، فالشريعة ليس فقط ما يحكم العلاقة بين الله تعالى والإنسان، ولكن أيضاً ما ينظم العلاقات ما بين البشر، إذ يجب أن يكون المسلم على يقين دائم بأن أعماله متوافقة مع الشريعة الإسلامية

وإذا كانت الهندسة المالية تستخدم لإيجاد حلول لمشكلات التمويل، فإن الحديث عن الهندسة المالية الإسلامية وتوسع نشاطها وتفاعلها داخل الاقتصاد المحلي والعالمي، يدفعنا إلى الحديث عن حلقة من العناصر المترابطة، أولهما توافر منتجات مالية إسلامية، تستجيب للمتطلبات الاقتصادية والدينية، يليها وجود مؤسسات مالية إسلامية تصدرها وترخص إصدارها للوصول إلى سوق مالية إسلامية يعمق الاعتماد عليه ويرسخ وجودها، ولكي تكون الهندسة المالية الإسلامية منافسة للتقليدية فهي بحاجة اليوم إلى محفظة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية المرنة والكافية للاستجابة لشتى المتطلبات التي تفرضها المتغيرات الاقتصادية العالمية والمحلية.

وقد شكل موضوع الهندسة المالية الإسلامية واحداً من المواضيع المهمة ضمن عمليات التحليل المالي الذي يكمل منظومة الاقتصاد الإسلامي، بحيث حققت المؤسسات المالية الإسلامية إنجازات واعدة ، لتوفر لهم البديل المناسب عن المؤسسات المالية التقليدية التي لا تتوافق تعاملاتها مع الشريعة الإسلامية ، التي تهدف لإثبات مدى قدرة الهندسة المالية الإسلامية على مواكبة التطورات الاقتصادية والاجتماعية ، بما تبتكره من أدوات مالية إسلامية بإمكانها أن تستجيب لنمو حاجة الصناعة المالية الإسلامية مالياً ومصرفياً ، وبصورة ذاتية وملائمة ، ميزتها الأصالة والابتكار ، وتتوافر فيها كل الضوابط الشرعية والكفاءة الاقتصادية بعيداً عن محاكاة المنتجات المالية التقليدية .

وينبني الأساس الإسلامي للهندسة المالية من خلال حديث نبينا محمد صلى الله عليه وآله وصحبه وسلم : (من سن في الإسلام سنة حسنة فله أجرها وأجر من عمل بها إلى يوم القيامة ، لا ينقص ذلك من أجورهم شيئاً ومن سن في الإسلام سنة سيئة فعليه وزرها ووزر من عمل بها إلى يوم القيامة ، لا ينقص من أوزارهم شيئاً) ، يستنبط من هذا الحديث القدسي الدعوة للابتكار ومحاولة إيجاد الحلول للمشكلات المالية والمنافسة في سوق الخدمات المالية ، وأن العمل يوصف بالحسن والسيئ بحسب نقاط الالتقاء والاختلاف مع أحكام الشريعة الإسلامية ، وينبغي أن تتوافر في الأداة

المبتكرة الحداثة والابتكار، لأنه وجه أنظار الناس على شيء لم يكونوا قد عملوا به من قبل، كما ونبه الحديث النبوي إلى خطورة الابتكار غير المشروع ، وركز على قاعدة إرتباط العائد بالمخاطرة، وكلما كان العائد المحتمل أكبر، كلما كانت الخسارة المحتملة أكبر ، فكما أن فضل الابتكار النافع كبير، فكذلك وزر الابتكار السيئ أيضا كبير وضار .

وبما أن الهندسة المالية الإسلامية نشأت في بيئة الهندسة المالية التقليدية وقلدت أدواتها وقوابها كان لزاماً أن أفرد فصلاً للتحدث عن الهندسة المالية التقليدية لتكون مدخل للهندسة المالية في المنظور الإسلامي والتي فيها مصلحة حقيقية للمتعاملين في السوق المالية وليس مجرد عقد صوري من العقود الوهمية ، وهذا ما يؤكد القيمة المضافة للابتكار ، إذ أن المبدأ الرئيس للتمويل الإسلامي هو تقاسم المخاطر ، إلا أنه يوجد محظورات في نظر الشريعة مرتبطة بالمجال المالي ، تعدُّ كالركائز الأساسية لتشريع التمويل ، مثل الربا والغرر والميسر وجميع العمليات غير القانونية الأخرى ، كما أن هذا المنهج يحافظ على أصالة المؤسسات المالية الإسلامية ، ويسمح لها بالاستفادة من المنتجات التقليدية ما دامت تفي بالغرض .

أسأل الله تعالى أن يتقبل عملي هذا خالصاً لوجهه الكريم وان يرفع لي بكل حرف درجة في أعلى عليين فإن وفقت فمن الله التوفيق ، وان أخفقت اسأل الله العلي القدير أن يسدد خطاي وان لا يخلني من

واعظ انه سميع مجيب الدعاء ، وأخر دعوانا إن الحمد لله رب العالمين ، والصلاة والسلام على أشرف المرسلين سيدنا محمد وعلى آله وصحبه وسلم ، والسلام عليكم ورحمة الله وبركاته .

الأستاذة الدكتورة

إخلص باقر هاشم النجار

جامعة البصرة / كلية الإدارة والاقتصاد /

قسم العلوم المالية والمصرفية

جمهورية العراق / 2019 / الطبعة الأولى

Dr.khlasalnaijar@yahoo.com

الفصل الأول

الفصل الأول : الهندسة المالية التقليدية

المبحث الأول : الهندسة المالية التقليدية ، المفهوم والاسباب

والعمليات

المطلب الأول : مفهوم وأهداف الهندسة المالية

المطلب الثاني : أسباب ظهور الهندسة المالية

المطلب الثالث : عمليات الهندسة المالية

المبحث الثاني : الهندسة المالية التقليدية ، المجالات

والاستراتيجيات ، المزايا والمخاطر

المطلب الأول : مجالات الهندسة المالية

المطلب الثاني : إستراتيجية الهندسة المالية

المطلب الثالث : مزايا ومخاطر أدوات الهندسة المالية

المبحث الثالث : الابتكارات المالية ، التعريف ، الأنواع ، التطور

التاريخي

المطلب الأول : تعريف الابتكارات المالية

المطلب الثاني : أنواع الابتكارات المالية

المطلب الثالث : التطور التاريخي للابتكارات المالية

المبحث الأول : الهندسة المالية التقليدية ، المفهوم والاسباب

والعمليات

المطلب الأول : مفهوم وأهداف الهندسة المالية

المطلب الثاني : أسباب ظهور الهندسة المالية

المطلب الثالث : عمليات الهندسة المالية

المبحث الأول : الهندسة المالية، المفهوم، الاهداف، الأسباب، العملياتالمطلب الأول : مفهوم وأهداف الهندسة المالية التقليديةأولاً : مفهوم الهندسة المالية التقليدية

تعرف الهندسة المالية التقليدية بأنها تحليل البيانات المتحصلة من السوق المالية ، باستخدام الخوارزميات أو النماذج المالية ، وتركز الهندسة المالية على تصميم وتطوير وتطبيق أدوات مالية مستحدثة ، وتقديم حلول خلاقة ومبدعة للمشكلات المالية ، لتخفيض التكاليف وزيادة العائد ، كما وتعرفها الجمعية الدولية للمهندسين الماليين بأنها التطوير والتطبيق المبتكر للنظرية المالية لإيجاد حلول للمشكلات المالية ولإستغلال الفرص المالية .

ويعرّفها بعض الاقتصاديين على أنها دراسة كيفية خلق وابتكار أدوات مالية وظيفية (سندات قابلة للتحويل ، توكيلات ، مقايضات) ، وبذلك يشير إلى أنها تتضمن ثلاثة أنواع من الأنشطة أولهما : ابتكار أدوات مالية جديدة مثل بطاقات الائتمان ، وثانيهما : ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف الإجرائية لأعمال قائمة ، مثل التبادل من خلال الشبكة العالمية ، وثالثهما :

ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية ، مثل إدارة السيولة أو الديون ، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع ، وقد سعت الهندسة المالية إلى رسم سياسات مالية قوية وإبتكار منتجات وأدوات مالية جديدة وإستراتيجيات مالية مرنة تتفاعل مع التغيرات المستمرة فى أسواق المال ، والذي دفع هذا النمو هو المنافسة الموجودة فى أسواق المال لمواجهة إحتياجات المستثمرين والمقترضين ، فالهندسة المالية تمثل وسيلة لتنفيذ الإبتكار المالي فى صورة نظام أو مجموعة من الأفكار والمبادئ التى تستخدم من قبل المؤسسات المالية لتلبية إحتياجات المتعاملين معها .

وقد ساهمت الهندسة المالية فى اداء العديد من الوظائف منها : -

1- إدارة الأصول والخصوم : تحظى إدارة الأصول والخصوم بأهمية كبرى فى منشآت الأعمال ، لإختيار أفضل توليفة من الأصول كمحفظة الأصول،(النقدية، الأوراق المالية ، أوراق القبض،المخزون ،الأصول الثابتة) كذلك محفظة الخصوم علاوة على إدارة الهيكل التمويلي للمنشأة من خلال القروض قصيرة وطويلة الأجل ونسب رأس المال للإقراض .

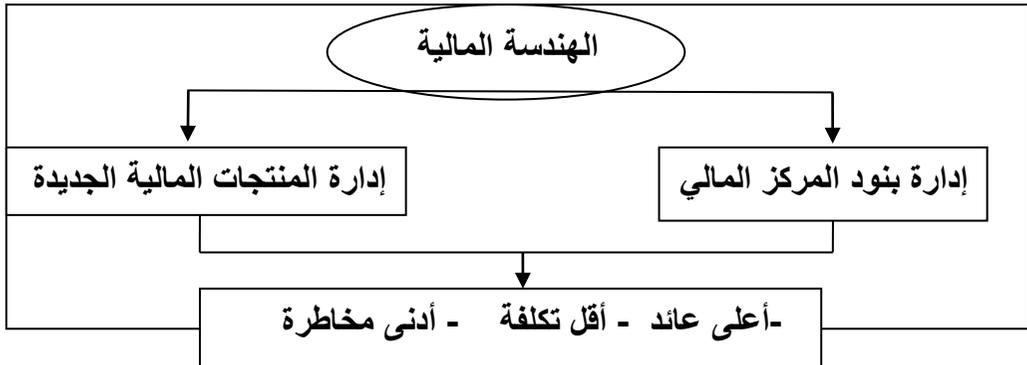
2 - دعم إستراتيجيات التحوط وإدارة المخاطر : تسعى الهندسة المالية من خلال المشتقات المالية إلى دعم إستراتيجيات التحوط وإدارة المخاطر المالية ، حيث يعبر التحوط عن إدارة مخاطر الأسعار

في استخدامه العقود المستقبلية والعقود الآجلة وعقود الخيارات والمبادلات , أو ما يعرف بالمنتجات المالية الجديدة ومشتقاتها.

3 - أدى كبر حجم الأسواق المالية إلى قوة المنافسة بينها في إستغلال الفرص الاستثمارية والتخطيط لفرص قادمة من حيث تنظيم واعادة هيكله المنظومة المالية بالمنشآت على وفق التغيرات البيئية وتقييم الإحتياجات الرأسمالية والزيادة في رأس المال ، وعلى ذلك فإن فلسفة الهندسة المالية التقليدية تركز على التحليل والقرارات الدورية الخاصة بالأدوات المالية التي تحقق أعلى عائد ممكن وأدنى مخاطر محتملة ، لإعطاء أعلى قيمة للشركة بالتركيز على الإستثمارات المادية والمالية ، وبهذا فإن الهندسة المالية تركز على إدارة بنود المركز المالي وإدارة المنتجات المالية الجديدة .

شكل رقم (1)

فلسفة الهندسة المالية



- هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الأولى، (عمان ، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع ، 2007) ، ص 32 .

ثانياً : أهداف الهندسة المالية التقليدية

- 1 - مجابهة المخاطر المالية بإيجاد الأدوات المالية المستحدثة التي يمكن هندستها بتوليفات معينة لإنشاء مراكز التعرض للمخاطرة .
- 2 - إعادة هيكلة التدفقات النقدية لإدارة مالية أفضل مثل استخدام المقايضة لتغيير المعدلات المتغيرة للقروض إلى ثابتة لأغراض ضريبية أو لقدرة على التنبؤ بالتدفق المالي .
- 2 - تقليل تكاليف المعاملات من خلال خلق مراكز كبيرة الحجم ، إذ أن تكاليف التعامل بأدوات الهندسة المالية تكون أدنى من تكاليف التعامل بالطرق التقليدية .
- 3 - يمكن تحقيق الأرباح من خلال الأدوات الجديدة التي يمكن استخدامها في عمليات الاستثمار والمضاربة والتحوط .
- 4 - تعزيز السيولة للسوق والمتعاملين من خلال التعامل مع مجموعة واسعة من الأدوات الجديدة ، والتي تتميز بالسيولة العالية نسبياً .

المطلب الثاني : أسباب ظهور الهندسة المالية

ظهرت الهندسة المالية لتجابه المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات وتخفيف القيود التشريعية التي يفرضها السوق وبيئة المؤسسات ، ففي لندن عندما فتحت المصارف كان هناك إدارات لمساعدة المؤسسات لدرء المخاطر وإيجاد الحلول لها وجرى عدد من

المحاولات لتطوير منتجات أسواق المال وكانت تلك بداية ظهور الهندسة المالية ، وقد شهدت أسواق المال العالمية منذ بداية الستينات من القرن العشرين ثورة في مجالات الابتكارات المالية ، والتي شكلت اللبنة الأولى لتبلور مفهوم الهندسة المالية التي ستهتم بإبتكار الأدوات الحديثة وأدوات إدارة المخاطر بالشكل الذي يضمن للشركات التخطيط لمستقبلها وخدمة أهدافها ، وضمان المردود الإيجابي ، ويمكن تلخيص أهم العوامل التي ساهمت في بناء هذا التصور ومهدت لظهور الهندسة المالية في التالي :-

- 1 - أدى تنوع أدوات الاستثمار إلى زيادة السيولة ، وتقديم فرص جديدة للتمويل عن طريق جذب مستثمرين جدد .
- 2 - إيجاد أدوات إدارة المخاطر، والتي مكنت من إعادة توزيع المخاطر المالية طبقاً لتفضيلات المستثمرين للمخاطر .

وهناك عدة نظريات حاولت تفسير أسباب ظهور الهندسة المالية التقليدية ، ولكنها تتمحور حول ذات الفكرة المتأتية من القول(الحاجة أم الاختراع) ، فالحاجة لتجاوز القيود التي تجابه أهداف إقتصادية معينة تدفع المتعاملين للبحث عن حلول مبتكرة للمشكلات، ومن أهم العوامل التي ساعدت على ظهورها ما يلي :-

أولاً : الاحتياجات المختلفة للمستثمرين وطالبي التمويل : تقوم الوسائط المالية من مصارف ومؤسسات تأمين واستثمار وسماسرة ،

بتسهيل تحويل الأموال من وحدات الفوائض النقدية لوحدة العجز المالي .

ثانياً : تقنية المعلومات ومفهوم السوق العريض : لقد أثرت تقنية الحاسوب على القطاع المالي بصورة كبيرة ، مثل كيفية عمل التحويلات النقدية بين العملاء ، ولكن ظهور شبكات الاتصالات ساعد على تحويل الأسواق العالمية المترامية الأطراف إلى سوق مالي كبير، تتلشى فيه الحواجز الزمانية والمكانية ويصل مداه إلى وصول المعلومة المرسله ، ونظراً لأن هناك إحتياجات في أجزاء مختلفة من العالم المترابط بالشبكة العنكبوتية فقد أصبح من السهل تصميم الإحتياجات ومقابلتها بالإعتماد على قاعدة واسعة من المشاركين في هذا السوق العالمي ، وكلما زاد عدد المشاركين ، كلما تمكن مبتكرو الأوراق المالية من العمل بصورة اقتصادية مقبولة، وكلما ابتكروا أداة جديدة وجدوا من يطلبها ويقبلها .

ثالثاً : ظهور مفهومي الكفاءة والفعالية : يعني مفهوم الفعالية في السوق المالية مدى قدرة السوق على إستيعاب إحتياجات المشاركين فيه ، بينما تعني الكفاءة قدرة السوق على إستيعاب هذه الإحتياجات بأقل تكلفة وأعلى إيراد ممكن ، وبسرعة ودقة عاليتين وهذين المعيارين يأخذان أهمية أكبر في حالة توسع قاعدة المشاركين ، ولذلك نجد أدوات مالية مثل (تبادل أسعار الفائدة) تحل محل طرق تمويل قديمة مثل إعادة تمويل القروض .

ومما ورد نستشف صفوة القول بأن الأدوات المبتكرة تقلل تكاليف المعاملات بين الوحدات المختلفة ، وأنه يمكن عن طريقها خلق أنواع جديدة من الأوراق المالية، وبذلك يمكن مقاسمة المخاطر بطرق جديدة يمكن أن تتغلب على كثير من العوامل الخارجية المؤثرة مثل تغير قوانين الضرائب والقوانين المنظمة لعمل الأسواق المالية في دولة دون الأخرى .

رابعا : تطور النظرية المالية : أصبحت الهندسة المالية التقليدية ممكنة بعد التقدم الذي حققته النظرية المالية ، مما ينعكس ايجاباً على تقييم الأوراق المالية والعلاقة بين أنواعها المختلفة .

خامسا : زيادة عدد الأسواق المنظمة الجديدة : أدت زيادة عدد الأسواق المنظمة الجديدة للأسهم ،المستقبليات والمبادلات، والابتكارات في تقنية المعلومات والاتصالات إلى تخفيض تكاليف التجارة والأدوات المالية التقليدية بشكل كبير جدا ، ومن ثم زيادة مجالات استخدام الهندسة المالية بشكل كبير، وكنتيجة لذلك أصبح من الممكن إنتاج عقود مالية بحسب الطلب وبتكاليف متدنية ، بشكل يشمل توليفة واسعة من الحاجات الاستثمارية والحاجة إلى إدارة المخاطر التي تواجه منشآت الأعمال .

سادسا : زيادة المخاطر والحاجة إلى إدارتها : بعد التوجه العالمي لتعويم أسعار الصرف ورفع الحواجز أمام تدفقات رأس المال عبر الحدود والتطور الهائل في سرعة الاتصال والانتقال ، والتحول

الاقتصادي من اقتصادات كثيفة العمالة الى اقتصادات كثيفة المعرفة ، أدى الى تقلبات غير متوقعة في السوق الاقتصادية العالمية ، تستوجب استخدام أدوات مالية جديدة لمجابهة المخاطر المالية .

سابعاً : محاولة الاستفادة من النظام المالي : يُعبّر النظام المالي عن الهيئات والأعوان والآليات التي تسمح لبعض الأعوان خلال مدة زمنية معينة بالحصول على موارد التمويل ، وللآخرين باستخدام وتوظيف مدخراتهم وتتوقف فاعلية النظام المالي على قدرته على تعبئة الإدخار وضمان أفضل تخصيص للموارد .

المطلب الثالث : عمليات الهندسة المالية التقليدية

أولاً : التسجيل على الرف : لكي تبدأ المؤسسة في طرح أوراق مالية للاكتتاب العام ، عليها أن تتقدم بطلب تسجيل لدى هيئة الأوراق المالية والبورصة ، وتزويدها بالبيانات والمعلومات عن الاتفاق المبرم بينها وبين مصرف الاستثمار المنوط به عملية الطرح ، وينص القانون على أن لا يتم توزيع إصدار الأوراق محل التسجيل ، قبل مضي (20) يوماً تقوم خلالها هيئة الأوراق المالية والبورصة بمراجعة البيانات والتحقق من سلامة ما به من معلومات .

ثانياً - سمسار الخصم : أي بيت السمسرة الذي يقدم الخدمات الاستشارية للزبائن في شأن قرارات الإستثمار وتتمثل تلك الخدمات في التالي : -

1 - الحفظ والحماية : توفر بيوت السمسرة خزائن لحفظ مستندات الأوراق المالية المملوكة للزبائن، ومن ثم لا يكون في حاجة إلى تأجير أو شراء خزائن خاصة، أو نقل تلك الأوراق من وإلى بيت السمسرة الذي يتعامل معه في كل مرة يرغب فيها إتمام صفقة شراء أو بيع.

2 - توفير المعلومات : توفر بيوت السمسرة للزبائن أحدث المعلومات عن الأوراق المالية التي تتعامل فيها ، وذلك على وفق تقارير خبراء متخصصين.

3 - خدمة الاتجار : العمل كسوق متنوعة للاتجار إذ يمكن للزبون أن يعتمد عليها ليس فقط في بيع وشراء الأوراق المالية بأنواعها المختلفة ، بل وأيضاً في المضاربة في سوق السلع .

4 - النصح والمشورة : تقديم النصح والمشورة للزبائن بشأن قرارات الاستثمارات ، وما قد ينطوي عليه ذلك من عمليات بيع وشراء للأوراق المالية ، وقد يصل الأمر إلى قيام بيت السمسرة بإدارة محفظة الزبون وإتخاذ قرارات نيابة عنه .

5 - الخدمات الإضافية : كالسلع التي تعرضها بيوت السمسرة بأسعار رمزية وتهيئة أماكن مجهزة بكافة التسهيلات للزبائن ، وبالنسبة للهدايا تقضي التشريعات في بعض الدول أن لا تزيد قيمتها عن مبلغ معين ، والتي يمكن أن تقدم للزبائن عند زيارتهم لمكاتبها.

ثالثاً : المتاجرة بالحزمة : يتضمن الأمر تشكيلة من أسهم عدد من المؤسسات المقيدة في البورصة ، فقد تلجأ المؤسسة المالية للمتاجرة بالحزمة عندما تعتزم تغيير التشكيلة التي تتكون منها محفظة الاستثمار أو في حالة تغيير الإدارة القائمة على المحفظة ، أو في حالة سحب أو توافر جزء من الموارد المالية المتاحة ، ففي الحالة الأولى ينبغي شراء تشكيلة جديدة من الأسهم ، وفي الثانية ينبغي التخلص من جزء من التشكيلة القائمة .

رابعاً : الشراء الهامشي : يتيح الشراء الهامشي الفرصة للمستثمر ، وذلك بشراء كمية منها تزيد عن موارده الذاتية ، ويحدث هذا بفضل القرض الذي يحصل عليه المستثمر تدعيماً لموارده المالية ، وذلك بدلاً من استخدام الموارد الذاتية لشراء قدر أقل من الأسهم المعنية ، ثم الحصول على قرض بضمانها في وقت لاحق ، واستخدام حصيلته في شراء المزيد منها .

خامساً : البيع على المكشوف : أي أن تشتري الورقة المالية أولاً ، ثم تباع فيما بعد ، غير أن الهندسة المالية التقليدية ترى أن تباع الورقة أولاً ثم تشتري فيما بعد ، ولكن من أين له أن يحصل على تلك الأسهم لكي يبيعه على المكشوف ؟ إنه يقترضها من السمسار ، كما يمكن أن يقترضها السمسار لحساب الزبون من أحد تجار الأوراق

المالية ، أما حصيلة بيع الأسهم فتودع لدى مقرض الأسهم ، على اعتبار أنها رهن مقابل الأسهم المقترضة .

سادساً : التداول الإلكتروني : بعد عام 1971 حصل الإتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية على موافقة هيئة الأوراق المالية والبورصة على استخدام النظام الإلكتروني للتداول يربط بين كافة المشاركين في النظام ، فيقوم السمسار المفوض من طرف الزبون بطرح الأسعار سواء كانت خاصة بشراء الأسهم أو بيعها وذلك من خلال شبكات الإعلام الآلي .

سابعاً : السوق الموحد : أجرى الكونغرس الأمريكي في عام 1975 تعديلات على قوانين الأوراق المالية ، منحت هيئة الأوراق المالية والبورصة صلاحية التصرف من أجل توحيد الأسواق كافة بشبكة اتصال إلكترونية لزيادة السرعة وانتقال رؤوس الأموال بسرعة وحرية لهذا نشطت الهندسة المالية لتحقيق السوق الموحد في مركزية التقارير عن كافة الصفقات التي تبرم في جميع الأسواق ومركزية المعلومات عن أسعار الشراء والبيع والمنافسة المفتوحة لكافة صناعات السوق لكل ورقة.

المبحث الثاني : الهندسة المالية التقليدية ، المجالات والاستراتيجيات ، المزايا والمخاطر

المطلب الأول : مجالات الهندسة المالية : تعمل الهندسة المالية على تصميم وتشغيل ومراقبة التدفقات النقدية وشبه النقدية بإستخدام الأدوات الكمية والحاسوب والنماذج الاقتصادية والمحاسبية لاتخاذ القرارات المناسبة ، وتغطي الهندسة المالية المجالات التالية : -

- 1 - الخدمات المالية للمصارف ومؤسسات الإذخار والإقراض .
- 2 - تخطيط الخدمات المالية للأفراد وإعداد المخطط المالي والقانوني.
- 3 - نشاط الإستثمارات إدارة محافظ الأوراق المالية والتحليل المالي والقانوني .
- 4 - تقديم الخدمات المالية للمكاتب والشركات العقارية وأمناء الاستثمار والتأمين ومكاتب التثمين .
- 5 - إدارة الأعمال المالية والتجارية لغرض الربح أو لغير ذلك.
- 6 - تغطية مخاطر عمليات المراجعة (الاستفادة من فرق السعر لأصل معين) .
- 7 - تطوير عمليات التسوية والأدوات الأساسية للأسواق المالية .

المطلب الثاني : إستراتيجية الهندسة المالية في تعظيم قيمةالمؤسسات

تركز إستراتيجية الهندسة المالية على النقاط التالية : -

1 - تشمل عناصر القوة الداخلية للمؤسسة الأصول المادية والمالية قصيرة وطويلة الأجل، وحقوق الملكية والخصوم قصيرة وطويلة الأجل.

2 - تحديد فرص الاستثمار والتمويل في داخل الاسواق المالية وخارجها التي تحقق جذب وربط إمكانيات المؤسسة بتلك الفرص .

3 - تجنب المخاطر في الأدوات المالية، مثل تذبذب أسعار الفائدة على السندات والقروض وتغيرات أسعار الصرف والمخاطر المالية الأخرى .

4 - يساهم التعديل في المحفظة الاستثمارية في زيادة العائد وتدنية المخاطر في الإستفادة من تغيرات الأسعار في الاسواق المالية .

5 - إدارة المنظومة المالية في ضوء مختلف التغيرات الداخلية والخارجية سواءً كانت المنظومة المالية اليومية مرتبطة بالنقدية وأوراق القبض والدفع والأوراق المالية وفرق أسعار العملات والتي تهدف من الإستفادة من القيمة الزمنية للنقود وتذبذبات أسعار الصرف وأسعار الفائدة والتسويات والمقاصات بما يزيد من التدفقات المالية

الداخلة عن الخارجة ، والإدارة المثالية لكل بنود الأصول والخصوم المتداولة , كما تعمل من أجل الإستفادة من إتجاهات التغير فى أسعار الفائدة وأسعار الصرف ومعدلات التضخم,ومن عملياتها،إدارة النقدية،إدارة الحسابات الجارية للمصارف, إدارة الأوراق المالية سريعة التسويق , إدارة المخزون التام الصنع ونصف التام والمواد الخام إدارة أوراق القبض والمدينون والربحية.

6 - إدارة المنظومة المالية طويلة الأجل , حيث تهدف الى ضمان تمويل الأصول الثابتة من مصادر التمويل طويلة الأجل كحقوق الملكية , الأسهم , سندات القروض طويلة الأجل .

المطلب الثالث : مزايا ومخاطر أدوات الهندسة المالية التقليدية

أولاً : مزايا أدوات الهندسة المالية التقليدية

1 - إدارة المخاطر : يمكن من خلال عقود أدوات الهندسة المالية ابتكار طرق جديدة لإدارة المخاطر ، إذ يمكن من خلالها تجزئة المخاطر المتجمعة في الأدوات المالية التقليدية مثل مخاطر سعر الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية .

2 - الاستثمار : يمكن تعزيز فرص تحقيق الإيرادات الاضافية من خلال زيادة فرص الاستثمار وتنوع المحافظ الاستثمارية للمؤسسات

ودخول المتعاملين في عمليات صناعة السوق وتكوين المراكز المالية.

3 - الكلفة : يسمح التعامل بأدوات الهندسة المالية بتقليل تكاليف المعاملات التقليدية ، إذ يتم دفع هامش بسيط فقط لأغراض التعاقد .

4 - السيولة : تتمتع أغلب أدوات الهندسة المالية بسيولة عالية تمكن المتعاملين بها من تحسين سيولتهم ، وبذلك يتمتع المتعامل بهذه الأدوات بوجود فرص متعددة لتكوين المراكز وإلغائها تبعاً لحاجته ورغبته .

5 - الاقتصاد العام : لقد أدى تعدد أدوات الهندسة المالية الى إيجاد الاسواق المنظمة والموازية المتخصصة في التعامل ، بهذه الأدوات مما أدى الى التوسع الكبير في التعامل بها.

ثانياً : مخاطر أدوات الهندسة المالية

يؤدي التطبيق الخاطئ للهندسة المالية إلى إفلاس المؤسسات وتدهور أسواق المال ، فالمقامرة وغياب الرقابة على أسواق المال وعدم تدخل المصارف المركزية تؤدي جميعها إلى خسائر كبيرة ، ومثال ذلك المضاربة على أسعار الفائدة دون تطبيق معايير مخاطر الأسواق، ومن أهم العمليات الخطرة في تطبيقات الهندسة المالية التقليدية التالي :-

- 1 - الإستثمار في السندات الوهمية ، مثل ما قامت به بعض المصارف في أوروبا وترتب عليه إفلاس مصرف الاعتماد والتجارة ومصرف هيراشتر الألماني .
- 2 - المقامرة على حجم الرافعة في اسواق اعادة الشراء والمنتجات المالية المركبة (فقد يعتمد المنتج المالي المركب على بعض الادوات المالية الخطرة المثقلة بالديون) .
- 3 - عدم توافر معلومات كافية عن البورصات العالمية للمدير المالي المحلي بخصوص المستحدثات المالية والمصرفية التي تعتمد على المشتقات المالية .
- 4 - كما ترجع المخاطر للمنافسة القوية في اسواق المشتقات المالية في العالم وتخفيض شروط الهوامش المطلوبة على العقود (**Over the Counter**) وإصدار عقود جديدة تتداول خارج البورصة .
- 5 - تسرع بعض الحكومات في استخدام المشتقات المالية عنصر جذب العملات الاجنبية بدون دراسات تحليلية مسبقة ، وغياب الحيطة والحذر في إدارة الخيارات المالية يؤدي إلى عواقب وخيمة .
- 6 - زيادة طلب المصارف على المشتقات المالية بإعتبارها مصدراً للأرباح لتعويض خسائر العمليات المصرفية التقليدية .

7 - التعديل المستمر في الهوامش مما يشكك في الطلب على العرض من العقود الآجلة ، ومن ثم يؤدي الى التقلبات السعرية في الاسعار التي تؤدي في النهاية الى مخاطر كبيرة .

8 - ترجع أيضا المخاطر في المشتقات المالية إلى أن قيمة الاستثمار فيها لا تدفع بالكامل مقدما بل تدفع هوامش فقط ، وتظهر تلك المخاطر من خلال حجم الاستثمار في العقود الآجلة والمشتقات المالية في العالم .

9 - المخاطر الناتجة عن استخدام الخيارات المالية نتيجة الخطأ في التقديرات ، حيث أنه في حالة فشل المشتري للعقد في الرهان ولم يصل سعر البضاعة إلى المستوى المتوقع .

المبحث الثالث : الابتكارات المالية، التعريف، الأنواع، التطور التاريخي

المطلب الأول : تعريف وأنواع الابتكارات المالية

المطلب الثاني : التطور التاريخي للابتكارات المالية

المطلب الثالث : واقع الهندسة المالية وآفاقها المستقبلية

المطلب الأول : تعريف وأنواع الابتكارات المالية

إن الهندسة المالية هي وسيلة لتنفيذ الابتكار المالي، وهي طريقة مصممة في صورة نظام أو مجموعة من الأفكار تستخدمه مؤسسات الخدمات المالية لإيجاد حلول أفضل للمشاكل المالية التي تواجه زبائنها ، هذا يعني أن الهندسة المالية والابتكار المالي ليسا وجهان لعملة واحدة ، وإنما هما عمليتان متكاملتان تعتمد كل واحدة منهما على الأخرى ، فالحاجة تدفع الابتكار، والابتكار يعتمد على الهندسة المالية التي يتوافر للقائمين عليها من المهندسين الماليين من الخبرات والمهارات والقدرة على توظيف النماذج الرياضية والإحصائية ما يؤهلها لوضع هذه الابتكارات حيز التنفيذ ، ليتم طرحها في الأسواق المالية بصورة أدوات مالية.

فالابتكار لا يمكن التكهّن به ، ولولا ذلك لما سمي ابتكاراً ، ومن ثم ينبغي توجيه الاهتمام الى الأدوات والتقنيات التي تسهل الابتكار، لذلك يمكن وصف الهندسة المالية بأنها مبادئ واستراتيجيات لتطوير الحلول المالية المبتكرة ، لأنها تتعلق بالأدوات والتقنيات ، والأساليب والطرق لتطوير أدوات خلاقة ومنتجات مبتكرة ، وقد دفعت المنافسة القوية بين المؤسسات المالية والمصرفية إلى تحفيز مؤسسات البحث والابتكار لإيجاد أدوات مالية جديدة لإدارة المخاطر ، وتقديم الحلول لمشاكل التمويل وتجاوز القيود التي تفرضها السياسات النقدية ، وقد عرّف جوزيف شومبيتر صاحب نظرية

التنمية الإقتصادية الإبتكار (بأنه تقديم منتج جديد ومتميز ومبتكر للسوق باستخدام فن إنتاجي متقدم يؤدي الى فتح أسواق جديدة تختلف عن السائدة بميزة الإبتكار)، كما عرفت الإبتكارات على أنها أدوات مالية جديدة تلبي احتياجات المتعاملين وتساعد بالسيطرة على المخاطر المالية وقال روبن فينشمان صاحب كتاب الخبرة والإبتكار (أن الإبتكارات كالهواء الذي نتنفسه يعد متنفسا للنظم الإقتصادية والإجتماعية ولها تأثيرها على هيكل وأداء المؤسسات) .

شكل رقم (1)

علاقة الهندسة المالية بالإبتكارات المالية



بوعكاز نوال ، حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمة المالية ، 2011 ، رسالة ماجستير .

المطلب الثاني : أنواع الابتكارات المالية

لقد وضع مصرف التسويات الدولية في عام 1986 نظاماً

لتصنيف الابتكارات المالية يتمثل في النقاط التالية : -

1 : ابتكارات نقل المخاطر : أي التي تمكن حامل الورقة المالية من التحوط ضد خطر معين مثل عقود مبادلة التعثر على السداد ، إذ على الرغم من أنها لا تقلل من احتمال حدوث الخطر إلا أنها توفر الحماية في حالة حدوثه ، وهنا يجب التمييز بين مخاطر أسعار الإصول التي قد تتغير ومخاطر القرض فقد يتعثر المقرض عن السداد .

2 : ابتكارات تعزيز السيولة: القدرة على زيادة سيولة الأوراق المالية ، مثلاً الإصول المورقة تجعل من الممكن بيع القروض في السوق الثانوية لتوفير الإقراض للمؤسسات لتغيير هيكل محفظتها.

3 : ابتكارات توليد الأسهم : ابتكارات تمنح خصائص الأسهم للموجودات، وأن طبيعة خدمة الديون فيها محددة سلفاً ، كما يتم تحديد معدل العائد على الأصل بناء على أداء الجهة المصدرة، مثل (Debt-Equity Swap) مبادلات الديون بالأسهم.

4 : ابتكارات للتأمين : بمقابل دفع قسط التأمين تعمل بعض الأوراق المالية على تأمين المخاطر ، حيث يدفع المشتري للبائع جزء من أقساط التأمين مقابل أن يتعهد البائع بتعويض المشتري في حال حدوث خلل ما .

5 : وفي عام 2002 اقترح Perez تصنيفاً بديلاً للابتكارات المالية وكما مبين في جدول تصنيف الابتكارات المالية رقم (1) .

جدول (1) تصنيف الابتكارات المالية

أمثلة	نوع الابتكار المالي
قروض المصارف ، رأس المال الاستثماري، و شركات المساهمة	أدوات ابتكاريه لمساعدة الأنشطة الحقيقية
السندات	أدوات لمساعدة الشركات على النمو أو التوسع
التحويلات البرقية ، فحص الحسابات الشخصية ، أجهزة الصراف الآلي ، الخدمات المصرفية الالكترونية	تحديث الخدمات المالية
صناديق الاستثمار، السندات والاكنتابات، المشتقات وصناديق التحوط	أدوات هادفة للربح ونشر الاستثمار والمخاطر
المبادلات، العقود الأجلة، عمليات الدمج و عمليات الاستحواذ	أدوات لإعادة تمويل الالتزامات أو تعبئة الأصول
مراجعة العملات الأجنبية ، الملاذات الضريبية ، الصفقات خارج الميزانية	ابتكارات مشكوك فيها محل تساؤل)

Source : Yuan K. Chou and Martin S. Chin, Financial Innovations and Technological Innovations as Twin Engines of Economic Growth, University of Melbourne, Australia, January 9, 2004, p 10.

6 - ابتكارات إدارة الأصول والخصوم : تتمثل بتقديم مجال لإدارة المخاطر وتوسيع فرص الإقراض، وتوسيع نطاق المصارف لإدارة الأصول والخصوم وتغيير هيكل الخطر في الميزانية العمومية للمصرف.

7 - الابتكارات التمويلية للمؤسسات المالية : تساعد عملية التوريق المصرف من تنويع مصادره التمويلية لمجموعة واسعة من المستثمرين الراغبين بالاستثمار ، في فئة معينة من الأصول المصرفية ولكن ليس في نفس المصرف مثل الرهون العقارية.

8 - ابتكارات توليد الائتمان : كأن يقوم المصرف بتوريق بعض قروضه ، إلى أن يتم تقسيم الخطر على الآخرين، عندها ترتفع قدرته على الإقراض إما لأنه أصدر رأس مال ، أو لأن المعاملات تقلل من تعرض المصرف إلى فئة معينة من المقترضين ، وبالتالي تستطيع هذه الابتكارات من توسيع وزيادة إجمالي حجم الائتمان .

المطلب الثالث : التطور التاريخي للابتكارات المالية

ظهرت الابتكارات المالية الجديدة مع تطور التجارة العالمية في القرن السابع عشر ، حيث سادت أمستردام كمركز للائتمان التجاري في أوروبا من خلال تقديم الائتمان على أساس الكمبيالات المستحقة الدفع في هولندا ، كما تم استحداث أدوات الدين المدعومة من الضرائب المخصصة لغرض معين، فأدى الطلب على رأس المال

إلى ظهور الشركات المساهمة وأسواق الأوراق المالية المنظمة الأولى في العالم .

ثم في بداية القرن الثامن عشر، بدأت بريطانيا توجهها جديداً، حيث لم يقتصر الاعتماد على المؤسسات المالية وحسب ، بل على مجموعة من المؤسسات والأسواق المالية ، وقد أثبتت بريطانيا مرونة في مواجهتها للصدمات والتغيرات بينما أدى الاعتماد على الممولين والمؤسسات الائتمانية في باقي أوروبا إلى إيقاف تطوير الأسواق المالية ووجه رأس المال لحماية مصالح راسخة بدلا من تمويل منتجين أكثر كفاءة وحادثة، كما أن الأنظمة النقدية في معظم أنحاء أوروبا كانت تخضع لتقلبات سياسية، ولكن أسواق المال البريطانية تميزت بالكفاءة والإنتاجية.

أما بعد الحرب العالمية الثانية، فأدى التوسع الكبير في الأسهم العامة وسوق الطرح العام الأولي إلى القدرة على تمويل التصنيع على نطاق واسع وشامل فظهرت أسواق جديدة ، في مجالات الطيران والسيارات والترفيه، والمطاط الصناعي والنفط مما جعل الولايات المتحدة تدفع بنموها الاقتصادي نحو الاستثمارات الرأسمالية الضخمة ، ثم ارتفع معدل التضخم بالولايات المتحدة في السبعينيات، وعلى هذه الخلفية ظهرت مشتقات معدلات الفائدة، المبنية على أساس الحق في صرف مبلغ معين من المال بفائدة معينة، أما مع بداية الثمانينيات، فقد كافحت الشركات للتعامل مع تحديات سعر الفائدة

ومخاطر سعر الصرف، إذ وجد المصنعون أن التقلبات في سعر الصرف، يمكن أن تمحو من مزايا الأسعار بسبب عدم وجود آليات للتحوط، ويمكن لهذا الوضع أن يكون سببا في إفلاس الشركات وإعسار الديون السيادية في العالم النامي، فجاءت المشتقات المالية الجديدة ذات سعر الفائدة لتوفر القدرة على الدفع أو الحصول على مبلغ من المال بفائدة معينة، وإن السوق المشتقة بمعدل الفائدة هي الآن الأكبر في العالم والتي تقدر قيمتها بأكثر من 60 ألف مليار دولار .

كما ظهرت أيضا سندات الشركات ذات العائد العالي كمحاولة لخلق High-Yield Corporate Bonds أدوات طويلة الأجل ذات معدل ثابت لتمويل نمو الشركات والصناعات الناشئة، حيث أنه لم يكن ممكنا الحصول على التمويل من مكان آخر، وكانت هذه السندات الجديدة مفيدة بشكل خاص للشركات التي عانت من صدمات التغيير في سعر الفائدة خلال السبعينات أو من وضع حرج بسبب تردد المصارف في إقراضها، بناء على التدفقات النقدية الخاصة باعتبارها شركات ذات إمكانات مستقبلية عالية بدل الرجوع إلى الأصول الدفترية الموجودة ، ويقابل الابتكارات في الأسواق المالية التقدم الهائل في تقنية المعلومات والاتصالات ، لا يمكن للمرء التفكير في النظم المالية الحديثة دون التفكير في أجهزة الحاسوب التي تعالج المعلومات المالية، وإن التغييرات الهيكلية وزيادة التقلبات في الأسواق

المالية منذ السبعينيات، وكذلك الاتجاه نحو مزيد من التعقيد في تصميم المنتجات المالية يحتاج إلى التقنيات الكمية المناسبة ، والجدول رقم (2) يوضح أنواع الابتكارات المالية في مجال تمويل الأعمال والشركات .

جدول رقم (2)

أنواع الابتكارات المالية في مجال التمويل العقاري

المنتجات والخدمات	الأنشطة والعمليات	الأشكال التنظيمية
- أول تغطية للسندات Covered Bond Frederick the أنشأها فريدريك الكبير Great (1769) بروسيا - اختراع التأمين العقاري الخاص () 1911 - أصدرت Ginnie Mae أول رهن عقاري (التوريق، 1970) تقديم سندات Obligations الرهن بضمان (1983) - ظهور قنوات استثمار الرهن العقارية (1986) (REMICs3) - ظهور عقود الإيجار إلى شراء الرهن العقارية Lease-to-Purchase Mortgages(2007)	- تأسست أول منظمة مهنية للتقييم عام (1929) - اختراع أول نظام لتسجيل الائتمان في (FICO ، 1970) - مؤشر أسعار المنازل HPI 4 الذي أطلقه مكتب الإشراف الفيدرالي على مؤسسات (الإسكان 1975) - نظم لمنح التراخيص والمصادقة على العقارات التي أنشئت بموجب قانون إصلاح وانعاش وتقوية المؤسسات المالية Institutions Financial and Recovery and Enforcement Act - بداية الاكتتاب الآلي في قروض الرهن العقاري () 1990	- تشكيل الجمعية الأصلية للبناء في برمنغهام، انكلترا في (1774) - تأسيس أول بنك للمدخرات والقروض (1831) - تأسيس أول اتحاد انتمائي للقروض، (1909) - تأسيس بنك قرض السكن الفدرالي (FHLB ⁵)(1932) - إنشاء إدارة الإسكان الفدرالية (FHA ⁶)(1934) - إنشاء مؤسسة الرهن القومية الفدرالية Fannie Mae (1938) - إنشاء المجلس الفدرالي لتمويل الإسكان (FHFB ⁷)(1989) - تأسيس الوكالة الفدرالية لتمويل الإسكان □ (FHFA ⁸)(2008)

Source: Franklin Allen and Glenn Yago, Financing the Future: Market-Based Innovations for Growth, New Jersey, 2010, p 90.

كما أدى الاقتراض بالرهونات دوراً كبيراً في التطور التاريخي للابتكارات المالية في مجال الرهن العقاري ، فقد كان الشكل السائد للاقتراض في الاقتصادات الزراعية ، حيث اقترض اصحاب الأرض مقابل ربح محاصيلهم المستقبلية لتمويل استهلاكاتهم القائمة أو لتطوير ممتلكاتهم في الزراعة ، والمناجم ، والتشغيل كما اقترض الفلاحون لتمويل التوسع والتحسين والاستثمار في معدات جديدة ، أما في مرحلة التحضر والتصنيع ، فاستخدم أفراد التنمية الحضرية الاقتراض برهونات لتمويل التشييد ، كما استخدمته الشركات الصناعية لتمويل مصانعها الجديدة ، واستخدمته القطاعات الأسرية لتمويل مشتريات المنازل ، غير أن الشكل الأول للرهونات بدأ في العصور الوسطى، وكان قرضاً مباشراً من شخص لآخر ، واقتصر الأمر منذ السبعينيات على توريق ديون الرهن العقاري الذي تم تسهيله عن طريق منح ضمانات الدولة على هذه المحافظ ، حيث سمحت بتوظيف هذه الأوراق المالية بالقرب من المستثمرين ، وقد مثلت الديون العقارية في منتصف الثمانينيات ما يقارب 600 مليار دولار ، ويوضح الجدول رقم (3) أنواع الابتكارات المالية في مجال التمويل العقاري .

المنتجات والخدمات	الأنشطة والعمليات	الأشكال التنظيمية
-------------------	-------------------	-------------------

جدول رقم (3)

أنواع الابتكارات المالية في مجال تمويل الأعمال والشركات

<p>- فتحت أول كلية إدارة الأعمال، في فيرونا (1284)</p> <p>- تأسست بورصة نيويورك (NYSE³) (1792)</p> <p>- قانون نابليون الذي يعزز مفهوم الشراكة المحدودة في أوروبا (1807)</p> <p>- تأسست بورصة شيكاغو التجارية (CME⁴) (1898)</p> <p>- جامعة هارفارد تقدم أول برنامج ماجستير في إدارة الأعمال في العالم (1908)</p> <p>- أصول صناديق التحوط الحديثة (1965)</p> <p>- تأسست ناسداك ، سوق الأسهم الإلكترونية الأولى في العالم (1971)</p>	<p>- اختراع القيد المزدوج في مسك الدفاتر (1494)</p> <p>- أول نشر لنظرية موديجلياني ميلر (1958)</p> <p>- عرض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) (1964)</p> <p>- عرض أساليب مونتي كارلو للتمويل (1964)</p> <p>- وضع فرضية كفاءة الأسواق (1965)</p> <p>- صيغة Black-Scholes لتسعير الخيارات (1973)</p>	<p>- عقود التسليم في المستقبل (1200)</p> <p>- أول إصدار للأسهم الممتازة (1836)</p> <p>- ظهور الأسواق الحديثة ذات الإنتاجية - العائد - العالية (1974)</p> <p>- مؤشر الأسهم الآجلة المتداولة في Standard & Poor's 500 (1982)</p> <p>- ظهور الصناديق المتداولة في البورصة الحديثة (1989)</p> <p>- ظهور أول صناديق الاستثمار الحديثة Massachusetts (1924) Investment Trust</p> <p>- إدخال الخدمات المصرفية عبر الإنترنت (1995)</p> <p>- اختراع عقود مبادلة التعثر على السداد الحديثة (CDS) (1997)</p>
---	---	---

Source : Franklin Allen and Glenn Yago, Financing the Future: Market-Based Innovations for Growth, New Jersey, 2010, p57.

وتتمثل قيمة الابتكار المالي في الأسواق المالية في

النقاط التالية : -

1: وجد الابتكار لإكمال الأسواق المالية : تُعدُّ الأسواق غير مكتملة ، لأنه لا يمكن أن تكون موزعة على جميع الدول ، لذلك تصبح الأطراف غير قادرة على نقل الأموال بحرية تامة ، وأن هناك حوافز لإنشاء أسواق للأوراق المالية ، يمكن استخدامها للوقاية من المخاطر ، وهذا الاقتراح يتفق مع نظرية نمط الابتكار في العقود المتداولة في البورصة ، التي تظهر وجود علاقة بين بقاء العقد الجديد ، قياساً إلى حجم التداول الخاص به وقدرته على إكمال الأسواق .

2 : الابتكار وسيلة لمعالجة عدم تماثل المعلومات : عندما تحجب المؤسسات المعلومات عن المستثمرين لاستخدامها في تحقيق عائد غير عادي قبل نشرها في التقارير المحاسبية ، تحدث حالة عدم التماثل في المعلومات في سوق الأوراق المالية ، لذلك سيلجأ المستثمر للدفاع عن نفسه ، ضد مخاطر عدم تماثل المعلومات ، التي تؤدي إلى وجود الاختيار العكسي والمخاطر المعنوية ، وكلاهما يتداخل مع التشغيل الكفء للأسواق المالية في تحويل الموارد التمويلية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز ، مما قد يقلل من حجم الموارد التمويلية في الأسواق المالية بطريقة مصطنعة ، ويخلق عجزاً زائفاً في عرض تلك الموارد، ومن ثم تزداد تكلفة التمويل بطريقة غير مبررة اقتصادياً .

3 : يهدف الابتكار للتقليل من تكاليف المعاملات والبحث والتسويق :
 يمكن أن تكون مبادلة الأسهم (Equity Swaps) طريقة فاعلة
 لكسب أرباح للمستثمرين متعددي الجنسيات وتهدف العديد من
 الابتكارات العملية في مجال تقنية نظام الدفع لخفض تكاليف
 المعاملات مثل : أجهزة الصراف الآلي والبطاقات الذكية (ATMs,
 Smart Cards) ، حيث أن تكاليف المعاملات والبحث والتسويق
 كتكاليف تحديد المشتري والبائع، تكاليف المعلومات وتكاليف تجهيز
 المعاملات .

4 : الابتكار رد فعل على الضرائب والقوانين : إن السعي لتعظيم
 الإيرادات والتطورات في قانون الضرائب يعدان محفزين للابتكار
 المالي ، فمختلف الهياكل المرتبطة بالأسهم التي تستخدمها المؤسسات
 لتسهيل مقتنياتها ، تسمح لهذه المؤسسات التأخير في دفع الضرائب ،
 فالابتكار يستجيب لقيود القوانين التنظيمية، والتي بدورها يتم تعديلها
 وتطويرها على وفق هذه الابتكارات المالية .

5 : العولمة ومخاطر تحفيز الابتكار : مع انتشار العولمة تواجه
 المؤسسات والمستثمرون والحكومات مخاطر أسعار الصرف
 والمخاطر السياسية ، وان الابتكارات تساعد على إدارة هذه
 المخاطر ، وأن زيادة تقلب أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار
 السلع ، والربط بين هذه الزيادة في المخاطرة والابتكار المالي ، قد
 تسبب عدم اليقين في البيئة المالية العالمية في العديد من المشاكل

الاقتصادية ، ولكنه كان أيضا قوة دافعة للابتكار المالي، الذي أصبح الوسطاء الماليون من خلاله قادرين على عرض منتجات عملائهم وإدارتها بل حتى استغلال المخاطر الجديدة من خلال هذا الابتكار نفسه ، وأصبحت المؤسسات المالية قادرة على تقييم وإدارة أصولها وخصومها بشكل أفضل ، وقد أعدوا قائمة بمجموعة متنوعة من الابتكارات وُجِدَت بسبب زيادة التذبذب منها : التبادل الدولي، العقود المستقبلية، المبادلات ، الخيارات ، العقود المستقبلية على معدلات أسعار الفائدة ، مبادلات أسعار الفائدة، الخيارات على أسعار الفائدة، المبادلات السلعية والعقود الآجلة .

6 - التطورات التقنية تحفز الابتكار : أن تقنية المعلومات والاتصالات السلوكية واللاسلكية في تقدم مستمر وقد سهلت عددا من الابتكارات، بما في ذلك أساليب جديدة من الاكتتاب في الأوراق المالية كالاكتتاب العام المفتوح، Open IPO ، ووسائل جديدة لتجميع محافظ الأسهم (Folio FN) أسواق جديدة للأوراق المالية ووسائل جديدة لتنفيذ معاملات آمنة .

المطلب الثالث : الآفاق المستقبلية للهندسة المالية

عانت الصناعة المالية من التراجع ربحاً من الزمن لكون المؤسسات المسيطرة على الخدمات المالية لم تقدم أي ابتكار ذا أهمية على مدى ثلاثين عاماً ، حيث كانت المؤسسات تتاجر لمصلحتها مع المؤسسات الأخرى ، لتكون في النهاية أمام مباراة صفرية ، ونتيجة لذلك فإن منتجات الصناعة المالية أصبحت سلعا نمطية تعاني من صعوبة التسويق وانخفاض الربحية ، وساهمت قوى المنافسة الشديدة بين المصارف والمؤسسات المالية في أسواق المال العالمية خلال العقدين الماضيين من ناحية ، وتطور وسائل الاتصالات وتقنية المعلومات من ناحية ثانية ، والتطورات المتسارعة الحاصلة في مجال تمويل الشركات والتمويل المصرفي وتمويل الاستثمارات من ناحية ثالثة ، في لعب دور هام على صعيد تحديد الابتكارات في الحقل المالي مما أدى إلى ولادة عالم جديد يركز على مفهوم الهندسة المالية.

ساهمت قوى المنافسة الشديدة بين المصارف والمؤسسات المالية العامة في أسواق المال العالمية خلال العقدين الماضيين من ناحية ، وتطور وسائل الاتصالات وتقنية المعلومات من ناحية ثانية ، والتطورات المتسارعة الحاصلة في مجال تمويل الشركات والتمويل المصرفي وتمويل الاستثمارات من ناحية ثالثة ، في لعب دور هام على صعيد تحديد الابتكارات في الحقل المالي مما أدى إلى ولادة

عالم جديد يركز على مفهوم الهندسة المالية ، وقد مكنت هذه الهندسة ، القائمة على منتجات وأدوات وخدمات مالية مستحدثة تشكل المشتقات المالية جوهرها، من تلبية حاجات المقرضين والمقترضين على حد سواء في الأسواق المالية وتوفير مصادر التمويل المتنوعة وزيادة السيولة ورفع كفاءة عمل هذه الأسواق وإدارة المخاطر المالية المختلفة لتعزيز فرص استثمار المصارف والمؤسسات المالية .

إن المنتجات المالية الجديدة سوف تتنوع نظرا لتطور البورصات وأسواق المال الدولية ، كما أن الربط بين تلك الأسواق المالية والبورصات سيشجع على شراء وبيع الأوراق المالية والمشتقات المالية الجديدة ، أما التوسع في بناء قواعد البيانات المالية وأمن المعلومات، مع اتجاه الشركات نحو بناء نظم المعلومات المالية ومراكز دعم القرارات المالية وإقدام صناديق الاستثمار والمصارف والمراكز المالية في العالم ، على استخدام النظم المالية المتطورة، سيضاعف حجم ونوع التداول في الأوراق المالية ومن ثم يؤدي إلى دور جديد للهندسة المالية ، وأن الصناعة المالية إذا أرادت النهوض من واقعها المتدهور، فأمامها طريقتان يتمثلان بالتالي : -

1 - إستبدال الهندسة القائمة بأخرى مستحدثة : أي أن الطريق الأول يفرض ضرورة استبدال الصناعة الحالية بعناصر وأفكار جديدة من الخارج ، وهو ما حدث للسوق المالية بمدينة لندن، بعد أن كانت في طريقها إلى الانحسار قبل أربعين عاماً ، جاء المهاجرون

من ألمانيا وسويسرا وفرنسا وأمريكا وأسهموا في إحيائها وجعلها من أبرز المراكز العالمية.

2 - **تكيف المؤسسات مع الواقع الجديد** : أن تعيد المؤسسات الحالية صياغة نفسها لتكون مبتكرة لمنتجات جديدة بالفعل ، والتي ستستبدل الخدمات القائمة أو تحولها إلى منتجات خاسرة .

أحد عوامل التغيير الرئيسية في عالم المال بعامة هو التطور المستمر لتقنية المعلومات والاتصالات ، فقد غيرت الحاسبات الآلية والانترنت والاتصالات اللاسلكية اتجاه الأعمال بما فيها التمويل، ويضاف إلى ذلك التطور القانوني والمؤسسي، وتتضمن التطورات المستقبلية المحتملة في مجال الابتكار المالي والهندسة المالية ما يلي:

1- إمكانية تخفيض تكاليف النماذج والبرامج التي يمكن أن تستخدم لتسعير الأدوات النمطية، والمقايضات لأغراض الإدارة والرقابة.

2- قدرة الشركات بكل أحجامها ، وفي كل دول العالم على تعلم الهندسة المالية وتطبيقها في مشاريعهم وذلك بالدعم من نظرائهم من خلال الانترنت، وغيرها من وسائل الاتصال.

3- بما أن أدوات الهندسة المالية ستصبح أسهل استخداماً وأرخص فإن عدداً متزايداً من الأفراد والمؤسسات يمكن أن يصبحوا ممارسين نشطين لها، كل هذه العوامل مجتمعة ستؤدي إلى انتشارها.

مصادر الفصل الأول

- 1 - المانشبع رابح أمين، الهندسة المالية وأثرها في الازمة المالية العالمية لسنة 2007 ، جامعة الجزائر ، العلوم الاقتصادية والتيسير والتجارية ، رسالة ماجستير ، 2011 .
- 2 - خالد محمد نصار، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية ، الجامعة الاسلامية ، غزة كلية التجارة ، رسالة ماجستير ، www.iefpediq.com/arab/contenent .
- 3 - -سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، الطبعة الاولى ، (القاهرة، دار النشر للجامعات، 2005) .
- 4 - شوقي جبار، فريد خميلي ، دور الهندسة المالية الاسلامية في علاج الازمة ، جامعة العلوم الاسلامية العالمية www.iefpedia.com
- 5 - زينب شلال عكار، ((تطبيق الهندسة المالية باستخدام بطاقة الانتمان))، مجلة العلوم الاقتصادية ، 2012 ، المجلد الثامن ، العدد 29.
- 6 - عبد الكريم أحمد قندوز، (الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي)، جامعة الكويت، كلية العلوم الإدارية والاجتماعية، مؤتمر كلية العلوم الادارية الدولي الرابع الازمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الاسلامي من 15-16 ديسمبر 2010 .

- 7 - - سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، الطبعة الأولى ، (القاهرة، دار النشر للجامعات، 2005) .
- 8 - مانيير كوهين، ترجمة عبد الحكم أحمد الخورامي، الأسواق والمؤسسات المالية الفرص والمخاطر، الطبعة الأولى ، (القاهرة، دار الفجر للنشر والتوزيع ، 2007) .
- 9 - د.ماهر كنج شكري ، ومروان عوض ، المالية الدولية (العملات الأجنبية والمشتقات المالية) ، الطبعة الأولى ، (عمان ، معهد الدراسات المصرفية ، 2004 .
- 10 - محبوب مراد ، استخدام استراتيجية الهندسة الادارية في تحسين جودة الخدمات المصرفية ، جامعة محمد خيضر ، كلية العلوم الاقتصادية ، رسالة دكتوراه ، www.thesis.univ-biskra.dz.com
- 11 - د.منير ابراهيم هندي ، ادارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات ، الجزء الاول ، الطبعة الاولى ، (مصر ، توزيع منشأة المعارف بالاسكندرية ، 2006) .
- 12 - منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات ، الجزء الثاني ، (مصر ، توزيع المعارف ، 2003) .
- 13 - م.نورمين بومدين،(منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الاوراق المالية)،مجلة دراسات إدارية،جامعة البصرة،الادارة والاقتصاد،2013،المجلد الخامس،العدد10.

<http://www.startimes.com/?t=23539456> -14

15- أ.د.محفوظ جبار، الهندسة المالية والتحوط من المخاطر في الاسواق

المالية ، مجلة العلوم الاقتصادية والتيسير ، www.ecosetif.com

16 - نوال بوعكاز ، حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية

من المخاطر المالية في ظل الازمة المالية ، جامعة فرحات عباس ، كلية

العلوم الاقتصادية والتيسير ، رسالة ماجستير www.univ.stif.dz

17- هاشم فوزي دباس العبادي ، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على

استراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الأولى، (عمان ، مؤسسة الوراق

للنشر والتوزيع ، 2007) .

الفصل الثاني

الفصل الثاني : منتجات الهندسة المالية التقليدية

المبحث الأول : الأوراق المالية التقليدية

المطلب الأول : مفهوم الأوراق المالية

المطلب الثاني : أنواع الأوراق المالية

المطلب الثالث : مزايا ومخاطر الاوراق المالية

المبحث الثاني : المشتقات المالية التقليدية

المطلب الاول : مفهوم المشتقات المالية التقليدية

المطلب الثاني : أنواع المشتقات المالية التقليدية

المطلب الثالث : مزايا ومخاطر المشتقات المالية التقليدية

المبحث الثالث : التوريق التقليدي

المطلب الأول : مفهوم التوريق التقليدي

المطلب الثاني : أنواع وأساليب التوريق التقليدي

المطلب الثالث : مزايا ومخاطر التوريق التقليدي

المبحث الأول : الأوراق المالية التقليدية

المطلب الأول : مفهوم الأوراق المالية

المطلب الثاني : أنواع الأوراق المالية

المطلب الثالث : مزايا ومخاطر الأوراق المالية

المبحث الأول : الأوراق المالية، التعريف، الأنواع، المزايا والمخاطرالمطلب الأول : تعريف الأوراق المالية التقليدية

عبارة عن أدوات استثمار مالية طويلة وقصيرة الأجل يتم تداولها في سوق الأوراق المالية، وتُعدُّ إصولاً مالية أو مستندات تعطي لحاملها الحق في الحصول على عائد محدد مسبقاً ، كما أنها تضمن حق أصحابها في إسترداد القيمة الأصلية للورقة أو جزء من الإصول المادية المقابلة لها بالإضافة لحق التصرف فيها ، في أي وقت يشاء في نهاية مدة معينه ، أو هي عبارة عن شهادات ملكية دائنه مقابل الحصول على توزيعات من الأرباح أو العوائد الثابت أو المتغيرة .

وقد دفعت المنافسة القوية بين المؤسسات المالية والمصرفية إلى حث دوائر البحث والإبتكار لإيجاد أدوات مالية جديدة لإدارة المخاطر وتقديم الحلول لمشاكل التمويل وتجاوز القيود التي تفرضها السياسات النقدية ، وقد عرّف جوزيف شومبيتر صاحب نظرية التنمية الإقتصادية الإبتكار بأنه تقديم منتج جديد ومتميز ومبتكر للسوق باستخدام فن إنتاجي متقدم يؤدي الى فتح أسواق جديدة تختلف عن السائدة بميزة الإبتكار ، كما عرفت الإبتكارات على أنها أدوات مالية جديدة تلبي إحتياجات المتعاملين وتساعد بالسيطرة على المخاطر المالية ، وقال روبن فينشمان صاحب كتاب الخبرة والإبتكار

(أن الابتكارات كالهواء الذي نتنفسه يعد متنفساً للنظم الاقتصادية والاجتماعية، ولها تأثيرها على هيكل وأداء المنشآت) .

المطلب الثاني : أنواع الأوراق المالية التقليدية

تتمثل أنواع الأوراق المالية التقليدية في النقاط التالية : -

أولاً : أدوات ملكية : -

السهم هو حصة من رأس مال المؤسسة المساهمة وشهادة ملكية تخول صاحبها الحصول على جزء من موجودات الشركة المالية والحقيقية ، كونها لا تهمل قيمة أسمية أو مدة استحقاق ، وتنقسم الأسهم الى نوعين : -

1 - الاسهم العادية : ويعرف السهم العادي بأنه عبارة عن أداة ملكية ذات صفة مالية قابلة للتداول ، لحامله الحق في الحصول على عوائد غير ثابتة بجانب حقه من رأس مال المؤسسة ، وان حملة الأسهم العادية هم أصحاب المؤسسة ولهم حق المشاركة في إدارة المؤسسة ، وتأتي الأسهم العادية في مقدمة الأوراق المالية التي تتداول في أسواق رأس المال وله العديد من الأنواع بحسب التقسيمات التالية : -

أ - 1 - من حيث نوع الحصة التي تدفع لحامل السهم :

- أسهم نقدية : تدفع قيمتها نقداً .

- أسهم عينية : في شكل حصص عينية في رأس مال المؤسسة .

أ-2- من حيث الشكل :

- السهم الإسمي : يحمل إسم صاحبه.
- السهم لحامله : لا يذكر فيه إسم المساهم وتنتقل ملكيته من يد لأخرى .
- السهم الذاتي : تصدر بأسم شخص معين ثم يتم تداولها بالتظهير.
- 2 - الأسهم الممتازة : يسمى سهم الأولوية أو الأفضلية فهي أداة إستثمارية لأن حاملها يحصل على أسبقية في الأرباح ، بمقادير ثابتة وقبل حملة الأسهم العادية ، ثم أنها أداة تمويلية لأنها تُعدُّ من أدوات الملكية ، ويتمتع حامله بالحقوق التالية : -
- حق الأولوية في الحصول على الأرباح التي تقرر المؤسسة توزيعها , أي قبل توزيعها على أصحاب الأسهم العادية.
- حق الأولوية عند تصفية المؤسسة فتستوفى قيمة السهم الممتاز قبل سداد العادي.
- لا يجوز سداد قيمة السهم الممتاز من رأس مال المؤسسة وإنما من أرباحها فقط وذلك من خلال شرائها من أسواق المال ثم إلغائها .

ثانياً : أدوات المديونية :

والسند جزء من قرض يصدر لحامله ، وهو يمثل مصدر تمويل طويل الأجل تلجأ إليه الحكومات أو المؤسسات لسد احتياجاتها المالية الكبيرة التي لا يمكن تمويلها من جهة واحدة ، إذ تجزئ المبلغ المطلوب الى فئات تطرح بصورة سندات ويتم تسويقها الى الجمهور من خلال الإكتتاب العام عن طريق سوق رأس المال ، وهناك أنواع عديدة من السندات منها السندات العادية أو الصادرة بالقيمة الاسمية، والسندات ذات مكافأة الوفاء ، والسندات ذات النصيب ، والسندات المضمونه برهن أو كفالة ، والسندات القابلة للتحويل الى أسهم ، وتتميز بالخصائص التالية : -

- هو صك مديونية على الجهة التي أصدرته.
- يحصل حامله على سعر فائدة ثابت سواء ربحت المؤسسة أم لم تربح.
- إستيفاء قيمة السند عند تاريخ الإستحقاق .
- قابليته للتداول حيث يحق لحامله بيعه للغير.
- لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل الزمن المحدد لتسديده ، وإنما يمكن بيعه في السوق الثانوية.

ثانياً : أنواع السندات :أ- بحسب جهة الإصدار :

أ-1- **سندات المؤسسة :** في حالة إحتياج المؤسسة لتمويل خارجي أو للسيولة من أجل التوسيع في مشروعاتها .

أ-2- **سندات الدولة :** تصدرها الدولة عن طريق الخزينة أو المؤسسات العامة في حال حاجتها للقروض .

أ-3- **السندات الدولية الصادرة عن المؤسسات والمنظمات الدولية.**

ب - بحسب الضمان :

ب - 1- **سندات مضمونة :** تكون مرهونة بإصول معينة كالأراضي والمباني والتجهيزات.

ب -2- **سندات غير مضمونة :** ويكون الضمان في هذه الحالة هو المركز المالي للمؤسسة وإجمالي أصولها .

ج - بحسب القيمة التي تصدر بها السندات :

- سندات تباع بالقيمة الاسمية التي تصدر بها.

- سندات تباع بقيمة جارية أعلى من القيمة الاسمية.

- سندات تباع بقيمة جارية أقل من القيمة الاسمية.

د - بحسب العملة التي تحرر بها السندات :

- سندات تحرر بالعملة الوطنية من قبل الجهة المصدرة.
- سندات تحرر بعملة أجنبية من قبل الجهة المصدرة.

هـ - بحسب آجال الإستحقاق :

- سندات قصيرة الأجل .
- سندات متوسطة الأجل .
- سندات طويلة الأجل .

و- بحسب أسلوب السداد :

- السداد عند الإستحقاق، السداد قبل تاريخ الإستحقاق .
- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية .

المبحث الثاني : المشتقات المالية التقليدية

المطلب الاول : مفهوم المشتقات المالية التقليدية

المطلب الثاني : أنواع المشتقات المالية التقليدية

المطلب الثالث : مزايا ومخاطر المشتقات المالية التقليدية

المبحث الثاني : المشتقات المالية ، التعريف ، الأنواع ، المزاياوالمخاطرالمطلب الأول : مفهوم المشتقات المالية التقليدية

تُعرّف المشتقات المالية بأنها عقود فرعية ثانوية تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية ، لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية ، تشتق قيمتها من أصل نقدي كالإصول الحقيقية (كالأسهم والسندات والعملات والذهب والسلع والمباني الخ) ، وتتم معرفتها من خلال نوعين من الأسواق أولاها : الأسواق المنظمة التي يكون لها مكان محدد تتم فيه الصفقات ويدعى بالبورصة ، وثانيهما : الأسواق غير المنظمة والتي لا يكون لها مكان محدد لتنفيذ الصفقات ويتألف من التجار وبيوت السمسرة تباشر البيع والشراء في مقر عملها ، ويمكن شراؤها وبيعها وتداولها بطريقة مماثلة للأسهم ، فهي عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية .

حيث أصبح بوسع المستثمر التعامل مع الصور الجديدة للأدوات المالية والتي تضم مجموعة واسعة من العقود المالية التي تتنوع على وفق طبيعتها ومخاطرها وأجالها ، ولعقود المشتقات أهمية إقتصادية تتمثل في تقديم خدمة التغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية ، كما تتيح الفرصة لتخطيط التدفقات النقدية وإتاحة فرص استثمار جديدة للمضاربين ، إلى جانب كونها أداة للتنبؤ بالأسعار في السوق

الحاضرة في تواريخ لاحقة وأنها وسيلة لإستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر وتنشيط التعامل على الاصول محل التعاقد ، وسرعة في تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية لمرونتها وسيولتها المتميزة .

كما تعني المشتقات تصميم وابتكار الأدوات المالية وتطوير القائم منها ، وانها ليست ذات قيمة سوقية في الأصل ، ولكن عمد إلى ما هو ذو قيمة سوقية ، فأشتقت منه أشياء صير إلى بيعها وتداولها فكان لها قيمة ، والذي يميزها انها ليست جزءاً مما اشتقت منه على نحو مشتقات المعادن مثلا ، بل هي إلتزامات ينشأها المتعاقدان على أشياء لها قيمة كالسلع ، كما عرفتها المجموعة الإستشارية لنظم المحاسبة القومية بأنها : (أدوات مالية ترتبط بأداة معينة أو مؤشر أو سلعة والتي من خلالها يمكن بيع وشراء المخاطر المالية في الأسواق المالية).

ويمكن تقسيم الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية إلى مجموعتين : الأولى تتضمن أوراق مالية أساسية والثانية أوراق مالية مشتقة ، فالأولى تتضمن الأوراق المالية المتعارف عليها مثل السندات والأسهم العادية والممتازة ، والتي تمثل ركائز أسواق رأس المال الحاضر التي تتضمنها الصفقة وسداد قيمتها خلال أيام قليلة ، يتم في اثنائها اتخاذ الإجراءات اللازمة لنقل الملكية، والثانية أوراق مالية تشتق أو تتوقف قيمتها على القيمة السوقية لأصل آخر يتداول في سوق حاضر .

أما أدوات الهندسة المالية الجديدة فقد تمثلت بخلق بعض الأدوات المالية المركبة التي تسمح للمستثمرين بالحصول على عائد مرتفع يفوق عائد الأصول التي نسميها الأصول التقليدية العينية ، وهكذا ظهرت خلال السنوات الأخيرة من القرن العشرين عدد من الأدوات المالية وأدوات الاستثمار المعقدة بشكل لم يسبق له مثيل ، مثل أدوات التحوط والمنتجات المركبة ، ومقايضة الديون التي تخلف أصحابها عن السداد .

وتتمثل متطلبات التعامل بالمشتقات المالية بالنقاط التالية : -

1 - وجود تنظيم داخلي لقياس حجم المخاطر ، ووضع الضوابط الرقابية كوضع حد أقصى لحجم التعاملات في المشتقات ، وإلتزام المؤسسات بمعايير المحاسبة والإفصاح عن المعلومات المتعلقة بنشاطها في المشتقات.

2 - قيام المصارف بتكوين الإحتياطيات والمخصصات اللازمة لتغطية المخاطر المرتبطة بتلك المعاملات.

3 - توفير بنية تقنية متطورة لتيسير إتمام عمليات التسوية والمقاصة الخاصة بالمشتقات والتي تتسم بالتعقيد ، ورفع الوعي بأهمية هذه الأدوات في السوق والتعريف بالعقود القانونية الخاصة بها ، وتوفير الكوادر البشرية المتخصصة في تلك الأدوات للمصارف والمؤسسات الرقابية .

4 - توظيف الأدوات المالية بالسوق من خلال استخدام المشتقات البسيطة إلى أن يصل السوق إلى المستوى الراشد لاستخدام الأدوات الأكثر تعقيداً.

ومما ورد أنفاً نستشف صفة القول بأن الأدوات المالية الجديدة هي مشتقات مالية ، وهي عقود فرعية تشتق من عقود أساسية لأدوات كالأوراق المالية ، والعملات الأجنبية ، لينتج عن تلك العقود أدوات استثمارية مشتقة، وان العقد يتكون من طرفين هما البائع والمشتري، وفي هذه العقود يُعدُّ أحدهما بائع للمخاطرة والآخر مشتري لها، وهو ما يعبر عنه بوجود شخص ما أو جهة ما لديها الرغبة في التخلص من المخاطرة واخرون على استعداد لتحمل المخاطرة آملين الحصول على ثمن المخاطرة .

المطلب الثاني : أنواع المشتقات المالية التقليدية

أولاً : العقود الآجلة للمشتقات المالية التقليدية

1: تعريف العقود الآجلة : أسواق يتم التعامل فيها بيع أو شراء أدوات معينة (عملات ، ذهب ، فضة) ، بسعر آني على أن يتم التسليم في وقت لاحق ، أو أنها عقد إتفاق يتم بين طرفين على شراء أو بيع أصل معين في تاريخ محدد بالمستقبل وبسعر يتفق عليه في تاريخ التعاقد يسمى سعر تنفيذ العقد ، وتستخدمه المصارف والمستثمرين لتجنب مخاطر تقلبات أسعار الصرف في مجالات

الاستثمارات الدولية وتدفقات الإيرادات والإلتزامات المستقبلية ، وإن ارتفاع أو انخفاض أسعار العقود الآجله لا يصاحبها أي تدفق للمستثمر إذ أن قيمتها دائماً تصبح إما موجبة أو سالبة ، وأن هذه العقود لا يتم تداولها في سوق الأوراق المالية وسوق الأدوات المالية المشتقة كباقي المشتقات لأنها إتفاق خاص ومغلق بين الطرفين .

2 : أنواع العقود الآجلة :

أ - **العقود الآجلة لأسعار الفائدة :** إتفاق ما بين المقرض والمقترض بتاريخ مؤجل بتسوية الفرق بين سعر الفائدة المتفق عليه وسعر الفائدة السائد عند التسوية .

ب - **العقود الآجلة لأسعار الصرف :** إتفاق بين طرفين لشراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية مقابل عملة محلية ، وذلك في تاريخ آجل وبسعر يتم الإتفاق عليه عند إبرام العقد ويثبت حتى تاريخ التنفيذ وتستخدم هذه العقود للحماية ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية .

3 : خصائص العقود الآجلة

1 - عقود تخضع للتفاوض بين الطرفين بما يتلائم مع ظروفها الشخصية والتي قد لا تناسب غيرها، فتحدد هذه العقود تاريخ

الاستحقاق معدل الفائدة في حالة القروض، الجودة في حالة البيع ،
وسعر التنفيذ.

2 - عقود ليس لها شكل نمطي حيث يتم الإتفاق على شروطها ،
بمجرد التوقيع لا يمكن لأي من الطرفين إلغاؤها أو تعديلها ، كما يتم
التعامل بها في الأسواق الموازية فقط وليس لها سوق ثانوي .

3 - ليس من الضروري أن يتم التسليم محل التعاقد ، فهناك عقود
آجله غير قابلة للتسليم تستخدم عادة في العقود الآجلة للعمليات
الأجنبية ، ولا يتضمن تسليمًا حقيقياً للموجود وإنما فقط دفع الفرق بين
سعر التنفيذ وسعر السوق .

4 - تصعب المضاربة بهذه العقود ، حيث الغرض الأساس لها هو
الحماية من مخاطر تقلبات الأسعار في المستقبل ، والمضاربون لا
غرض لهم من السلعة محل التعامل ، بل ما يهمهم هو اغتنام فرصة
وجود تغييرات سعرية مؤقتة ليقوموا بالبيع أو الشراء بهدف تحقيق
الربح .

ثانياً : العقود المستقبلية للمشتقات المالية التقليدية

1: تعريف العقود المستقبلية : عقود تعطي لحاملها الحق في شراء
أو بيع كمية من أصل معين (قد يكون سلعة أو ورقة مالية) بسعر
محدد مسبقاً ، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق ، وتشبه هذه العقود

، العقود الأجله ولكنها تختلف عنها في إمكانية التبادل بها في بورصة الأسواق المالية ، كما وتعرف بأنها التزام تعاقدى نمطي أما لبيع أو لشراء موجود معين وبسعر محدد ومكان محدد وبتاريخ معين في المستقبل ، وهذا الإلتزام القانوني بين الطرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر أو يستلم منه وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) ، ويحفظ كل طرف بعقد رسمي ، وتدعم أسعار هذه العقود من مالكيها بزيادة في هامش نقدي يسلم للوسيط بتاريخ نشوء العقد تتراوح قيمته من (5 - 15 %) من قيمة العقد لكسب ربح أو لتفادي الخسارة التي قد تحدث بسبب حركة الأسعار اليومية .

2 : أنواع العقود المستقبلية : وتتمثل بالتالي : -

أ - عقود السلع الزراعية والمعدنية Agricultural and

Metallurgical Contract : حيث تتم المتاجرة في الحبوب (الشوفان ، الحنطة)، وفول الصويا وبذور زهرة الشمس ثم المواشي والأبقار ومنتجات الغابات (الأخشاب) ، ثم المنسوجات مثل القطن ثم المواد الغذائية ، وأما المنتجات المعدنية فأنها تشمل على المعادن والعقود المتعلقة بالبتترول ، وفي مجال المعادن تتم المتاجرة بعقود تتعلق بالذهب والفضة والبلاطين والنحاس .

ب - الموجودات الحاملة للفائدة Interest Earnings

Assets : بدأت المتاجرة في المستقبلات في مجال الموجودات الحاملة للفائدة في عام 1975 ، وتتم الآن المتاجرة بعقود تتعلق بحالات الخزينة والأوراق النقدية وسندات الدين وفي الودائع باليورو وفي سندات دين البلديات وغيرها والعقود التي تجري المتاجرة بها هي من جميع الاستحقاقات وتتاخر بورصة شيكاغو التجارية بعقدين لهما إستحقاقات ذات ثلاثة شهور ، هما حوالات الخزينة وودائع اليورو دولار ذات الاجل وهذا يجعل من المتاجرة مستندة الى فوارق متوقعة في سعر الفائدة ولنفس مدة الاستحقاق ويضاف الى ذلك انه تتم المتاجرة بعقود سندات الديون الأجنبية في بورصات المستقبلات الأجنبية ، فمثلاً إن العقود الكبيرة المتعلقة بسندات الدين الحكومية تتم المتاجرة فيها في البورصات الموجودة في لندن وباريس وفرانكفورت وطوكيو .

ج - العملات الأجنبية Foreign Currencies

تجارة المستقبلات النشيطة في العملات الأجنبية الى بداية العمل بأسعار الصرف القائمة بحرية في أوائل السبعينيات من القرن الحادي والعشرين ، وتتم المتاجرة بعقود متعلقة بالباون البريطاني والدولار الكندي والين الياباني والفرنك السويسري والمارك الألماني والفرنك الفرنسي والجلدر الهولندي والبيزو المكسيكي ، غير ان هذه العقود لم تحقق إلا نجاحاً محدوداً وقد توقفت المتاجرة بها ، ويمثل سوق

المستقبلات المتعلقة بأسعار صرف الحالة الواحدة من سوق المستقبلات في وجه سوق عقود آجلة ، نشيطاً ويكون السوق الآجل المتعلقة بأسعار الصرف هو أكبر مرات عديدة من سوق المستقبلات ، ويعتقد الكثير ان وجود السوق الآجل قد أعاق تجارة المستقبلات ، في مجال أسعار الصرف .

د - المؤشرات Indexes : الفئة الرئيسة الأخيرة من عقود المستقبلات هي العقود المتعلقة بالمؤشرات ومعظم هذه العقود تتعلق بمؤشرات الأسهم وقد بدأت المتاجرة به في عام 1982 ، إذ حققت هذه التجارة نجاحاً متميزاً ، تتاجر البورصات في عقود متعلقة بمؤشرات أسهم أربعة تكون متباينة في الولايات المتحدة الأمريكية هي مؤشر الأسهم الخمسمائة (ستاندرد & بور) والمؤشر السوقي الكبير ، مؤشر بورصة نيويورك ومؤشر فاليو لاين ، وتتاجر البورصات الأجنبية في مستقبلات متعلقة بمؤشرات أسهم أجنبية مثل المتاجرة بمؤشر نيكاي الياباني بواسطة بورصة المستقبلات في طوكيو وبواسطة البورصة النقدية الدولية في سنغافورة .

3 : خصائص العقود المستقبلية : -

أ - يتم الشراء بسعر متفق عليه في تاريخ التعاقد على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق وبذلك يتم تجنب أو تخفيض مخاطر تقلب الأسعار .

ب - يتم التعامل في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد العلني المفتوح ، عن طريق وسطاء أو بيوت مقاصة توكل إليها تنظيم التسويات التي تتم يومياً بين طرفي العقد .

ج - لضمان تنفيذ الإلتزامات المتبادلة بين طرفي العقد يلزم كل منهما بأن يسلم الوسيط في تاريخ العقد هامشاً معيناً تتراوح قيمته عادة بين (5-15%) من القيمة الاجمالية للعقد ولا يتم إسترداده إلا عند التسوية أو تصفية العقد ، ويقوم الوسيط بإجراء التسوية بين طرفي العقد يومية وهذه التسوية تعكس التغيرات السعرية التي تحدث على سعر العقد .

د - إذا كان من الممكن تحرير عقود مستقبلية أي سلعة فإن قليلاً من السلع تتوافر فيها الشروط التي تناسب الأسواق المنظمة للعقود ، ومن أهمها أن تكون السلعة قابلة للتخزين كذلك قابلة للقياس من حيث الكمية والجودة ، وأن تكون ذات قيمة مقارنة بحجمها ، ويوجد طلب نشط على السلعة بما يحقق السيولة لسوقها .

جدول رقم (4)

الاختلاف بين العقود الآجلة والمستقبلية

ت	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
1	التعامل : مباشر مع المصرف	من خلال البورصات المختصة
2	العقود : يتم الاتفاق عليها لكل عقد على حدا	عقود منظمة لكل فئة من الاصول المتعامل معها
3	الجهة المقابلة : المصرف/الشركة المتعامل معها	هيئة تقاص البورصة
4	الرقابة والتنظيم : لا يوجد	تنظيم ورقابة مستمرة
5	الهامش : مبني على مخاطرة العميل (ان وجدت)	محدد من البورصة على اساس تقييم يومي
6	انهاء العقد : غير ممكن من خلال الطرف المقابل	ممكن شراء او بيع عقد مقابل في نفس موعد الاستحقاق

ثالثاً : عقود الخيارات للمشتقات المالية التقليدية

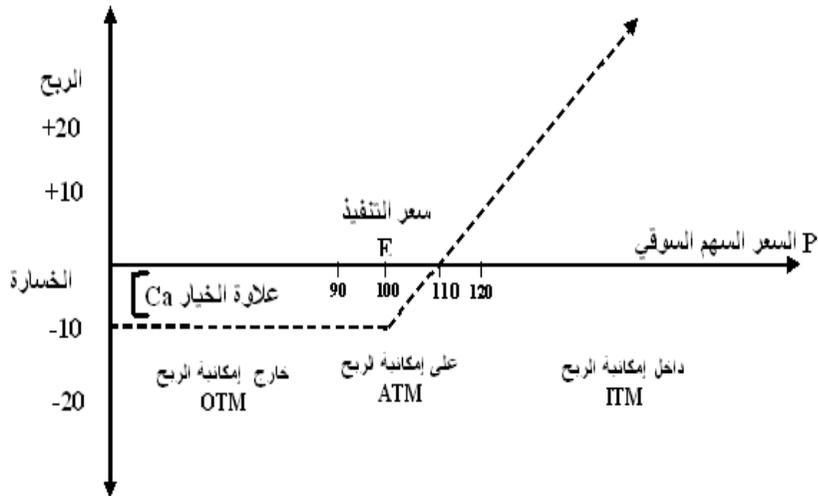
1 : تعريف عقود الخيارات : هو إلتزام يعطي حامله الحق ، دون الإلزام بشراء أو بيع أداة مالية محددة بسعر وتاريخ محدد ، وبموجب هذا العقد يكون البائع على إلتزام بأنه مستعد لبيع أو شراء مادة العقد بسعر محدد إذا رغب المشتري بممارسة حقه ، ولقاء ذلك يدفع المشتري ثمن العقد ويكون على شكل نسبة مئوية من قيمة العقد أو جزء محدد من الوحدة النقدية المستخدمة ، وتمثل الخيارات حقوق إستبدال أصل معين بأصل آخر غالباً ما يكون نقداً أو إتفاق يعطي الحق للمستثمر بشراء أصل أو بيعه بسعر معين، وقد نشأ هذا النوع من العقود في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث كان يجري التعامل بهذه العقود في السوق المالية غير المنظمة من خلال الوسطاء الماليين ثم إنتقل التعامل بعد ذلك الى السوق المنظمة من خلال بورصة شيكاغو في عام 1973.

2: أنواع عقود الخيارات : -**أ - بحسب طبيعة العقد : -**

1 - خيارات الشراء أو الطلب : عقد يعطي لمشتريه الحق في شراء عدد معين من الأوراق المالية أو السلع أو المؤشرات أو العملات الأجنبية بسعر محدد وقت التعاقد يسمى (سعر التنفيذ) ، أما في اليوم الأخير للعقد أو طوال المدة الزمنية المنصوص عليها في العقد، ولمشتري خيار الشراء الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد ، لكن على

محرر الخيار التنفيذ إذا رغب المشتري في ذلك ، ويطلق على خيار الشراء الذي يكون فيه السعر السوقي للسهم أكبر من سعر التنفيذ بأنه ضمن امكانية تحقيق الربح In the money option ، وعندما يكون السعر السوقي للسهم مساويا لسعر التنفيذ فيطلق عليه على امكانية الربح At the money option ، وعندما يكون السعر السوقي للسهم أقل من سعر التنفيذ فيطلق عليه خارج إمكانية الربح Out the money option ، ويمكن توضيح ذلك بالشكل التالي :

الشكل رقم 01 : خيار شراء طويل الأجل

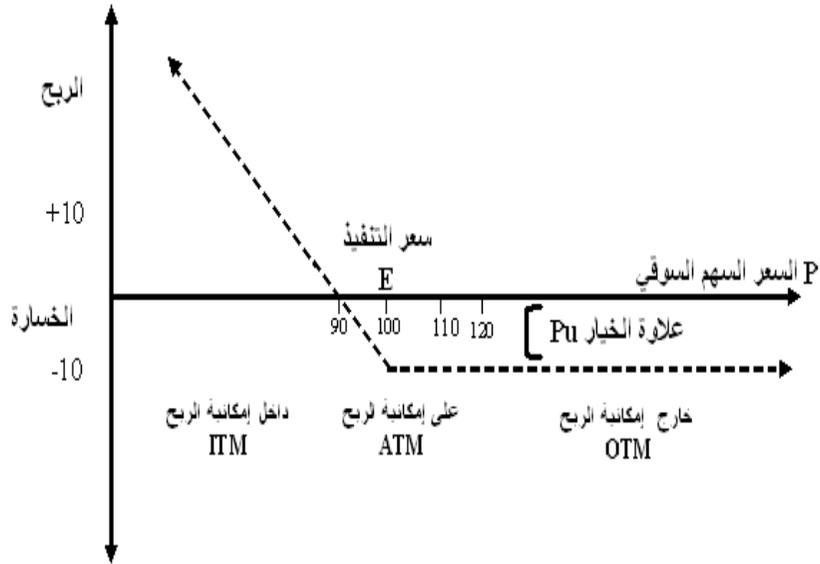


Source : Samules,J.M,Wilkes,F.m and Bray Shaw,R.E « Management of Company Finance ».6th.ed,International Thomson Business,1995.P:300.

ومن خلال الشكل نجد أن مشتري حق خيار الشراء يغطي مبلغ العلاوة المدفوعة للبائع ويكسب عندما يرتفع السعر السوقي للسهم عن سعر التنفيذ يعني داخل امكانية الربح ITM ، أما عندما ينخفض سعر السهم في السوق عن سعر التنفيذ فإن أقصى ما يمكن أن يخسره هو مقدار العلاوة أي يكون خارج إمكانية الربح OTM .

2 - خيار البيع او الدفع Put Option : عرفه البعض بأنه عقد قابل للتداول يعطي لمشتريه حقاً بأن يبيع لمحرر العقد (بائع حق الخيار) عدداً معيناً من الأوراق المالية أو السلع أو المؤشرات أو العملات الأجنبية بسعر معين متفق عليه (سعر التنفيذ) لمدة زمنية معينة بعلاوة متفق عليها ، ويطلق على خيار البيع الذي يكون فيه السعر السوقي للسهم أقل من سعر التنفيذ بأنه ضمن إمكانية تحقيق الربح In the money option ، وعندما يكون السعر السوقي للسهم مساوياً أو أقل أو أكثر قليلاً لسعر التنفيذ فيطلق عليه على إمكانية الربح At the money option ، وعندما يكون السعر السوقي للسهم أكبر من سعر التنفيذ فيطلق عليه خارج إمكانية الربح Out the money option ، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي :-

الشكل رقم 02 : خيار بيع طويل الأجل



Source : Rose, Peter. « Money and Capital Markets. The Financial System in an Increasingly Global Economy». 5th. ed, Irwin, 1994, P.335

ومن خلال الشكل نجد ان مشتري حق خيار البيع يغطي مبلغ
العلاوة المدفوعة للبائع ويكسب عندما ينخفض السعر السوقي للسهم
عن سعر التنفيذ ، أما عندما يرتفع سعر السهم عن سعر التنفيذ فأن
أقصى ما يمكن أن يخسره هو مقدار العلاوة .

ب - بحسب نوع الأدوات المالية المستخدمة : -

1 - خيارات أسعار الفائدة : وهي خيارات تعطي لحاملها الحق في إقتراض أو إقراض مبلغ معين بسعر فائدة معين وبتاريخ لاحق في المستقبل ، وبهذا فإن حامل الخيار يكون قد حصل على ضمان بعدم تغير أسعار الفائدة في المستقبل من خلال دفعه مقابل ذلك .

2 - خيار مؤشرات الأسهم : عقود تبرم على بيع أو شراء مؤشرات الأسهم ، إذ يوجد في كل بورصة أو سوق مالية في جميع الدول مؤشرات أسهم تعطي دلائل على إتجاهات أسعار الأسهم المتداولة فيها ، وهذه الخيارات حولت مؤشرات الأسهم الى أصل استثماري له قيمة وسعر محدد يمكن تداوله في السوق المالية وينطبق عليه جميع إجراءات التعامل والتداول المطبقة على أي أصل آخر .

3 - خيارات العملات : ويقصد بها عقود تعطي لحائزها الحق في إتمام عملية شراء أو بيع مبلغ معين من عملة معينة مقابل الدولار بسعر صرف معين وفي تاريخ محدد في المستقبل ، وتكون خيارات العملات مقابل الدولار الأمريكي ، أي ان المرحلة الراهنة على إرتفاع أو إنخفاض عملة معينة تكون مقابل الدولار الأمريكي فقط .

ثالثاً : خصائص عقود الخيارات : -

1 - إعتقاد عقود الخيارات على فكرة الرفع المالي ، حيث ان المستثمر في سوق الخيار يمكن ان يحقق الأرباح ذاتها التي يحققها المستثمر في السوق الحاضر ، ولكن حجم الإستثمار في السوق

الحاضر يفوق كثيراً حجم الاستثمار في الخيار ، مما يعني إرتفاع معدل العائد على المال في سوق الخيار بمراحل تفوق معدل العائد على المال المستثمر في السوق الحاضر .

2 - التسوية أو التنفيذ : ان الخيارات لها ميزة إجرائية هي ان عمليات الشراء أو البيع المتصلة بهذه العقود سواء كانت عمليات فورية أو آجلة لا تتطلب تسلم أو تسليم أية أصول فعلية وان تلك التسويات تتم فقط في شكلها النقدي.

3 - عقود الخيارات غير خطية : بمعنى إن النتائج المترتبة على تنفيذها قد تؤدي الى أن يحقق خسارة مماثلة تماماً على عكس العقود الآجلة التي تعدُّ عقوداً خطية .

4 - عقود الخيارات محددة تحقق المعرفة الكاملة لمستخدميها سواء لاتمام العقد أو عدم إتمامه .

ومما ورد اعلاه يمكن القول بأن عقد الخيار من أبرز أنواع المشتقات , إذ يُعدُّ وسيلة تمكن المتعاملين فيه من تحويل توقعاتهم لسعر الأصل المالي إلى التنفيذ الفعلي المتمثل في استبدال أصل مالي محدد بأصل مالي آخر وبسعر محدد وفي موعد محدد مستقبلاً , ومن ثم تترجم التوقعات فعلياً إلى حق بالشراء أو حق بالبيع , لذا تتمثل الخيارات بعقد خيار الشراء المتمثل في خيار المشتري في شراء عملات معينة بسعر معين خلال مدة معينة , وعقد خيار البيع وهو خيار البائع في بيع كمية معينة من العملات بسعر وتاريخ ومدة معينة

ويوفر هذا الخيار الحماية للبائع من مخاطر إنخفاض القيمة السوقية للعملة المبيعة , كما أن الخيار الأول يوفر الفرصة للمشتري لحماية أمواله من مخاطر إرتفاع القيمة السوقية للعملة المشتراة ، فضلاً عن عقد خيار شراء وبيع .

رابعاً : عقود المبادلات للمشتقات المالية التقليدية

1 : تعريف عقود المبادلات : عقد وإلتزام تعاقدى بين طرفين يتفقان فيه على تبادل تدفقات نقدية ، أو أصل معين مقابل تدفق أو أصل خلال مدة مستقبلية ، وتُعدُّ المبادلات من أقدم العمليات التجارية ، إذ كانت تستخدم لمبادلة سلعة بسلعة أخرى ، واليوم تطور التعامل بها وإمتدت لمبادلة العملات ومبادلة أسعار الفائدة ، أو هي عقد يتم بموجبها تبادل نوع معين من الاصول أو التدفقات مقابل اصول أو تدفق آخر على وفق شروط يتفق عليها أطراف العقد ، ولا يمكن تغييرها أو الغاؤها من دون موافقة الطرفين ، وأسواق هذا النوع لا تتضمن تنفيذ العقود عليه فإن المتعاقدين يجب ان يتمتعوا بمصادقية ائتمانية حتى يتسنى لهم الوفاء بالالتزامات عقود المبادلة ، وإن الغرض من هذه العقود هو للتحوط من المخاطر وبخاصة مخاطر تغير أسعار الفائدة والصراف للعملات الاجنبية .

ثانياً – أنواع عقود المبادلات : -

1 - مبادلة السلع : مبادلة يقوم بموجبها أحد الطرفين بالشراء الآني من الطرف الاخر لكمية معينة من السلع محل التعاقد بالسعر السائد ويتم سداد الثمن فوراً وبيعها في نفس الوقت بيعاً آجلاً .

2 - مبادلة الأسهم : الإتفاق على المبادلة في تاريخ لاحق لمعدل عائد على سهم أو مجموعة من الأسهم بمعدل العائد على سهم أو أصل مالي اخر.

3 - المبادلة الخيارية : هي خيار الدخول في مبادلة معينة بتاريخ محدد في المستقبل ومثال ذلك المبادلة الخيارية للفائدة البسيطة .

4- مبادلة سعر الفائدة : عقد بين طرفين لمبادلة فائدة ثابتة خلال وقت معين مقابل مدفوعات فائدة متغيرة ، بإستخدام أكثر من عملة واحدة مثل مبادلة فائدة ثابتة بالدولار مقابل فائدة معومة بالدينار .

5- مبادلة العملات : مبادلة تدفق نقدي بعملة معينة مقابل تدفق بعملة أخرى وبسعر صرف محدد مسبقاً .

ثالثاً : خصائص عقود المبادلات : -

1 - العوائد المالية المتوقعة تعود الى جميع الأطراف المعنية بعقود المبادلات ، وذلك عند توافر ميزة نسبية وبشكل مستقر .

2 - تعديل مخاطر تدفقات العملة الأجنبية من الداخل الذي تتوقعه المؤسسة من الاستثمار في الخارج أو المخاطر الناجمة عن تحرك

أسعار الفائدة الأجنبية في الدولة ، بالاستثمار بشكل مختلف لتحرك أسعار الفائدة المحلية .

3 - عند قيام مؤسسة بتقديم قروض رهون بمعدل ثابت فإن هذه العملية مهددة للمخاطر ، وللحماية منها تدخل المؤسسة المعنية بإئتمان الرهون الى مبادلة أسعار ثابتة مقابل معدلات معيارية .

4 - تربط عقود المبادلات الأسعار المقومة بالأسعار الثابتة ، مما يزيد من حالات التأكد بالنسبة للإلتزامات المستقبلية بخاصة وإنها تسمح في تعديل المحفظة الإستثمارية بحسب الظروف الجارية والمستقبلية للأسواق .

جدول رقم (5)

المقارنة بين عقود المشتقات المالية الاربعة الرئيسية

ت	الخاصية	العقود الآجلة	المستقبليات	الخيارات	المبادلات
1	الحجم	غير نمطي	نمطي	غير نمطي	غير نمطي
2	موعد التنفيذ	غير نمطي	نمطي	غير نمطي	غير نمطي
3	الإلزام	ملزم للطرفين	ملزم للطرفين	ملزم لطرف واحد	ملزم للطرفين
4	الأسواق	غير نظامية	نظامية	نظامي / غير نظامية	غير نظامية
5	التنظيم	مباشرة	غير مباشرة / وسطاء	مباشرة / غير مباشرة	مباشرة / غير مباشرة
6	عملية التسوية	لا وجود للتسوية	تسوية يومية	تسوية يومية / لا وجود للتسوية	لا وجود للتسوية
7	كلفة المعاملات	لا وجود للهامش	يتطلب دفع الهامش	لا وجود للهامش / علاوة محدودة	لا وجود للهامش / علاوة في بعض الانواع
8	السيولة	لا يمكن إلغاء مركز السيولة	يمكن إلغاء مركز السيولة	يمكن إلغاء مركز السيولة	لا يمكن إلغاء مركز السيولة

المصدر / أ.د.محمد علي ابراهيم العامري ، إدارة محافظ الإستثمار ، الطبعة الأولى ، (عمان ، اثراء للنشر والتوزيع ، 2012) ، ص 480 .

المطلب الثالث : مزايا ومخاطر التعامل في المشتقات المالية أولاً : مزايا التعامل في المشتقات المالية :

وتتمثل المخاطر التي يمكن أن تنجم عن التعامل بالمشتقات أو الأدوات المالية الجديدة ، بمخاطر السوق ، والمخاطر الائتمانية ومخاطرة التسوية ، والمخاطرة التشغيلية ، فمخاطر السوق قد تنشأ من احتمال تذبذب أسعار الأصول محل التعاقد وتأثرها لتقلبات غير متوقعة أو بسبب نقص السيولة الذي يقود إلى انخفاض أسعار الأصول أو وجود محتكرين في السوق يقومون بعمليات شراء وبيع كبيرة ، مما يؤثر سلباً على أسعار الأصول وعلى توقعات المتعاملين بصدد الإتجاهات المستقبلية لهذه الأسعار ، أما المخاطر الائتمانية فتتمثل في الخسارة التي قد تحصل بسبب عدم تمكن المقترض من السداد وتتمثل الخسارة في تكلفة إحلال عقد جديد محل العقد الخاسر ، وبالتالي لا بد من إتخاذ الإجراءات الكفيلة التي تمكن المتعاملين في أسواق المشتقات من إدارة هذه المخاطر مثل أدوات الرقابة الداخلية لتعديل المخاطرة الائتمانية قبل الدخول في تعاملات مع الطرف الآخر ، بالإضافة إلى الأدوات التي تعزز الائتمان وتقلل المخاطر كتوفير الضمانات اللازمة لذلك .

ثانياً : مخاطر التعامل في المشتقات المالية

وتتمثل المخاطر التي يمكن أن تنجم عن التعامل بالمشتقات أو الأدوات المالية الجديدة ، بمخاطر السوق ، والمخاطر الائتمانية ومخاطرة التسوية ، والمخاطرة التشغيلية ، فمخاطر السوق قد تنشأ من احتمال تذبذب أسعار الأصول محل التعاقد وتأثرها لتقلبات غير متوقعة أو بسبب نقص السيولة الذي يقود إلى انخفاض أسعار الأصول أو وجود محتكرين في السوق يقومون بعمليات شراء وبيع كبيرة ، مما يؤثر سلباً على أسعار الأصول وعلى توقعات المتعاملين بصدد الإتجاهات المستقبلية لهذه الأسعار ، أما المخاطر الائتمانية فتتمثل في الخسارة التي قد تحصل بسبب عدم تمكن المقترض من السداد وتتمثل الخسارة في تكلفة إحلال عقد جديد محل العقد الخاسر ، وبالتالي لا بد من إتخاذ الإجراءات الكفيلة التي تمكن المتعاملين في أسواق المشتقات من إدارة هذه المخاطر مثل أدوات الرقابة الداخلية لتعديل المخاطرة الائتمانية قبل الدخول في تعاملات مع الطرف الآخر ، بالإضافة إلى الأدوات التي تعزز الائتمان وتقلل المخاطر كتوفير الضمانات اللازمة لذلك .

وعلى الرغم من أن التعامل في المشتقات يستهدف الحد من مخاطر التقلبات في العائد وأسعار الصرف وأسعار السلع إلا أنه وبحكم طبيعة هذه الأدوات وإرتباطها بالتوقعات جعلها تشكل مخاطر

في حد ذاتها ، ويمكن القول بوجود مجموعتين من المخاطر المرتبطة بعقود المشتقات المالية التقليدية :

أ : المخاطر التقليدية :

وهي مخاطر تشترك فيها المشتقات المالية مع غيرها من العقود والأدوات المالية الأخرى ونجد منها :

1 - مخاطر السوق : تتعلق هذه المخاطر أساساً بالتقلبات غير المتوقعة في أسعار عقود المشتقات والتي ترجع في معظم الأحيان إلى تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد كما قد تنجم تلك المخاطر من نقص السيولة الذي يؤدي بدوره إلى تدهور بعض الأصول وعدم إمكانية إبرام عقود مشتقات للتحوط ضد احتمال استمرار هذا التدهور ومن هنا ينبغي تشخيص عناصر هذه المخاطر ومعرفة كيفية تفاعلها مع بعضها البعض حتى يمكن تقديرها وتحديد الأدوات التي يمكن استخدامها كوقاء منها.

2 - المخاطر الائتمانية : تنشأ هذه المخاطر عن عدم وفاء أحد طرفي العقد بالتزاماته التعاقدية المحددة في العقد المشتق وجدير بالذكر أن هذا النوع من المخاطر يُعدُّ أكثر انتشاراً في الأسواق غير المنظمة ، ويمكن مواجهة المخاطر الائتمانية لهذه المشتقات من خلال تقدير الجدارة الائتمانية للأطراف المقابلة والالتزام بسقوف معينة لهذه المخاطر.

3 - المخاطر التشغيلية أو التنظيمية : وهي المرتبطة بالخسائر الاقتصادية التي تتحملها المؤسسة نتيجة وجود ضعف تنظيمي في إدارة وتشغيل عقود المشتقات داخل المنشئة نفسها وذلك كما هو الحال في غياب التنسيق بين المسؤولين عن التعامل في أسواق المشتقات وبين المسؤولين عن التعامل في أسواق المشتقات وبين المسؤولين عن القيد والإثبات بالدفاتر المالية للمنشأة.

4 - المخاطر القانونية : وتنشأ عن عدم القدرة على تنفيذ عقود المشتقات نتيجة سوء توثيقها أو نتيجة عدم تمتع الطرف المقابل بالصلاحيات الضرورية للتعاقد والوضع القانوني غير الأكيد لبعض المعاملات وعدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة العسر والإفلاس وكذلك تؤدي التغييرات في البيئة القانونية إلى بعض المخاطر.

ب : المخاطر الخاصة : وهي المخاطر التي قد توجد في أدوات مالية أخرى إلا أنها أكثر تأثيراً على الأدوات المالية المشتقة ونجد من ضمنها.

1 - مخاطر الإرتباط : وهي أكثر أنواع المخاطر الخاصة بالأداة المالية المشتقة وتنتج من تغير قيمة الأداة المالية المشتقة بمعدل لا يتساوى مع معدل التغير في الأصل المالي الذي يتم حمايته وتزيد هذه المخاطر عندما يتم حماية أصل ما بأداة مشتقة مختلفة في النوع أو سوق التداول عن الأصل الذي يتم حمايته.

2 - مخاطر نسبة الحماية : وتعني نسبة الحماية قيمة العقود المستقبلية أو عقود المشتقات التي يتم إستخدامها للحماية مقارنة بقيمة الأصول التي يتم حمايتها ويتم حساب هذه النسبة عن طريق معرفة التغير في سعر الأصل مقارنة بمعدل التغير في العقد المشتق.

3 - مخاطر السيولة : وترجع إلى عدم القدرة على التخلص من العقد المشتق عند الحاجة إلى ذلك وبخاصة العقود التي لا يتم تداولها بصفة واسعة ، وغالبا ما يفرض الطرف الذي يقبل شراء العقد شروط و ضمانات كبيرة في هذه الحالة.

4 - مخاطر التسعير : يحتاج تسعير العقود المشتقة إلى خبرة كبيرة، ونماذج رياضية متقدمة وبخاصة في تسعير المشتقات المرتبطة بالسندات، ولم يتم التوصل بعد إلى نموذج رياضي كفيء لتسعير العقد المشتق بدون أخطاء.

5 - مخاطر الرفع المالي : حيث تتقلب الأرباح أو الخسائر المرتبطة بالتعامل في هذه الأدوات بدرجة أكبر من تقلب إيراداتها مما يؤدي إلى تحقيق خسائر كبيرة عند حدوث تغير طفيف في إيراداتها أو تكاليفها.

المبحث الثالث : التوريق التقليدي

المطلب الأول : مفهوم التوريق التقليدي

المطلب الثاني : أنواع وأساليب التوريق التقليدي

المطلب الثالث : مزايا ومخاطر التوريق التقليدي

المبحث الثالث : التوريق التقليديالمطلب الأول : مفهوم التوريق

يعني جعل الديون المؤجلة في ذمة الغير صكوكاً قابلة للتداول في سوق ثانوية ، وان الدائن يصير بالتوريق ذا سيولة ورقية بعد أن كان ذا دين مؤجل ، أي انه عملية تحويل طبيعة الورقة من تجارية الى مالية أي التحويل الى سند أذني أو كميالة أو صك ، فإذا كان زبون أحد المصارف مديناً فإن المصرف يستطيع تحويل حقه هذا الى مؤسسة مالية متخصصة بإصدار سندات طويلة الأجل ، لبيعها للمستثمرين كشركات التأمين وصناديق التقاعد التي تريد إستثمار طويل الأجل ، فتستخدم في سداد المقابل لما مترتب عليه من دين .

كما وينصرف التوريق إلى إنه أداة مالية تشير إلى قيام المؤسسة المالية بتجميع مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كإصول ، ووضعها في صورة دين واحد ، ثم عرضه على الجمهور من خلال مؤسسة متخصصة للاكتتاب في أوراق مالية تقيلاً للمخاطر وضماناً للتدفق المستمر للسيولة النقدية للمصرف ، وقد حصلت أول عملية توريق في الولايات المتحدة الأمريكية في عام 1970 ، مقتصرة على العقارات المرهونة وقروض السيارات والبطاقات

الإئتمانية ، ثم إتسعت لتشمل معظم التدفقات النقدية (إنظر جدول رقم

كـ

وعلى الرغم من ان توريق الموجودات قد يكون أسلوباً يتمتع بالكفاءة في مجال إعادة توزيع المخاطر الإئتمانية الى المصارف الأخرى والى المستثمرين غير المصرفيين ، فإن مخاوف لجنة بازل أخذت تتزايد فيما يخص استخدام المصارف لهذه الهياكل التي تهدف الى تقليل رأس المال المتناسب مع تعرضها لهذه المخاطر لذلك قامت بإعداد ورقة إستشارية تتضمن مجموعة المتطلبات التشغيلية والإفصاح والحد الأدنى لمتطلبات رأس المال ، لتحقيق درجة أعلى من التوافق الإقتصادي بين معالجة التوريق بحسب المدخل المستند للتصنيف الداخلي والأشكال الأخرى للتخفيف من المخاطرة الإئتمانية .

وان البيئة الملائمة للتوريق تتمثل في تطوير أسواق المال الأولية والثانوية للأدوات المالية الأساسية كسندات الخزينة ، التي من دونها لا يمكن تطوير أسواق الأوراق المالية أو تعزيز السيولة ، ففي غياب المعلومات حول منحى العائد لا يستطيع المستثمر إحتساب التوقعات المستقبلية لمعدلات الفائدة ، وبالتالي تحديد أسعار الأوراق المالية المختلفة ، وان عملية تطوير أسواق السندات والأوراق المالية تتوقف على رغبة الحكومات في ذلك ، وتلجأ بعض الدول النامية

التي تعاني من مديونية مرتفعة ، الى الإقتراض الكثيف الذي يؤدي إلى تقليص إقتراض القطاع الخاص وتقييد المنافسة ، ومن ثم عدم نمو هذه الأسواق وعدم فاعليتها مما يلحق الضرر بالمستثمر والمقترض على حد سواء في الأمد البعيد .

وإن أهم المعوقات أمام نجاح التوريق في الدول النامية هو غياب الإطار القانوني الذي يعالج الفصل القانوني للموجودات عن سائر أصول المؤسسة التي أنشأت هذه الموجودات ، وإمكانية إسترداد التجهيزات والمعدات في حالات التخلف عن الإيفاء بالدين دون الرجوع إلى المحاكم ، وكيفية إتمام عملية نقل الموجودات من إحلال دائن محل آخر أو التنازل عن الممتلكات لصالح الدائنين أو إستبدال سند دين بأخر ، فكل من هذه الوسائل تعريفه القانوني الخاص به وإلتزاماته القانونية المتعلقة به ، وإن توفير الحد الأدنى من الإفصاح يتيح للمستثمر تقييم عائد ومخاطر الإستثمار ويزود الجهات الرقابية بالمعلومات اللازمة ، فضلاً عن المساعدة في الحصول على تصنيف إئتماني عالي صادر عن مؤسسات دولية .

ووجود عدم إعطاء حوافز ضريبية متفاوتة لأشكال التمويل المختلفة ، حتى لا يصبح الحافز الضريبي المحرك الأساس لعمليات التوريق مع معالجة تأثير إزدواجية الضريبة وإختلاف السلطات القضائية على عمليات التوريق التي تجري في الأسواق

المالية العالمية ، للتخفيف من الأعباء التي ترتبها رسوم تسجيل ونقل الموجودات ورسم الإصدار وغيرها من الرسوم التي غالباً ما ترافق عملية التوريق ، ورفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها، عن طريق تحويل الأصول غير السائلة الى سائلة لإعادة توظيفها مرة اخرى، مما يساعد على توسيع حجم الأعمال للمؤسسات بدون الحاجة الى زيادة حقوق الملكية ، وإنحسار احتمالات تعرض المستثمرين للأخطار المالية وإنعاش سوق الديون الراكدة، وتخفيف المديونية لتحقيق معدلات أعلى لكفاية رأس المال ، كما وتتمثل أساليب التوريق بالنقاط التالية :-

1 - إستبدال الدين : ان تحقيق عملية التوريق من خلال هذا الإسلوب يسمح بإستبدال الحقوق والالتزامات الأصلية بأخرى جديدة ، غير انه يقتضي الحصول على موافقة جميع الأطراف ذات الصلة بالقرض على إمكانية تحويله كلياً أو جزئياً الى ورقة مالية .

2 - التنازل : ومؤداه التنازل عن الأصول لصالح الدائنين أو المقترضين ، ويشيع إستخدام هذا الإسلوب في توريق الذمم الناشئة عن بيع بعض الأصول أو إيجارها ، ففي عقدي الإيجار والبيع يتم الإستمرار في دفع الأقساط الى الممول الأصلي الذي يقوم بدوره إما بتحويلها الى مشتري الذمم المدينة أو تسديدها ضمن سلسلة من

الحوالات متفق عليها عند التعاقد على التوريد وبالمقابل يقوم بإسترداد المبلغ من المؤجرين .

3 - المشاركة الجزئية : يتضمن هذا الإسلوب بيع الذمم المدينة من قبل الدائن الأصلي إلى مصرف متخصص بشراء الذمم وتمويلها ، ولا يتحمل بائع الدين بعدها أي مسؤولية ، فيما لو عجز المدين عن التسديد ، لذلك يجب على مشتري الدين التأكد من أهلية المدين وجدارته الإئتمانية ، ويلاحظ أن هناك طرقاً عديدة لحماية هذا المشتري تتراوح بين حصوله على ضمانه عقارية وحقوق إدارة الدين كوصي عليها .

جدول رقم (6)

عمليات التوريق

2001	1991	1985	1970
عقارات مرهونة	عقارات مرهونة	عقارات مرهونة	عقارات مرهونة
قروض سيارات	قروض سيارات	قروض سيارات	
بطاقات إئتمانية	بطاقات إئتمانية	بطاقات إئتمانية	
إجارة	إجارة		
ذمم تجارية	ذمم تجارية		
سندات قبض تجارية	سندات قبض تجارية		
أوراق مالية مضمونة	أوراق مالية مضمونة		
عناية صحية			
قروض للطلاب			
نشاطات ترفيهية			

المطلب الثاني : أنواع التوريق التقليدي

يُصنف التوريق في نوعين أساسيين هما : -

1- تصنيف التوريق على وفق نوع الضمان وهي : -

أ - التوريق بضمان أصول ثابتة.

ب - التوريق بضمان متحصلات آجله .

2 - تصنيف التوريق على وفق طبيعته وهي : -

أ - إنتقال الإصول من خلال بيع حقيقي مقابل شهادات لنقل الملكية لإعادة بيعها ، وتوزيع التدفقات المالية على وفق حصص محددة ، وهنا تكون الأوراق المالية معبرا لتحقيق هذا الهدف.

ب - إنتقال الإصول بطريقة إدارة مديونية وإصدار أوراق مالية (سندات) تختلف فيما بينها على وفق درجة التصنيف وسرعة الدفع ، وإمكانية فصل مدفوعات الأصل عن الفائدة ، ويمكن تمويل صفقة التوريق بأحد بديلين : -

1 - القروض التجارية : يمكن توفير التمويل اللازم لشراء الاصول (الديون) التي يتم توريقها باللجوء إلى القروض التجارية ، مع مراعاة تزامن جدول السداد الخاص بالديون محل التوريق مع إلتزامات الدفع للمقرضين .

2 - إصدار سندات دين : تقوم المؤسسة بإصدار سندات بقيمة تعادل قيمة الديون ، إستنادا على ما يتوافر لهذه الديون من ضمانات ، وبحيث تستخدم حصيلة الاكتتاب في هذه السندات في شراء تلك الديون ، ويراعى أن تتوافق تواريخ استحقاق السندات وعوائدها مع تواريخ استحقاق أقساط الديون وفوائدها ، وان تكفى لسدادها عند حلول آجال استحقاقها .

المطلب الثالث : مزايا ومخاطر التوريق

أولاً : مزايا التوريق التقليدي :-

1 - الإقتراض من الأسواق العالمية : نظراً للتصنيف السيادي المتدني للدول النامية ، عمدت بعض المؤسسات المالية إلى توريق بعض موجوداتها لتحسين تصنيفها الإئتماني ، فقد إستطاع مصرف الإئتمان في البيرو من خلال توريق عائدات بطاقات الإئتمان لديه ، من الحصول على إئتمان AAA من وكالة ستاندرد اند بورز العالمية مقابل تصنيف سيادي للبيرو مقداره BB ، كما أتاح هذا النوع من العمليات من تأمين قروض سكنية لذوي الدخل المحدود في غياب قدرة الدولة على التمويل وإحجام المؤسسات المالية في ظل مخاطر مرتفعة من هذا النوع من القروض ، وان الحكومة التي تنتمي الى دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية

Organisation for Economic Co-operation and

Development ، واختصارها **OECD** والذي يتميز بتصنيف

إئتماني متدنٍ هو أرخص لتمويله من دين موجه إلى مقترض تجاري

ذي تصنيف إئتماني (AAA) (إنظر جدول رقم 2) الذي يوضح

درجات التصنيف، حيث يفترض في حالة هذا المقترض الإلتزام

بنسبة (8%) لكفاية رأس المال (إنظر جدول رقم 3) أوزان

المخاطرة بحسب أصناف مشكلات إضافية عند التطبيق فمن خلال

مراجعة رأس المال الرقابية المتطورة الموجودات ، وقد إستطاعت

بعض المصارف تجنب متطلبات رأس المال المحددة على وفق اتفاق

بازل ، وتتضمن تقنيات توريق الديون والمشتقات والمنتجات

والأدوات المالية المماثلة.

2 - المؤسسات الصغيرة والمتوسطة : على الرغم من مساهمة

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التنمية الإقتصادية وخلق فرص

عمل ، إلا أنها ما تزال تعاني من إمتناع المصارف عن إقراضها

للمخاطر الكبيرة المحيطة بها ، نتيجة لذلك ومن أجل دفع هذه

المصارف نحو تمويل المؤسسات الصغيرة وتخفيف كلفة الإقتراض ،

قامت بعض الدول بإنشاء مؤسسة تعني بضمان القروض الصغيرة ،

مما ساهم في إطلاق عمليات واسعة النطاق ، وفي قيام المصارف

بتمويل المؤسسات الصغيرة بعد تدني مخاطر التسليف المحيطة بها .

3 - تمويل الدين العام : إتجهت بعض الدول النامية ذات المديونية العالية والمفتقرة لمصادر تمويل من الأسواق العالمية الى توريق إيراداتها الخارجية ، حيث تم إيداع هذه التدفقات النقدية في حسابات في الخارج مما أزال مخاطر عدم الإيفاء بالدين وأدى الى تحسين التصنيف الائتماني ، فقد إستطاعت شركة Pemex للنفط والغاز (مؤسسة مكسيكية ذات ملكية عامة) ، من إصدار أوراق مالية مرتبطة بعائدات النفط مما اتاح لها الحصول على تصنيف دولي ممتاز مكنها من كلفة الدين بنسبة (3.5%) ، وانه على الرغم من الازمات المالية لبعض الدول التي قامت بتوريق إيراداتها الخارجية وتخلف بعضها عن الايفاء بديونها إلا انه لم تسجل أي حالة تخلف عن الايفاء بالدين المرتبط بعمليات التوريق هذه .

ب - مخاطر التوريق

- 1- **المخاطر الائتمانية :** بنيت أوزان المخاطر بالدرجة الأولى على قدر المخاطر الائتمانية المتوقعة، وتعرف بأنها الخسائر المالية الناتجة عن عدم قدرة الزبون على الوفاء بالتزاماته في المواعيد المقررة .
- 2- **مخاطر الدول أو مخاطر التحويل :** تعطى الأصول التي يكون المدين بها تابع للدول ذات المخاطر المتدنية وزن مخاطر صفر، في حين تعطى الاصول التي يكون المدين بها تابع للدول ذات المخاطر المرتفعة وزن مخاطر (100%) .

3 - مخاطر السوق : المخاطر المتعلقة بالإيرادات نتيجة التقلبات في أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأوراق المالية وأسعار السلع.

4 - مخاطر التشغيل : الناجمة عن الخسائر التي تنشأ عن عدم كفاءة أو فشل العمليات الداخلية والأفراد والنظم ، أو تنشأ نتيجة لأحداث خارجية .

5 - المخاطر القانونية : وتقع هذه المخاطر في حالة انتهاك القوانين والقواعد المقررة من قبل السلطات ، وقد تقع هذه المخاطر نتيجة الإخفاق في توفير السرية الواجبة في معاملات الزبائن .

6 - مخاطر الضمانات والكفالات (عدم الالتزام وعدم التحصيل أو التسديد) .

7- مخاطر السمعة : تنشأ هذه المخاطر في حال فشل المصرف في إرساء شبكة موثوقة وآمنة لتقديم الخدمات ، أو تقديم خدمات غير كفوءة .

ومما ورد أعلاه نستشف ان للتوريق مزايا كثيرة منها تنشيط السوق الأولية في بعض القطاعات الإقتصادية مثل العقارات والسيارات ، وتنشيط سوق المال من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة وتنويع المعروض فيها من منتجات مالية وتنشيط سوق تداول السندات ، كما أن التوريق أداة تساعد على الشفافية وتحسين بنية

المعلومات في السوق ، لأنه يتطلب العديد من الإجراءات ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض ، مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق ، فضلا عن توفير العملات الأجنبية فيما لو أمكن التعامل مع إحدى المؤسسات المهتمة بتحويلات العاملين في الخارج أو بطاقات الإنتمان أو غيرها .

جدول رقم (7)

درجات التصنيف

النوع	جودة عالية	درجة الإستثمار
نوع ممتاز- الأمان الأقصى - قدرة عالية للغاية	AAA	Aaa
للسداد	AA+	Aa1
تصنيف مرتفع - وتصنيف أمني وقدرة قوية	AA	Aa2
على الدفع	AA-	Aa3
	A+	A1
	A	A2
تصنيف متوسط أعلى ومن المحتمل أن يتأثر	A-	A3
السند	BB+	Ba1
	BB	Ba2
جودة منخفضة	BB -	Ba3
تصنيف منخفض محفوف بالمخاطر	B1
	...	B2
	...	B3
مخاطر أكبر من سداد الدين	CCC / CCC	Caa
	+	Ca
مضاربات وتخلف عن السداد	CC	C
مستوى ضعيف	C	D
تخلف عن الدفع	D	
مخاطر أكيدة		
أدنى مستوى		

((إنهيار الأسهم العالمية يرفع حجم الاستثمارات بالأسواق العربية))، مجلة اتحاد

المصارف العربية ، لبنان ، 2002 ، العدد 261 ، ص 49 .

مصادر الفصل الثاني

- 1 - د. أحمد محمد جشي ، ((التوريق : التحديات والفرص للمؤسسات المالية العربية)) ، مجلة إتحاد المصارف العربية ، لبنان ، 2002 ، العدد 263 .
- 2 - أثير عباس عبادي، الأزمات في الأسواق المالية وانعكاساتها في الاقتصادات العربية مع اشارة خاصة للاقتصاد العراقي، جامعة بغداد، كلية الادارة والاقتصاد، رسالة دكتوراه ، 2011 .
- 3 - د. أرشد فؤاد التميمي ، الاستثمار في الاوراق المالية ، الطبعة الأولى ، (الأردن ، دار المسيرة للنشر ، 2004) .
- 4 - آلاء عباس علي الخناق ، امكانية الحصول على اداء تسويقي فاعل ومتكامل الكترونيا مع ادوات المشتقات المالية ، جامعة بغداد ، المعهد العالي العالي للدراسات المحاسبية والمالية ، رسالة دبلوم .
- 5 - إلهام خزعل ناشور ، أسواق المشتقات ودورها في العولمة المالية ، جامعة البصرة ، الادارة والاقتصاد ، رسالة ماجستير ، 2006 .
- 6 - م.م.باقر كرجي حبيب الجبوري، الهندسة المالية الإسلامية، الطبعة الاولى، جامعة القادسية، الادارة والاقتصاد .
- 7 - بن اعمر بن حاسين ، فاعلية الاسواق المالية في الدولة النامية ، جامعة ابي بكر ، كلية الادارة والاقتصاد والتجارية والتيسير .
- 8 - توصيات اللجنة العربية للرقابة المصرفية ، قضايا ومواضيع في الرقابة المصرفية ، (الإمارات، صندوق النقد العربي، 2003).
- 9 - أ.د.جليل مدلول العارضي ، الإدارة المالية المتقدمة ، الطبعة الاولى ، (عمان ، دار صفاء للنشر والتوزيع ، 2012) .
- 10 - أ.حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، الطبعة الأولى، (مصر ، المكتبة الأكاديمية ، 2005) .

- 13 - حسين هادي حسين ، القياس والأفصاح عن الادوات المالية المشتقة في القوائم المالية ، جامعة بغداد ، الادارة والاقتصاد ، اطروحة دكتوراه ، 2007 .
- 15 - د. خالد وهيب الراوي ، ادارة المخاطر المالية ، الطبعة الاولى ، (الاردن ، دارة المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، 2009) .
- 17- ربيع بوصبيح العائش، دور الهندسة المالية خفض مخاطر المحافظ المالية ، www.bu.univ-ouargla.dzpbopae
- 19- د. سعيد عبد الخالق توريق الحقوق المالية www.anisaht.com
- 20 - د. شعبان صدام الامارة ، ((اسواق المشتقات ودورها في العولمة)) ، مجلة الاقصادي الخليجي ، 2010.
- 21 - عادل رزق ، ادارة الازمات المالية العالمية ، الطبعة الاولى ، (القاهرة ، مجموعة النيل العربية ، 2010) .
- 22 - عبد العظيم ابو زيد ، التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية ، مجلة الملك عبد العزيز ، الاقصاد الإسلامي ، مجلد 27 ، العدد 3 .
- 23 - د. فيصل محمد الشواورد ، الاستثمار في بورصة الاوراق المالية الأسس النظرية والعملية ، الطبعة الاولى ، (عمان ، دار وائل للنشر والتوزيع ، 2008) .
- 24 - محمد نجاته الله صديقي، المصارف الإسلامية: المبدأ والتصور والمستقبل، مجلة الإقتصاد الإسلامي، مركز أبحاث الإقتصاد الإسلامي ، جامعة الملك عبد العزيز ، متاح على موقع www
- 25 - محمد يوسف ياسين ، البورصة ، الطبعة الأولى ، (لبنان ، منشورات الحلبي الحقوقية ، 2004) .

- 26 - د. محمود محي الدين ، ((التوريق الابعاد الإقتصادية والمالية)) ، مجلة اتحاد المصارف العربية ، لبنان ، 2002 ، العدد 257 .
- 27 - د.مصطفى كامل خليل الحجازي ، المشتقات المالية وتداعيات الأزمة المالية العالمية ، جامعة المنصورة ، كلية الحقوق ، 2009 .
- 28 - د.مؤيد عبد الرحمن الدوري ، د.سعيد جمعة عقل ، إدارة المشتقات المالية ، الطبعة الأولى ، (اثناء للنشر والتوزيع ، 2012) .
- 29 - د.منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول، (مصر ، سلسلة الفكر الحديث في الهندسة المالية ، 2006) .
- 30 - د.مدلول العارضي ، الإدارة المالية المتقدمة ، الطبعة الأولى ، (عمان ، دار الصفاء للنشر ، 2013) .
- 33 - د.منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في ادارة المخاطر:الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني، (مصر، توزيع منشأة المعارف، 2003) .
- 34 - د.منير ابراهيم هندي ، ادارة الاسواق والمنشآت المالية ، الطبعة الاولى ، (مصر ، منشأة المصارف بالاسكندرية ، 2002) .
- 35 - منير إبراهيم هندي ، إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول، (مصر، سلسلة الفكر الحديث في الهندسة المالية، 2006) .
- 37 - م.نورين بومدين ، ((منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الاوراق المالية)) ، مجلة دراسات ادارية ، جامعة البصرة ، الادارة والاقتصاد ، 2013 ، المجلد الخامس ، العدد العاشر .
- 38 - د.هشام السعدني خليفة بدوي ، عقود المشتقات المالية ، الطبعة الأولى ، (مصر ، دار الفكر الجامعي ، 2011) .

الفصل الثالث

الفصل الثالث : الهندسة المالية الإسلامية

المبحث الأول : الهندسة المالية الإسلامية ، المفهوم ، الخصائص

المطلب الأول : مفهوم الهندسة المالية الإسلامية

المطلب الثاني : خصائص الهندسة المالية الإسلامية

المبحث الثاني : الهندسة المالية الإسلامية ، المشكلات ، والتحديات

المطلب الأول : مشكلات الهندسة المالية الإسلامية

المطلب الثاني : تحديات الهندسة المالية الإسلامية

المبحث الثالث : الهندسة المالية الإسلامية ، الاسس العامة ومناهج

التطوير

المطلب الأول : الأسس العامة للهندسة المالية الإسلامية

المطلب الثالث : مناهج واقتراحات تطوير الهندسة المالية الإسلامية

المبحث الأول : مفهوم وخصائص الهندسة المالية الإسلاميةالمطلب الأول : مفهوم الهندسة المالية الإسلامية

تعرف الهندسة المالية بأنها تحليل البيانات المحصلة من السوق المالية بطريقة علمية ، باستخدام الخوارزميات الرياضية أو النماذج المالية ، وتركز الهندسة المالية على تصميم وتطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة ، وتقديم حلول خلاقة ومبدعة للمشكلات المالية ، بهدف تخفيض التكاليف وزيادة العائد ، كما وتعرفها الجمعية الدولية للمهندسين الماليين بأنها التطوير والتطبيق المبتكر للنظرية المالية لإيجاد حلول للمشكلات المالية المعقدة ولإستغلال الفرص المالية ، كما وتعرف بأنها دراسة كيفية خلق وابتكار أدوات مالية وظيفية (سندات قابلة للتحويل ، توكيلات ، مقايضات)، وبذلك أن الهندسة المالية تتضمن ثلاثة أنواع من الأنشطة أولهما : ابتكار أدوات مالية جديدة مثل بطاقات الائتمان ، وثانيهما : ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف الإجرائية لأعمال قائمة ، مثل التبادل من خلال الشبكة العالمية ، وثالثهما : ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية ، مثل إدارة السيولة أو الديون ، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معيّنة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع ، وقد سعت الهندسة المالية إلى رسم سياسات مالية وابتكار منتجات وأدوات مالية جديدة وإستراتيجيات مالية مرنة تتفاعل

وتستفيد من التغيرات المستمرة في أسواق المال , والذي دفع هذا النمو هو المنافسة الموجودة في أسواق المال لمواجهة إحتياجات المستثمرين والمقترضين فالهندسة المالية تمثل وسيلة لتنفيذ الإبتكار المالي في صورة نظام أو مجموعة من الأفكار والمبادئ التي تستخدم من قبل المؤسسات المالية لتلبية إحتياجات المتعاملين معها ، وقد ساهمت الهندسة المالية في اداء العديد من الوظائف منها : -

1- إدارة الأصول والخصوم : تحظى إدارة الأصول والخصوم بأهمية كبرى في منشآت الأعمال , من أجل اختيار أفضل مزيج من الأصول كمحفظة الأصول،(النقدية، الأوراق المالية ، أوراق القبض،المخزون ،الأصول الثابتة) كذلك تنوع محفظة الخصوم علاوة على إدارة الهيكل التمويلي للمنشأة من خلال القروض قصيرة وطويلة الأجل ونسب رأس المال للإقراض .

2 - دعم إستراتيجيات التحوط وإدارة المخاطر حيث تسعى الهندسة المالية من خلال المشتقات المالية إلى دعم إستراتيجيات التحوط وإدارة المخاطر, حيث يعبر التحوط عن إدارة مخاطر الأسعار في إستخدامه العقود المستقبلية والعقود الآجلة وعقود الخيارات والمبادلات , أو ما يعرف بالمنتجات المالية الجديدة ومشتقاتها.

3 - أدى كبر حجم الأسواق المالية إلى إشتداد المنافسة بينها في إستغلال الفرص الاستثمارية القائمة والتخطيط لفرص استثمارية

قادمة من حيث تنظيم وإعادة هيكلة المنظومة المالية بالمنشآت على وفق التغيرات البيئية وتقييم الإحتياجات الرأسمالية والزيادة فى رأس المال ، وعلى ذلك فان فلسفة الهندسة المالية تركز على التحليل والقرارات الدورية الخاصة بأدوات المنتجات المالية والتبادل والتوافق المختلفة التى تحقق أعلى عائد بأقل المخاطر, فضلاً عن قيامها بإستمرار بمحاولة تعديل وتغيير الأدوات المالية من أجل تجنب المخاطر وزيادة العائد وتهدف الى تحقيق أعلى قيمة للشركة ، وذلك بهدف إعطاء أعلى قيمة للشركة بالتركيز على الإستثمارات المادية والمالية وأقل تكلفة تمويل وأدنى مخاطر محتملة ، وبهذا فإن الهندسة المالية تركز على إدارة بنود المركز المالي وإدارة المنتجات المالية الجديدة .

إلا أن البوادر الأولى للهندسة المالية الإسلامية بدأت من خلال إنشاء صندوق الحج في ماليزيا ثم تجربة باكستان في إنشاء مؤسسات مالية إسلامية ، ثم تجربة بيوت الادخار في مصر ، وقد استطاعت الهندسة المالية الإسلامية خلال مسيرتها منذ ذلك الوقت إلى يومنا هذا ، إثبات وجودها في العالم الاقصادي ولاسيما بعد الأزمة المالية العالمية ، وفقدان الثقة في النظام المالي التقليدي وتأكد العديد من الأطراف بأن الحل يكمن في البديل المالي الإسلامي ، وبما ان الهندسة المالية الإسلامية تمثل عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ للعمليات المالية المبتكرة وصياغة حلول إبداعية لمشكلات التمويل في

الإطار الشرعي ، وهذا يضاهي تعريف الهندسة المالية التقليدية ، إلا أنهما يختلفان في كون الهندسة المالية الإسلامية تخضع لأحكام الشريعة الإسلامية على خلاف التقليدية ، هذا وتشكل الهندسة المالية الإسلامية حاجة ملحة للتطوير والإبداع في المؤسسات المالية الإسلامية على المستوى المؤسسي والصناعي ، لأنها صناعة ناشئة مقارنة بالتقليدية وهي تحتاج إلى التطوير والابتكار لمنتجات مالية إسلامية أصيلة تحافظ على هويتها وتحميها من التقليد ، مما يساهم في تحقيق نمو يعكس إيجاباً على المؤسسات المالية والمصرفية ، لتمييز في تقديم منتجاتها المالية من خلال التحوط أو إدارة المخاطر ، وتوفير البدائل للمنتجات المالية وتجنب التقليد لمنتجات المصارف التقليدية ، والالتزام بالضوابط الشرعية ، والاستثمار الحقيقي وليس الوهمي وتعزيز المساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية مثل المشاركة والإجازات .

المطلب الثاني : خصائص الهندسة المالية الإسلامية

1 - الابتكار : تنوع في أدوات الهندسة المالية الإسلامية ، تنوعاً حقيقياً وليس وهمياً ، لأن لكل أداة صيغة تعاقدية وصفات تميزها عن غيرها ، سواءً تعلق الأمر بالمخاطر أم الضمانات أم التسعير وهذا ما يؤكد القيمة المضافة للابتكار .

2 - التشريع الإسلامي : الاعتماد على التشريع الإسلامي في تصميم المنتجات المالية ، والنأي عن الخلافات الفقهية التي لا تُسمن ولا تُغني من جوع ، والتأكيد على مبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر وليس مبدأ درء المخاطر وتحويلها لأطراف أخرى .

3 - التمويل : تُعدُّ إدارة السيولة الهدف الرئيس لعمل الهندسة المالية الإسلامية على عكس هدف التقليدية المتمثل باستحداث أدوات مالية لغرض التحوط والمضاربة والاستثمار ، فالأولى تسعى لجذب رؤوس الأموال المتوافرة لدى الذين لا يفضلون التعامل بالهندسة المالية التقليدية واستخدامها في عمليات التمويل بدل الاستثمار لأنها أقل مخاطرة .

4- الوعي والشفافية : وضوح الأدوات التي يتم ابتكارها ، لسد الثغرات التي يمكن أن ينفذ منها المضاربون باستخدام الطرق غير الشرعية ، مع الإشارة إلى أن انضباط قواعد الشريعة الإسلامية يشكل بهذا الخصوص صمام أمان بسبب المصادقية الشرعية للهندسة المالية الإسلامية ، إن تم الالتزام بها ، أي يجب أن تكون العقود خالية من الاستغلال ، وأن يكون لدى أطراف العقد رؤية واضحة حول ما يتضمنه العقد من شروط أو بنود ، وأن هدف الهندسة المالية تلبية الاحتياجات المختلفة لجميع المستثمرين ، فلا بد أن تكون

الحاجات التي يتطلبها السوق معروفة لمن يقوم بالابتكار للأدوات المالية .

5- الإمكانية والاستطاعة والالتزام : لحديث نبينا محمد صلى الله عليه وآله وصحبه وسلم : (لا تبع ما ليس عندك) ، ويشمل ذلك بيع المعدوم ، ولا بد من التزام الأطراف بأجل العقد ، وعدم استخدام شيء من الحيل اللغوية أو القانونية ، للتحايل على بند أو شرط مما اتفق عليه الطرفان في العقد .

6 - المشاركة في الأرباح أو الخسائر على أساس القواعد الشرعية المعمول بها في العقود ، ولا يجب استثمار الموارد النقدية للأوراق المالية الإسلامية في مشاريع تدر عوائد متفق عليها مقدما ، فمثل هذه العوائد ان تحققت لا تختلف عن الفوائد و إن سميت أرباحا

المبحث الثاني : الهندسة المالية الإسلامية ، المشكلات ، والتحديات

المطلب الأول : مشكلات الهندسة المالية الإسلامية

المطلب الثاني : تحديات الهندسة المالية الإسلامية

المبحث الثاني : الهندسة المالية الإسلامية ، المشكلات ، والتحديات**المطلب الأول : مشكلات الهندسة المالية الإسلامية :**

1 - البيئة الحاضنة : انطلقت أفكار المنتجات المالية الإسلامية من البيئة التقليدية ، وهذه البيئة نشأت قواعدها وأنظمتها العلمية بعيداً عن المنهج الإسلامي ، ما أدى إلى المشكلة الثانية .

2 - الهدف والغاية : لما كانت البيئة الحاضنة للمنتجات المالية الإسلامية هي البيئة التقليدية ، أدى ذلك إلى ظهور مشكلة في هدف وغاية المنتج الإسلامي ، فجاء مفرغاً من معناه ومقصده ، وان كان قد أخذ الصورة الشرعية في ظاهره ، وهذا ما أدى بدوره إلى المشكلة الثالثة .

3 - وسائل الابتكار : انعكست المشكلات أعلاه على وسائل ابتكارها وتطويرها ، فإقتصرت على الترقيع واللصق لمنتجات مالية تقليدية ، فلا تكاد ترى منتجاً مالياً تقليدياً إلا ومعه نسخته الإسلامية .

4 - مسؤولية تطوير المنتجات المالية الإسلامية : اكتفت الهندسة المالية الإسلامية بإدخال تعديلات على المنتجات المالية التقليدية لتتلائم مع الضوابط الشرعية فقط .

المطلب الثاني : تحديات الهندسة المالية الإسلامية

1 - الافتقار إلى الكفاءات : أن القوة العاملة غير المؤهلة ستعيق العمل المصرفي والمالي الإسلامي وتحد من إمكانية نمو المصارف من حيث المخاطر التشغيلية ، لذا لابد من تأهيلاً خاصاً وكفاءات إدارية مدربة تكون على خبرة ودراية تامة بطبيعة عمل المؤسسات المالية الإسلامية ، كما وتفتقر بعض المؤسسات المالية الإسلامية إلى الاهتمام بمفهوم الهندسة المالية الإسلامية ، حيث تعاني من غياب ثقافة الإبداع والتطوير ، فقد أثبتت التقارير السنوية لأكثر من عشر مؤسسة مالية إسلامية في منطقة الخليج العربي غياب شبه تام للمخصصات مالية ، لاسيما للبحث والتطوير للمنتجات المالية الإسلامية ، في الوقت الذي أنفقت فيه تسع مصارف أوروبية ما يزيد عن مليار دولار على البحث والتطوير .

3 - غياب حقوق الملكية لصاحب الفكرة المبتكرة : من البديهي أن تتحمل المؤسسات خلال عملية ابتكار منتج مالي جديد تكاليف ومخاطر عالية للتحقق من جدواه وبعد نجاح هذا المنتج المبتكر، ستقدم المؤسسات الأخرى إلى تطبيق هذه التجربة الجاهزة المضمونة والاستفادة من مزاياها ، من دون أن تحمل أي تكاليف أو مخاطر، وهذا ما يحد من تقدم المؤسسات المالية عن محاولة الإبداع والابتكار.

4 - ضعف التنسيق بين الهيئات الشرعية : بسبب تضارب الفتاوى بين الدول الإسلامية وحتى داخل البلد الواحد ، فنجد بعض المصارف تجيز التوريق والبعض الآخر لا يجيز التعامل به .

5 - الخطأ في تحديد الهدف من الهندسة المالية الإسلامية : تركز الهدف في تلبية احتياجات المسلمين فقط ، أضعف الهدف الجوهري المتمثل في خلق القيمة المضافة ، لذا لا بد من الجمع بين الوجهة الدينية والوجهة الاقتصادية لتلبية احتياجات المسلمين وغير المسلمين .

6 - المصادقية : تعتقد بعض الدول أن في صناعة التمويل الإسلامي قناة لتمويل الإرهاب وبيئة لغسيل الأموال ، فضلاً عن مشكلات قلة الخبرات والمهارات الإدارية والتي ستؤثر على مصداقيتها ، وهناك بعض الدول شرعت القوانين المضادة مثل قانون جاستا الأمريكي .

7 - المنافسة : وهي مميزات تنافسية تتفوق بها المؤسسات التقليدية على الإسلامية ، لما لديها من الخبرة الكبيرة والشبكات الأوسع والحجم الاقتصادي في السوق العالمي للمؤسسات المالية التقليدية .

8 - التسويق : من دون تثقيف وتعليم العملاء بمبادئ وآلية عمل التمويل الإسلامي ، سيبقى العملاء بعيداً عن المنتجات الإسلامية ، وسيكون إقبال المسلمين على المنتجات المالية الإسلامية ضعيفاً ، لذا يعدُّ تسويق هذه المنتجات تحدياً بالنسبة لنمو قاعدة عملاء المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية.

المبحث الثالث : الهندسة المالية الإسلامية ، الاسس العامة ومناهج

التطوير

المطلب الأول : الأسس العامة للهندسة المالية الإسلامية

المطلب الثالث : مناهج واقتراحات تطوير الهندسة المالية الإسلامية

المبحث الثالث : الهندسة المالية الإسلامية ، الاسس العامة ومناهجالتطويرالمطلب الأول : الأسس العامة للهندسة المالية الإسلامية

يمكن توضيح الأسس العامة للهندسة المالية الإسلامية بحسب

النقاط التالية : -

1 : تحريم الربا : الربا هنا يعني الزيادة على رأس المال من دون جهد يذكر فإن دقت أو جُلت فهي محرمة ، فقد ورد تحريم الربا في القرآن الكريم بقول الله تعالى : **{ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا الرِّبَا أَضْعَافًا مُضَاعَفَةً وَاتَّقُوا اللَّهَ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ ((130)) }** سورة آل عمران ، وقد تدرج التحريم حيث بدأ بالمقارنة بين مضار الربا وفوائد الزكاة ، وقال تعالى : **{ وَمَا آتَيْتُمْ مِّن رِّبَا لِّيَرْبُوَ فِي أَمْوَالِ النَّاسِ فَلَا يَرْبُو عِنْدَ اللَّهِ وَمَا آتَيْتُمْ مِّن زَكَاةٍ تُرِيدُونَ وَجْهَ اللَّهِ فَأُولَئِكَ هُمُ الْمُضْعِفُونَ ((39)) }** سورة الروم ، ثم أعلن الله الحرب على آكل الربا بقوله تعالى : **{ الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا^ط وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا^ب فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِّن رَّبِّهِ فَانْتَهَى فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ^ط وَمَنْ عَادَ فَأُولَئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ^ط هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ (275) يَمْحَقُ اللَّهُ الرِّبَا وَيُرْبِي الصَّدَقَاتِ^ط وَاللَّهُ لَا**

يُحِبُّ كُلَّ كَفَّارٍ أَثِيمٍ (276) إِنَّ الَّذِينَ آمَنُوا وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ وَأَقَامُوا الصَّلَاةَ وَآتَوُا الزَّكَاةَ لَهُمْ أَجْرُهُمْ عِنْدَ رَبِّهِمْ وَلَا خَوْفٌ عَلَيْهِمْ وَلَا هُمْ يَحْزَنُونَ (277) يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ (278) فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ ۗ وَإِن تُبْتِغُوا فَلَئِمَّ رُءُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلُمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ (279) وَإِن كَانَ ذُو عُسْرَةٍ فَنَظِرَةٌ إِلَىٰ مَيْسَرَةٍ ۗ وَأَن تَصَدَّقُوا خَيْرٌ لَّكُمْ ۗ إِن كُنْتُمْ تَعْلَمُونَ (280) وَاتَّقُوا يَوْمًا تُرْجَعُونَ فِيهِ إِلَى اللَّهِ ۗ ثُمَّ تُوَفَّىٰ كُلُّ نَفْسٍ مَّا كَسَبَتْ وَهُمْ لَا يُظْلَمُونَ (281) }} سورة البقرة ، وقوله تعالى : { { فَبِظُلْمٍ مِّنَ الَّذِينَ هَادُوا حَرَّمْنَا عَلَيْهِمْ طَيِّبَاتٍ أُحِلَّت لَّهُمْ وَبِصَدِّهِمْ عَن سَبِيلِ اللَّهِ كَثِيرًا (160) وَأَخَذَهُمُ الرِّبَا وَقَدْ نُهُوا عَنْهُ وَأَكْلَهُمْ أَمْوَالَ النَّاسِ بِالْبَاطِلِ ۗ وَأَعْتَدْنَا لِلْكَافِرِينَ مِنْهُمْ عَذَابًا أَلِيمًا (161) }} سورة النساء ، وقد حذر نبينا محمد صلى الله عليه وآله وصحبه وسلّم من الربا ، وهو محرم في جميع الأديان السماوية والحكمة من تحريمه أن فيه ضرراً عظيماً ، فهو يسبب العداوة بين الأفراد ، كما يؤدي إلى خلق طبقة مترفة لا تعمل شيئاً ، و الربا نوعان ربا النسيئة ، وهو الزيادة المشروطة التي يأخذها الدائن من المدين نظير التأجيل، و ربا الفضل الذي هو بيع النقود بالنقود أو الطعام بالطعام مع الزيادة.

2 : تحريم الغرر والميسر : والغرر بيع عنصر محتمل وجوده كبيع الطائر في الهواء أو السمك في الماء مثلاً ، كما ويحرم جميع

أنواع القمار ، وفي الجانب المالي ينطبق على احتمالات المقامرة بالسندات أو الأرصدة في عمليات مالية .

3 : حرية التعاقد : ويعني إطلاق الحرية للناس وبالشروط التي يشترطون ، فما لم تشتمل تلك العقود على أمر محرم بنص فإن الوفاء بها لازم ، والعاقدة مأخوذ بما تعهّد به ، وإن اشتملت العقود على أمر محرم فهي باطلة .

4 : التيسير ورفع الحرج : إذا صار الفرد في حالة لا يستطيع معها القيام بالعبادة على النحو المعتاد فإن الله سبحانه وتعالى يرخص له في أدائها بحسب إستطاعته ، وفي هذا رفع للمشقة عن العباد ، يقول الله تعالى : **{ لا يُكْفِ اللَّهُ نَفْسًا إِلَّا وُسْعَهَا (286) }** سورة البقرة ، ويقول الله تعالى : **{ وما جعل عليكم في الدين من حرج (78) }** ، سورة الحج ، فالله تعالى لم يفرض على المؤمنين من العبادات إلا ما وسعهم ، وفي مجال المعاملات حيث جعل الله سبحانه باب التعاقد مفتوحاً وجعل الأصل فيها من الاباحة ولم يضع من القيود إلا تلك التي تمنع الظلم أو تحرم أكل أموال الناس بالباطل .

5 : الاستحسان والاستصلاح : الاستحسان هو ما يستحسنه المجتهد بعلمه تبعاً للمصلحة العامة من غير أن يوجد نص يعارضه أو يثبتته، بل يرجع فيه إلى الأصل العام، وجريان المصالح التي يقرها الشرع وهو باب لحرية التعاقد ، أي أن يعدل المجتهد عن الحكم في مسألة ما ، لوجود دليل أقوى يقتضي العدول عن الدليل الأول المُثَبِّت لحكم هذه

النظائر ، أما المصالح المرسله أو الاستحسان الأخذ بكل أمر فيه مصلحة يتلقاها العقل بالقبول، ولا يشهد أصل خاص من الشريعة بالغائها أو اعتبارها.

المطلب الثاني : المناهج واقتراحات تطوير الهندسة المالية الإسلامية

1 - منهج المحاكاة : يعني أن يتم مسبقاً تحديد النتيجة المطلوبة من منتج صناعة الهندسة المالية الإسلامية ، وان لا تخرج عن النتيجة نفسها التي يحققها منتج صناعة الهندسة المالية التقليدية، بحيث أن الأسلوب المتبع في توليد الأوراق المالية قائم على المحاكاة والتقليد للمنتجات المالية التقليدية ، وبعد أن عرفنا بأن الهندسة المالية الإسلامية قائمة على المحاكاة والتقليد للمنتجات المالية التقليدية ، وعلى الرغم من مزاياها المتمثلة بالسهولة والسرعة في تطوير المنتجات ، ولا تتطلب الكثير من الجهد والوقت في البحث والتطوير، سوى تقليد المنتجات في السوق ، نرى بأن سلبياتها كثيرة وتتمثل في النقاط الآتية :-

أ - ضعف قناعة العملاء بالمنتجات الإسلامية متأتي من كونها مجرد بنود شكلية لا حقيقة لها ولا قيمة اقتصادية لها ، مما جعل التمويل الإسلامي محل شك ، لعدم تحقيقها لأي قيمة مضافة سوى تكلفتها العالية ، التي سيتحملها العميل ، لتكون المنتجات الإسلامية المقلدة في

النهاية أكثر كلفة من المنتجات التقليدية ، مع أنها تحقق في النهاية النتيجة نفسها .

ب - المنتجات المالية التقليدية تلائم الهندسة المالية التقليدية وتحاول معالجة مشاكلها ، وبالتالي فإن محاكاة هذه المنتجات سيولد ذات المشكلات ، بحيث تصبح الهندسة المالية الإسلامية في النهاية تعاني من نفس الأزمات التي تعاني منها الهندسة المالية التقليدية ، لأن أي منتج للهندسة المالية التقليدية هو جزء من منظومة متكاملة من الأدوات والمنتجات القائمة على فلسفة ورؤية راسخة ، فمحاولة محاكاة هذه المنظومة ، يجر الهندسة المالية الإسلامية لتقليد أدوات المنظومة وعناصرها كافة ، وهو ما يجعلها مهددة بان تفقد شخصيتها وتصبح تابعة بالجملة للهندسة المالية التقليدية ، وبذلك فأنها ستتعرض لكل الأزمات التي عانت منها التقليدية ، فبدلاً من أن يكون التمويل الإسلامي هو الحل للمشكلات الاقتصادية ستكون عبء جديد يضاف للأعباء السابقة .

2 : منهج الأصالة والابتكار : يتمثل في البحث عن الاحتياجات الحقيقية للعملاء والعمل على تصميم المنتجات التي تناسبها على وفق الضوابط الشرعية ، وهذا المنهج يتطلب دراسة هذه الاحتياجات ، والعمل على تطوير الأساليب التقنية اللازمة لها ، لضمان الكفاءة الاقتصادية للمنتجات المالية ، ووضع أسس واضحة لهندسة مالية

إسلامية مستقلة عن الهندسة المالية التقليدية ، وأن هذا المنهج أكثر كلفة من التقليد والمحاكاة ، لكنه أكثر جدوى وأكثر إنتاجية ، لأن التكلفة غالباً تكون عالية في بداية العمل ثم بعد ذلك تنخفض بالتدريج ، كما أن هذا المنهج يحافظ على أصالة المؤسسات المالية الإسلامية ، ويسمح لها بالاستفادة من المنتجات التقليدية ما دامت تفي بالغرض ، كما ويساعد على استكمال المنظومة المعرفية للصناعة المالية الإسلامية ، ولضمان نجاح هذين المنهجين في تطوير المنتجات المالية الإسلامية ينبغي تقوية البنية التحتية لها .

الفصل الرابع

الفصل الرابع : منتجات الهندسة المالية الإسلامية

المبحث الأول : الأوراق المالية الإسلامية (الصكوك الشرعية)

المطلب الأول : تعريف الصكوك الشرعية

المطلب الثاني : أنواع الصكوك الشرعية

المطلب الثالث : مزايا وسلبيات الصكوك الإسلامية

المبحث الثاني : المشتقات المالية الإسلامية

المطلب الأول : تعريف المشتقات المالية الإسلامية

المطلب الثاني : التكيف الشرعي لأنواع المشتقات المالية التقليدية

المطلب الثالث : آراء المؤيدين والمعارضين حول المشتقات المالية

المبحث الثالث : التوريق الإسلامي (التصكيك)

المطلب الأول : تعريف التوريق الإسلامي (التصكيك)

المطلب الثاني : طرق التوريق الإسلامي

المطلب الثالث : نقاط الإنتقاء والإختلاف بين التوريق في المؤسسات

المالية التقليدية والإسلامية

الفصل الرابع : منتجات الهندسة المالية الإسلامية

وتتمثل منتجات الهندسة المالية الإسلامية (الأدوات) في

النقاط التالية : -

المبحث الأول : الأوراق المالية الإسلامية (الصكوك الشرعية)**المطلب الأول : تعريف الصكوك الشرعية**

قدمت الهندسة المالية الإسلامية مجموعة من الأدوات التي تعتمد مبدأ إدارة السيولة بالمؤسسات المالية بعيداً عن علاقة الدائن بالمدين، وتُعدُّ الصكوك بدائل للسندات المعتمدة على الفائدة، وتُعرّف (بأنها وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في وحدات مشروع استثماري معين، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب واستخدامها في الغرض الذي أصدرت من أجله)، وعليه فهي أداة ملكية ولأصحابها نصيب في الأرباح، وإن صيغ التمويل الإسلامية قد لا تسد الحاجة كاملة بسهولة، وأنها بحاجة للمزيد من التطوير، بما يكسبها قدراً أكبر من المرونة، كما أنها لا تتيح المجال بقوة وإتساع لكل صاحب فائض مالي يريد توظيفه مهما كان حجمه، وفي الوقت ذاته لا تمنحه القدرة الكافية، وقد تحل فكرة الصناديق التمويلية بعض هذه المشكلات، ولكن الأمر ما يزال في حاجة إلى أسلوب أكفء لمواجهة هذه التحديات وهنا ظهرت صيغة الصكوك المالية لمواجهة هذه التحديات

، لأن الصكوك الإسلامية ليست بديلاً للصيغ السائدة ، وإنما أسلوب متطور للتعامل بها ، ويمكن الإشارة إلى أهمية هذه الصكوك بالتالي :

1 – يمكن اشتراك أكبر عدد ممكن من أصحاب الفوائض في تمويل المشاريع .

3 – يتيح لحامل الصك تداوله والتخلص منه بيسر وسهولة في ضوء بعض الضوابط .

4 – يتييسر للإدارة فكرة الموائمة الزمنية بين الاصول والمطلوبات .

5 – تيسر من حسن تخصيص الموارد وتنويعها بين القطاعات الاقتصادية.

6 – تُعدُّ تطويراً لإسلوب السندات الربوية السائدة كما إنها تُعدُّ مكملاً لإسلوب الأسهم .

المطلب الثاني : أنواع الصكوك الشرعية :

أ – صكوك المقارضة (المضاربة) : إتفاق بين طرفين يشترك الأول برأس المال ويشترك الثاني بالعمل ، وتوزع الأرباح بحسب الاتفاق بينهما ، وهي بذلك تختلف عن الربا لأن العائد غير محدد سلفاً كنسبة من رأس المال وإنما نسبة من الأرباح ، وبالتالي فهي متغيرة وقد لا تتحقق ، كما أنها قابلة للتداول لأنها تمثل محلاً لأصل يعمل في نشاط معلوم وتطبق عند التداول الأحكام التالية : -

- إذا صار مال المقارضة بعد الاكتتاب ما يزال نقوداً ، فإن تداول الصكوك يُعدُّ مبادلة نقد بنقد تطبق عليه أحكام الصرف .

- إذا صار مال المقارضة ديوناً يطبق على الصكوك أحكام التعامل بالديون .

- إذا صار مال المقارضة موجودات بين النقود والمنافع، فيجوز تداول الصكوك على وفق السعر المتفق عليه .

ب - صكوك المشاركة : لا تختلف عن صكوك المقارضة ، إلا في تنظيم العلاقة بين جهة الإصدار الراعية للصكوك وحملة الصكوك ، ومن تطبيقات صكوك المشاركة أن تشترك فيها الدولة أو شركة مساهمة ومالكي الصكوك من طرف آخر ، لتمويل شراء عقارات مثلاً ، تديرها جهة متخصصة وذلك بهدف تحقيق عائد يتم توزيعه على المالكين بمقدار ما يملكه كل منهم .

ج - صكوك المرابحة : يبيع السلعة بسعر يغطي التكاليف زائد هامش ربح يتفق عليه البائع والمشتري ، وان إمكانية استصدار صكوك المرابحة ممكناً فقط في حالة السوق الأولية ، بينما تداولها في السوق الثانوية يعدُّ مخالفة للشريعة ، لأن بيع المرابحة قد يكون مؤجلاً وبالتالي فإنه يعد ديناً وبيع الدين لا يجوز شرعاً .

د - صكوك الإجارة : صكوك متساوية القيمة تمثل أعيان معمرة أو ملكية خدمات مستقبلية ، وتعد أقل خطورة عند مقارنتها ببقية أدوات الملكية الأخرى ، كالأسهم مثلا ذلك انه يمكن التنبؤ بعوائد الورقة المالية محل الإجارة ، وذلك لسهولة معرفة إيرادات ومصروفات العين المؤجرة ، وعلى هذا تتعدد أنواع صكوك الإجارة بحسب العين المؤجرة ، فيمكن أن تكون مثلا في مجال صناعة الطائرات ، العقارات السكنية ، المصانع ، أنواع المنقولات المختلفة وغيرها .

هـ - صكوك السلم وصكوك الاستصناع : تعني صكوك السلم بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل ، والسلعة معجلة التسليم هي من قبيل الديون العينية لأنها موصوفة تثبت في الذمة لا تزال في ذمة البائع ، لذلك تعد هذه الصكوك غير قابلة التداول ، وهي من قبيل الاستثمارات المحتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق ، أما صكوك الاستصناع فهي في حقيقتها كصكوك السلم ، إذ تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل ، والسلعة هي من قبيل الديون العينية لأنها موصوفة تثبت في الذمة ، إلا انه يجوز تأجيل ثمنها ، والمبيع في الحالتين لا يزال في ذمة الصانع أو البائع بالسلم ، لذلك تعدُّ هذه الصكوك غير قابلة للبيع .

و : صناديق الإستثمار

هي عبارة عن تجميع مدخرات الأفراد في صندوق تديره شركة ذات خبرة استثمارية ، لقاء عمولة معينة وهي بمثابة أدوات استثمارية توفر للأشخاص الذين لا يمتلكون القدرة ، على إدارة استثماراتهم بصورة مباشرة للمشاركة في الأسواق العالمية والمحلية ، ولتكوين محافظ استثمارية متنوعة ، وتعدّ صناديق الاستثمار من الأساليب الحديثة للاستثمار الإسلامي والتي تقوم فكرتها على عقد المضاربة ، وإدارتها عن طريق مدير الاستثمار ويتم استثمار هذه الأموال في عدة أشكال مثل (الأسهم ، السندات ، أدوات سوق النقد أو العقارات أو المعادن النفيسة) .

ومما ورد نجد ان صناديق الاستثمار تلائم المستثمر الذي لا تتوفر لديه الخبرة الكافية أو الوقت لمتابعة استثماراته ، حيث تتوفر لدى مدير الإستثمار الخبرات اللازمة لتحقيق أقصى فائدة ممكنة على استثمارات الصندوق ، فضلاً عن أن المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في الصندوق تعدّ أقل من تلك التي تواجه من يستثمر أمواله في السوق مباشرة ، حيث أن ضخامة عدد الأسهم والسندات التي تحتفظ بها الصناديق تخفف من الأثار التي قد يخلفها تراجع أي من هذه الأدوات على الأداء الكلي للصندوق .

المطلب الثالث : مزايا وسلبيات الصكوك الإسلامية :**أولاً : مزايا الصكوك الإسلامية :**

1 - تقدم فرصة لأصحاب الفوائض المالية لاستثمار أموالهم ، الراغبين في الوقت نفسه أن يستردوا أموالهم بسهولة عندما يحتاجون إليها ، لأن هذه الصكوك تتوافر لها سوق ثانوية تباع وتشتري فيها ، فكلما احتاج المستثمر إلى أمواله ، جاز له أن يبيع ما يملكه من صكوك ، ويحصل على ثمنها الذي يمثل الأصل والربح جميعاً ، وإتاحة الفرصة أمام المصارف المركزية لاستخدام الصكوك الإسلامية ضمن أطر السياسة النقدية وعلى وفق المنظور الإسلامي بما يساهم في امتصاص السيولة ، وخفض معدلات التضخم ، وإتاحة الفرصة أمام المؤسسات المالية الإسلامية لإستثمار السيولة الفائضة لديها.

2 - تساعد الصكوك الإسلامية في تحسين ربحية المؤسسات المالية ، لأن عمليات إصدارها تُعدُّ خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها ، كما أنها أداة تساعد على الشفافية وتحسين بنية المعلومات في السوق المالية لأنه يتطلب العديد من الإجراءات ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض مما يوفر المزيد من المعلومات .

3 - المساهمة في تعبئة رأس المال لتمويل المشاريع الاستثمارية من المستثمرين : تساهم في الحصول على السيولة لتمويل إنشاء مشروع استثماري أو لتوسيع قاعدة المشاريع القائمة وتطويرها ، وهو الإجراء الذي يتم بموجبه تحويل الأصول المالية للحكومات والشركات إلى وحدات تتمثل في الصكوك الإسلامية ، ومن ثم عرضها في السوق لجذب المدخرات لتمويل المشاريع الاستثمارية طويلة الأجل ، خلال طرح صكوك التمويل الإسلامية في أسواق المال لتكون حصيلة الاكتتاب فيها رأس مال المشروع .

4 - تعمل الصكوك الإسلامية على تحسين القدرة الائتمانية للمؤسسات المصدرة للصكوك من حيث أنها تتطلب التصنيف الائتماني للمحفظة بصورة مستقلة عن المؤسسة ذاتها ومن ثم يكون تصنيفها الائتماني مرتفعاً ، وإن كثيراً من المؤسسات الكبيرة تكون قد استوفت حدها الائتماني لدى كثير من المصارف المحلية والإقليمية ، مما يجعل مهمة الحصول على التمويل من الصعوبة بمكان ، وعليه فإن حصول الشركة على تمويل عبر الصكوك يفتح لها أبواباً ائتمانية جديدة .

ثانياً : سلبيات الصكوك الإسلامية

1 - تضافرت الأسباب المتمثلة بمحدودية عدد الصكوك الإسلامية ، ورغبة مقتنيها في الاحتفاظ بها لتدر عائداً مضموناً ، وعدم وجود

بديل لها في السوق المالية ، إلى عدم وجود سوق ثانوية ثابتة لهذه الصكوك ، ما جعل تداول هذه الصكوك بين مجموعة قليلة من المؤسسات المالية والأفراد .

2 - من ضمن المخاطر الخاصة التي تقع على عاتق المؤسسة التي تصدر الصكوك الإسلامية هي مخاطر الائتمان المتمثلة بعدم كفاءة العميل أو عدم قدرته على السداد ، ومخاطر السوق سواء أكانت أسواق الأصول الحقيقية، أو الأسواق المالية والتي تتكون بدورها من أسواق النقد ، وأسواق رأس المال بسوقها سوق الإصدار وسوق التداول ، ومخاطر سوق الأصول الحقيقية مرتبطة بطبيعة الصكوك الإسلامية من حيث كونها تمثل حصة شائعة في ملكية أصول ، ونظرا لأن الأصول الحقيقية من سلع وخدمات تباع في الأسواق ، فإنها قد تتعرض للنقص في قيمتها بفعل عوامل العرض والطلب ، والمخاطر الناجمة عن التغيرات في أسعار الفائدة في السوق المالية ، كلما ارتفعت مستويات أسعار الفائدة ، انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة والعكس صحيح ، ومخاطر سعر الصرف وتنشأ في سوق النقد نتيجة لتقلبات سعر صرف العملات في المعاملات الآجلة ، ومخاطر أسعار الأوراق المالية وتنشأ نتيجة لتقلبات أسعار الأوراق المالية في أسواق رأس المال سواء كانت هذه التقلبات بفعل عوامل حقيقية ، أو عوامل مصطنعة كالإشاعات

والاحتكار والمقامرة والبيع والشراء الصوري ، وهو ما يؤثر على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية.

3 - مخاطر التضخم وتنشأ نتيجة لانخفاض القوة الشرائية للنقود بارتفاع الأسعار، وهو ما يعني تعرض الأموال المستثمرة لانخفاض في قيمتها الحقيقية، والصكوك الإسلامية باعتبارها ذات عائد متغير، وذات مكونات من نقود وديون وأعيان ومنافع فإن تأثرها بالتضخم يرتبط طردياً بزيادة مكوناتها من النقود والديون.

4 - مخاطر التشغيل الناجمة عن أخطاء بشرية ، وتندرج هذه المخاطر تحت المخاطر العامة إذا كانت بفعل عوامل خارجية كالحوادث الطبيعية، كهلاك الزرع في استثمارات صكوك المزارعة أو هلاك الأصل المؤجر في استثمارات صكوك الإجارة ، وتندرج تحت المخاطر الخاصة إذا كانت بفعل عوامل داخلية كعدم كفاية التجهيزات أو وسائل التقنية أو الموارد البشرية المؤهلة ، فضلاً عن ضعف الرقابة الشرعية مما يؤثر سلباً في ثقة المتعاملين وسمعة المؤسسة لديهم .

المبحث الثاني : المشتقات المالية الإسلاميةالمطلب الأول : تعريف المشتقات المالية الإسلامية

تُعرّف المشتقات المالية بأنها عقود فرعية ثانوية تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية ، لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية ، تشتق قيمتها من أصل نقدي كالأصول الحقيقية (كالأسهم والسندات والعملات والذهب والسلع والمباني الخ) ، وتتم معرفتها من خلال نوعين من الأسواق **أولاهما** : الأسواق المنظمة التي يكون لها مكان محدد تتم فيه الصفقات ويدعى بالبورصة ، **وثانيهما** : الأسواق غير المنظمة والتي لا يكون لها مكان محدد لتنفيذ الصفقات ويتألف من التجار وبيوت للسمسرة مباشر البيع والشراء في مقر عملها،ويمكن شراؤها وبيعها وتداولها بطريقة مماثلة للأسهم ، فهي عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية، حيث أصبح بوسع المستثمر التعامل مع الصور الجديدة للأدوات المالية والتي تضم مجموعة واسعة من العقود المالية التي تتنوع وفق طبيعتها ومخاطرها وأجالها ، ولعقود المشتقات أهمية إقتصادية تتمثل في تقديم خدمة التغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية ، كما تتيح الفرصة لتخطيط التدفقات النقدية وإتاحة فرص إستثمار جديدة للمضاربين ، إلى جانب كونها أداة للتنبؤ بالأسعار في السوق الحاضرة في تواريخ لاحقة وأنها وسيلة لإستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر

وتنشيط التعامل على الاصول محل التعاقد ، وسرعة في تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية لمرونتها وسيولتها المتميزة .

كما تعني المشتقات تصميم وابتكار الأدوات المالية وتطوير القائم منها ، وانها ليست ذات قيمة سوقية في الأصل ، ولكن عمد إلى ما هو ذو قيمة سوقية ، فاشتقت منه أشياء صيّر إلى بيعها وتداولها فكان لها قيمة ، والذي يميزها انها ليست جزءاً مما اشتقت منه على نحو مشتقات المعادن مثلا ، بل هي التزامات ينشأها المتعاقدان على أشياء لها قيمة كالسلع ، كما عرفتها المجموعة الاستشارية لنظم المحاسبة القومية بأنها : أدوات مالية ترتبط بأداة معينة أو مؤشر أو سلعة والتي من خلالها يمكن بيع وشراء المخاطر المالية في الأسواق المالية ، ويمكن تقسيم الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية إلى مجموعتين : الأولى تتضمن أوراق مالية أساسية والثانية أوراق مالية مشتقة ، فالأولى تتضمن الأوراق المالية المتعارف عليها مثل السندات والأسهم العادية والممتازة ، والتي تمثل ركائز أسواق رأس المال الحاضر التي تتضمنها الصفقة وسداد قيمتها خلال مدة قليلة ، يتم في أثناءها اتخاذ الإجراءات اللازمة لنقل الملكية ، والثانية أوراق مالية تشتق أو تتوقف قيمتها على القيمة السوقية لأصل آخر يتداول في سوق حاضر ، أما أدوات الهندسة المالية الجديدة فقد تمثلت بخلق بعض الأدوات المالية المركبة التي تسمح للمستثمرين بالحصول على عائد مرتفع يفوق عائد الأصول التي نسميها الأصول التقليدية العينية

، وهكذا ظهرت خلال السنوات الأخيرة من القرن العشرين عدد من الأدوات المالية وأدوات الاستثمار المعقدة بشكل لم يسبق له مثيل ، مثل أدوات التحوط والمنتجات المركبة ، ومقايضة الديون التي تخلف أصحابها عن السداد .

ويمكن للهندسة المالية التقليدية أن تتكيف مع أدوات التصاميم المالية الجديدة في الأسواق ، فعندما يتعلق الأمر بالتمويل الإسلامي، يمكن للهندسة المالية أن تحرز مكاسب خاصة يمكن وصفها بأنها تصاميم وابتكارات لا تخل بالشروط التي يحددها القانون الإسلامي ، فعلى الرغم من أهميتها في تنمية القطاع المالي ، لا تزال المشتقات المالية غير مشروعة في التمويل الإسلامي ، لوجود فجوة كبيرة بين المشتقات التقليدية وطريقة التداولات المالية الإسلامية ، كما أن كلا من هذين الطرفين لديه أساليب مختلفة في قضايا هامة مثل الفائدة والأرباح المالية المتداولة ، وقد سلطت الأزمة المالية العالمية الضوء على المشتقات ، فقد حفظت قواعد الشريعة ، المؤسسات المالية الإسلامية من الأزمة المالية التي اجتاحت العالم ، ونظرا لعدم وجود أدوات كافية للحماية ضد التقلبات في أسعار العملات ، وأسعار الفائدة والسلع الأساسية ، أثارت قدرة المؤسسات المالية الإسلامية من أجل البقاء الشكوك تحت تهديد الاضطرابات المالية في المستقبل ، لذا تكافح المصارف الإسلامية من أجل تطوير أدوات تحوط فيما يتعلق

في استخدام الهندسة المالية بسبب الإختلافات الفقهية ، وفي هذا الإطار انقسم الرأي الإسلامي حول المشتقات المالية إلى التالي :

1 - الفقه المحافظ : يرفض استخدام المشتقات المالية بسبب عدم مطابقتها لضوابط الشريعة الإسلامية وتسببها في الاختلالات في أسواق المال .

2 - الرأي الاصطلاحي : يرى انه يمكن من خلال استخدام الهندسة المالية الإسلامية إيجاد بدائل للمشتقات المالية تحقق نفس مزايا المشتقات المالية التقليدية وتكون متوافقة مع ضوابط الشريعة الإسلامية.

ان إختلاف الرأي الفقهي حول المشتقات المالية يعود أساساً إلى تباين التفسيرات الفردية للعقود والأدوات المباحة واختلاط في المعلومات حول تقنيات المشتقات وهيكلتها ، لذا يستدعي المحافظة على أصالة المؤسسات المالية الإسلامية وضمان معاصرتها وتنافسها بخاصة ، الأخذ بالابتكارات الجديدة أو إيجاد البدائل التي تحقق نفس المزايا لتلك التي تحققها الأدوات التقليدية وفي نفس الوقت تحقق المصدقية الشرعية ، لهذا يجب أن نعرف إن استخدام المشتقات المالية تحت تقنين إسلامي يمكن أن يجعلنا نستفيد من المزايا العديدة لهذه الأدوات ، ومنها قدرة المشتقات على تحويل الخطر وبالتالي تحقيق الاستقرار ، كما يمكن لها أن تحسن إدارة السيولة وزيادتها

بتكلفة منخفضة والاستفادة من فرص استثمار الأموال الإسلامية ومن فرص التمويل المتاحة في سوق رأس المال العالمي ، ولتطوير مشتقات مالية إسلامية يجب أن تتوافر فيه الشروط التالية : -

1 - يجب أن تكون المشتقات متوافقة مع الشريعة الإسلامية وأن تكون قابلة للتداول في أسواق المال الدولية .

2 - يجب أن تحقق المنافع للمشتقات المالية التقليدية .

المطلب الثاني : التكيف الشرعي لأنواع المشتقات المالية التقليدية

يتمثل التكيف الشرعي للمشتقات المالية التقليدية في إطار

الهندسة المالية الإسلامية في النقاط التالية : -

أولاً : عقود الخيارات : عقود تعطي لمالكها الحق وليس الالتزام بالبيع أو الشراء وهي محددة بتاريخ مسبق ومن أهم أنواعها خيار الطلب أو الشراء ، وخيار العرض أو البيع ، وتعد عقود الخيار محرمة شرعاً لما يلي : -

1- حق الاختيار حالاً أو لاحقاً متعلقاً بمال فلا يجوز بيعه .

2- ما يتضمنه بيع عقد الاختيار من أكل المال بالباطل ، فيما إذا لم ينتهياً لمشتريه استخدمه بسبب عدم تغير الأسعار في صالحه .

3- التعامل في عقود الاختيار قائم على الغرر .

4- التعامل قائم على القمار والميسر بالنسبة لمشتري عقد الخيار وبأبعه على السواء ، في الحالات التي تنتهي بالتسوية النقدية بين الطرفين .

5- عقد الخيار يدخل في بيع الإنسان ما لا يملك إذا كان محرر الاختيار.

ومن خلال الاستقراء يمكن أن يندرج عقد الخيار تحت تكييف فقهي بعيد عن الخلاف يتمثل في أن عقد خيار الشراء هو بيع العربون وعقد خيار البيع هو التزام أو ضمان أو كفالة وبحسب التالي : -

أ - عقد خيار الشراء هو بيع العربون : خيار الشراء هو أشبه ببيع العربون وبيع العربون جائز ، ومثاله أن يشتري الفرد السلعة فيدفع جزء من ثمنها ، ويقول للبائع إذا لم اشتر منك غداً فالمبلغ المدفوع لك ، ويعد هذا العقد ملزماً في حق البائع أي انه لا يستطيع أن يمتنع من تنفيذه ، أما المشتري فهو بالخيار خلال المدة المتفق عليها ، وان هذا الرأي ينسجم مع تحقيق المقاصد الشرعية المتمثلة في دفع الضرر والحرص والمشقة ، ففي تحريم العربون تضيق على الناس ومصالحهم ، وتفويت الفرص على البائع أو المؤجر لتقلبات الأسعار وتدهورها ، وقياساً على حكم بيع العربون يمكن القول بجواز عقود الخيار للشراء إذا سلمت من المخالفات الشرعية الأخرى .

ب - عقد خيار البيع هو التزام أو ضمان أو كفالة : يجوز اخذ الأجرة على الضمان أو الكفالة ، ويتحقق من خلالها مكاسب لطرفي المعاملة ، وقياساً على الحكم يمكن القول بجواز عقود خيار البيع إذا سلمت من المخالفات الشرعية ، فصاحب الأوراق المالية الذي يدفع العمولة مقابل ان يكون له الحق في البيع ، يقوم بحماية ممتلكاته من الأوراق المالية ، بشراء إلتزام من الطرف الآخر بضمان هذه الأوراق بشرائها إذا رغب الطرف الأول ، وعليه يتمثل التكييف الشرعي التالي بإمكانية قياس حكم عقود خيار الشراء على حكم العربون وحكم خيار البيع على حكم الإلتزام أو الكفالة أو الضمان ، وهذا ينسجم مع تحقيق المقاصد الشرعية المتمثلة في دفع الضرر .

ثانياً : العقود الآجلة : اتفاق بين طرفين لتسليم أصل محدد في الأجل وبسعر محدد يسمى سعر التنفيذ ، وتعدُّ المعاملات الآجلة محرمة شرعاً وذلك بحسب التالي : -

- 1 - لما فيها من اشتراط تأجيل تسليم البيع كالأسهم وهو محرم شرعاً.
- 2 - تأجيل الثمن والمثمن وهو بيع الدين بالدين وهو محرم شرعاً .
- 3 - ان غالب التعاملات الآجلة تجري على المكشوف وهو يدخل في بيع الإنسان ما ليس عنده .

هذا ونجد ان من أوجه التكييف الشرعي للعقود الآجلة تتمثل في عقود السلم ، فإذا كانت السلعة مباحة وكانت العقود التي تمثلها أو الأسهم المتداولة تمثل مؤسسات مشروعة فان العقود الآجلة والمستقبليات في هذه الحالة هي أشبه ما تكون بعقود السلم الجائزة شرعاً ، وهناك تشابه كبير بين عقد السلم والعقود الآجلة حيث يوجد عقد بيع يتفق فيه الطرفان على التعاقد على البيع بثمن معلوم بتأجيل فيه تسليم السلعة الموصوفة بالذمة إلى أجل معلوم ، ومع ذلك فأنها تختلف عن عقد السلم في عدة أمور منها : -

- 1 - رأس المال في العقود الآجلة والمستقبليات لا يدفع معجلاً بل يقتصر على دفع نسبة منه فكأن البديلين فيه مؤجلان .
- 2 - انه لا غرض للبائع والمشتري بالسلعة وإنما غرضهما تحقيق الربح .

ثالثاً : العقود المستقبلية : عقود يتم فيها الإتفاق على الأصل وسعره وكميته عند إبرام العقد ، على أن يتم التسليم ودفع الثمن في المستقبل ، فالعقد المستقبلي عقد على أصل موصوف في الذمة مؤجل بثمن مؤجل ، وتنقسم العقود المستقبلية إلى العقود المستقبلية على السلع وعلى الأوراق المالية وعلى المؤشرات وفيما يلي الحكم الفقهي لكل منها : -

- 1 - **العقود المستقبلية للسلع :** لا يجوز إبرامها وذلك لما يلي : -

- تأجيل الثمن والمثمن وهذا لا يجوز .
- ربا النسئئة وذلك في حالة العقود المستقبلية على الذهب والفضة .
- 2- العقود المستقبلية على الأوراق المالية :** وفيها العقود المستقبلية على الأسهم وعلى الأوراق المالية ذات الدخل الثابت وكلاهما محرم للأدلة التالية : -
- أ - العقود المستقبلية على الأسهم :** لا يجوز إبرام العقود المستقبلية على الأسهم وذلك بحسب الأدلة الشرعية التالية : -
- تأجيل تسليم الأسهم أي تأجيل المبيع المحدد وهو غير جائز شرعاً.
- يتم تأجيل الثمن والمثمن وهو لا يجوز لأنه من بيع الدين بالدين.
- لا يملك البائع في الغالب الأسهم التي أبرم عليها عقداً مستقبلياً فيكون بائعاً لما هو مملوكاً لغيره .
- 3 - العقود المستقبلية على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت :** وتعرف أيضاً بالعقود المستقبلية على أسعار الفائدة وحكمها الفقهي هو التحريم وذلك لما يلي : -
- أ - في ذلك بيع الدين لغير ما هو عليه بثمن مؤجل ، وهو غير جائز لما فيه من بيع الدين بالدين المنهي عنه .

ب – الدين الذي تمثله هذه الأوراق من النقود وإذا بيعت بنقود كما كان ذلك صرفاً لم تتوافر فيه شروطه فكان حراماً .

4- العقود المستقبلية على العملات : محرمة شرعاً بحسب التالي : -

أ – يتم تأجيل تسليم الثمن والمثمن وهذا لا يجوز لأنه من بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه .

ب – ما في هذه العقود من ربا وهو ربا النسيئة .

ج – ما في هذه العقود من قمار إذا كانت تنتهي بالتسوية النقدية والمحاسبية على فروق الأسعار دون أن يكون التسليم والتسلم منوياً للمتعاقدين .

ونجد ان من أوجه التكييف لعقود المستقبليات اعتبارها في إطار عقد الإستصناع ، وهو عقد مع صانع على صنع سلعة معينة في الذمة ، كعمل مكتب أو مقاعد الخ ، وتكون العين المصنوعة ومادتها الأولية من الصانع ويكون هذا المعقود عليه هو العمل فقط ، لأن الإستصناع طلب الصنع وهو العمل فإذا كانت المادة الأولية ، كالأخشاب مثلاً من المستصنع لا من الصانع فأن العقد يكون إجارة لا استصناعاً .

المطلب الثالث : آراء المؤيدين والمعارضين حول المشتقات المالية**1 : آراء المؤيدين للمشتقات المالية**

تُعدُّ المشتقات المالية أداة هامة للتحوط تستخدم لنقل المخاطر من المؤسسات التي لا ترغب بتحمل المخاطر إلى المؤسسات القادرة على تحملها ، كالمؤسسات المالية وبيوت السمسة دون أن يترافق ذلك بنقل ملكية الأصل ، وبذلك تكون قد ساهمت في رفع إنتاجية هذه المؤسسات التي لا ترغب بتحمل المخاطر ، كما أن المشتقات المالية توفر للمستثمرين فرصا للأرباح من خلال الاستفادة من مزايا الرفع المالي والذي يتحقق باستخدام ما يعرف بالهامش ، كما ينفع أسلوب التغطية بواسطة المشتقات الحد من مخاطر الإفلاس ، فمثلا لو كان مصرف تجاري يقدم قروضا متوسطة أو طويلة الأجل بأسعار فائدة ، في الوقت الذي تتغير فيه أسعار الفائدة على الودائع ، يمكنه أن يتحوط ضد مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع إلى مستوى قد يفوق سعر الفائدة على القروض ، ويتم ذلك من خلال اللجوء إلى المقايضات لأسعار الفائدة الثابتة بسعر فائدة متغير .

2 : آراء المعارضين للمشتقات المالية

يستدل المعارضون للمشتقات المالية على أنها مرفوضة من الناحية القانونية أو الاقتصادية ، بحسب القانون فإن العقود الآجلة والتي لا يراد منها التسليم وإنما التسوية على فروق الأسعار تعد من

الرهان والقمار الذي لا يعترف به القانون العام ، ومن الناحية الاقتصادية فإن هذا التعامل لا يختلف عن القمار لأنه لا يولد أي قيمة مضافة بل مبادرة يربح منها طرف ويخسر آخر، بل قد يكون أسوء أثرا من القمار، لأنه يتعلق بأصول مهمة في النشاط الاقتصادي ويتضرر من جراء تقلباتها الكثير من الناس ، وبالرغم من الادعاء أن المشتقات هي أداة للتحوط ، فإن المعارضين يرون أن المشتقات هي أداة للمجازفة والرهان على تقلبات الأسعار، وواقع الأمر أن المجازفة هي الغالبة على المشتقات، حيث تبلغ نسبة العقود المستخدمة بغرض المجازفة على وفق الإحصائيات الرسمية أكثر من (97%) من إجمالي العقود ، بينما تقتصر أغراض التحوط على أقل من (3%) فالمشتقات أذن أدوات للمجازفة والرهان أكثر منها أدوات للتحوط .

ومما ورد آنفاً يرى المؤيدون بأن المشتقات المالية يمكن ان تستخدم كأداة للتنبؤ بالأسعار المتوقعة ، وتقوم المشتقات المالية بتزويد المتعاملين بالمعلومات حول أسعار الأوراق المالية المتعاقد عليها في السوق الحاضر في تاريخ التسليم ، وتخطيط التدفقات النقدية عند العمل في ظروف التأكد التام ، وتأمين أفضل الفرص للمضاربة ، وتيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد ، والسريعة في تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية ، واستخدام المشتقات بهدف الاستثمار طويل الأجل المتمثل في الاحتفاظ بهذه المشتقات لمدة زمنية طويلة ، وتشجيع الحكومات المحلية لأسواق المشتقات كعنصر جذب لرؤوس

الأموال الأجنبية ، كما أن تبادل المخاطر يعني أن العملية تصبح مبادلة صفرية ، لأنه إذا تحقق الخطر كسب أحد الطرفين وخسر الآخر، وإن لم يتحقق انعكس الوضع ، وهذا هو ما يجعل المشتقات هي أهم أدوات المجازفة والرهان على الأسعار، لأن المقصود ليس تبادل الملكية وإنما مجرد المخاطرة ، ولا خلاف بين المؤيدين والمعارضين على أن المشتقات هي مبادلات صفرية ، لكن المؤيدين يقولون أنها وإن كانت صفرية على مستوى العقد ولكنها على المستوى الكلي إيجابية لأنها ترفع مستوى الإنتاجية للاقتصاد ، ومن ثم ينتفع جميع الأطراف ، وهذه الحجة يمكن أن تكون صحيحة لو كانت المشتقات تسير جنبا إلى جنب مع النشاط الحقيقي المنتج ، لكن واقع الأمر أن أسواق المشتقات تسير في اتجاه بعيد عن النشاط الحقيقي ، والسبب هو أن المشتقات لا ترتبط تعاقديا بالنشاط الحقيقي ، بل تقتصر على تبادل المخاطر ، وحيث أن تداول المخاطر لا يخضع لضوابط النشاط الحقيقي المولد للثروة ، فيصبح نمو المشتقات أسهل بكثير من نمو الاقتصاد الحقيقي ، وهذا هو الحاصل بالضبط ، 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 ، ومرة عند انهيار السوق وانفجار فقاعة المجازفات غير المسؤولة وضياع الثروة تبعا لذلك.

المطلب الثالث : التوريق الإسلامي (التصكيك)**أولاً : تعريف التوريق الإسلامي (التصكيك)**

يتمثل التوريق ببيع أصل مملوك لأفراد بواسطة مؤسسة التوريق إما بشرائها لهذا الأصل ثم إعادة بيعه لحملة الصكوك أو قيامها بعملية البيع مباشرة إليهم بصفتها وكيلة عن المالك في بيع أصل مملوك لمؤسسة التوريق ، أو الاتفاق مع مؤسسة التوريق لتجزئ قيمة الأصل إلى مبالغ صغيرة يتم إصدار صكوك بها على المستثمرين للإكتتاب أي شراء هذه الأوراق والتي تمثل وثيقة لكل منهم بحق في ملكية شائعة فيما بينهم ، والحصول على الربح المتولد منه، ومن ثم فالتوريق كالبيع حلال وتحت رقابة الهيئات الشرعية .

وان ذم البيوع المؤجلة والتي تتكون من ذم المرابحات و ذم السلم والاستصناع وهي المبالغ التي للمؤسسة في ذمة العملاء ، وبالنظر في مدى جواز توريقها ، فبالنسبة للإصدار الأول ، الذي يعني تدبير موارد مالية للقيام بهذه العمليات من خلال طرح المؤسسة صكوكا لتجميع أموال لإستخدامها في تمويل عملية مرابحة أو سلم أو استصناع ، فهذا جائز شرعاً لأن العملية تتمثل في أن المصرف الإسلامي يريد الدخول في عملية مرابحة مثلا بمبلغ مليار دينار وليست لديه سيولة كافية فيقسم هذا المبلغ إلى فئات ، ولتكن بمائة دينار ويصدر بكل منها صكوك مرابحة لتجميع المبلغ من المستثمرين

ثم يشتري السلع وبييعها مرابحة للعميل و بالتالي يكون حملة الصكوك شركاء على الشيوع في ملكية سلعة المرابحة ولهم حق في الثمن الذي يزيد عن تكلفة الشراء ، ومن ثم يستردون أموالهم عند التحصيل من المشتري متضمنة نصيبهم من العوائد ، وان عملية التوريق الإسلامي من الحلول العملية لتفعيل الأسواق المالية وأداة احترازية ، كذلك يمكن الاستفادة منها في تطوير الأسواق المالية العربية الإسلامية وحمايتها من الأزمات المالية ، فعملية التوريق إحدى الأدوات المالية قصيرة الأجل التي يمكن الاستفادة منها في سوق النقد لتوفير متطلبات السيولة ، إلى جانب إدارة المخاطر بالصورة التي تحقق أهداف المؤسسات .

كما وإن التوريق يبنى على عملية نقل الأصول محل التوريق من المؤسسة البادئة للتوريق إلى مؤسسة التوريق ، وأن الطرق المحددة لذلك ثلاثة : حوالة الحق ، والتجديد ، والمشاركة الفرعية ، وتبين أنها كلما تدور حول نقل الدين من الدائن الأصلي إلى الدائن الجديد ثم عملية إصدار سندات ، بهذا الدين بواسطة مؤسسة التوريق وبيعها للمستثمرين الذين يحق لهم بيعها لآخرين وباستمرار عن طريق التداول في الأسواق المالية ، فموقف الفقه الإسلامي من هذه الطرق يتمثل بالتالي : -

1 - بالنسبة لطريقة حوالة الحق : تكيف قانوننا إن كانت بعوض على أنها بيع الدين لغير من هو عليه نقدا .

2 - بالنسبة لطريقة المشاركة الفرعية : فأساسها تقديم قرض بفائدة من المصرف المشارك للبادئ بالتوريق على أن يسدد مما يحصله الدائن الأصلي من مدينيه .

3 - بالنسبة لطريقة التجديد : تدخل في إطار بيع الدين لغير من هو عليه .

ونستشف مما ورد أعلاه بأنه إذا نظرنا إلى الموقف الفقهي من هذه الطرق نجد أن الطريقة الثالثة تتضمن قرضا بفائدة ربوية وهذا محرم شرعا , وأنها تشترك مع الطرق الأخرى في كون حملة السندات يتداولونها في الأسواق المالية ومن ثم تنطوي أيضا على عملية بيع الدين لغير من هو عليه ، وتبرز أهمية التوريق كونه يُعدُّ من منتجات الهندسة المالية ، كما يُعدُّ عملية تمويلية متطورة ، وهو ما يتم في السوق المالية الإسلامية في صورة الإجارة والمشاركة والمضاربة ، أما الديون فيمكن توريقها عند الإنشاء ولا تتداول ، وهو ما يتم في السوق المالية الإسلامية بصكوك المرابحة والسلم والاستصناع ، والتي تزيد حجم التعامل بها على الرغم من حدائتها على (180) مليار دولار ، وتتوسع يوما بعد وتتعامل بها بعض الدول الغربية .

أما الحكم الشرعي فإنه يدخل التوريق التقليدي في باب الديون ، فإذا بيعت محفظة القروض لمن عليه الدين فيشترط الفقهاء لجواز

ذلك أن تدفع قيمة الدين حالا (نقداً) لا على سبيل الآجل ، أما إذا بيعت محفظة القروض لغير من عليه الدين ، فقد اتفق الفقهاء على عدم جواز ذلك على سبيل الآجل ، أما إذا تم البيع حالاً فيرى جمهور الفقهاء عدم جواز ذلك ، فالتوريق بصورته الراهنة لا يجوز شرعاً فهو في حقيقته بيع كاليء بكاليء (بيع الكاليء وهو بيع الدين بالدين مثلاً ان يكون عند زيد دين ويبيعه على عمر بالدين أو يبيعه على من هو عليه الدين لما في ذلك من الغرر وعدم التقابض) ، كما ان محفظة القروض تباع بأقل من قيمتها وهذا يقع في دائرة الربا المحرم .

المطلب الثاني : طرق التوريق الإسلامي

إذا كان على المؤسسة المالية ديون في ذمتها للغير ، وترغب في عدم وفائها بالتزاماتها نقداً لعدم توافر السيولة الكافية لذلك يمكن تتبع احد الطرق التالية :-

1 - تحويل تلك الديون إلى أسهم وبخاصة عندما تقوم بإصدار جديد ضمن ما تنتجه لوائحها وأنظمتها فتصبح تلك الديون عبارة عن أسهم يمتلكها الدائنون وتمثل حصصاً من موجودات تلك المؤسسة ويسري عليها ما على بقية أسهم المؤسسة .

2 - إذا كانت المؤسسة المالية تمتلك سلعاً 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 عبئاً مالياً وكلفة دائمة على المؤسسة مع الوفاء بالدين وسقوط الالتزام عن ذمتها .

3 - إصدار سندات ملكية لأعيان مؤجرة لتشجيع الدائنين على مبادلة ديونهم مقابل تلك السندات ، وهي تختلف عن سندات الملكية العادية وإنما هي عين مملوكة مؤجرة تدر عائداً محدداً معروفاً .

المطلب الثالث : نقاط الالتقاء والاختلاف بين التوريق في المؤسسات المالية التقليدية والإسلامية

1 : التسمية والهدف :

- تسمى توريقاً وتسنيداً في التقليدية لأن ما يصدر عنها أوراقاً مالية في صورة سندات بفائدة ، بينما تسمى في الإسلامية تصكيكاً لأن ما يصدر عنها صكوكاً.
- ان الهدف الأساس من عملية التوريق الحصول على سيولة نقدية في كلا النوعين من المؤسسات بجانب توفير وسيلة استثمار لحملة الصكوك .

2 : الأصول محل التوريق أو التصكيك :

- من حيث هيكل الموجودات القابلة للتوريق : يتكون من بند واحد في التقليدية وهو الديون , بينما يتعدد في الإسلامية بتعدد بنود التمويل والاستثمار من إجارة ومشاركة ومضاربة الخ .
- من حيث نوعها : في التقليدية ديون وفي الإسلامية أعيان أو منافع أوهما معا .

3 : من حيث الخطوات :

- تتفق خطوات عملية التوريق في كل منهما من اقتناء الأصل محل التوريق ، ثم النقل لمؤسسة التوريق ثم إصدار الأوراق أو الصكوك ثم تلقى الاككتاب فيها ثم توزيع العائد ثم التصفية .

4 : حقوق حملة الصكوك :

- تمثل ديناً على المصدر في التقليدية وفي الإسلامية وثائق يحق في ملكية .
- العائد : في التقليدية فائدة ربوية ، وفي الإسلامية أجرة في حالة الإجارة وربحاً في حالة المشاركات والمضاربات .
- مخاطر التشغيل (الخسائر) : في التقليدية لا يتحمل حملة السندات بأية مخاطر من عدم قدرة المصدر على تحصيل الديون ، بينما في الإسلامية يتحملون بالخسائر في حالة تحقيق المشاركة أو المضاربة لخسائر وكذا في الأجرة في حالة الإجارة إن لم يوجد ضامن لها .

5 : تداول الأوراق المالية : في التقليدية يتم تداول السندات في السوق الثانوية بينما في الإسلامية يتم تداول الصكوك إن كانت تمثل ملكية أعيان أو منافع، أما الصكوك التي تصدر عن ذمم بيوع آجلة فلا يجوز تداولها شرعاً.

مصادر الفصل الرابع

- 1- د. إبراهيم سامي السويلم، "صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي"، <http://www.suwailem.net/BooksDetails-19> ،
- 2 - انجازات الهندسة المالية ما بين المنظور التقليدي و الإسلامي ،
www.giem.info/article/details/ID/605#.VQBJ3uGGNFp
- 3- د.حاكم الربيعي وآخرون ، المشتقات المالية ، الطبعة الأولى ،(الأردن ، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ، 2011) .
- 4 - د.حسين محمد سمعان، د.موسى عمر مبارك، محاسبة المصارف الإسلامية، الطبعة الأولى،(عمان ، دار المسيرة للنشر والتوزيع ، 2009) .
- 5- أ.خنيوة محمد الأمين وأ.حنان علي موسى،(منتجات الهندسة المالية الإسلامية)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة/<http://iefpedia.com/arab/>
- 6 - سمير عبد الحميد رضوان ، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها ، الطبعة الأولى ، (الإسكندرية ، دار النشر للجامعات ، 2005) .

7- سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، الطبعة الأولى، (الأردن، دار الرأية للنشر والتوزيع، 2009). .

8 - د. شوقي أحمد دنيا ، الاقتصاد الإسلامي ، الطبعة الأولى ، (مصر ، الإسكندرية ، دار الفكر الجامعي للنشر والتوزيع ، 2013).
9 - د. صديق الضيرير ، الغرر وأثره في العقود في الفقه الإسلامي ، نشر مجموعة البركة 1995،

[http://dar.bibalex.org/webpages/mainpage.jsf](http://dar.bibalex.org/webpages/mainpage.jsf?PID=DAF-Job:92557)
 . ?PID=DAF-Job:92557

10 - عدنان هادي جعاز الشطب ، الدور التنموي للمصارف الإسلامية في بلدان مختارة (السعودية - ماليزيا - العراق) ، جامعة البصرة ، الإدارة والاقتصاد ، رسالة ماجستير ، 200 .
11 - عنايات النجار، وفاء شريف ، دليل المتعاملين في بورصة الأوراق المالية ، الطبعة الأولى، (مصر، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2006).

- 12- د. فريد النجار ، التمويل المعاصر ، الطبعة الأولى ، (الأردن ، دار الجامعية للنشر والتوزيع ، 2009) .
- 13- د. محمد أحمد حلمي الطوابي ، البورصات وسوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي ، الطبعة الأولى ، (مصر ، الاسكندرية ، دار الفكر الجامعي ، 2011) .
- 14- د. محمد البلتاجي، الضوابط الشرعية للعمل المصرفي الإسلامي، (1) http://www.bltagi.com/dawabet_eltamweel.htm(20/03/2006)
- 15- د. محمد أبو زهرة، "الملكية ونظرية العقد في الشريعة الإسلامية"، دار الفكر العربي، القاهرة ، مصر، 1977 .
- 16 - مدلول العارضي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة، (عمان ، دار الصفاء للنشر والتوزيع ، 2013) .
- 17- محمد محمود العجلوني، البنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، (عمان، دار المسيرة للنشر والتوزيع ، 2008) .
- 18 - د. محمد نجم الدين محمد أمين الكردي ، بيع الدين في الفقه الإسلامي والقانون المدني ، رسالة دكتوراه مقدمة لكلية الشريعة بجامعة الأزهر 1986 .
- 19- د. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني، (مصر، توزيع المعارف، 2003) .