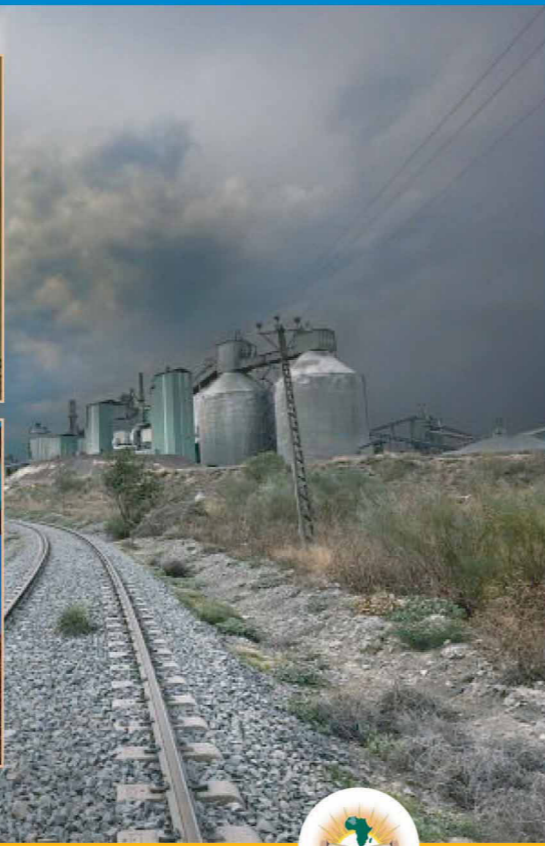
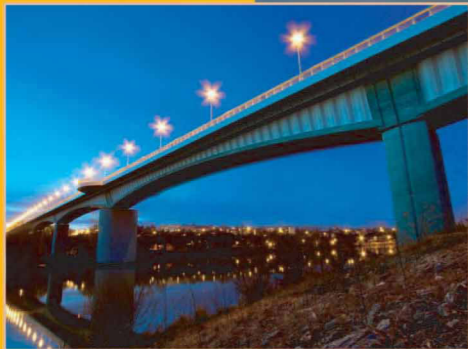


التكامل الاقتصادي

العدد 04 ردمد: 1608-2335 ديسمبر 2014

مجلة علمية محكمة متخصصة في العلوم الاقتصادية والإدارية
تصدر عن مخبر التكامل الاقتصادي الجزائري الإفريقي
جامعة أحمد دراية _ أدرار



مخبر التكامل الاقتصادي
الجزائري الإفريقي

رقم الإيداع: 2013-4037



جامعة أحمد دراية _ أدرار

04

L'Intégration Economique

التكامل الاقتصادي

ديسمبر 2014

L'Intégration Economique

Numéro 04

ISSN: 2335-1608

Décembre 2014

Revue scientifique approuvée spécialisée dans les études économiques et administratives
Editée par le Laboratoire de l'Intégration Economique algéro-Africaine
Université Ahmed DRAIA - Adrar



Université Ahmed DRAIA - Adrar

Dépot Legal: 4037-2013



Laboratoire de l'Intégration
Economique Algéro-Africaine

التكامل الاقتصادي

العدد 04 ردمد: 2335 - 1608 ديسمبر 2014

مجلة علمية محكمة متخصصة في العلوم الاقتصادية والإدارية
تصدر عن مخبر التكامل الاقتصادي الجزائري الإفريقي
جامعة أحمد دراية - أدرار

عدد خاص:

مداخلات الملتقى الوطني الثاني حول واقع الهندسة المالية وآفاق تطبيقها في
الجزائر، المنظم من طرف قسم العلوم التجارية، بالتعاون مع مخبر التكامل الاقتصادي
الجزائري إفريقي، يومي 28، 29 أكتوبر 2014.
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
جامعة أحمد دراية - أدرار

رقم الايداع: 4037 - 2013

هيئات المجلة

الرئيس الشرفي للمجلة: أ. د حمليل صالح (مدير الجامعة)

مدير المجلة: أ. د بن عبد الفتاح دحمان (مدير المخبر)

نائب مدير المجلة: د. يوسفات علي

رئيس هيئة التحرير: د. قالون جيلالي

هيئة التحرير:

د. بن الدين امحمد

د. صديقي أحمد

أ. حوثيه عمر

أ. هلال أحمد

أ. مصطفىاوي سفيان

اللجنة العلمية:

- أ. د أقاسم قادة، جامعة الجزائر 03
- أ. د قدي عبد المجيد، جامعة الجزائر 03
- أ. د يوسف رشيد، جامعة مستغانم
- أ. د بن الطاهر حسين، جامعة خنشلة
- أ. د عنابي بن عيسى، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر
- أ. د مفتاح صالح، جامعة بسكرة
- أ. د قويدري محمد، جامعة الأغواط
- أ. د فرحي محمد، جامعة الأغواط
- أ. د براق محمد، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر
- أ. د بن موسى كمال، جامعة الجزائر 03
- أ. د عماروش أحسن، جامعة البويرة
- أ. د زايري بلقاسم، جامعة وهران
- أ. د بن بوزيان محمد، جامعة تلمسان
- أ. د بن عبد الفتاح دحمان، جامعة أحمد دراية - أدرار
- أ. د كورتل فريد، جامعة سكيكدة
- أ. د صوار يوسف، جامعة سعيدة
- أ. د بوكميش لعل، جامعة أحمد دراية - أدرار
- د. علة مراد، جامعة الجلفة
- د. أقاسم عمر، جامعة أحمد دراية - أدرار
- د. يوسفات علي، جامعة أحمد دراية - أدرار
- د. بن العاربية حسين، جامعة أحمد دراية - أدرار
- د. بوعزة عبد القادر، جامعة أحمد دراية - أدرار
- د. غزيل ميلود، جامعة غرداية
- د. حروشي جلول، جامعة أحمد دراية - أدرار
- د. مخلوفي عبد السلام، جامعة بشار
- د. أقاسم حسنة، جامعة أحمد دراية - أدرار
- د. ناصر سليمان، جامعة ورقلة
- د. بوكار عبد العزيز، جامعة أحمد دراية - أدرار
- د. مريزق عثمان، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر
- د. ساوس الشيخ، جامعة أحمد دراية - أدرار
- د. مصيطفي عبد اللطيف، جامعة غرداية
- د. بوطيبة فيصل، جامعة سعيدة
- د. بلعربي عبد القادر، جامعة سعيدة
- د. سيد اعمر زينب، جامعة أحمد دراية - أدرار
- د. بلال بوجمعة، جامعة أحمد دراية - أدرار
- د. بلوافي محمد، جامعة أحمد دراية - أدرار

المراسلات:

العنوان البريدي: جامعة أحمد دراية - أدرار. شارع 11 ديسمبر 1960 أدرار (01000).

البريد الإلكتروني: revue.integration@univ-adrar.dz

الموقع الإلكتروني للمخبر: <http://ieaa.univ-adrar.dz>

- تهتم مجلة التكامل الاقتصادي بنشر الإسهام العلمي الجامعي المتميز للباحثين من داخل الوطن وخارجه في مجال العلوم الاقتصادية والإدارية، حيث تقبل للنشر المقالات التي تحترم الشروط التالية:
- أن يتسم البحث بالأصالة والجدية والموضوعية في الطرح ولم يسبق نشره بأي شكل من الأشكال وذلك بتقديم تعهد كتابي ممضى،
 - تخضع جميع المقالات للتحكيم العلمي،
 - يجب أن تقدم المقالات في قرص مرن مرفقة بثلاث نسخ أو ترسل عن طريق البريد الإلكتروني للمجلة، مع ضرورة إرفاق المقال بملخصين: أحدهما باللغة العربية، والآخر بلغة مغايرة (إنجليزية أو فرنسية)،
 - يجب إرفاق السيرة الذاتية العلمية لصاحب المقال، مع تحديد الدرجة العلمية والمؤسسة الجامعية ورقم الهاتف والبريد الإلكتروني،
 - يجب أن يحرق المقال بأسلوب علمي.
 - يجب أن لا يتجاوز المقال عشرين صفحة ولا يقل عن عشر صفحات،
 - أن يحرق المقال بخط Simplified Arabic الحجم 14 والهامش بالخط نفسه والحجم 10، وهذا بالنسبة للمقالات المحررة باللغة العربية. أما المقالات باللغة الأجنبية فتكون بخط Times New الحجم 12 والهامش بالخط نفسه حجم 10،
 - أن توضع الهوامش بصفة آلية (حواشي سفلية) جديد لكل صفحة، بالنسبة لآيات القرآن الكريم يجب أن تحمل اسم السورة ورقم الآية. والإحالة إلى مصدر الأحاديث النبوية يجب أن تكون كاملة.
 - إعداد الصفحة يجب أن يكون كما يلي: شكل الورقة (4)، الفراغ بين الأسطر: 1سم، باقي الهوامش 5 سم.
 - يجب أن تظهر قائمة مراجع البحث في آخر المقال.

الآراء الواردة في المجلة تخص أصحابها ولا تعبر عن رأي المجلة

محتويات العدد

أ	- هيئات المجلة
ب	- قواعد النشر
ج - د	- محتويات العدد

16 - 1	قراءة في ماهية الابتكار المالي والهندسة المالية	د. بوعزة عبد القادر أ. مسعودي محمد	01
41-17	دور الهندسة المالية في تفعيل صيغ المشاركات في المصارف الإسلامية	د. غرودة عبد الواحد	02
53-42	دور الأزمات المالية العالمية في تطور الهندسة المالية الإسلامية	د. ساويس الشيخ أ. بن سويسي حمزة	03
93 - 54	الهندسة المالية الإسلامية كاستراتيجية لعلاج تصدع النظام المالي الدولي (روية تحليلية لما هو كان وما ينبغي أن يكون)	أ. طروبيا نذير	04
115-94	آفاق تطبيق الهندسة المالية الإسلامية في الجزائر - قطاع السكن نموذجاً -	أ. جعفر هني محمد أ. قومية سفيان أ. مجاهد سيد أحمد	05
134-116	الهندسة المالية الإسلامية: المفهوم والضوابط	أ. قاسمي خديجة	06
150-135	دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير منتجات البنوك الإسلامية " الصكوك الإسلامية أنموذجاً "	د. صديقي أحمد أ. عبد الرحمان عبد القادر	07
165-151	الأدوات المالية المركبة ودورها في الأزمة المالية العالمية	د. يوسفات علي أ. بن ديبية يمينة	08
193-166	أهمية المشتقات المالية في الأسواق المالية العربية	أ. إبراهيم سالم ياسمينه أ. يحي هاجر	09

232-194	أثر الأسواق المشتقة على استقرار النظام المالي - أزمة الرهون العقارية الثانوية أنموذجاً -	أ. عبد الجبار سهيلة أ. السلامي أسماء	10
273-233	دور الصكوك الإسلامية في تنمية ودعم قطاع الوقف الإسلامي	أ. بن عزة هشام د. يونس صيرينة	11
293-274	تقييم الخيارات في الزمن المستمر (نموذج BMS)	أ. بن الضب عبد الله د. بن الضب علي أ. بن الناصر فاطمة	12
325-294	الهندسة المالية الإسلامية وإنشاء سوق المال الإسلامي في الجزائر	أ. مؤذن عمر أ. بن زبيدي عبد اللطيف	13
338-326	صناعة الصكوك الإسلامية في الدول العربية: الواقع والتحديات	د. بوكار عبد العزيز أ. بن عبيد عبد الباسط	14
365-339	مكاتب الصناديق السيادية في الصناعة المالية (مع الإشارة إلى بعض التجارب)	د. بلال بوجمعة أ. حدادي عبد القتي	15
388-366	عمليات الاندماج والاستحواذ ودورها في تحقيق ميزة تنافسية وزيادة القيمة للمساهمين - مقارنة نظرية -	د. قالون جيلالي	16
408-389	الهندسة المالية وتداعياتها على بعض المتغيرات الاقتصادية	د. تيقاوي العربي د. بن الدين أحمد	17
431-409	صناعة التوريق كآلية لتسيير المخاطر المالية مع الإشارة إلى تجربة الجزائر	أ. بوشري عبد الغني أ. منصور حاج موسى	18

قراءة في ماهية الابتكار المالي والهندسة المالية

د. بوعزة عبد القادر¹

أ. مسعودي محمد²

ملخص.

تهدف الورقة البحثية إلى ضبط المفاهيم الأساسية للابتكار المالي والهندسة المالية، وذلك من خلال التعرف إلى مفهوم الابتكار المالي والهندسة المالية وبيان أهدافها، بالإضافة إلى التعرف إلى أسباب ظهورها وبيئة نشأتها، فضلاً عن التطرق إلى تحديد أهم المجالات التي تشير إلى نطاق الهندسة المالية وأهم تطبيقاتها.

ومن جهة ثانية يحاول البحث الوقوف على إشكالية تنطلق من افتراض اهتمام الهندسة المالية بابتكار الأدوات الحديثة وأدوات المخاطرة بالشكل الذي يضمن للشركات التخطيط لمستقبلها وخدمة أهدافها، وفي ذات الوقت ضمان المردودية الايجابية والفائدة لاقتصادات الدول، هذه الإشكالية مفادها تقييم النتائج المتوصل إليها من التطبيقات العملية للهندسة المالية على أرض الواقع.

الكلمات المفتاحية: هندسة مالية، ابتكار مالي، أدوات مالية،

مؤسسات مالية، أسواق مالية، إدارة المخاطر، التمويل..

Résumé :

Le but de ce document de recherche est de mettre en évidence les concepts les plus importants liés à l'innovation financière et à l'ingénierie financière, et ce à travers la reconnaissance de la notion: innovation financière et ingénierie financière, ces objectifs, ainsi que l'identification des raisons de leur apparition et de l'environnement de sa création, ainsi que la détermination

¹ أستاذ محاضر (١)، جامعة أحمد دراية - أدرار

² أستاذ مساعد (١)، جامعة أحمد دراية - أدرار

des zones les plus importantes qui se réfèrent à une gamme de l'ingénierie financière et leurs applications les plus importantes.

D' autre part, on essayera de déterminer la problématique qui découle l'hypothèse de l'ingénierie financière qui inventer des modernes outils et des outils de risque qui garantiront la planification de futurs de l'entreprise pour la réalisation de ces objectifs, et en même temps assurer la rentabilité et l'intérêt positif des économies des pays, ce problème que d'évaluer les résultats obtenus à partir des applications pratiques de l'ingénierie financière sur terrain.

Mots Clés : Ingénierie Financière, Innovation Financière, Instruments Financiers, Institutions Financières, Marchés Financiers, Gestion des risques, Financement...

مقدمة:

تعتبر الهندسة المالية من أهم مجالات الابتكارات المالية، والتي تشمل مجموعة واسعة ومتعددة من الأدوات المالية المتداولة للتدخل في الأسواق المالية، إذ ظهرت لأجل تلبية الاحتياجات المتزايدة للمتعاملين الماليين، من خلال الابتكار والتصميم والتطوير للأدوات الاليات الجديدة التي تتميز بأقل تكلفة ممكنة وأدنى مخاطرة، وفي ذات الوقت لها عائد أعلى، كما تسعى إلى البحث عن صياغة الحلول الإبداعية لمشاكل التمويل.

ويجب أن تتكيف الهندسة المالية وتتماشى مع التغير المستمر في البيئة الاقتصادية والمالية، باعتبارها ذلك العلم الذي يتكفل بإعادة بناء المنظومة المالية في ضوء تغير أسواق رأس المال¹.

ونشير بهذا الصدد، أن للهندسة المالية بيئة نشأة خاصة بها تركز بصورة أساسية على مجموعة من الظواهر المرتبطة بأسواق رأس المال

¹ - البديوي محمد فتحي، استخدام الهندسة المالية في إعادة هيكلة المشروعات، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، مصر، ص11.

وبالمخاطر المالية التي تتعرض لها منشآت الأعمال ، كما أن لها أسباباً محددة لظهورها تتمثل أساساً في جملة من القيود والعوامل التي ساعدت على ظهورها، بالإضافة إلى مجالات رئيسة وأدوات متنوعة تتحدد من خلال المشكلات الرئيسية التي تسعى الهندسة المالية إلى معالجتها.

بناء على ما سبق ذكره، تبرز إشكالية الورقة البحثية من خلال

السؤال الجوهرى الآتى:

ما المقصود بالابتكار المالي والهندسة المالية وما هي أهم التحديات

التي تواجهها؟

وتنتهي الورقة البحثية إلى طرح إشكالية تنطلق من فرضية مفادها اهتمام الهندسة المالية بابتكار الأدوات الحديثة وأدوات المخاطرة بالشكل الذي يضمن للشركات التخطيط لمستقبلها وخدمة أهدافها، وفي ذات الوقت ضمان المردودية الايجابية والفائدة لاقتصادات الدول، هذه الإشكالية مفادها تقييم النتائج المتوصل إليها من التطبيقات العملية للهندسة المالية على أرض الواقع، بما يصب في إشكالية الملتقى الرئيسية، وبما يمهد لباقي الأوراق البحثية التي تأتي تبعاً . ولمعالجة إشكالية الورقة البحثية سيتم تفصيل العناصر الآتية: مفهوم الابتكار والهندسة المالية وأهدافها، بيئة نشأة الهندسة المالية وأسباب ظهورها، مجالات الهندسة المالية ومنتجاتها.

أولاً : مفهوم الابتكار والهندسة المالية وأهدافها

سيتم التطرق إلى أهم التعاريف التي قدمت لتحديد مفهوم الابتكار المالي والهندسة المالية باعتبارهما مفهومين مرادفين لبعضهما البعض، أين أكدت عديد النظريات والدراسات على أن أساس الهندسة المالية هو الابتكار المالي الذي جاء استجابة لقيود معينة تعيق تحقيق الأهداف الاقتصادية كالريح والسيولة وتقليل المخاطرة.

1- مفهوم الابتكار والهندسة المالية:

يعتبر مفهوم الهندسة المالية مفهوماً قديماً جداً بالنظر لقدم التعاملات المالية، لكنه يبدو حديثاً نسبياً، من حيث المصطلح والتخصص، حيث أن أغلب التعاريف التي قدمت لضبط هذا المفهوم جاءت مستوحاة من وجهات نظر الباحثين والدارسين والمهتمين بها، وبخاصة أولئك الذين يطورون النماذج والنظريات ومصممي المنتجات في المؤسسات والأسواق المالية. وعموماً يمكن سرد أهم التعاريف التي قدمت لتحديد مفهوم الابتكار المالي والهندسة المالية على النحو الآتي:

يُعد الإبداع أو الابتكار المالي أساس الهندسة المالية، حيث يمكن أن يكون تمثيلاً دقيقاً لهذه العملية عندما يكون جديداً، أين يتم استخدام مصطلح ابتكار مالي أو إبداع مالي بدلاً من مصطلح هندسة مالية. وهنا يمكن أن يُعرف الإبداع المالي على أنه: "أحد القوى المؤثرة المهمة في البيئة المصرفية وفي العمل المصرفي من حيث تأثيره على طبيعة الأدوات المتاحة والتنظيم والأنشطة والخدمات المصرفية المقدمة إلى الجمهور فضلاً عن نوعية الكوادر البشرية المطلوبة وقد ارتبط الإبداع المالي بشكل كبير بعوامل أخرى وهي العوامل المتمثلة بشكل أساس بتزايد المنافسة والتطورات التكنولوجية"¹.

وتعرف الهندسة المالية من وجهة نظر منشآت الأعمال على أنها: "التصميم والتطوير والتنفيذ لأدوات واليات مالية مبتكرة، والصياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل"². وبذلك فهي تتضمن ثلاث أنواع من الأنشطة هي

¹ - صلاح الدين محمد أمين، الإبداع المالي في الأسواق المالية البنك الضامن أنموذجاً إطار معرفي وصفي، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة العدد الخاص بمؤتمر الكلية، ص 211. تاريخ التحميل: 11 أكتوبر 2014 على الساعة 13h11، متاح على الموقع:

<http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&ald=72778>

² - منير إبراهيم هنيدي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، دار المعارف للنشر، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 17.

التصميم والتطوير الابتكار، الابتكار ليس المقصود به مجرد الاختلاف عن السائد، بل لابد وان يكون متميزا لدرجة تحقيقه لمستوى أفضل من الكفاءة و المثالية؛ وهو ما يعني أن تكون الأداة أو الآلية التمويلية المبتكرة تحقق ما لا تستطيع الأدوات الآليات السائدة تحقيقه.

أما من وجهة نظر الأسواق المالية فان مصطلح الهندسة المالية يستعمل لوصف تحليل البيانات المحصّلة من السوق المالية بطريقة علمية. يأخذ مثل هذا التحليل عادة شكل الخوارزميات الرياضية أو النماذج المالية. وتستخدم الهندسة المالية كثيرا في السوق المالية (مع إجراء تعديلات عليها)، خاصة في تجارة العملات، تسعير الخيارات وأسهم المستقبلات... ويسمح استعمال أدوات و تقنيات الهندسة المالية للمهندسين الماليين من فهم أفضل للسوق المالية، وبالتالي فهم أفضل من طرف المتعاملين في السوق. ويعتبر هذا مهما جداً بالنسبة للمتعاملين لأن دقة المعلومات وسرعتها أساسية في اتخاذ القرارات".¹

وتعرف الهندسة المالية أيضا بأنها: "عملية خلق أدوات وخدمات جديدة من قبل مؤسسات الصناعة المالية، وذلك من أجل تلبية الاحتياجات المختلفة للعملاء من مستثمرين خواص ومؤسسات تحتاج للتمويل للدخول في عمليات الاندماج أو تملك مؤسسات أخرى".²

كما تعرف الجمعية الدولية للمهندسين الماليين (IAFE) الهندسة المالية بأنها: "التطوير والتطبيق المبتكر للنظرية المالية والأدوات المالية، وذلك من أجل إيجاد حلول للمشاكل المالية المعقدة واستغلال الفرص المالية".

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

² - لعش أمال، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة سطيف، 2011.

من خلال التعاريف السابقة يمكن أن نستنتج أن خصائص الهندسة المالية تتمثل فيما يلي:

- ✓ السعي إلى ابتكار أدوات مالية جديدة مثل: المشتقات المالية،
- ✓ العمل على تخفيض التكاليف واختصار الوقت من خلال ابتكار خدمات أو عمليات جديدة مثل: التسجيل على الرف حيث تقتضي هذه العملية إعفاء المؤسسة من دفع رسوم التسجيل عندما تلجأ إلى طرح أسهم وسندات جديدة،
- ✓ السعي إلى ابتكار حلول جديدة من أجل حل مشاكل التمويل التي تواجه مختلف المتعاملين الماليين،
- ✓ تهتم الهندسة المالية بابتكار أدوات لإدارة المخاطر بالشكل الذي يضمن للشركات التخطيط لمستقبلها وخدمة أهدافها.

2- أهداف الابتكار والهندسة المالية:

انطلاقاً من جملة التعاريف المقدمة أعلاه، فإن الهندسة المالية تسعى إلى تحقيق ثلاثة أهداف أساسية تتمثل في عمليات: التحوط، المضاربة والمراجعة. والتي يمكن تفصيلها على النحو المذكور أدناه¹:

2-1- **التحوط:** ويقصد به التقليل من المخاطر التي يمكن أن تحدث، أو "الاحتماء من خطر تقلبات الأسعار، سواء كانت أسعاراً للمواد الأولية أو للبضائع، أسعاراً لصرف العملات، أو أسعاراً للأوراق المالية"، وذلك من خلال مجموعة من المنتجات المالية التي جاءت بها الهندسة المالية.

ونشير بهذا الصدد، إلى أن الهدف الأساسي من عملية التحوط هو إدارة المخاطر والتحكم فيها، من خلال استخدام مجموعة من الأساليب التي تتركز في مجملها على التنويع في الأصول المالية، أو نقل المخاطر إلى أطراف أخرى، من خلال الاستثمار في منتجات مبتكرة لهذا الغرض، أو عن

¹ - لعمش آمال، مرجع سبق ذكره، ص 69.

طريق اجتناب هذه المخاطر كلياً كما هو معمول به في التأمين.

2-2 - المضاربة: وتعتبر عملية تداول للأوراق المالية بهدف تحقيق الربح من توقع الأسعار في المستقبل، اعتماداً على المعلومات التي يجمعها المضارب ويحللها، أو في بعض الأحيان التي يصنعها. كما تعرف على أنها: "عملية بيع أو شراء صوريين لا بغرض الاستثمار، ولكن للاستفادة من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية في الأجل القصير جداً، إذ ينخفض بشدة معدل الارتباط بين القيمة السوقية للأوراق المالية من ناحية وبين القيمة الحقيقية من الناحية الأخرى".

ويختلف المضاربون باختلاف توقعاتهم بشأن أسعار الأصول المالية المتداولة، فنجد المضارب على الصعود: وهو المضارب الذي يعتقد أن الأسعار تأخذ اتجاهًا تصاعدياً، فيقوم بشراء أوراق مالية في الوقت الحاضر على أن يبيعها بسعر مرتفع مستقبلاً محققاً بذلك ربحاً من الفرق بين السعرين؛ أما المضارب على الهبوط، فهو الذي يعتقد أن الأسعار تتجه نحو الانخفاض، فيقوم ببيع الأوراق المالية في الحاضر على أمل شرائها بسعر أقل في المستقبل.

3-3 - المراجعة: تعتبر المراجعة من بين العمليات التي تمكن بعض المستثمرين من الحصول على أرباح لا يمكن لأي كان أن يحصل عليها، وذلك بسبب عدم التوازن في السوق، حيث يقوم المستثمر بشراء السلعة ذات السعر المنخفض في السوق، ثم يبيعها في سوق أخرى تكون فيه هذه السلعة مرتفعة الثمن، حيث يستفيد من الفرق بين السعرين، وهذه العملية كفيلة بإرجاع السوق إلى حالة التوازن بسبب حدوث ارتفاع في الأسعار المنخفضة، وانخفاض الأسعار المرتفعة.

وتهدف الهندسة المالية من خلال إستراتيجية المراجعة إلى ابتكار فرص مراجعة خالية من المخاطر في ظل سوق تتميز بعدم الكفاءة؛ بمعنى

وجود تباين في الأسعار بين مختلف الأسواق، وبرغم ما يكتنف هذه العملية من مخاطر إلا أنها تعتبر فرصة لزيادة معدلات العائد المتوقعة وتخفيض تكلفة التمويل إلى مستوى معين من المخاطرة.

ثانياً - بيئة نشأة الهندسة المالية وأسباب ظهورها:

شهدت أسواق المال العالمية منذ بداية الستينات من القرن الماضي ثورة في مجالات الابتكارات المالية، والتي شكلت الارهاصات الأولى لنشأة وظهور مفهوم الهندسة المالية، هذه الأخيرة التي تهتم بابتكار الأدوات الحديثة وأدوات إدارة المخاطر بالشكل الذي يضمن للشركات التخطيط لمستقبلها وخدمة أهدافها من جهة، ومن جهة أخرى ضمان المردود الايجابي لاقتصادات الدول، من خلال تطوير أسواق رأس المال، وإمدادها بالأدوات الائتات التمويلية التي تحقق أهداف جميع المتعاملين.

1 - بيئة نشأة الهندسة المالية:

ويمكن تلخيص أهم الظواهر التي ساهمت في بناء هذا التصور ومهدت لظهور الهندسة المالية في الآتي¹:

✓ اتساع وتعدد أدوات الاستثمار المتاحة في أسواق المال، وقد أدى ذلك إلى زيادة سيولة السوق وإتاحة مزيد من التمويل، وذلك من خلال العمل على جذب مستثمرين جدد، بالإضافة إلى تقديم فرص جديدة للباحثين عن التمويل،

✓ إيجاد أدوات إدارة المخاطر، والتي مكنت من إعادة توزيع المخاطر المالية طبقاً لتفضيلات المستثمرين للمخاطر، حيث يمكن أن تتعرض منشآت الأعمال إلى أربعة أنواع من المخاطر المالية هي: مخاطر

¹ - نشأت عبد العزيز، فن إدارة المخاطر، مجلة البورصات المصرية، جويلية 2002، العدد 269، ص 32. نقلاً عن: عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي، مرجع سبق ذكره، ص ص 3-4.

سعر الفائدة، مخاطر سعر الصرف، مخاطر التقلب في أسعار الأسهم ومخاطر أسعار السلع،
✓ تطوير أدوات المراجعة بين الأسواق، وهو ما أدى إلى تحسين التكاليف وزيادة العائد والانفتاح على الأسواق العالمية،
✓ تعدد وتنوع استراتيجيات الاستثمار نتيجة تعدد وتنوع وتجدد أدوات الاستثمار وبخاصة المشتقات المالية.

ونظراً لتلك الظواهر ظهرت الهندسة المالية للوجود في منتصف الثمانينات، حيث دأبت بورصة وول ستريت (Wall Street) على الاستعانة ببعض الأكاديميين لتطوير منتجات سوق المال، لمواجهة المخاطر وتقليص القيود التشريعية والقيود التي يفرضها السوق وبيئة منشآت الأعمال في مواجهة المخاطر. وبعد ما جرى في لندن عندما فتحت البنوك هناك إدارات لمساعدة منشآت الأعمال في مواجهة المخاطر التي يسببها لها عملاؤها وإيجاد حلول لتلك المشكلات وعدد من المحاولات لتطوير منتجات أسواق المال، وقد أخذت هذه العملية الوليدة اسماً أكثر قبولا وانتشاراً وهو الهندسة المالية¹، حيث ساهم التطور التكنولوجي واستخدام الأنظمة الرقمية في تطورها.

2- أسباب ظهور الهندسة المالية:

ساهمت العديد من العوامل والأسباب في انتشار وتوسع استخدام أدوات الهندسة المالية، وهذا نظراً لتقديمها لمجموعة من الحلول والخيارات الإيجابية للمتعاملين بها، والتي لم تكن متاحة في ظل الأدوات المالية التقليدية ولعل من أهم هذه الأسباب ما يلي²:

¹ - هناء محمد هلال التحنيطي، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات، المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، الأردن، يومي 01-02 ديسمبر 2010، ص 08.

² - عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق، ص 4 - 6.

- تلبية الاحتياجات المختلفة للمستثمرين وطالبي التمويل: حيث ظهرت الاحتياجات لوسائل تمويل مختلفة، من حيث التصميم وتواريخ الاستحقاق من أجل إشباع رغبات المستثمرين والمشاركين في أسواق المال، لذلك ظهرت الحاجة للابتكار وابتداع وسائل جديدة لمقابلة هذه الاحتياجات،
- تقنية المعلومات ومفهوم السوق العريض: نظراً لظهور شبكات الاتصال فقد تحولت الأسواق المالية المتعددة والمنفصلة إلى سوق مالي كبير، ونظراً لأن هناك احتياجات مختلفة في أجزاء مختلفة من العالم المترابط بواسطة هذه الشبكات، أدى إلى عمل المبتكرين والمصممين على ابتكار أدوات جديدة من أجل مقابلة هذه الاحتياجات،
- ظهور مفهومي الكفاءة والفعالية: وتعني الكفاءة المدى الذي تستطيع فيه هذه الأسواق مقابلة هذه الاحتياجات بتكلفة قليلة وبسرعة ودقة عاليتين، أما الفعالية فتعني مدى مقدرة السوق على مقابلة احتياجات المشاركين فيه، ونتيجة لظهور هذين المفهومين في السوق المالي برزت الحاجة إلى أدوات ووسائل مالية جديدة تحل محل طرق التمويل التقليدية،
- زيادة عدد الأسواق المنظمة: حيث أدت زيادة عدد الأسواق المنظمة الجديدة للابتكارات إلى زيادة مجالات استخدام الهندسة المالية بشكل واسع، وهنا أصبح من الممكن إنتاج عقود مالية حسب الطلب وبتكاليف معقولة،
- زيادة المخاطر والحاجة إلى إدارتها: نتيجة للتقلبات الكبيرة وغير المتوقعة في المحيط الاقتصادي العالمي ككل، فقد ظهرت الحاجة إلى إنتاج منتجات مالية جديدة وتطوير قدرات عالية للسيطرة على المخاطر المالية، وأدى ذلك إلى تداول تلك المنتجات والأدوات المالية الجديدة في الأسواق الحالية للأوراق النقدية وفي أسواق رأس المال وكذلك الأسواق الجديدة.

ثالثاً: مجالات الهندسة المالية ومنتجاتها:

تتميز الهندسة المالية باعتبارها نتيجة للابتكار المالي بنطاق يحدد

المجالات الأساسية التي تعمل الهندسة المالية في ضوءها، كما أن لها منتجات متعددة تتباين ما بين المنتجات التقليدية وتلك المنتجات الحديثة. وسيتم التعرف إلى جملة المجالات والمنتجات الخاصة بالهندسة المالية على النحو الآتي:

1- مجالات الهندسة المالية:

تحدد مجالات الهندسة المالية من خلال المشكلات المالية التي تواجهها بالسعي نحو معالجتها. من خلال ابتكار حلول خلاقة مبدعة للمشكلات المالية التي تواجه منشآت الأعمال. وعموماً هناك ثلاث أنواع من المشكلات المالية المرتبطة بظهور الهندسة المالية، والتي يمكن أن نوجزها على النحو الآتي:¹

1-1- تسعير المشتقات: من منطلق الطلب الكبير على الأوراق المالية المشتقة، والتي تكون عوائدها مستمدة من متغيرات أساسية؛ مثل أسعار الأوراق المالية الأخرى. حيث أن بيع هذه الأوراق المالية المشتقة يكون بحاجة لتحديد سعر التبادل الذي يتماشى مع تعظيم الأرباح وتقليل المخاطر.

1-2- إدارة المخاطر: وهي عملية قياس وتقييم للمخاطر وتطوير استراتيجيات لإدارتها. تتمثل هذه الاستراتيجيات في محاولة نقل المخاطر إلى جهة أخرى وتجنبها وتقليل آثارها السلبية وقبول بعض أو كل تبعاتها.

1-3- تحسين محفظة الأوراق المالية: حيث يرغب الأفراد والمؤسسات في الاستثمار الأمثل للوصول إلى أهدافهم المالية، فالمستثمرون دائماً يسعون للبحث عن المعلومات التي لم تنعكس في أسعار الأوراق المالية الحالية كي يحققوا أرباحاً باعتبارهم أول من اكتشف هذه المعلومات²

¹- Jeremy Staum, **Financial Engineering with Stochastic Calculus**, School of Operations Research and Industrial Engineering Cornell University, Ithaca ,New York, 2002, P 2.

²- خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، ط 1، 2009، ص 434.

2- منتجات الهندسة المالية:

تسعى الهندسة المالية إلى ابتكار أدوات واليات مالية جديدة تتلاءم والأهداف التي صممت من أجلها، وهذا ما سألهم في تنوع منتجاتها، ولعل أبرز أنواع المنتجات المالية التي لاقت رواجاً كبيراً هي عقود المشتقات الرئيسية والمنتجات المالية التقليدية.

2-1- عقود المشتقات الرئيسية:

تتمثل عقود المشتقات الرئيسية في: العقود الآجلة والعقود المستقبلية، عقود الاختيار وعقود المبادلة، وسيتم تفصيل كل منها على النحو الآتي:¹
أ- **العقود الآجلة والعقود المستقبلية:** يعتبر عقداً آجلاً كل عقد يبرم بين طرفين مشتر وبائع للتعامل على أصل ما، على أساس سعر يتحدد عند التعاقد، على أن يكون التسليم في تاريخ لاحق. وعلى غرار العقد الآجل فإن العقد المستقبلي هو اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر محدد. ولا يختلف العقد الآجل عن العقد المستقبلي إلا في كون بنود العقد المستقبلي نمطية.

ب- **عقود الاختيارات:** تعطي لمالكها حق شراء أو بيع كمية معينة من أصل ما، بسعر يحدد مقدماً مقابل دفع علاوة العقد، ويبقى هذا الحق صالحاً حتى تاريخ استحقاقه، ومشتري الخيار غير ملزم بممارسة حقه طالما لم يصل السعر في السوق إلى المستوى الذي يمكنه من تحقيق أرباح، ولا يخسر مشتري الخيار أمام محرر العقد إلا العلاوة، بينما يترك أمامه مجال الربح مفتوحاً.

ج- **عقود المبادلة:** وهي اتفاق بين طرفين أو أكثر على تبادل تدفقات نقدية

¹ - سحنون محمود ومحسن سميرة، مخاطر المشتقات المالية ومساهماتها في خلق الأزمات، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية والحكومة العالمية، جامعة فرحات عباس - سطيف 01، الجزائر، 20-21 أكتوبر 2009، ص 03.

في تاريخ معين. وهي المبادلات التي يتبادل طرفاها مدفوعات الفائدة الخاصة بكل منها والمحسوبة بناء على معدلات الفائدة الثابتة أو المتغيرة أو يكون التبادل لمدفوعات خدمة الدين لكل منهما والمقومة بعملات مختلفة، وهذه التقنية تمكن المدينين من تغيير العملة المقوم بها الدين أو طريقة سداد مدفوعات خدمة هذا الدين أو طريقة حساب معدل الفائدة عليه.

2-2- المنتجات المالية التقليدية: وتتمثل أساساً في ما يلي:

أ- **شهادات الإيداع القابلة للتداول:** وتعرف شهادات الإيداع على أنها شهادات تصدرها البنوك والمؤسسات المالية تشهد فيها بأنه قد تم إيداع مبلغ محدد لديها لمدة محددة، تبدأ من تاريخ إصدار الشهادة وتنتهي بتاريخ استحقاقها، وتحمل شهادة الإيداع سعر فائدة ثابتاً، لذلك يترتب على البنك مصدر الشهادة التزام مالي مباشر يتمثل بالقيمة الاسمية للشهادة والفائدة المستحقة عليها.¹

ب- **اتفاقية إعادة الشراء:** تعرف اتفاقية إعادة الشراء بأنها: بيع أوراق مالية أو أصول قابلة للتسييل بسعر محدد، مع التعهد بشرائها من المشتري في تاريخ محدد وسعر محدد يذكر في الاتفاقية. والتسمية الشائعة لهذه الاتفاقية في أسواق النقد هي: اتفاقية الريبو (Repo)، والغالب أن تكون فترة لاستحقاق قصيرة الاجل، ولذا تصنف عمليات الريبو ضمن العمليات المتداولة في أسواق النقد.²

ج- **بطاقة الائتمان:** ظهرت بطاقة الائتمان لتكون ابتكاراً جديداً يضاف إلى

¹ - بدون اسم صاحب المقال، الأسواق المالية، مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، ص 113، تاريخ التحميل: 2014/10/14، على الساعة: 11h03، مقال متوفر على الرابط:

<http://www.kantakji.com/media/7414/b314.pdf>

² يوسف بن عبد الله الشيبلي، أدوات إدارة مخاطر السيولة وبدائل اتفاقية إعادة الشراء في المؤسسات المالية الإسلامية، الرياض، المملكة العربية السعودية، ص 04، تاريخ التحميل: 2014/10/11، على الساعة: 14h34، مقال متوفر على موقع مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية على الرابط:

<http://www.kantakji.com/media/9373/dr-yousif-al-shubaily-1.pdf>

قائمة الابتكارات في المجال المالي، حيث تعد بديلاً عن النقود، تحمل قيمة مالية محددة، وتستخدم في مختلف عمليات البيع والشراء، وبذلك أصبحت وسيلة لتسهيل التعامل في أي مكان وفي أي وقت ممكن.

خاتمة:

من خلال استعراض وتحليل أهم التعاريف التي قدمت للهندسة المالية ولأساسها المتمثل في الابتكار المالي من قبل عديد الباحثين والمنظرين ومصممي المنتجات المالية في المؤسسات المالية، وبعد التطرق إلى أهم أهدافها، بيئة نشأتها وأسباب ظهورها، فضلاً عن التعرف إلى أهم مجالاتها ومنتجاتها نخلص إلى الآتي ذكره:

✓ أن الهندسة المالية تركز على التصميم والتطوير الابتكار للآليات المالية وتعمل على خلق وصياغة الحلول الإبداعية للمشكلات المالية، وهذا في ضوء العمل على تخفيض تكاليف المعاملات وتدنئه المخاطر وفي ذات الوقت تعظيم المكاسب والعوائد المحققة. كما يفترض أن يؤدي الابتكار المالي إلى زيادة كفاءة النظام المالي، مما يجعل الأسواق أكثر تكاملاً وكفاءة وأكثر سيولة وعمقاً. وهذا من الناحية النظرية.

✓ أما من الناحية التطبيقية للهندسة المالية فقد بينت الدراسات أنها سلاح ذو حدين لها جوانب إيجابية للمؤسسة تتمثل في جني الأرباح في المدى القصير دون الإخذ في الحسبان للنتائج المترتبة على المدى الطويل، حيث يمكن أن تكون لها آثاراً سلبية ومخاطر مدمرة للمؤسسات وللاقتصادات برمتها. ومن هنا يطرح التساؤل الآتي: فيما تتجلى نتائج وآثار التطبيقات الخاطئة للهندسة المالية في الواقع العملي؟

قائمة المراجع:

- 1- البديوي محمد فتحي، استخدام الهندسة المالية في إعادة هيكلة المشروعات، المكتبة الاكاديمية، القاهرة، مصر.
- 2- صلاح الدين محمد أمين، الابداع المالي في الأسواق المالية البنك الضامن نموذجاً إطار معرفي وصفي، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة العدد الخاص بمؤتمر الكلية، تاريخ التحميل: 11 أكتوبر 2014 على الساعة 13h11، متاح على الموقع:
<http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&ald=72778>
- 3- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، دار المعارف للنشر، الاسكندرية، مصر، 2003.
- 4- عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي، المؤتمر الدولي الرابع: الازمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الإدارية والاجتماعية، جامعة الكويت، يومي 15-16 ديسمبر 2010.
- 5- لعمش آمال، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة سطيف، 2011.
- 6- نشأت عبد العزيز، فن إدارة المخاطر، مجلة البورصات المصرية، جويلية 2002، العدد 269.
- 7- هناء محمد هلال الحنيطي، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات، المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، الأردن، يومي 01-02 ديسمبر 2010.

8- خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2009.

9- سحنون محمود ومحسن سميرة، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، الملتقى العلمي الدولي حول الازمة المالية والاقتصادية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس - سطيف 01، الجزائر، 20-21 أكتوبر 2009.

10- دون اسم صاحب المقال، الأسواق المالية، مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، تاريخ التحميل: 2014/10/14، على الساعة: 11h03، مقال متوفر على الرابط:

<http://www.kantakji.com/media/7414/b314.pdf>

11- يوسف بن عبد الله الشبيلي، أدوات إدارة مخاطر السيولة وبدائل اتفاقية إعادة الشراء في المؤسسات المالية الإسلامية، الرياض، المملكة العربية السعودية، ص: 04، تاريخ التحميل: 2014/10/11، على الساعة: 14h34، مقال متوفر على موقع مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية على الرابط:

http://www.kantakji.com/media/9373/dr-yousif-al-shubaily_1.pdf

⁻¹²⁻ Jeremy Staum, **Financial Engineering with Stochastic Calculus**, School of Operations Research and Industrial Engineering Cornell University, Ithaca ,New York, 2002.

دور الهندسة المالية في تفعيل صيغ المشاركات في المصارف الإسلامية

د. غرودة عبد الواحد¹

ملخص:

تحتاج الصناعة المصرفية الإسلامية إلى عمليات التطوير الابتكار أكثر من غيرها من الصناعات المصرفية الأخرى، نظراً لكونها صناعة ناشئة من جهة، ولتميزها بفلسفة عمل مختلفة تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة من جهة أخرى. لكن المتتبع لمسار هذه المصارف يجد أنها همشت هذا المبدأ وهو ما أفقدها تميزها عن غيرها من المصارف وحد من قدرتها على خدمة التنمية، لذلك وحتى تحافظ المصارف الإسلامية على هويتها وتقوم بدورها التنموي يجب أن تُفعل صيغ المشاركات عند قيامها بوظيفتها التمويلية، وهو ما يجعل الهندسة المالية ضرورة ملحة لهذه المصارف من أجل ابتكار حلول تجمع بين ضوابط الشريعة الإسلامية واعتبارات الكفاءة الاقتصادية.

الكلمات المفتاحية: الهندسة المالية، صيغ المشاركات، المصارف الإسلامية، التنمية، المخاطر الأخلاقية.

Abstract

Islamic banking industry needs development and innovation more than conventional banking industries, for being a relatively a new emerging industry, and on the hand, to distinguish its it-self from others because of the different philosophy that the Islamic banking carry based on the principle of profit and loss sharing principles. However through an overall assessment on the Islamic finance industry it can be found that the Islamic banking has ignored this principles, which represent the main features that distinguish them from the others, this resulted a limitation to their ability to service the economic

¹ أستاذ محاضر (ب)، جامعة قلمة

development, however in order for the Islamic finance to maintain its identity and play its role significantly, it must promote the profit and loss sharing applications in their business banking operation, by having this approach it makes the financial engineering an urgent need for the Islamic banks for innovation that combines the norms of Shariah and considerations of economic efficiency. **Key words:** financial engineering, partnership, Islamic banks, development, moral hazards.

مقدمة:

لقد نشأ العمل المصرفي الإسلامي وتطور بشكل متسارع منذ سبعينيات القرن الماضي، واستطاعت المصارف الإسلامية منذ نشأتها أن تقوم بوظيفتي تجميع الأموال ومن ثم القيام بتوظيفها في مختلف فروع النشاط الاقتصادي، ولقد نجحت هذه المصارف في توفير قنوات تمويلية واستثمارية لم يعهدها العمل المصرفي من قبل وعلى غير أساس الفائدة الربوية، وفقاً لمبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر.

لكن التجربة العملية للمصارف الإسلامية أثبتت أن هذه المصارف انحرفت عن المسار الذي وضعه المنضرون الأوائل لها، حيث اعتمدت في تمويلاتها على صيغ التمويل القائمة على المدائنت، وهي صيغ تقترب في فلسفة عملها من فلسفة عمل المصارف الربوية، وأهملت صيغ التمويل القائمة على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة.

إن هذا الانحراف أثر سلباً على سمعة المصارف الإسلامية وأفقدتها تميزها عن غيرها من المصارف، كما حد من قدرتها على خدمة التنمية الاقتصادية، باعتبار أن هذه الصيغ تعد من التمويلات الطويلة الأجل التي تساهم في حل العديد من المشاكل التمويلية للمؤسسات. وأمام هذا الواقع أصبح من الضروري استخدام المصارف الإسلامية للهندسة المالية من أجل تفعيل صيغ المشاركات، من خلال ابتكار حلول تجمع بين المصادقية الشرعية

والكفاءة الاقتصادية.

ومن الطرح السابق، يمكن صياغة إشكالية هذه الورقة في السؤال

الآتي:

ما هو الدور الذي يمكن أن تلعبه الهندسة المالية في تفعيل صيغ المشاركات في المصارف الإسلامية؟

ولمعالجة الموضوع والإحاطة به من كل جوانبه تم تقسيم هذه الدراسة

إلى الأجزاء الآتية:

1. الهندسة المالية: تعريفها وخصائصها في المنهج الإسلامي.
2. تطبيق صيغتي المضاربة والمشاركة في المصارف الإسلامية.
3. دور الهندسة المالية في تقويم مسار المصارف الإسلامية.
4. الأهمية الاقتصادية لصيغ المشاركات ودور الهندسة المالية في تفعيلها.

1. الهندسة المالية: تعريفها وخصائصها في المنهج الإسلامي

تقوم فلسفة عمل المصرف التقليدي على التعامل بنظام معدل الفائدة أخذا وعطاء، إذ يقوم بقبول الودائع مقابل معدل فائدة، ويقدم قروضا بمعدل فائدة أعلى لتحقيق هامش ربح من وراء هذه العملية. أما المصرف الإسلامي فهو يجتهد باستخدام العقود الشرعية الصحيحة ليقوم بالوفاء بالالتزامات المصرفية التمويلية دون استخدام نظام الفائدة الثابتة التي اجمع العلماء على أنها هي الربا المحرم، وهو ما أدى إلى استنباط كثير من التسهيلات التمويلية المبنية على عقود شرعية مثل المضاربة، المشاركة، المرابحة، السلم، الاستصناع، الإجارة وغيرها. ولا يصح أن يقتصر الأمر على العقود السابقة ولكن المفروض أن يتواصل الاجتهاد ليتم استنباط وتطوير منتجات جديدة، بحيث تفي باحتياجات العصر وتقدم أفضل وأحسن خدمة تمويلية ومصرفية يحتاجها المجتمع الإسلامي، دون أن تقع في محرم شرعي أو تستخدم عقدا يتنافى مع القواعد الشرعية المتفق عليها. وهو اجتهاد محمود يتطلب وجود

هندسة مالية تمكن المصرف الإسلامي من تحقيق أهدافه¹.

1.1. تعريف الهندسة المالية

وردت عدة تعاريف للهندسة المالية نذكر منها:

التعريف الأول: "تعنى الهندسة المالية تصميم وتطوير عمليات و أدوات مالية مستحدثة، و تقديم حلول خلاقية و مبدعة للمشكلات المالية"².

التعريف الثاني: "الهندسة المالية هي تصميم وتطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة، وتقديم حلول خلاقية ومبدعة للمشكلات الاقتصادية والمالية. ولا يقتصر دورها على المنتجات الجديدة فحسب، بل يمتد كذلك إلى محاولات تطوير أدوات وأفكار قديمة لخدمة أهداف منشآت الأعمال"³.

التعريف الثالث: تعني الهندسة المالية "التصميم، والتطوير، والتنفيذ، لأدوات واليات مالية مبتكرة، والصياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل"⁴. ونلاحظ أن التعريفات السابقة رغم اختلافها في اللفظ إلا أنها اتفقت على أن الهندسة المالية تتضمن نوعين من الأنشطة:

- ❖ ابتكار أدوات مالية واليات تمويلية جديدة لم تكن موجودة من قبل.
- ❖ ابتكار حلول جديدة لمواجهة المشاكل والعقبات التي تواجه اليات التمويل الموجودة.

أما عن تعريف الهندسة المالية في المنهج الإسلامي فهو لا يختلف عن التعريفات السابقة إلا في كونه يشترط ضرورة أن يكون ما تتضمنه

¹ . كوثر الأبي، إستراتيجية التطوير في القطاع المصرفي العربي في مواجهة تحديات العولمة، المؤتمر الرابع حول إستراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة فيلادلفيا، الأردن، 15،16 مارس 2005، ص ص 11،12.

² Finnerty. J.D, **Financial engineering in corporate finance: An overview**, financial management, vol.17, no.4, 1988, p56.

³ . نشأت عبد العزيز، فن إدارة المخاطر، مجلة البورصة المصرية، عدد 269، مصر، جويلية 2002، ص 32.

⁴ . عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز في الاقتصاد الإسلامي، المجلد 20، العدد 2، المملكة العربية السعودية، 2007، ص 11.

الهندسة المالية من إبداع وابتكار موافقا للشرعية الإسلامية، ولذلك عرفت الهندسة المالية الإسلامية على أنها: " التصميم، والتطوير، والتنفيذ، لأدوات واليات مالية مبتكرة ، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار توجيهات الشرع الحنيف"¹.

2.1 . خصائص الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي

تهدف الهندسة المالية الإسلامية إلى إيجاد وتطوير منتجات وأدوات مالية تجمع بين المصدقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية. فالمصدقية الشرعية هي الأساس في كونها إسلامية، والكفاءة الاقتصادية هي الأساس في قدرتها على تلبية الاحتياجات الاقتصادية ومناقسة الأدوات التقليدية.

أ. المصدقية الشرعية

لا بد أن يكون المقصود من الهندسة المالية في المنهج الإسلامي تلبية مصلحة حقيقية للمتعاملين في السوق المالية وليس مجرد ابتكار عقد صوري من العقود الوهمية، كما هو الحال في العقود المبتكرة في الاقتصاد الوضعي والتي غالبا ما يميزها محاولات الالتفاف على الأنظمة والقوانين والاحتيايل عليها. فالحيل الشرعية الفقهية لا تنتج قيمة مضافة ولا تلي حاجة فعلية من وجهة نظر الشرع الحنيف، بل ولا تدخل تحت مفهوم الهندسة المالية المنشودة في الصناعة المالية الإسلامية². ومعنى ذلك أن تراعي المصارف الإسلامية مبدأ المصدقية الشرعية بابتكار منتجات إسلامية تكون موافقة للشرع بأكبر قدر ممكن، و هذا يتضمن الخروج من الخلاف الفقهي قدر المستطاع³.

¹ . فتح الرحمن علي محمد صالح، أدوات سوق النقد الإسلامية- مدخل الهندسة المالية الإسلامية-، مجلة المصرفي، العدد26، بنك السودان، الخرطوم، ديسمبر 2002، من الموقع http://www.bankofsudan.org/arabic/period/masrafi/vol_26/masrafi_26.htm تاريخ الإطلاع 2014/08/018

² . سلطان بن عايض البقمي، المحاسبة المالية وتحديات الهندسة المالية، من الموقع <http://harashey.roo7.biz/t11-topic> تاريخ الإطلاع 2014/08/018

³ . أحمد محمد نصار، استراتيجيات الابتكار المالي في المصارف الإسلامية، من الموقع:

ب. الكفاءة الاقتصادية

بالإضافة إلى المصادقية الشرعية تتميز الهندسة المالية الإسلامية بخاصية أخرى مناظرة لتلك التي تتميز بها الهندسة المالية التقليدية وهي الكفاءة الاقتصادية. و ينبغي لمنتجات صناعة الهندسة المالية الإسلامية أن تكون ذات كفاءة اقتصادية عالية مقارنة بالمبتكرات المالية التقليدية، وذلك لما يحمله الاقتصاد الإسلامي من مقومات نجاح لا تتوفر في الاقتصاد الوضعي، والتي من أهمها ارتباط هذا الاقتصاد بالقيم الأخلاقية، واحترامه لمبدأ الأولويات في الاستثمار، واعتماده على الية الربح والخسارة والتي تحوز على إيجابيات عدة مكنت من تجنب مساوئ نظام معدل الفائدة، ومن توظيف الموارد المالية بكفاءة أكبر .

2. تطبيق صيغتي المضاربة والمشاركة في المصارف الإسلامية

يزخر الاقتصاد الإسلامي بالعديد من صيغ التمويل التي القائمة على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، كالمضاربة والمشاركة والمساقات والمزارعة والمغارسة، ونظرا لطبيعة الوساطة المالية التي يجب أن يقوم عليها نشاط المصارف بصفة عامة، نجد أن صيغتي المضاربة والمشاركة هما الصيغتين الاقرب لفلسفة التمويل المصرفي الإسلامي، لذلك سنتقصر دراستنا على هاتين الصيغتين:

1.2. صيغة المضاربة: تعريفها و تطبيقها في المصارف الإسلامية

تعد صيغة المضاربة من أهم صيغ التمويل الإسلامي، سواء كان ذلك على صعيد الافراد والجماعات أو على صعيد المؤسسات المالية، فهي تتميز بكفاءة وفاعلية تعمل على تجميع المدخرات ووضعها في أيدي أصحاب المهارة بهدف تنميتها .

أ. تعريف المضاربة

وردت عدة تعاريف للمضاربة من الناحية الاصطلاحية نذكر منها :
التعريف الأول: "هو أن يعقد على مال يدفعه لغيره ليتجر فيه على أن يكون الربح مشتركاً بينهما"¹.

التعريف الثاني: "هي عقد شراكة في الربح من رجل، وعمل من آخر"².
التعريف الثالث: "عقد على المشاركة في الاتجار بين مالك لرأس المال، وعامل يقوم بالاستثمار بما لديه من الخبرة، ويوزع الربح بينهما في نهاية كل صفقة بحسب النسب المتفق عليها، أما الخسارة إذا وقعت فيتحمّلها رب المال وحده، وبخسر المضارب جهده أو عمله. أي أن رأس المال من طرف، والإدارة والتصرف من طرف آخر"³.

ويتضح لنا أن التعاريف السابقة رغم اختلاف الفاظها إلا أنها تتفق جميعها على معنى واحد وهو أنه: ليس للعامل أي نصيب في رأس المال، وإنما ينحصر نصيبه من هذه الشركة في الربح الناتج عنها بالقدر الذي تم الاتفاق عليه بينه وبين صاحب رأس المال بنسبة شائعة بينهما، وإذا خسرت الشركة فإن الخسارة تكون على صاحب المال وحده ولا يتحمل عامل المضاربة شيئاً منها سوى ضياع جهده وعمله، إذ ليس من العدل أن يضيع عليه جهده وعمله ثم يطالب بمشاركة رب المال فيما ضاع من ماله ما دام ذلك لم يكن عن تقصير وإهمال.

ب. تطبيق صيغة المضاربة في المصارف الإسلامية

تقسم المضاربة في الفقه الإسلامي حسب معيارين أساسيين:
المعيار الأول: من حيث الشروط ويمكن تقسيم المضاربة من حسب هذا

¹ عبد الله بن إبراهيم الشافعي، حاشية الشرقاوي، دار الكتب العلمية، ج 3، ط 1، بيروت، 1997، ص 218.

² عبد المطلب عبد الرزاق حمدان، المضاربة كما تجرّها المصارف الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة، دار الفكر

الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص 9.

³ وهبه الزحيلي. المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر، ط1، دمشق، 2002، ص 438.

المعيار إلى:

- ❖ **مضاربة مقيدة:** وهي التي يشترط فيها رب المال على المضارب بعض الشروط لضمان ماله¹، كتعيين مجال العمل، والمكان، والزمان، أو من يعامله.
- ❖ **مضاربة مطلقة:** هي أن يدفع رب المال ماله مضاربة من غير تعيين مجال العمل، ولا المكان ولا الزمان، ومن غير تحديد مع من يتعامل المضارب². ومعنى ذلك أن للمضارب كامل الحرية بالتصرف في المال دون مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية.

المعيار الثاني. من حيث عدد الشركاء: يمكن تقسيم المضاربة حسب هذا المعيار أيضا إلى قسمين:

- ❖ **مضاربة ثنائية.** هي المضاربة التي تتم بين طرفين يقدم فيها الطرف الأول المال ويقدم الطرف الثاني العمل. أي تكون العلاقة فيها ثنائية بين العامل ورب المال فقط.
 - ❖ **مضاربة مشتركة أو متعددة:** وهي التي تكون فيها العلاقة متعددة، وذلك بأن يتعدد فيها المالكون لرأس المال وينفرد فيها المضارب، أو ينفرد فيها صاحب رأس المال ويتعدد المضاربون، أو يتعدد كل من المالكين والمضاربين³.
- وتقوم الطبيعة المصرفية للمضاربة على أساس أن يعرض المصرف

¹ موسى عمر مبارك أبو محميد، مخاطر صيغ التمويل الإسلامي وعلاقتها بمعيار كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية من خلال معيار بازل 2، رسالة دكتوراه غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، 2008، ص 92.

² عبد المطلب عبد الرزاق حمدان، مرجع سابق، ص 19.

³ عبد الرزاق رحيم جدي الهيثي، المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار أسامة، ط1، الأردن، 1998، ص 471.

الإسلامي - باعتباره مضاربا أو وسيطا بين رب المال والعامل - على أصحاب الأموال استثمار مدخراتهم، كما يعرض المصرف - باعتباره صاحب المال أو وكيلًا عن أصحاب الأموال - على أصحاب المشروعات الاستثمارية استثمار تلك الأموال، على أن توزع الأرباح بينهما حسب الاتفاق¹. ومعنى ذلك أن عقد المضاربة في المصارف الإسلامية يستخدم لتحقيق هدفين:

الأول: لحشد الأموال والمدخرات، حيث يقوم المصرف باستقطاب الودائع الاستثمارية من المدخرين بموجب عقد المضاربة، على أن يقوم باستثمارها. وفي هذا الجانب يكون المصرف هو العامل (المضارب)، وصاحب الوديعة هو رب المال، ويتم اقتسام الربح بنسبة شائعة بين الطرفين، وفي حالة حدوث خسائر بدون تعدي أو تقصير فإن الخسارة سيتحملها المودع، ولذلك فإن مخاطر الاستثمارات الممولة من الحسابات المشتركة سيتحملها أصحاب هذه الحسابات إلا إذا حدث تعدي أو تقصير من طرف المصرف.

الثاني: استثمار هذه الودائع بصيغ التمويل المختلفة ومن ضمنها عقد المضاربة، حيث يقوم المصرف بمنح عملائه بعد إجراء الدراسة المالية والائتمانية مبالغ معينة يعملون بها في نشاطات محددة وفق عقد المضاربة، وهنا يكون المصرف هو رب المال، والمستثمر هو المضارب (العامل)، على أن يتم اقتسام الربح بنسبة شائعة، والخسارة على المصرف فقط إلا في حالة تعدي وتقصير من المضارب فإنه يتحمل الخسائر.

ولتحقيق هاذين الهدفين غالبا ما يعتمد المصرف الإسلامي على المضاربة المطلقة في حالة كونه مضاربا، وعلى المضاربة المقيدة في حالة كونه رب المال، كما يطبق أسلوب المضاربة المشتركة باعتبارها الأنسب للعمل المصرفي الحديث الذي يتميز بتعدد العلاقات. فالمضاربة الفردية يكون فيها العقد فرديا لا مجال فيه لتعدد العلاقات، وهي بذلك بعيدة عن واقع

¹ حمزة عبد الكريم محمد حماد. مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 60، 61.

الاستثمار الذي يجري العمل به في المصارف الإسلامية، إلا في الحالات التي يقوم فيها المصرف بمباشرة أعمال المضاربة بنفسه، وهذا قلما يحدث لأن المصارف الإسلامية تعتمد في الغالب على منح الودائع الاستثمارية لمن يريد استثمارها¹.

2.2. صيغة المشاركة: تعريفها و تطبيقها في المصارف الإسلامية

أ. تعريف المشاركة:

وردت العديد من التعاريف التي حاولت تحديد مفهوم المشاركة من الناحية الاصطلاحية، نذكر منها:

التعريف الأول: "هي ثبوت الحق في شيء واحد لأثنين فأكثر على الشيوخ"².

التعريف الثاني: "ثبوت الحق في مال لأثنين أو أكثر بقصد الاستغلال والريح"³.

التعريف الثالث: "عقد بين اثنين أو أكثر على أن يكون الأصل - رأس المال - والريح أو الخسارة مشتركا بينهم حسب ما يتفقون عليه"⁴.

وبناء على هذه التعاريف يمكن تعريف المشاركة على أنها عقد بين اثنين أو أكثر يلتزم فيه كل واحد منهم بوضع حصة في رأس المال لعمل مشترك بينهم، على أن يتحصل كل طرف على الربح أو يتحمل الخسارة وفقا لحصة كل واحد منهم من رأس المال أو حسب الاتفاق.

ب. تطبيق المشاركة في المصارف الإسلامية

تقوم المشاركة في المصارف الإسلامية على أساس تقديم المصرف جزءا

¹ عبد الرزاق رحيم جدي الهيئي، مرجع سابق، ص ص 472، 473.

² صالح بن إبراهيم البلهيني، السلسبيل في معرفة الدليل حاشية على زاد المستنقع، مكتبة نزار مصطفى الباز، ج3، الرياض، 1996، ص 139.

³ أمير عبد العزيز، فقه الكتاب والسنة، دار السلام، المجلد 3، ط1، مصر، 1999، ص 1697.

⁴ عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، الإدارة الإستراتيجية في البنوك الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة 1425 هـ، 2004، ص 167.

من التمويل اللازم لتنفيذ مشروع معين، بينما يقوم العميل بتغطية الجزء الباقي من التمويل، كما يقوم المصرف بهذه العملية دون اشتراط فائدة ثابتة كما هو الحال في التمويل بالمصارف التقليدية، وإنما يشارك المصرف المتعامل في الناتج المتوقع ربحاً كان أو خسارة، وذلك في ضوء قواعد وأسس توزيعه متفق عليها بين المصرف والمتعامل.

ومن أبرز صور تطبيق المشاركة في المصرف الإسلامي: المشاركة الدائمة، والمشاركة المتناقصة أو المنتهية بالتملك.

❖ المشاركة الثابتة

هي قيام المصرف الإسلامي بالمساهمة في تمويل جزء من رأس مال مشروع معين، مما يترتب عليه أن يكون شريكاً في ملكية هذا المشروع وشريكاً كذلك في كل ما ينتج عنه من ربح أو خسارة بالنسب التي يتم الاتفاق عليها والقواعد الحاكمة لشروط المشاركة، على أن يبقى لكل طرف من الاطراف حصصه الثابتة في المشروع إلى حين انتهاء مدة المشروع أو الشركة المؤسسة لممارسة النشاط المتفق عليه. وهي تسمى بالمشاركة الثابتة لأنها مرتبطة بالمشروع الذي تم تمويله، فهي ثابتة ما دام المشروع مستمراً، تبقى ببقائه وتنتهي بانتهائه¹.

❖ المشاركة المتناقصة (المنتهية بالتملك)

المشاركة المتناقصة أو المشاركة المنتهية بالتملك هي نوع من المشاركة، يكون من حق الشريك فيها أن يحل محل المصرف في ملكية المشروع تدريجياً، إما دفعة واحدة أو على دفعات حسبما تقتضي الشروط المتفق عليها وطبيعة العملية². وهي بهذا المعنى تختلف عن المشاركة الثابتة

¹ نفس المرجع، ص 175.

² محمد البتاجي، صيغ التمويل الإسلامية المشاركة المتناقصة، عن الموقع

<http://www.bltagi.com/portal/articles.php?action=show&id=5> تاريخ الإطلاع 2014/08/5.

في عنصر الدوام والاستمرار، فالمصرف في هذه الاداة لا يقصد الاستمرار بالشركة ويعطي الحق للشريك الآخر في الاحلال محله في ملكية المشروع، في حين أن المصرف في الشركة الدائمة يقصد الاستمرار في الشركة حتى نهايتها وتصفيتها.

وإطلاق لفظ "المشاركة المتناقصة" يشير إلى تبني وجهة نظر البنك الذي يمول، حيث إن مشاركته تتناقص كلما استرد جزءاً من تمويله، وأن البعض يطلق على نفس النوع "المشاركة المنتهية بالتمليك" وهنا يكون إطلاق الاسم من وجهة نظر طالب التمويل أو الشريك، لأنه سيتمك المشروع أو العملية في نهاية الأمر بعد أن يتمكن من رد التمويل إلى البنك¹.

3. دور الهندسة المالية في تقويم مسار المصارف الإسلامية

تحوز صيغتي المضاربة والمشاركة مكانة عالية في الفكر الاقتصادي الإسلامي، مما يعني أن فقدانهما لمكانتهما في التطبيق العملي ينبأ بوجود خلل في تطبيق الصيرفة الإسلامية، وهو ما يتطلب العمل على إعادة هاتين الصيغتين إلى المكانة التي تستحقهما، ولن يتم ذلك إلا بابتكار حلول لتجاوز العراقيل التي تقف أمام تطبيقهما. والهندسة المالية باعتبارها تشمل التصميم، والتطوير، والتنفيذ، لأدوات واليات مالية مبتكرة، والصياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل القائمة، أصبحت ضرورة ملحة تطرح نفسها كحل للعراقيل التي حالت دون تطبيق المصارف الإسلامية لهاتين الصيغتين، فالجدول التالي يبين لنا مدى التهميش التي تتعرض له هاتين الصيغتين في مجموعة من المصارف الإسلامية الرائدة في بلدانها (انظر الجدول رقم 01 في الملحق المرفق لهذا المقال). نلاحظ من خلال الجدول:

¹ رجب أبو مليح محمد، من صيغ التمويل المعاصرة: المشاركة المنتهية بالتمليك، عن الموقع، تاريخ الإطلاع <http://www.islamfeqh.com/Forums.aspx?g=posts&t=309.2014/08/05>

- أن نسبة التمويل بالمضاربة والمشاركة في البنوك محل الدراسة كانت ضعيفة جداً، حيث كانت في أغلبها تقارب الواحد بالمائة، وهي نسبة تكاد تكون معدومة.
 - لم يعتمد بنك الراجحي السعودي على التمويل بالمشاركة والمضاربة خلال السنتين محل الدراسة، وكذلك بالنسبة لمأي بنك إسلام الماليزي حيث لم يعتمد على صيغة المضاربة في تمويلاته سنة 2010.
 - أكبر نسبة للتمويل بصيغة المضاربة سجلها بنك قطر الإسلامي سنة 2009 حيث قدرت بـ 4.47 بالمائة وهي نسبة ضئيلة جداً.
 - أكبر نسبة للتمويل بصيغة المشاركة سجلها بنك البركة البحريني سنة 2010 حيث قدرت بـ 6.43 بالمائة وهي نسبة ضئيلة جداً.
- إن ابتعاد هذه المصارف عن التمويل بصيغتي المضاربة والمشاركة جعل المصارف الإسلامية تنحرف عن مسارها، لأن فكرة المفاضلة بين أساليب التمويل عند بداية عمل المصارف الإسلامية لم تكن مطروحة أصلاً، وذلك لكون أساس عمل المصرف الإسلامي في النموذج الذي طرحه المؤسسون هو الاشتراك في الربح والخسارة بعقود المشاركات، ولم يكن هناك مجال لتطبيق أساليب التمويل بأنواعها المختلفة كما تطبقها المصارف الإسلامية حالياً.
- وفي هذا يقول الدكتور محمد علي القرني "إن أساس عمل المصرف الإسلامي في نظر المؤسسين هو الشركة والمضاربة، فهو يأخذ الأموال من الناس على أساس عقد القراض ثم يقدمها إلى من يعمل فيها على أساس الاشتراك في الربح والخسارة بعقود المضاربة والمشاركة وغيرها. وهذا اتجاه أجمع عليه المؤسسون حتى أن منهم من قال: حتى الحسابات الجارية تستحق جزءاً من الربح وعلى البنك أن يشارك بها مباشرة في المشاريع الصناعية والزراعية"¹.

¹. محمد علي القرني، البنك الإسلامي بين فكر المؤسسين والواقع المعاصر، منتدى الفكر الإسلامي، منظمة

ويقول الدكتور عطية السيد فياض في هذا الصدد: "ويتتبع مسيرة المصارف الإسلامية نجد أنها قد بدأت بداية صحيحة في تطبيقاتها للمنهج الشرعي في الاستثمار واستوعبت أدواته كلها من مضاربة، ومشاركة، وقرض حسن وغير ذلك، وكان مبدأ التوظيف بالمشاركة في الأرباح والخسائر هو القاعدة الأساسية للنمط المصرفي الجديد التي دعت إليه"¹.

لذلك يرى معظم الباحثين أن استمرار المصارف الإسلامية في استخدام عقود المربحة في معظم أنشطتها كما هو سائد اليوم سوف تنمي فكرة الربح والدخل الأقل مخاطرة والناجمة عن الأنظمة المصرفية القائمة على الفائدة، وهو ما يفقد هذه المصارف صفة التميز التي طالما تغنت بها². وفي حقيقة الأمر سيؤدي فقدان المصارف الإسلامية لعنصر التميز - الذي يعتبر سمة العصر - إلى تهديد بقائها وتواجدها في السوق المصرفية، لاسيما أمام شدة المنافسة التي أملتتها ظروف العولمة³.

ولن تستطيع المصارف الإسلامية المحافظة على سمعتها الجيدة، إلا إذا استطاعت أن تحافظ على خصوصيتها بما لا يسمح للمصارف التقليدية منافستها، وهذا ما يتطلب وجود هندسة مالية تمكن المصرف الإسلامي من تطبيق مفاهيم مستحدثة لبناء إستراتيجية تسمح ببناء ميزة تنافسية قوية ناجحة. فالمتتبع للأحداث خلال العقدين الأخيرين، ليدرك مدى التطورات الاقتصادية

المؤتمر الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي، المملكة العربية السعودية، يوم الاثنين ربيع الأول 1426 هـ الموافق 2 مايو 2005، ص 6.

¹ . عطية السيد السيد فياض، العوائق والأخطاء الشرعية في عمل المصارف الإسلامية، ندوة بعنوان دور المؤسسات المصرفية الإسلامية في الاستثمار والتنمية، كتاب الوقائع، الجزء الثاني، جامعة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 7-8 ماي 2002م، ص 620.

² . حاتم الشراوي، الجوانب الاجتماعية والاقتصادية لتطبيق عقد المربحة، ندوة خطة الاستثمار في البنوك الإسلامية - الجوانب التطبيقية والمشكلات -، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، 21، 16 يونيو 1987، ص 230.

³ . كوثر الأبجي، مرجع سابق، ص 13

التي تسارعت وتركت آثارا مضاعفة على مختلف القطاعات الاقتصادية. ولم تكن المصارف الإسلامية في منأى عن آثار هذه التغيرات فقد أدى تغير أسلوب إدارة الموارد الاقتصادية إلى النمط الاقتصادي الحر، إلى جانب ترابط أسواق التمويل الدولية بفعل ثورة الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات، إلى فرض ضغوطا تنافسية حادة غير متكافئة بالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، وبالذات في أسواق التمويل والخدمات المصرفية والمالية. وهو ما يستدعي ضرورة تطوير منتجات مالية إسلامية مستحدثة تضمن للمؤسسات قدرا من المرونة ونصيبا سوقيا وافرا يساعدها على المنافسة والاستمرار بفعالية. فالمصارف الإسلامية الآن مطالبة أكثر من أي وقت مضى بضرورة تحقيق معايير الجودة العالمية سواء في منتجاتها المصرفية أو في نمط تعاملها مع الكفاءات البشرية، إذ أن بيئة العولمة تهتم بالجودة وهو ما يستدعي القيام بجهود مضيئة ومتواصلة لتحسين الخدمات المقدمة بغرض استيفاء مقومات تلك المعايير العالمية.

4. أهمية صيغ المشاركات ودور الهندسة المالية في تفعيلها

يعتبر التنوع المتوفر في المنتجات المالية الإسلامية تنوعا حقيقيا وليس صوريا كما في أدوات الهندسة المالية التقليدية، حيث أن كل أداة من أدوات الهندسة المالية الإسلامية لها طبيعة تعاقدية وخصائص تميزها عن غيرها من الأدوات الأخرى، سواء تعلق الأمر بالمخاطر أو الضمانات أو التسعير، وهذا من منطلق أن المقصود بالهندسة المالية هو ما يلبي مصلحة حقيقية للمتعاملين الاقتصاديين في الأسواق وليس مجرد عقد صوري من العقود الوهمية، وهو ما يجعل استخدام الهندسة المالية من أجل تفعيل صيغ المشاركات من الأولويات التي يجب أن تعمل على تطبيقها مختلف المؤسسات المالية الإسلامية.

فالاقتصاديون والفقهاء المسلمون يرون أن البديل الإسلامي للفائدة

المسبقة والثابتة، هو الاستناد إلى الية الريج الناتجة عن أساليب الاستثمار الإسلامي بصفة عامة والمشاركة والمضاربة بصفة خاصة، حيث يصبح العائد على رأس المال النقدي الذي تم تمويل المشاريع الاستثمارية به ورده متوقفين كلياً على إنتاجية المشروع الاستثماري المتوقعة. وعلى الرغم من الدعوة إلى ضرورة الاعتماد على صيغ المشاركات في التمويل إلا أننا رأينا بأن هاتين الصيغتين مهمشتين لدى معظم المصارف، ويعود هذا التهميش في المقام الأول إلى ارتفاع المخاطر الأخلاقية عند التمويل المبني على قاعدة الغنم بالغرم، فهاتين الصيغتين تقومان على الأمانة والثقة في المضارب أو الشريك، فبد المضارب أو الشريك يد أمانة، لا يضمن إلا بالتعدي والتقصير ومخالفة الشروط¹، ومن هنا تزيد المخاطرة في تطبيق الصيغتين وبدرجة أكبر في صيغة المضاربة نظراً للطبيعة الخاصة لها والمتمثلة بعدم السماح لرب المال (المصرف) في التدخل بشؤون الإدارة مع المستثمر.

لذلك وحتى يمكن للمصرف الإسلامي أن يفعل هاتين الصيغتين لا بد عليه من العمل على إيجاد حلول للعقبات التي عرقلت تطبيقهما وخاصة تلك العقبات الناتجة عن المخاطر الأخلاقية. وإذا استطاعة المصارف الإسلامية تحقيق ذلك وإعادة هاتين الصيغتين لمكانتهما الحقيقية، فستكون قد وضعت قدمها في المسار الصحيح التي ينبغي أن تكون عليه، ولا يمكن لهذه المصارف أن تتجاوز هذه العقبات إلا بإتباع هندسة مالية قائمة على توجيهات الشرع الحنيف وذلك قصد تفعيل كل من المشاركة والمضاربة لكونهما مهمتين لدفع عجلة التنمية الاقتصادية في الدول الإسلامية، فهاتين الصيغتين لهما إيجابيات اقتصادية عديدة يمكن توضيحها فيما يلي:

¹ العياشي فداد، مخاطر الثقة في تطبيقات المضاربة وعلاجها، بحوث ندوة البركة الحادية والثلاثون للاقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية، 8،9 رمضان 1431 الموافق 18، 19 أغسطس 2010، ص 232.

- إن توقف ربح المصرف على نجاح المشروع في حالة التمويل بصيغ المشاركات، تدعوه للبحث التام والدقيق عن أفضل مجالات الاستثمار، وتسخير كل إمكانياته وخبراته الفنية في الدراسة والتحليل والتقويم الاحتمالات نجاح المشروع، وبذلك تعين العملاء على عدم الدخول في مشروعات لا تثبت جدارتها الاقتصادية. كما يجتهد المصرف كذلك في متابعة ورصد كل ما يتعلق بمؤشرات النجاح أو الفشل فيعمل على دعم الأول ويجتهد في تذليل الصعوبات التي تعترض سبيل المشروع، وبذلك يطمئن المصرف إلى سير العمل وإلى أن العميل يولي مشروع العناية الكافية، ويحترم التمويل والتعامل الذي يجده من البنك¹. كما يضمن استغلال التمويل وتوجيه الجهد في المشروع المصدق به فعلا، ولا يترك إلا مجالا سهلا لتوجيهه في غير ما طلب له، وذلك لأن استرداد رأس المال وتحقيق الربح يرتبط بنجاح المشروع المسمى، فيضمن بذلك الآثار الجانبية الضارة التي تنجم عن تحويل التمويل من مشروع حيوي وهام إلى مشاريع أخرى قد لا تكون ذات أسبقية عند الدولة، وكل هذا سينعكس في النهاية على التنمية الاقتصادية لأن نجاح التنمية الاقتصادية مرهون بنجاح المشاريع الاستثمارية.
- يتيح أسلوب المضاربة إمكانية تعامل المصرف الإسلامي مع صغار رجال الأعمال والحرفيين وصغار التجار وحديثي التخرج من الجامعات، فحسب فلسفة عمل هذه الصيغة كل شخص يحصل على ثقة المصرف ويحمل مشروعا ناجحا يمكنه الحصول على التمويل، مما يساعد في تنمية طاقاتهم وتذليل الصعوبات والمعوقات المالية والفنية أمامهم، فيشجعهم ذلك على الإقبال على المشروعات الانتاجية والصناعية، عكس

¹ أحمد علي عبد الله، مستقبل المصارف الإسلامية والمستجدات، اتحاد المصارف الإسلامية، بيروت، 1989، ص 207.

المصارف التقليدية التي تركز غالبا على إعطاء القروض لكبار العملاء الذين يستطيعون تقديم الضمانات ويحرم صغار رجال الأعمال والحرفيين من خدمات البنوك التقليدية في مجال التمويل، وهذا بدوره يؤثر على النمو والتطور.

-في ظل نظام المشاركة التي تتعامل به المصارف الإسلامية تزداد المشروعات نظرا لتشجيع المنتجين وشعورهم بالاطمئنان لتيقنهم أن المصارف ستشاركهم السراء والضراء، ولن تحسب عليهم فوائد مركبة في حالة تأجيل الدفع كما هو الحال في المصارف الربوية، فحسب شروط صحة هذه الصيغة (المشاركة) إذا حصلت خسارة وجب على البنك تحمل نصيبه منها بدلا أن يتحملها العميل كاملة، وهذا يمثل حافزا قويا لدخول الأفراد في استثمارات إنتاجية. والحال نفسه بالنسبة لصيغة المضاربة إذ أن الخسارة التي يتعرض لها المستثمر (صاحب المشروع الاستثماري) الذي يعمل برأس مال مشترك، تتمثل في أنه سيجد نفسه في النهاية بلا أجر على مجهوداته التنظيمية دون أن تتعرض أمواله الخاصة لأي سلخ -إلا في حالة التقصير - كما هو في التمويل الذي يتم على أساس الفائدة المسبقة والثابتة، الأمر الذي يترتب عليه في النهاية عدم خروج المستثمر الذي ال مشروعه الاستثماري إلى الخسارة من النشاط الإنتاجي، بل ربما يكون ذلك حافزا على ارتياد مجالات إنتاجية جديدة¹.

- أن مشاركة المؤسسة الممولة للمشروع الاستثماري بخبرتها وإدارتها وعملها، فيها رعاية وحماية للمستثمر (صاحب المشروع الاستثماري) من مخاطر كان من الممكن أن يقع فيها لو لا مشاركة المؤسسة المالية له، لأن في هذه المشاركة ضمانا لنجاح المشروعات الاستثمارية التي مولتها

¹ . هاني حسين نبي، حوافز الاستثمار في النظام الاقتصادي الإسلامي، دار الكندي، الأردن، 2003، ص

تلك المؤسسة، كما أن فيها مزاجية بين الخبرة والجهد من جهة، وبين العمل والمال من جهة أخرى، الأمر الذي يشكل قوة حفز دافعة لأصحاب الأموال المدخرة لاستثمارها عن طريق المشاركة. كما أن مشاركة المؤسسة الممولة بخبرتها وإدارتها وعلمها حفظ لثروة المجتمع من أن يتعرض لأي تبديد يمكن أن يحدث نتيجة لعدم توفر الخبرة الكافية لمستثمر لا تتوفر فيه المتطلبات العلمية والنظرة الفاحصة والخبرة العملية التي تحميه أثناء ممارسته لعمله.

- إن غلق باب التوظيف على أساس الربا وفتح الباب أمام التوظيف الذي يستند إلى الية الربح، سيؤدي إلى إقبال المسلمين على استثمار أموالهم بدلا من اكتنازها خشية من الربا. فضلا عن أنه يحد من تسرب أموال المسلمين إلى المصارف الربوية الأجنبية التي تصل إليها من المصارف المحلية، طبقا للأوضاع الحالية التي تعتمد فيها المصارف على الفرق بين سعر الفائدة الدائنة والمدينة، فتستفيد منها اقتصادياتها وتحرم مجتمعاتنا منها في تدعيم طاقات الانتاج.

- إن الاعتماد على الية الربح يكون له دور فعال في النهوض بالاقتصاد المحلي، وذلك لكون التمويل الإسلامي ذو طابع تنموي مباشر، باعتباره يقوم على المشاركات الفعلية في العملية الانتاجية، سواء كان ذلك بغرض تمويل مشروع عقاري أو صناعي أو تجاري أو زراعي (تأسيس مصنع أو استيراد مواد خام أو الآلات وسيارات أو إنشاء المزارع وتنمية القطاع الإنتاجي الحيواني...) وجميع هذه الاغراض إنتاجية تسهم في زيادة الاستثمار الكلي في المجتمع، وبالتالي تزيد معدلات التنمية في المجتمع، وتوجد فرص العمل، وتعمل على إنماء الأرض. كما يمتاز التمويل المصرفي الإسلامي بتركيزه على المشكلات الاقتصادية التي لها صلة بالقضايا الاجتماعية، مثل الفقر والتخلف والبطالة.

خاتمة:

تناولنا في هذه الورقة بشيء من التفصيل والتحليل موضوع دور الهندسة المالية في تفعيل صيغ التمويل بالمشاركات في المصارف الإسلامية، وقد خلصنا إلى مجموعة من النتائج يمكن إبرازها في الآتي:

- لم تهتم المصارف الإسلامية بصيغ التمويل بالمشاركات عند تقديم التمويل لعملائها، وهو ما يعد انحرافاً عن المسار الذي وضعه المؤسسون الأوائل لها.
- إن استمرار المصارف الإسلامية في تهميش صيغ المشاركات و استخدام عقود المربحة في معظم أنشطتها سوف ينمي فكرة الربح والدخل الأقل مخاطرة والناجمة عن الأنظمة المصرفية القائمة على الفائدة، وهو ما يفقد هذه المصارف صفة التميز التي طالما تغنت بها.
- للهندسة المالية علاقة وطيدة بالتحوط الذي يقصد به انقضاء المخاطر وتخفيف آثارها حال وقوعها. وبالنسبة للتمويل بصيغ المشاركات فإن المخاطر تتلخص في فوات ربح متوقع، أو الخسارة من رأس المال. ومن هنا تعرف الهندسة المالية الإسلامية بأنها ابتكار الحلول المالية وتمييطها في منتجات تحقق الاغراض المالية مع السلامة الشرعية.
- لن تستطيع المصارف الإسلامية المحافظة على سمعتها الجيدة، إلا إذا استطاعت أن تحافظ على خصوصيتها بما لا يسمح للمصارف التقليدية منافستها، وهذا ما يتطلب وجود هندسة مالية تمكن المصرف الإسلامي من تطبيق مفاهيم مستحدثة لبناء إستراتيجية تسمح ببناء ميزة تنافسية قوية ناجحة.
- إذا استطاعت المصارف الإسلامية إعادة صيغتي المضاربة والمشاركة لمكانتهما الحقيقية، فسنكون قد وضعت قدمها في المسار الصحيح التي ينبغي أن تكون عليه، ولا يمكن لهذه المصارف أن

تتجاوز هذه العقبات إلا بإتباع هندسة مالية قائمة على توجيهات الشرع الحنيف وذلك قصد تفعيل كل من المشاركة والمضاربة لكونهما مهمتين لدفع عجلة التنمية الاقتصادية.

- ثمة محددات ترسم ملامح الهندسة المالية الإسلامية، من أهمها الالتزام بالمشاركة في الربح أو الخسارة بنص واضح لا يقبل التأويل حتى لا يتم الالتفاف حوله في محاولة إضفاء صبغة إسلامية على المنتجات التقليدية.

قائمة المراجع:

1. كوثر الأبي، إستراتيجية التطوير في القطاع المصرفي العربي في مواجهة تحديات العولمة، المؤتمر الرابع حول إستراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة فيلادلفيا، الأردن، 15،16 مارس 2005.
2. نشأت عبد العزيز، فن إدارة المخاطر، مجلة البورصة المصرية، عدد 269، مصر، جويلية 2002.
3. عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز في الاقتصاد الإسلامي، المجلد 20، العدد 2، المملكة العربية السعودية، 2007.
4. فتح الرحمن علي محمد صالح، أدوات سوق النقد الإسلامية- مدخل الهندسة المالية الإسلامية-، مجلة المصرفي، العدد 26، بنك السودان، الخرطوم، ديسمبر 2002، من الموقع http://www.bankofsudan.org/arabic/period/masrafi/vol_26/masrafi_26.htm
5. سلطان بن عايض البقمي، المحاسبة المالية وتحديات الهندسة المالية، من الموقع <http://harashey.roo7.biz/t11-topic>
6. أحمد محمد نصار، استراتيجيات الابتكار المالي في المصارف الإسلامية، من الموقع www.kantakji.org/fiqh/Files/Finance/95.txt
7. عبد الله بن إبراهيم الشافعي. حاشية الشرقاوي، دار الكتب العلمية، ج 3، ط 1، بيروت، 1997.
8. عبد المطلب عبد الرزاق حمدان، المضاربة كما تجريها المصارف الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2008.

9. وهبه الزحيلي. المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر، ط1، دمشق، 2002.
10. موسى عمر مبارك أبو محميد. مخاطر صيغ التمويل الإسلامي وعلاقتها بمعيار كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية من خلال معيار بازل، رسالة دكتوراه غير منشورة، الاكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الاردن، 2008.
11. عبدالرزاق رحيم جدي الهيثي. المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار أسامة، ط1، الاردن، 1998.
12. حمزة عبد الكريم محمد حماد، مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية، دار النفائس، ط1، الاردن، 2008.
13. صالح بن إبراهيم البلهيثي. السلسيل في معرفة الدليل حاشية على زاد المستنقع، مكتبة نزار مصطفى الباز، ج3، الرياض، 1996
14. أمير عبد العزيز. فقه الكتاب والسنة، دار السلام، المجلد 3، ط1، مصر، 1999.
15. عبد الحميد عبد الفتاح المغربي. الإدارة الاستراتيجية في البنوك الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة 1425 هـ، 2004م.
16. محمد البلتاجي. صيغ التمويل الإسلامية المشاركة المتناقصة، عن الموقع
<http://www.bltagi.com/portal/articles.php?action=show&id=5>
17. رجب أبو مليح محمد. من صيغ التمويل المعاصرة: المشاركة المنتهية بالتملك، عن الموقع
<http://www.islamfeqh.com/Forums.aspx?g=posts&t=309>
18. محمد علي القرني، البنك الإسلامي بين فكر المؤسسين والواقع المعاصر، منتدى الفكر الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، مجمع

- الفقه الإسلامي، المملكة العربية السعودية ، يوم الاثنين ربيع الأول
1426 هـ الموافق 2 مايو 2005.
19. عطية السيد السيد فياض، العوائق والأخطاء الشرعية في عمل المصارف
الإسلامية، ندوة بعنوان دور المؤسسات المصرفية الإسلامية في
الاستثمار والتنمية، كتاب الوقائع، الجزء الثاني، جامعة الشارقة، الامارات
العربية المتحدة، 7-8 ماي 2002م.
20. حاتم الشرقاوي، الجوانب الاجتماعية والاقتصادية لتطبيق عقد المرابحة،
ندوة خطة الاستثمار في البنوك الإسلامية- الجوانب التطبيقية
والمشكلات-، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي
للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، 21،16 يونيو 1987.
21. العياشي فداد، مخاطر الثقة في تطبيقات المضاربة وعلاجها، بحوث
ندوة البركة الحادية والثلاثون للاقتصاد الإسلامي، المملكة العربية
السعودية، 9،8 رمضان 1431 الموافق 18، 19 أغسطس 2010.
22. أحمد علي عبد الله، مستقبل المصارف الإسلامية والمستجدات، اتحاد
المصارف الإسلامية، بيروت، 1989.
23. هاني حسين نبي، حوافز الاستثمار في النظام الاقتصادي الإسلامي،
دار الكندي، الأردن، 2003.
24. الرفاعي، الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي.
25. Finnerty. J.D, **Financial engineering in corporate finance: An overview**, Financial management, vol.17, no.4,198

ملحقات البحث:

جدول رقم (01): يبين التوزيع النسبي لصيغ التمويل للسنوات 2009، 2010 في مجموعة من المصارف.

2009				السنوات الصيغة*
المشاركة		المضاربة		
النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	
1.9 %	21.223.941	0.1 %	1.131.786	بنك فيصل الإسلامي (جنه سوداني)
0,22 %	58.095	4,47%	1.149.835	بنك قطر الإسلامي (الاف الريالات القطرية)
1,54 %	15.156.632	0%	0	البنك الإسلامي الاردني (مليون دينار أردني)
0.6 %	5.559.178	0.3 %	25.729.222	بنك البركة الإسلامي البحريني (دولار أمريكي)
0%	0	0%	0	بنك الراجحي السعودي (مليون ريال)
1,23 %	325.692	0,10 %	25.712	ماي بنك إسلام ماليزيا (الف رنجت ماليزي)

2010				السنوات الصيغة*
المشاركة		المضاربة		
النسبة	القيمة	النسبة	القيمة	
1.35 %	22.348.734	0.37 %	6.591.786	بنك فيصل الإسلامي (جنه سوداني)
0,17 %	58.062	2,91 %	981.925	بنك قطر الإسلامي (الاف الريالات القطرية)
1,46 %	15.927.784	0%	0	البنك الإسلامي الاردني (مليون دينار أردني)
3.6 %	344.498.000	6.43 %	606.437.000	بنك البركة الإسلامي البحريني (دولار أمريكي)
0%	0	0%	0	بنك الراجحي السعودي (مليون ريال)
3,64 %	1.255.688	0 %	0	ماي بنك إسلام ماليزيا (الف رنجت ماليزي)

المصدر: من إعداد الباحث بناء على البيانات المالية المنشورة في التقارير السنوية للبنوك، عن المواقع:

- البنك الاردني عن الموقع :

- البنك القطري الإسلامي عن الموقع:

<http://www.qib.com.qa/arabic/site/topics/static47ec47ec.html>

- بنك الراجحي عن الموقع:

//www.alrajhibank.com.sa/en/media-centre/reports/Documents/

- بنك فيصل السوداني عن الموقع: <http://www.Fibsudan.com/ar/?annual> reports

- بنك البركة البحريني عن الموقع <http://www.albaraka.com/ar/media/pdf/annual reports>

- ماب بنك إسلام ماليزيا التقريرين السنويين للبنك. أنظر التقرير السنوي لسنة 2009 منشور بعنوان:

Annual Raport 2009، ص 92، والتقرير السنوي لسنة 2010 منشور بعنوان: Annual Report

2010، ص 107.

دور الأزمات المالية العالمية في تطور الهندسة المالية الإسلامية

د. ساوس الشيخ¹

أ. بن سويسي حمزة²

ملخص

تهدف هذه الدراسة بشكل رئيس إلى إبراز دور الأزمات المالية العالمية في ظهور وتطور الهندسة المالية الإسلامية

على ضوء ما سبق سيتم التركيز خلال هذه الدراسة على الازمتين الماليتين العالميتين الاخيرتين (أزمة الرهون العقارية سنة 2008 وأزمة الديون السيادية الأوروبية الحالية) للإجابة على الإشكالية التالية: إلى أي مدى ساهمت تلك الأزمات في ظهور وتطور الهندسة المالية الإسلامية؟

Résumé :

Le but de notre étude en principe c'est l'excrétion des crises financières mondiales au tour l'émergence et le développement de l'ingénierie financière islamique.

À la lumière de ce qui précède l'objet de cette étude porte sur les deux dernières crises financières mondiales (crise des prêts hypothécaires en 2008 et la crise de la dette souveraine européenne actuelle) et à cet égard, nous essayons de répondre à la problématique suivante : comment les crises financières mondiales peuvent-elles contribué sur l'émergence et le développement de l'ingénierie financière islamique ?

مقدمة:

تسببت الأزمات المالية المتكررة وخصوصاً الازمتين الماليتين العالميتين الاخيرتين (أزمة الرهون العقارية سنة 2008 وأزمة الديون السيادية الأوروبية الحالية) في تطور المنتجات المالية الإسلامية على حساب المنتجات المالية

¹ أستاذ محاضر (ب)، جامعة أحمد دراية - أدرار

² أستاذ مساعد (أ)، جامعة أحمد دراية - أدرار

التقليدية للهندسة المالية، بحيث كان موضوع الهندسة المالية الإسلامية هو البحث عن الاحتياجات الفعلية للعملاء والعمل على تصميم المنتجات المناسبة لهم شرط أن تكون متوافقة ومبادئ الدين الإسلامي.

هذا الظهور والتطور يتطلب دراسة مستمرة لاحتياجات العملاء والعمل على تطوير الأساليب التقنية والفنية اللازمة وفق الشريعة الإسلامية، وذلك لضمان الكفاءة الاقتصادية للمنتجات المالية الإسلامية ووضع أسس واضحة لصناعة هندسة مالية مستقلة عن الهندسة المالية التقليدية.

للإجابة على إشكالية هذه الورقة البحثية تم تقسيمها للمباحث التالية:

المبحث الأول: دور الهندسة المالية التقليدية في الأزمات المالية؛

المبحث الثاني: أهمية الهندسة المالية الإسلامية؛

المبحث الثالث: معوقات تطبيق الهندسة المالية الإسلامية.

المبحث الأول: دور الهندسة المالية التقليدية في الأزمات المالية؛

إن السبب الحقيقي وراء الأزمات المالية الأخيرة كان التوسع الكبير الذي حدث في مجال إعطاء القروض العقارية مع زيادة الفائدة أدى إلى عجز لا يستهان به من المقترضين عن دفع أقساط الديون، مما أدى إلى مصادرة العقارات من قبل المقرضين ومع زيادة عدد هذه العقارات والتي أدت إلى زيادة عرض العقارات في السوق مما أدى إلى هبوط أسعارها، بل وإلى العزوف عن هذا السوق من قبل المستثمرين وهذا أيضا أدى بدوره إلى تفاقم الأزمة ومن ثم إلى تهاوي المؤسسات المالية الواحدة تلو الأخرى باعتبار أن المؤسسات المالية والاقتصادية مرتبطة مع بعضها البعض وبعضها يعتمد على البعض الآخر¹.

¹ لويس حبيقة، دروس مستفادة من الأزمة المالية العالمية، جريدة الخليج الإماراتية، 2010.

أولاً: عموميات حول الهندسة المالية التقليدية

بالتدقيق في عمق الازمة المالية تبرز ضخامة سوق المشتقات المالية والدور الذي لعبته في تلك الازمة، مما جعل البعض يلقيها بأسلحة الدمار الشامل¹.

لقد لعبت الهندسة المالية التقليدية من خلال أدواتها دوراً في تأجيج شرارة الازمة المالية ونقلها بشكل سريع إلى جميع دول العالم مستخدمة قناة سوق المال².

بالرغم من مرور أكثر من ربع قرن على التعامل بأدوات الهندسة المالية، إلا أن المختصون والمتعاملون لا زالوا ينقسمون وبصورة واضحة إلى فريقين، حيث يصير فريق على الحذر من التعامل بهذه الأدوات الجديدة وعدم التعامل بها إطلاقاً بسبب المخاطر الكبيرة التي تصاحبها، في حين أن الفريق الآخر أكثر تفاؤلاً، حيث يرى بان هذه التقنية من خلال ما توفره من أدوات تعد مفتاحاً لحل العديد من المشاكل والمصاعب التي تواجه المتعاملين في الأسواق المالية عن طريق إمكانية استعمالها في إدارة المخاطر بصورة فعالة نظراً للمرونة العالية والتنوع الكبير فيها³.

بالرغم من هذه النظرة المتفائلة للهندسة المالية، إلا أنها لم تظهر في الازمة المالية سنة 2008، بل كان لأدوات الهندسة المالية التقليدية دور كبير في تأجيج شرارة الازمة المالية آنذاك⁴.

إذ ساهمت المشتقات المالية - أحد أدوات الهندسة المالية التقليدية - مساهمة كبيرة في وقوع أزمة 2008 وفي الزيادة من شدتها، حيث أدت إلى

¹ سامي إبراهيم سويلم، أسلحة الدمار الشامل، سنة 2009.

² سنحون محمود، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، بحث مقدم لمؤتمر الهندسة المالية جامعة سطيف الجزائر، سنة 2009.

³ هشام فوزي دباس، الهندسة المالية وأدواتها، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، سنة 2008.

⁴ علي البصري، الأزمة المالية والآثار السلبية لمنتجات الهندسة المالية سنة 2009.

تفانم خطر التركيز في الاقراض على قطاع واحد-العقارات-وأدت أيضا إلى زيادة أحجام القروض العقارية بهدف تحقيق الربح السريع والتي تعتبر أصل مالي يدر عائد للبنك، وبذلك فإن الرهون العقارية تعتبر أصول مشتقة ونظرا لارتفاع أسعار العقارات فقد أدى إلى زيادة الطلب على هذه المنتجات الجديدة فارتفعت أسعارها وبعد انهيار الأسهم والسندات الصادرة عن المؤسسات المالية تبعتها انهيار هذه المشتقات المالية مما أدى إلى حدوث إفلاس معظم البنوك والمؤسسات وبالتالي حدوث الأزمة المالية العالمية¹.

ثانيا: الاسباب الحقيقية للأزمة المالية سنة 2008

حملت الحكومة الأمريكية الدول الناشئة (الاسيوية والمصدرة للبترو) مسؤولية أزمة سنة 2008 وذلك بسبب إحداث اختلال في موازين المدفوعات التجارية الدولية وذلك باستخدامها الفوائض المالية للرفع من احتياطاتها النقدية. هذه الدول حسب ادعاءات الحكومة الأمريكية، اتبعت إستراتيجية خاصة تمثلت في تقبل الاخطار والبحث عن عوائد عالية في الأسواق المالية الأمريكية الأمر الذي أدى إلى نشوب أزمة 2008.

وكننتيجة لهذا الفائض الهائل، قامت الحكومة الأمريكية بتشجيع مواطنيها على الانفاق والاستهلاك بدون قيد أو شرط وذلك باستعمال بطاقات الائتمان. هذه السياسة سهلت توسيع الطلب واللجوء إلى الاستيراد لتغطيته. ولا شك أن الفوائد التجارية للبلدان الناشئة والنفطية كانت السند الأساسي في ازدهار الاقتصاد الأمريكي في السنوات الأخيرة، من هذه الفوائض تكونت صناديق الاستثمار والصناديق السيادية.

أمام هذه الأموال الزائدة، كان لا بد من تصميم هندسة مالية تقوم باستخدام وسائل تقنية مبتكرة لتجديد الفرص الاستثمارية للاقتصاد المحلي،

¹ نادية هارون الطاهر، الأزمة المالية الراهنة- أسبابها- آياتها- آثارها، جامعة الأمير عبد القادر، المغرب، 2009.

ولتحقيق ذلك تم إقامة شبكة معلوماتية ذات الكفاءة العالية لتعبئة الموارد المالية وتوظيفها وفقا لإستراتيجية محكمة.

هذه الازمة التي قامت بتسويقها الولايات المتحدة إلى دول العالم، هي نتاج الوسائل الابداعية المبتكرة التي تم تصميمها وفق خصوصيات النظام المالي الأمريكي ثم توظيفها خارج مراقبة الهيئات المالية المحلية والدولية مثل صندوق النقد الدولي. فالأرصدة المالية للبنوك الأمريكية التي تنشط في أسواق المال توصف بعلب سوداء لا يعرف عنها الكثير، حتى ولو أن البذرة الشيطانية الأولى التي تسببت في نشوب الازمة المالية الحالية هي الرهون العقارية من الدرجة الثانية وغيرها من الأدوات المستحدثة والمعقدة التي تم توظيفها من طرف أشخاص مغامرون بأموال الناس والذين ظنوا أن أموالهم تم استثمارها في مشاريع استثمارية مربحة وآمنة.

الحقيقة هي تدهور السياسات المالية الأمريكية ازداد حدة بعد انتقال عدواها إلى الدول الأوروبية خاصة. ويعود الفضل في هذا التطور الخطير إلى العولمة التي بواسطتها تم تصدير وول ستريت أزمة الرهون العقارية إلى الخارج عن طريق بيع الأوراق المالية المسمومة إلى أنحاء العالم.

من أهم الاسباب التي أدت إلى اندلاع الازمة المالية العالمية في شهر أوت سنة 2007 والمسحوبة على الرهون العقارية من الدرجة الثانية في الولايات المتحدة الأمريكية، تتمثل في ثلاثة محاور أساسية:

1. حالة الاقتصاد الكلي الأمريكي قبل نشوب الازمة العقارية
2. الانحراف عن المقاييس المعمول بها في منح القروض العقارية من الدرجة الثانية
3. تعميم المضاربة واللجوء إلى أوراق مالية جد متطورة¹.

¹ عبد القادر بلطاس، تداعيات الأزمات المالية العالمية أزمة Sub-prime، دار النشر، 2009، ص22.

المبحث الثاني: أهمية الهندسة المالية الإسلامية؛

تتجلى أهمية الهندسة المالية الإسلامية علمياً وعملياً من خلال ما يلي:

أولاً: الأهمية العلمية للهندسة المالية الإسلامية

تتمثل فيما يلي¹:

- يؤدي البحث والتطوير اللذان هما موضوع الهندسة المالية إلى استكمال المنظومة المعرفية للاقتصاد الإسلامي ومواكبته للتطورات الحاصلة في العلوم المالية؛
- يساعد وجود علم الهندسة المالية الإسلامية في إيجاد الاطارات الإدارية التي يتطلبها العمل المصرفي الإسلامي والتي تجمع بين المعرفة الشرعية والخبرة المصرفية الإسلامية؛
- أن الأصل في المعاملات الاباحة، فلا يجوز المسارعة إلى تحريم صورة من صور المعاملات المستحدثة حتى يتبين أن الشريعة قد حرمتها؛
- أن العبرة في المعاملات المالية للعلل والمقاصد، حيث أن أحكام فقه المعاملات معقدة وعللها مرتبطة بالحكم الشرعي وجودا وعدما بعكس فقه العبادات التي يجب التوقف فيها عند حدود النص، لذلك فعملية الحاق العقود المالية المستحدثة بأصول لها في الفقه الإسلامي مسترشدين بالعلة.
- أن الاسلام لم ينشئ العقود المالية، وإنما وجهها الوجهة الصحيحة عن طريق تنقيتها من المحرمات وتشريع الاحكام العامة وتقرير القواعد الكلية المنظمة لها.

¹ أحمد محمد محمود نصار، التكيف الفقهي للعقود المالية المستجدة وتطبيقاتها على نماذج التمويل الإسلامي المعاصرة، البنك الإسلامي الأردني، 2005.

ثانياً: الأهمية العملية للهندسة المالية الإسلامية

تتمثل فيما يلي¹:

- معظم الأدوات التمويلية الموجودة هي تلك التي تم تطويرها منذ قرون مضت، وقد كانت تفي بحاجات المجتمعات آنذاك. لكن الحاجات التمويلية للأفراد والمؤسسات في الوقت الحاضر تتزايد بشكل مستمر وهو ما يتطلب إيجاد ما يلبي تلك الحاجات التمويلية وذلك في إطار الالتزام بالحلال، وهنا تبرز أهمية دور الهندسة المالية الإسلامية في تحقيق ذلك.
- الاستفادة من التطورات التي تشهدها الأسواق العالمية ومحاولة الاستفادة منها بدلاً من اتخاذ مواقف حيادية.
- ضمان استمرارية النظام المالي الإسلامي ككل مع استفادة كل أجزائه مع الحفاظ في ذات الوقت على أصالته من خلال الالتزام بالضوابط الشرعية التي تقوم مسيرته.
- رفع الحرج والمشقة عن جمهور المتعاملين من المسلمين الذين يتعاملون بالعقود المالية بمستجداتها الحديثة، ولكي يكون للفقهاء الإسلامي حضور قوي على الساحة الاقتصادية بدلاً من تعطيله.
- طبيعة عمل المؤسسات التي تقوم بإجراء العقود المالية وخاصة العمل المصرفي الذي يعمل وفق نموذج الوساطة المالية بالياتها المختلفة. فكثير من العقود المالية التقليدية لا يمكن للمصارف التعامل معها إلا باستحداث مستجدات ملحقه بها أو أفكار جديدة تمكنها من أن تكون عملية قابلة للتطبيق.

¹ أحمد عبد الله الضويحي، ضوابط الاجتهاد في المعاملات المالية، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2005.

المبحث الثالث: صعوبات تطبيق الهندسة المالية الإسلامية

واجهت المصارف الإسلامية منذ نشأتها تحديات كبيرة أثرت على أعمالها وأعاقت تقدمها، مما كان له الأثر على نجاحها وإنجازاتها.

ويوجد نوعين من الصعوبات التي تواجهها البنوك الإسلامية هما¹:

أولاً: الصعوبات المتعلقة بالجوانب المؤسسية

تتمثل فيما يلي:

- **الإطار المؤسسي السليم:** تحاول البنوك الإسلامية في كافة أرجاء العالم الاستفادة من الإطار المؤسسي الذي يدعم العمل المصرفي التقليدي، لكنها تعاني من انعدام الدعم المؤسسي الذي يوظف خصوصاً لخدمة حاجاتها، كما أن بناء كيان مؤسسي سليم يعتبر أخطر تحد يواجه التمويل الإسلامي.
- **الإطار القانوني المناسب والسياسات الداعمة:** وضعت قوانين التجارة والبنوك والشركات في معظم البلدان على النمط الغربي، وتحتوي هذه القوانين أحكاماً تضيق من مدى نشاطات العمل المصرفي وتحصره في حدود تقليدية، وفي حين تستطيع الأطراف وضع اتفاقيات على أساس عقد إسلامي إلا أن تنفيذ هذه الاتفاقيات في المحاكم يتطلب جهوداً وتكاليف إضافية.
- **الإطار الإشرافي:** الإشراف على البنوك الإسلامية مهم بنفس درجة أهميته للبنوك التقليدية، وفي الوقت الراهن فإن عدم وجود إطار إشرافي فعال يعتبر أحد نقاط ضعف للنظام القائم ويستحق اهتماماً جاداً.

¹ عدنان احمد يوسف، الأدوات المالية الإسلامية الحديثة، الواقع وتحديات التشغيل، المؤتمر الثالث للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية بسوريا سنة 2009.

ثانياً: الصعوبات المتعلقة بالجوانب التشغيلية

تتمثل فيما يلي:

- **انعدام التمويل عن طريق تقاسم الأرباح:** تنقسم المعاملات المالية الإسلامية إلى نوعين، يقوم أحدهما على رسم ثابت على رأس المال ويستند الآخر إلى تقسيم الأرباح، ويوفر النوعان التمويل من خلال شراء وبيع سلع حقيقية، بينما تقوم المعاملات المالية التقليدية على تسليف الأموال مقابل رسم ثابت (فائدة)، بحيث علق المختصون الاقتصاديون الإسلاميون آمالهم على البنوك الإسلامية لتقديم قدر معتبر من التمويل عن طريق تقاسم الأرباح، وينتج عن هذا آثار اقتصادية مماثلة للاستثمار المباشر، التي تحدث تأثير قويا على صعيد التنمية الاقتصادية، إلا أنه فعليا ظل تمويل المشاركة في الأرباح ضئيلاً في المعاملات الإسلامية، ويعود ذلك إلى أسباب عديدة حسب منظور البنوك الإسلامية وعملاتها كما يلي:
 - من منظور منشآت الأعمال كمستخدمة للتمويل المصرفي فإن من الأهمية ملاحظة أنها تفشل العقود المالية، والتي لا تفرض قيوداً وتشجع إعادة استثمار الأرباح في نمو الشركة، ولم يتم تكييف عقود المشاركة في الأرباح مع متطلبات ورغبات هذه المنشآت باعتبارها منشآت مستمرة في العمل.
 - ومن منظور البنوك يبدو أن هناك تكاليف أعلى ناجمة عن توظيف الأموال على أساس المشاركة في الأرباح، حيث أن اختيار المشروع المناسب لتمويله يتطلب دراسات جدوى

وتقوياً فنياً ومالياً، وعادة ما يتجاوز تكلفة هذه الجهود تكلفة إيداعات بعوائد ثابتة.

- **عدم سيولة الموجودات:** مشكلة أخرى يسببها انتشار صيغ التمويل القائمة على أساس الدين، وهي صعوبة تحويل هذه الصيغ التمويلية إلى أدوات مالية يمكن التفاوض بشأنها، فمجرد إحداث الدين لا يمكن تحويله إلى أي شخص الا بقيمته الاسمية، ويجعل ذلك هيكل السوق المالية الإسلامية غير قابلة للتسييل بدرجة عالية، ويمثل ذلك عقبة أساسية في تطوير أسواق ثانوية في الأدوات المالية الإسلامية.
- **حشد الودائع وتوظيف الأموال محلياً:** يجب الإدراك أن الكثير من الودائع لدى البنوك الإسلامية حالياً لم تأت بسبب جاذبية العوائد المرتفعة بل بسبب الالتزام الديني للعملاء.
- **المنافسة:** تواجه البنوك الإسلامية زيادة مستمرة في المنافسة، والتطور الهام الذي حدث في النظام المصرفي الإسلامي في السنوات الماضية هو دخول البنوك التقليدية في هذه السوق، فعلى سبيل المثال فتح البنك التجاري الاهلي في السعودية فروعاً إسلامية، وفي ماليزيا سمح للبنوك التجارية بفتح نوافذ إسلامية.
- **العولمة:** يتوقع أن تحدث زيادات أخرى في منافسة البنوك التقليدية للبنوك الإسلامية في المستقبل بسبب العولمة.

نتائج الدراسة:

على ضوء ما سبق نستخلص ما يلي:

- ✓ منتجات الهندسة المالية التقليدية-المشتقات المالية- عجلت بانفجار الأزمات المالية الأخيرة.

✓ الشريعة الإسلامية ترفض المشتقات المالية التقليدية التي يتم تداولها في الأسواق المالية. فكثير من العقود المالية التقليدية لا يمكن للمصارف الإسلامية التعامل معها إلا باستحداث مستجدات ملحقه بها أو أفكار جديدة تمكنها من أن تكون عملية قابلة للتطبيق وفق الدين الإسلامي.

✓ رغم مساوئ الهندسة المالية التقليدية، ومزايا الهندسة المالية الإسلامية، إلا أن الواقع حال دون تطبيقها في الأسواق المالية وذلك لوجود العديد من التحديات التي وقفت أمام تطبيقها.

قائمة المراجع:

1. أحمد عبد الله الضويحكي، ضوابط الاجتهاد في المعاملات المالية، جامعة الامارات العربية المتحدة، سنة 2005.
2. أحمد محمد محمود نصار، التكيف الفقهي للعقود المالية المستجدة وتطبيقاتها على نماذج التمويل الإسلامي المعاصرة، البنك الإسلامي الاردني، 2005.
3. لويس حبيقة، دروس مستفادة من الازمة المالية العالمية، جريدة الخليج الاماراتية سنة 2010.
4. سامي إبراهيم سويلم، أسلحة الدمار الشامل، سنة 2009.
5. سنحون محمود، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، بحث مقدم لمؤتمر الهندسة المالية جامعة سطيف، الجزائر، 2009.
6. هشام فوزي دباس، الهندسة المالية وأدواتها، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الاردن، عمان، سنة 2008.
7. عبد القادر بلطاس، تداعيات الأزمات المالية العالمية أزمة - Sub prime ، دار النشر، سنة 2009، ص22.

8. علي البصري، الأزمة المالية والآثار السلبية لمنتجات الهندسة المالية، 2009.
9. عدنان احمد يوسف، الأدوات المالية الإسلامية الحديثة، الواقع وتحديات التشغيل، المؤتمر الثالث للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية بسوريا، 2009.
10. نادية هارون الطاهر، الأزمة المالية الراهنة - أسبابها - آياتها - آثارها، جامعة الامير عبد القادر، المغرب، 2009.

الهندسة المالية الإسلامية كإستراتيجية لعلاج تصدع النظام المالي الدولي (رؤية تحليلية لما هو كائن وما ينبغي أن يكون)

أ. طروبيا نذير¹

الملخص:

إن حدوث الأزمة المالية العالمية وما أحدثته من اختلال في النظام المالي الدولي بيّن أن الأدوات المالية المستخدمة لم تكن مناسبة وذلك لتعارض مبادئها مع القيم الأخلاقية. الأمر الذي دفع مختصوا الأسواق المالية إلى البحث عن البدائل الناجعة لتجنب حدوث الأزمة مستقبلاً. من هنا جاءت هذه الدراسة لتتناول الجوانب المتعلقة بالهندسة المالية، لنتنقل بعدها إلى معالجة مفهوم الهندسة المالية الإسلامية وكذا أهدافها وضوابطها الشرعية، مع إبراز أهم منتجاتها التي ستسهم في ضمان استقرار النظام المالي الدولي.

الكلمات الدالة: الهندسة المالية، الهندسة المالية الإسلامية، الأزمة المالية العالمية، الصكوك الإسلامية، النظام المالي الدولي.

Résumé :

L'apparition de la crise financière mondiale et ses déséquilibres exercés sur le système financier international confirme que les produits financiers utilisés n'étaient pas adéquats a cause de son opposition aux valeurs morales. Ce qui pousse des spécialistes des marchés financiers à chercher d'autres produits financiers viables à éviter une telle crise a l'avenir. De là est venu l'étude présente porte sur les aspects de l'ingénierie financière, pour passer ensuite à aborder le concept de l'ingénierie financière islamique, ainsi que des objectifs et des contrôles légitimes, en soulignant les produits les plus importants qui contribueront à assurer la stabilité du système financier international.

Mots clés : crise financière mondiale, l'ingénierie financière, l'ingénierie financière islamique, sukuk (obligations) islamiques, système financier international.

¹ أستاذ مساعد (١)، جامعة أحمد دراية - أدرار

مقدمة:

إن تطور الحياة الاقتصادية وتجدد مظاهرها من وقت لآخر جعل من الابداع الابتكار المالي ضرورة ملحة لتوفير أدوات ومنتجات استثمارية تستجيب لمبادئ الفطرة الانسانية، وتبتعد عن كل الوان الغش والطمع والمقامرة التي ميزت المنتجات المالية التي ظهرت في القرن الماضي والتي تبيح كل السبل للحصول على الربح وجمع الثروة. حتى البلاد الإسلامية لم تسلم من استخدام هذه الأدوات الربوية رغم تعارضها الفاضح مع تعاليم دينها. لكن مع ظهور المصارف الإسلامية اختلف الأمر، خاصة بعد أن حققت هذه الأخيرة نجاحات باهرة على المستويين الاقليمي والدولي. إذ أن المصارف الإسلامية تعمل على توظيف أموالها في استثمارات حقيقية بصورة مباشرة، وهو ما يؤدي إلى زيادة رصيد المجتمع من رأس ماله، فضلا عن تحملها جزء من تكلفة المشروع والمشاركة في المخاطر، على عكس المصارف الربوية التي تقرض المال مقابل فائدة معلومة ثابتة واهتمامها بمجالات اقتصادية آمنة كالعقار مثلا.

ومع حدوث الازمة المالية العالمية وما تبعها من تداعيات، عزز من مكانة المصارف الإسلامية ووضعها أمام تحد كبير متمثل في ضرورة السعي نحو توفير منتجات مالية جادة وفعالة ومتنوعة وخاضعة لتعاليم الشريعة الإسلامية. من هنا برزت أهمية الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار الطرق والعمليات التمويلية التي تضمن للمصرف الإسلامية التميز والجودة والكفاءة في أدواتها المالية، وقادرة على الاندماج في السوق العالمية، وكذا مواجهة الأزمات ودفع عجلة النمو والتنمية. وبناء عليه دعونا نطرح الإشكالية التالية:

كيف يمكن للهندسة المالية الإسلامية أن تعيد استقرار النظام المالي الدولي وتمنع انهياره وتصدعه مجددا؟

أهمية الدراسة:

تتجلى أهمية الدراسة في كونها تعالج مفهوم الهندسة المالية الإسلامية وأهم منتجاتها التي توافق الشرع الحنيف وذلك في إشارة إلى الفرق الذي يميزها عن الهندسة التقليدية وصولاً إلى الدور الذي كان بالإمكان أن تلعبه في صياغة نظام مالي دولي اشد انضباطاً وأحكاماً وتناسقاً وعصياً عن الأزمات المالية، لنخلص في النهاية إلى كوكبة من التوصيات تعين صانعي القرار المحليين على وجه الخصوص في وضع الخطط الاستراتيجية.

أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى تحقيق الآتي:

- إبراز ماهية الهندسة المالية عموماً.
- إبراز الجوانب النظرية المتعلقة بالهندسة المالية الإسلامية.
- إبراز الدور المنوط بالهندسة المالية الإسلامية في حفظ تماسك الأسواق المالية.
- بيان أهمية تبني الهندسة المالية الإسلامية كوصفة لاحتواء الأزمة المالية.

أولاً. ماهية الهندسة المالية**1. تعريف الهندسة المالية:**

من الصعب الوقوف عند تعريف واحد للهندسة المالية Financial Engineering وذلك لاختلاف وجهات النظر في هذا المصطلح. فمن وجهة نظر الأسواق المالية فإن مصطلح الهندسة المالية يستعمل لوصف تحليل البيانات المحصلة من السوق المالية بطريقة علمية. يأخذ مثل هذا التحليل عادة شكل الخوارزميات الرياضية أو النماذج المالية. وتستخدم الهندسة المالية كثيراً في السوق المالية، خاصة في تجارة العملات، تسعير الخيارات وأسهم المستقبلات. ويسمح استعمال أدوات وتقنيات الهندسة المالية للمهندسين الماليين من فهم أفضل للسوق المالية، وبالتالي فهم أفضل من

طرف المتعاملين في السوق. ويعتبر هذا مهماً جداً بالنسبة للمتعاملين لان دقة المعلومات وسرعتها أساسية في اتخاذ القرارات¹.

أما من وجهة نظر الإدارة المالية بالمؤسسات فان مفهوم الهندسة المالية يتضح أكثر من خلال تقديم الأهداف المسطرة والنتائج المتوقعة والأنظمة المستخدمة والخطوات المتبعة وحلول الإشكاليات حيث نجد:

أ. الهندسة المالية: هي منهج لفهم طبيعة المؤسسات وبيئتها، تم تطويرها لخدمة رأس المال بأوسع معانيه (رأس المال الاقتصادي)²:

ب. الهندسة المالية: تتمثل في تقنيات أعلى الميزانية التي تركز على قضية القدرة على فهم مصلحة المؤسسة (الربحية والديمومة)³. كما يشير مفهوم الهندسة المالية إلى جميع العمليات على رأس المال الاجتماعي المتعلقة بإنشائه، احتجازه، توزيعه، تنظيمه وتحويله⁴. وفي ذات الصدد فانه بالنسبة لخزينة الشركة فان الهندسة المالية قد تكون تعبيراً مفيداً لوصف العملية الكمية التحليلية المصممة لتحسين العمليات المالية للشركة. وقد تتضمن النشاطات التالية⁵:

- تعظيم قيمة المنشأة.
- إدارة محفظة الأوراق المالية.

1 عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي، ورقة مقدمة للمؤتمر الدولي الرابع " الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي " 15-16/12/2010، كلية العلوم الادارية والاجتماعية، جامعة الكويت، ص 2

2 بوعكاز نوال، حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمة المالية، مذكرة تدخل ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، قسم العلوم التجارية، جامعة سطيف، 2010-2011، ص 21.

3 بوعكاز نوال، نفس المرجع ونفس الموضوع.

4 بوعكاز نوال، نفس المرجع ونفس الموضوع.

5 عبد الكريم احمد قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، المجلد 20، العدد 2، 2007، ص 9.

- التفاوض حول التمويل / التحوط في الصفقات التي تنعكس مباشرة على قيمة ضريبة الشركة أخذا بعين الاعتبار المخاطر التنظيمية والسياسية.
- تنظيم صفقات المبيعات بشكل يراعي مصالح كل من الزبون والشركة.
- تنظيم صفقات الشراء بشكل يوازي مصالح كل من المورد والشركة.

أما حسب الرابطة الدولية للمهندسين الماليين (IAFE) فإن الهندسة المالية هي تطبيق الطرق الرياضية لإيجاد حلول لمشاكل التمويل. وتعرف أيضا بالرياضيات المالية والتمويل الرياضي والتمويل الحسابي. تعتمد الهندسة المالية على أدوات الرياضيات التطبيقية والإعلام الآلي والإحصاءات والنظرية الاقتصادية. حيث يوظف المهندسون الماليون لدى كل من بنوك الاستثمار والمصارف التجارية وصناديق التحوط وشركات التأمين، والهيئات التنظيمية. وكل هذه الشركات تطبق أساليب الهندسة المالية لحل مشاكل مثل تطوير المنتجات الجديدة وتقييم مشتقات الأوراق المالية وهيكله المحافظ الاستثمارية وإدارة المخاطر. كما أن زيادة وتيرة الابتكار المالي أبرزت الحاجة إلى أفراد مؤهلين تأهيلا علميا مع تدريب خاص في مجال الهندسة المالية، التي لا تزال في نمو مستمر في جميع الأسواق المالية¹.

وتعتبر الهندسة المالية مجال حيوي، يتكون من متخصصون ومتمرسون. وتتطلب طبيعة المشكلات أن يقوم المتخصصون باستنتاج الأدوات بقدر الامكان للوصول لأفضل الحلول لمعالجة المشكلات. وهو ما يؤكد التعريف الذي يرى أن الهندسة المالية عبارة عن استخدام أدوات مالية مثل المستقبلات والمقايضات وما يتعلق بهم لإعادة هيكله أو إعادة ترتيب التدفقات المالية بغرض تحقيق أهداف مالية استثنائية لاسيما إدارة المخاطر

¹ بوغاز نوال، المرجع السابق، ص ص22-23.

المالية¹. وتجدر الإشارة هنا إلى أن هناك مسلمات أساسية في الهندسة المالية يمكن إيجازها فيما يلي²:

1. يجب أن يكون الربح حقيقي بعيدا عن الأنشطة الاقتصادية الوهمية أو غير الفعلية من مضاربات وتضخم في الأسعار وممارسات مالية غير عادية.
2. يعتبر التمويل في مشروعات الأعمال نشاط وسيط بغرض الانتاج والتشغيل لتحقيق عائد مناسب يفوق تكلفة التمويل ويغطي المخاطر وبنود التكلفة.

3. المنشآت المالية، كالبنوك وصناديق الاستثمار، في النظام الاقتصادي أجهزة وسيطة لخدمة عجلة الانتاج لا التلاعب بمقدرات الحياة الاقتصادية. إذن من الضروري أن تحقق توازن في السوق النقدية ليقابل التوازن في السوق السلعية وكذلك أسواق العمل مما يؤدي في النهاية إلى تشغيل اقتصادي كامل لموارد الدولة.

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

5. الوظيفة المالية هي المرآة الفعلية لدورة حياة المشروع، وترشيد القرار المالي في كل مرحلة يعكس النجاح المالي في المرحلة التالية. وترتبط كل مرحلة من مراحل النمو بقراري التمويل (المصدر) والاستثمار (الاستخدام)، ويظهر ذلك واضحا في دراسات جدوى المشروعات وفي دراسات التصفية والاندماج أو الانفصال.

1http://islamfin.go-forum.net/t99-topic (تاريخ الاطلاع 2014/09/18)

2 المانصب راجح امين، الهندسة المالية وأثرها على الأزمة المالية العالمية لسنة 2007، مذكرة تدخل ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، جامعة الجزائر 3، 2010-2011، صص 17-18.

6. يجب قياس النتائج المترتبة على القرار المالي من حيث العائد والمخاطر والتكلفة في الاجلين الطويل والقصير (أي تغير النتائج مع عنصر الزمن) وسواء كانت تلك النتائج مادية أو معنوية (اجتماعية أو سياسية أو سيكولوجية).

7. تتطابق أهداف المنظمات مع أهداف الإدارة المالية بها. فتهدف إدارة الأعمال لتحقيق الارباح عن طريق التخصيص الدقيق لعوامل الانتاج من أموال وقوة عاملة وموارد في تنظيم معين، كما ان سياسات الاستثمار التي يختارها أصحاب رأس المال تسعى لتحقيق الارباح في الاجل الطويل.

8. يمكن تقسيم قرارات الإدارة المالية لعدد من المجالات مثل: قرارات تحديد هيكل رأس المال من حيث الحجم ومصادر التمويل، تخصيص الأموال المتاحة على الاستخدامات من الأصول المختلفة لضمان الربحية، أو حل المشكلات المالية وتحليل النشاط المالي.

2. نشأة الهندسة المالية:

ظهرت الهندسة المالية في منتصف الثمانينات بهدف عون وخدمة منشآت الأعمال في مواجهة المخاطر والتخلص من القيود التشريعية والضغوط التي يفرضها السوق وبيئة المنشآت. ففي لندن، ابتكرت الهندسة المالية عندما أسست البنوك البريطانية إدارات لمساعدة منشآت الأعمال في مواجهة المخاطر التي يسببها لها عملائها، وإيجاد حلول لتلك المشكلات في المحاولات لتطوير منتجات أسواق المال. كانت تلك بداية ظهور هذا الفرع المالي الذي يعتني بهندسة الأسواق و التداولات المالية¹. وفي ظل هيمنة رأس المال المالي والمصرفي على المستوى العالمي، وتحت إغراء الارباح الهائلة التي يحققها قطاع المال والمصارف، ويهدف تقادي وقوع أزمة جديدة على غرار أزمة المديونية سنة 1982، يرى البعض أن مبدعو الهندسة المالية

يظهرون كل يوم بأداة مالية جديدة حتى أصبح من المجازفة التسرع بالقول أن هذه الاداة أو تلك تعد آخر المبتكرات¹. كما أن العالم شهد ثورة في مجال الابتكارات المالية يمكن تلخيصها في الظواهر الأربع التالية²:

1. اتساع وتعدد أدوات الاستثمار المتاحة في أسواق المال، وقد أدى ذلك إلى زيادة سيولة السوق، وإتاحة مزيد من التمويل عن طريق جذب مستثمرين جدد وتقديم فرص جديدة للباحثين عن التمويل.

2. إيجاد أدوات إدارة المخاطر، والتي مكنت من إعادة توزيع المخاطر المالية طبقاً لتفضيلات المستثمرين للمخاطر.

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

4. تعدد وتنوع استراتيجيات الاستثمار نتيجة لتعدد وتنوع وتجدد أدوات الاستثمار (خاصة المشتقات المالية).

3. عوامل ظهور الهندسة المالية:

التغير في البيئة الاقتصادية والاستثمارية أدى إلى ضرورة البحث عن أدوات ومنتجات مالية جديدة. فالتغير في أسعار السلع والخدمات والتضخم ومعدلات الفائدة وأسعار الصرف حتم البحث عن منتجات مالية جديدة أقل تكلفة وأدنى مخاطرة وأعلى عائد. ويمكن تلخيص أهم العوامل التي ساعدت على ظهور الهندسة المالية كما يلي³:

3-1. ظهور الاحتياجات المختلفة للمستثمرين وطالبي التمويل : تلعب الوسائط المالية من (بنوك، شركات تأمين، شركات استثمار وسماسرة...)

Http://www.arab-api.org/images/training/programs/1/2006/28_C26-3.pdf (تاريخ الاطلاع

(2014/09/22

2 عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية واضطرابات النظام العالمي، المرجع السابق، ص 3-4.

3 مختار بونقاب، دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير منتجات المؤسسات المالية الإسلامية، مذكرة تدخل ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماستر، جامعة قاصدي مرباح، 2011-2012، ص 32.

الدور الأساس في نقل الأموال من وحدات الفائض المالي إلى وحدات الفائض، ويمكن القول بان هذه المهمة كان من الممكن للإفراد القيام بها بأنفسهم، من دون الحاجة لوجود الوسائط المالية، لكن قيام الافراد بهذا العمل يؤدي إلى عدم الفاعلية وقلّة الكفاءة، وعلى الرغم من ذلك فان ظهور الاحتياجات الجديدة والمتطورة لوسائل تمويل مختلفة من حيث التصميم وتواريخ الاستحقاق جعل من العسير على هذه الوسائط المالية بصورتها التقليدية ومهامها القديمة من اشباع رغبات المستثمرين والمشاركين في أسواق المال عموماً، ولذلك ظهرت الحاجة للابتكار ولابتداع وسائل جديدة لمقابلة هذه الاحتياجات، وهي من مهام الهندسة المالية.

3-2. تقنيات المعلومات ومفهوم السوق العريضة: أثرت تقنيات المعلومات على القطاع المالي تأثيراً كبيراً، سواء على حدوده أو مفهومه أو طريقة عمله، فقد اثر الحاسوب على اشياء أساسية في هذه السوق مثل ماهية النقود نفسها، وعلى اشياء فرعية مستحدثة مثل كيفية عمل التحويلات النقدية بين العملاء، ولكن ظهور شبكات الاتصال بالذات ساعد على تحويل الأسواق العالمية المتعددة والمنفصلة إلى سوق مالي كبير تتعدم فيه الحواجز الزمنية والمكانية ويصل مداه إلى مدى وصول المعلومة المرسلّة. ونظراً لان هناك احتياجات مختلفة في اجزاء مختلفة من العالم المترابط بواسطة هذه الشبكات، فقد أصبح من السهل تصميم الاحتياجات ومقابلتها بالاعتماد على قاعدة عريضة واسعة من المشاركين في هذه السوق العالمية الكبيرة، مما سهل على المهندسين الماليين تصميم أوراق وأدوات مالية تلبي رغبات واحتياجات المتعاملين في هذه السوق.

3-3. ظهور مفهومي الكفاءة والفعالية: يعني مفهوم الفعالية في سوق المال مدى مقدرة السوق على مقابلة احتياجات المشاركين فيه، بينما تعني الكفاءة المدى الذي تستطيع فيه هذه الأسواق مقابلة هذه الاحتياجات بتكلفة قليلة أو

بوفورات ملحوظة، وبسرعة وبدقة عاليتين. وهذين المعيارين (الكفاءة والفاعلية) يأخذان أهمية أكبر في حالة توسع قاعدة المشاركين، وتوجه الأسواق نحو درجة عالية من تجويد وتقديم الخدمات للعملاء. ولذلك نجد في هذا الجو أدوات أو وسائل مالية (مثل تبادر أسعار الفائدة) تحل محل طرق تمويل قديمة نسبياً مثل إعادة تمويل القروض. ويمكن تلخيص الأسباب المباشرة لنشأة هذه الأدوات الجديدة فيما يلي¹:

- إن هذه الأدوات والوسائل المبتكرة تقلل تكاليف المعاملات بين الوحدات المختلفة (الفاعلية).

- إنه عن طريقها يمكن خلق أنواع جديدة من الأوراق المالية وبذلك يمكن مقاسمة المخاطر بطرق جديدة وإلى أبعاد جديدة.

- عن طريقها يمكن التغلب على كثير من العوامل الخارجية المؤثرة مثل تغير قوانين الضرائب والقوانين المنظمة لعمل الأسواق المالية في دولة دون أخرى. ويمكن كذلك إضافة أسباب أخرى ساعدت على ظهور مفهوم

الهندسة المالية واتساع انتشارها، ولعل أهمها يكمن في الآتي²:

3-4. زيادة عدد الأسواق المنظمة الجديدة: حيث أدت زيادة الأسواق المنظمة الجديدة للأسهم المستقبلية والمقايضات الابتكارات في الاتصالات وتقنية الحاسبات خلال السنوات الأخيرة إلى تخفيض تكاليف التجارة والأدوات المالية النمطية بشكل كبير جداً، ومن ثم زيادة مجالات استخدام الهندسة المالية بشكل واسع.

3-5. زيادة المخاطر والحاجة إلى إدارتها: فقد أصبحت التقلبات في الأسعار (أسعار السلع وأسعار الفائدة وأسعار العملات وأسعار الأسهم والسندات)، خاصة بعد التوجه العالمي لتعويم أسعار الصرف وكذلك رفع الحواجز أمام

¹ عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية واضطرابات النظام العالمي، المرجع السابق، ص 5.

² مختار بوتقاب، المرجع السابق، ص 33.

تدفقات رأس المال عبر الحدود الجغرافية والسياسية والتطور الهائل في سرعة الاتصال والانتقال، والتحول الاقتصادي من اقتصاديات تركز على العمالة إلى اقتصاديات كثيفة المعرفة، كل هذا أدى إلى التقلبات الكبيرة وغير المتوقعة في المحيط الاقتصادي العالمي ككل، مما شكل خطرا كبيرا على مؤسسات الأعمال إذ هدد وجودها، ونتيجة لذلك أصبح من الضروري إنتاج منتجات مالية جديدة وتطوير قدرات عالية للسيطرة على المخاطر المالية.

3-6. محاولة الاستفادة من النظام المالي: إذ يعبر النظام المالي عن الهيئات والأعوان الآليات التي تسمح لبعض الاعوان خلال فترة زمنية معينة بالحصول على موارد التمويل، وللآخرين باستخدام وتوظيف مدخراتهم. وتتوقف فعالية النظام المالي على قدرته على تعبئة الادخار وضمان أفضل تخصيص للموارد¹. وهو ما يدفع الاعوان الاقتصاديين إلى التفكير في كيفية الاستفادة من النظام المالي بالطريقة التي يرغبون فيها، وبشكل كفاء، وكذلك في تطوير أدوات واليات جديدة للوصول إلى حلول مثلى لمشاكلهم التمويلية، أو لاستغلال الفرص الاستثمارية.

ونتيجة للأسباب السابقة بدأت تزداد منتجات الهندسة المالية، فحدثت في البورصات تغيرات فنية جذرية انعكست بالإيجاب على كفاءة هذه البورصات، وتطور الفكر التمويلي والاستثماري لدى إدارات المشاريع عبر تبني ما يلي²:

1. استحداث أوراق مالية جديدة والذي يعتبر أكثر مجالات الهندسة المالية خصوصية. حيث يمكن تصنيف الأوراق المالية المستحدثة إلى ثلاثة أنواع:

¹ عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص 260.

² خالد محمد نصار، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية: دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة، مذكرة تدخل ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2006، ص 105.

- أوراق مالية مختلفة من أصول مالية أخرى (التوريق)¹.
 - أوراق مالية جديدة في طبيعتها وهي عقود المشتقات المالية.
 - أوراق مالية تمثل تطورا لأوراق مالية تقليدية.
2. ابتكار أنظمة تساهم في رفع كفاءة البورصة، ويمكن تصنيف هذه الأنظمة إلى ما يلي:
- الابتكارات الهادفة إلى تخفيض تكلفة المعاملات مثل إجراء التسجيل على الرف²
 - الابتكارات التي تتيح الفرصة لاستخدام الأساليب التكنولوجية الحديثة الهادفة إلى زيادة سرعة تنفيذ المعاملات المالية مثل نظام التداول الآلي أو الإلكتروني³.
 - الابتكارات التي تخفض الرصيد النقدي العاطل مثل التمويل بالهامش⁴,

1 التوريق : لغة فهو ترجمة لمصطلح اقتصادي حديث هو securitization الذي مفاده جعل الدين المؤجل في ذمة الغير في الفترة ما بين ثبوته في الذمة وحلول أجله. اما من الجانب الاقتصادي ، فالتوريق هو عملية الحصول على أموال (السيولة) بالاستناد على الديون المصرفية القائمة وذلك عن طريق خلق أصول مالية جديدة، وبذلك يضمن نظام التوريق تحويل الموجودات المالية من المقرض الأصلي الى الآخرين أو تحويل القروض الى أوراق مالية قابلة للتداول.

2 التسجيل على الرف: هو إجراء يسمح للمؤسسات المالية التي تصدر أوراقا مالية من حين الى اخر بان تقدم طلب تسجيل رئيسي يتضمن خطة زمنية لإصدار ورقة مالية ما. حيث تغطي الخطة فترة زمنية معينة على ان يتم الاصدار على دفعات. والجهة المصدرة من خلال اتباع هذا الاجراء يتحقق لها المرونة في مواجهة ظروف السوق. كما يتيح لها فرصة أفضل لتحديد توقيت الاصدار. وأيضاً يخفض من تكلفة الاصدار.

3 في ضل هذا النظام تختفي الحاجة الى المتخصصين الذين يتولون مهمة مقابلة أوامر الشراء مع أوامر البيع. وتختفي الحاجة الى النظام اليدوي الذي يقوم على تدوين تجار الأوراق المالية لأسعار الشراء والبيع على الورق. حيث يقوم السماسرة أو شركات الوساطة المالية بتلقي الأوامر من العملاء ثم يقومون بإدخالها في النظام. حيث يتم مقابلة أوامر الشراء مع أوامر البيع. وتكون أولوية التنفيذ للسعر ثم لتوقيت ادخال الامر. وتشرف على هذا الامر البورصة بصفة مباشرة.

4 التمويل بالهامش : هذه الاداة تتيح للمستثمرين الحصول على قو شرائية مضاعفة في سبيل تحقيق مكاسب أو خسائر دون الحاجة الى رؤوس أموال كبيره حيث يستخدم المستثمرون هذه الأدوات في رسم استراتيجيات التداول لغرض المضاربة (سواء المضاربة العشوائية أو التكتيكية) وتحديدًا على المستويين القصير والطويل. وتساعد على تنشيط البورصة.

والبيع على المكشوف. وإن كان ثمة تخوف من بعض أدوات الهندسة المالية واتهامها بكونها السبب الأساس في التراجعات الحادة التي شهدتها معظم أسواق المال في العالم خلال الربع الاخير من سنة 2008، الأمر الذي استدعى قيام الهيئة المالية الأمريكية SEC **Securities and Exchange Commission** () بمنع البيع على المكشوف لأسهم أكثر من 800 شركة مدرجة في الأسواق الأمريكية لمدة ثلاثة أسابيع في شهر سبتمبر من عام 2008، إلا أن رئيس SEC عاد في شهر ديسمبر من العام نفسه وأبدى أسفه على اتخاذ ذلك القرار لما كان له من اثر سلبي أكبر على أسواق المال الأمريكية¹.

3. إيجاد حلول للمشكلات التي تواجهها منشآت الأعمال، وذلك بالتركيز على التطبيقات التالية:

- إدارة مخاطر الاستثمار في السندات.
- إعادة هيكلة الشركات من خلال تغيير هيكل رأس المال وشكل الملكية.
- تحويل الشركة المساهمة العامة إلى شركة خاصة.

4. أهداف الهندسة المالية:

- تعد الهندسة المالية بمثابة شريان الحياة للإبداع المالي، ولديها العديد من الأهداف لعل أهمها هو²:
- 4-1. خفض حجم المخاطرة المالية وذلك عادة يكون بإيجاد وتطوير مجموعة متنوعة من الأدوات المالية المستحدثة التي يمكن عن طريق هندستها بتوليفات معينة أو بناء مراكز التعرض للمخاطرة، وإدارة هذه المخاطر بأفضل صورة ممكنة.
- 4-2. إعادة هيكلة التدفقات النقدية لإدارة مالية أفضل مثل استخدام المقايضة

¹ الإدارة العامة للبحث والتطوير، التمويل بالهامش، هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، 2010، ص4.
<http://www.my.mec.biz/t47051.html#.VB2un6NWRPY> (تاريخ الاطلاع 2014/09/18)

لتغيير المعدلات المتغيرة للقروض إلى معدلات ثابتة لأغراض ضريبية أو لقدرة أفضل على التنبؤ بالتدفق المالي.

3-4. تقليل تكاليف المعاملات من خلال إمكانية الدخول بتعاملات معينة وخلق مراكز كبيرة الحجم بتكلفة قليلة نسبياً، إذ أن تكاليف التعامل من خلال أدوات الهندسة المالية تكون غالباً أقل من تكاليف التعامل بالطرق التقليدية.

4-4. تعزيز فرص تحقيق الأرباح من خلال إيجاد الأدوات الجديدة التي يمكن استعمالها في عمليات الاستثمار والمضاربة والتحوط.

4-5. تحسين سيولة السوق المالية بصورة عامة و المتعاملين بأدوات الهندسة المالية بصورة خاصة من خلال إفراح المجال للتعامل مع مجموعة واسعة من الأدوات الجديدة، و التي تتميز بالسيولة العالية نسبياً.

5. متطلبات تطبيق مهارات الهندسة المالية:

يتطلب من المهندس المالي أن يكون شخصاً واسع الاطلاع والمعرفة وأن يتميز بالمهارات الآتية¹

- معرفة واسعة وواضحة بالأدوات وتطبيقاتها وفوائدها ومساوئها ودورها في التقليل من المخاطرة وزيادة العوائد.
- فهم جيد للنظرية المالية. أي خلفية واسعة في علم الرياضيات والإحصاء والاقتصاد والطريقة التي من خلالها اعتماد هذه العلوم في موضوعات مالية متقدمة مثل بناء المحفظة وتسعير الخيارات ومقاييس التحوط وغيرها.
- معرفة واسعة بالقانون الدولي والمحلي فيما يرتبط بالآليات المالية والأسواق.
- خلفية قوية في معرفة قانون الضريبة العالمي والمحلي.
- معرفة واسعة ببرمجيات الحاسوب والبيانات المختصة بتطوير تقنيات جديدة

¹ محمد كريم قروف، الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، ورقة مقدمة للملتقى الدولي الأول "الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي غرداية، 23-24/02/2011، ص6.

في علم المالية.

- عقل مدرك واهتمام بحل الازبائك الذي قد يحصل.

ثانياً. مفاهيم ودلالات الهندسة المالية الإسلامية

1. تعريف الهندسة المالية الإسلامية:

يمكن تعريف الهندسة المالية على أنها : مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، إضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار توجيهات الشرع الإسلامي¹. وحسب ذات التعريف فان الهندسة المالية الإسلامية تتضمن العناصر التالية²:

- ابتكار أدوات مالية جديدة.
- ابتكار اليات تمويلية جديدة.
- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع.
- أن تكون الابتكارات المشار إليها سابقاً، سواء في الأدوات أو العمليات التمويلية موافقة للشرع مع الابتعاد بأكبر قدر ممكن عن الاختلافات الفقهيّة، مما سيميزها بالمصادقية الشرعية.

لقد استطاعت الهندسة المالية الإسلامية الصحيحة، التي سبق وجودها وجود هذا المصطلح، أن تنتج سيلاً من الأدوات والحلول الفعالة والمشروعة في عوالم التمويل والتجارة الحقيقية ومن ذلك الصك أو ما صار

¹ فتح الرحمان علي محمد صالح، أدوات النقد الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية، مجلة المصرفي، بحث منشور على الموقع :

http://www.bankofsudan.org/arabic/period/masrafi/vol_26/islamic.htm (تاريخ الاطلاع

(2014/09/21)

² عبد الكريم احمد قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، المرجع السابق ، ص ص 19-20.

يعرف اليوم بالشيخ ، وهو أمر من المالك إلى المستودع بدفع مبلغ للمستفيد ، في تتميط لعلاقة ثلاثية أطرافها المحرر (المحيل) والمستفيد (المحال) والمكلف (المحال عليه) أو المسحوب عليه. ومثال ما تقدم ما تعامل به عبد الله بن الزبير وأخوه مصعب رضي الله عنهما من رفاع وصكوك.¹ هذا ويلاحظ أن هذه الأدوات هي بمثابة البكرات في عالم الفيزياء الحركية وظيفتها توفير المرونة الكافية للتعامل مع الالتزامات ضمن القواعد العامة للمعاملات الإسلامية لجهة ضبط ذمة الالتزام أو تاريخه أو مكان إبرائه². وسنعود إلى هذه الأدوات الإسلامية بشيء من التفصيل لاحقاً.

2. مبادئ الهندسة المالية الإسلامية:

إن الغاية من الهندسة المالية الإسلامية هو التحقيق الفعلي لمصلحة المتعاملين في السوق المالية وليس مجرد عقد صوري من العقود الوهمية، وهذا ما يؤكد القيمة المضافة للابتكار، وهو ما يميز الهندسة المالية عن محاولات الالتفاف على الأنظمة والقوانين والاحتيايل على الاحكام الشرعية. فالحيل الشرعية والفقهية لا تنتج قيمة مضافة ولا تستجيب لمصلحة فعلية، بل ولا تدخل تحت مفهوم الهندسة المالية المنشودة في الصناعة المالية الإسلامية. ومن هنا فان للهندسة المالية الإسلامية مبادئ تتمثل في³:

2-1. مبدأ الوعي (وعي بالسوق وأحواله) ، والإفصاح (بيان المعاملات وشفافيتها): ونقصد بالوعي بالسوق أن تكون الحاجات التي يتطلبها السوق معروفة لمن يقوم بالابتكار والتطوير للأدوات والأوراق المالية، بالإضافة إلى

1 عبد الجبار السبهاني ، الهندسة المالية الإسلامية وصناعة التحوط ، موقع عبد الجبار السبهاني: <http://al-sabhany.com/index.php/2012-08-21-01-20-08> (تاريخ الاطلاع 2014/09/21)

2 عبد الجبار السبهاني، نفس المرجع ونفس الموضوع.

3 عد الكريم قندوز ، الهندسة المالية الإسلامية: دورها في انشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية ومدادها بالأدوات المالية الشرعية، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، كلية لشرعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحدة، ص8.

تحقيق التراضي بين جميع الاطراف. لان الهندسة المالية تهدف أساسا إلى تلبية الاحتياجات المختلفة لجميع الاعوان الاقتصاديين مع استفادة جميع هؤلاء الاعوان. ونقصد بالإفصاح بيان المعاملات التي يمكن أن ينفذ منها المتلاعبون أو المضاربون لاستخدام تلك الأدوات لتحقيق غايات لم تكن تهدف إليها أصلا أو التحايل على الربا أو القمار مع الإشارة إلى أن الالتزام بالشريعة الإسلامية يشكل بهذا الخصوص صمام أمان بسبب انضباط قواعد الشريعة الإسلامية.

2-2. مبدأ المقدرة والالتزام (الالتزام بالشريعة الإسلامية في التعامل):
ونقصد بالمقدرة أو القدرة وجود مقدرة رأسمالية تمكن من الشراء والتعامل، وبالالتزام بالشريعة الإسلامية. وإذا كان من الممكن للهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي أن تشترك مع الهندسة المالية التقليدية في الوعي والإفصاح والمقدرة، فإن الالتزام بالشريعة الإسلامية يعتبر أساسا خاصا بالأولى، كما انه ميزة لها. وللهندسة المالية الإسلامية أربعة مبادئ أخرى وذلك على النحو التالي¹:

2-3. مبدأ التوازن: والمقصود بهذا المبدأ هو التوازن بين مختلف الحوافز الانسانية، سواء مما يخص بالمصالح الشخصية وما يخص بالمصالح الاجتماعية، وما يتعلق بتحقيق الربح، وما يتعلق بالأعمال الخيرية، وما يتعلق بالمنافسة، وما يتعلق بالتعاون. فالشريعة الإسلامية نجحت في تحقيق التوازن بين مختلف الحاجات والرغبات، ووضعت الكل في الاطار المناسب. وهذا يؤكد انه من الممكن تحقيق أهداف اقتصادية مهمة من خلال المؤسسات والمنظمات غير الربحية. وعلى رأس تلك الأهداف قضية إدارة المخاطر. فحافز الربح يولد المجازفة، وهو ما يمكن أن يحول إدارة المخاطر إلى

1 سامي السويلم ، صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي، مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار ، 2000، ص16.

عمليات مقاومة بحتة. ويعتبر التأمين التعاوني على رأس الأدوات المالية غير الربحية التي يمكن استخدامها في إدارة المخاطر محل قبول من جميع الفقهاء المعاصرين.

2-4. مبدأ التكامل: وهو مبدأ يحكم تطوير المنتجات المالية، حيث يمثل التكامل بين المصالح الشخصية مع الاعتبارات الموضوعية، بين تفضيلات الزمن والمخاطرة وبين توليد الثروة الحقيقية.

2-5. مبدأ الحل: وينطلق هذا المبدأ من قاعدة أن الأصل في المعاملات الحل والجواز، إلا إذا خالفت نوا أو قاعدة شرعية. وبناء على هذا فإن قاعدة الحل هي الأساس للابتكار المالي، لكن بشرط إن يلتزم هذا الابتكار في حدود دائرة الحلال التي لها حدود واسعة، وان يبتعد عن دائرة المحظور أو الحرام المحصور في حدود ضيقة مقارنة مع دائرة الحلال الواسع.

2-6. مبدأ المناسبة: المراد بالمناسبة هنا تناسب العقد مع الهدف المقصود منه، بحيث القصد مناسب وملائم للنتيجة المطلوبة مع الهدف المقصود منه. وهذا مدلول القاعدة الفقهية " العبرة بالمقاصد والمعاني لا بالعبرة والمباني ". أي أن الحاجة وتلبية الاحتياجات والتعاملات الاقتصادية هي الباعث على التعاقد وليس مجرد العبث تدعو للعقد حاجة ويتم فيها تبادل أصول أو حقوق ملموسة لها قيمة من وجهة نظر الشريعة وليست أمور احتمالية أو وهمية كالمناجزة في مؤشرات الأسهم أو المشتقات المالية التي يغلب عليها صفة المبادلات الصفرية¹.

3. الهندسة المالية الإسلامية وتميزها عن التقليدية:

إن كلا النوعين المشار إليهما أعلاه يهدفان إلى الابتكار في وجود

¹ محمد عمر جاسر، نحو منتجات مالية إسلامية مبتكرة، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية المقام تحت عنوان " الواقع .. وتحديات المستقبل"، تنظيم نادي رجال الأعمال اليمنيين في الفترة 20-21 مارس 2010 صنعاء - الجمهورية العربية اليمنية، 2010، ص6.

عراقيل تنظيمية، يبدأ أن الابتكار في الهندسة المالية الإسلامية لا يؤدي إلى تجاوز الاحكام الإسلامية على النحو الذي يجري في الهندسة التقليدية. ويمكن حصر الاسباب في الجوانب التالية¹:

الجانب الأول أن حوافز الانضباط بالنظم الإسلامية اكبر من تلك المتعلقة بالنظم غير الإسلامية. فحافز التدين حافز عميق لدى المسلمين، ومن شأنه أن يحد من محاولات الالتفاف على الاحكام الشرعية الصحيحة. بينما نجد الهندسة التقليدية لا تملك حوافز ذاتية للالتزام بروح الاحكام واللوائح القانونية. وعليه فمجرد بروز الفرصة للريح كاف للالتفاف عليها. أما الجانب الثاني فيتمثل في كون أن الاحكام الشرعية نفسها أكثر انضباطاً وأحكاماً وتناسقاً من الأنظمة البشرية. ويترتب على ذلك أن المحافظة على الاحكام الشرعية أيسر من المحافظة على الأنظمة الوضعية، نظراً لتطرق الخلل والتناقض للأخيرة بما لا يسمح للمتعاملين بالمحافظة عليها، خلافاً للأحكام والقواعد الشرعية.

ويكمن الجانب الثالث في أن الاحكام الشرعية تهدف إلى تحقيق مصلحة المتعاملين بها، فالالتزام بها يحقق هذه المصالح بما يجعل المتعاملين أكثر قناعة ورضاً بها. بينما الأنظمة الوضعية لا تفرق بين المصالح الجزئية والمصالح الكلية، وبين مصالح جماعات الضغط والمصالح العامة. وتبعاً لذلك ينشأ التناظر بين مصلحة المتعاملين وبين هذه الأنظمة.

4. أساليب الهندسة المالية الإسلامية في تطوير منتجاتها:

لا شك أن الهندسة المالية الإسلامية تسعى إلى تطوير منتجاتها وفق ما يتمشى والظروف الاقتصادية السائدة، لاسيما وأن النظام المالي الدولي تحت سيطرة الدول الغربية ، وأن الدول الإسلامية ملزمة في التعامل معها.

1 سامي السويلم، المرجع السابق، ص 10.

وأساليب تطوير هذه المنتجات تتلخص في طريقتين اثنتين¹:

4-1. المحاكاة أو التقليد: والذي يعني أن يتم سلفاً تحديد النتيجة المطلوبة من منتج الهندسة الإسلامية، وهي عادة النتيجة التي يحققها المنتج التقليدي. وبغض النظر عن الحكم الشرعي لهذه المنتجات حين تثير الكثير من الجدل فإن المنهجية التي تتبعها قائمة على المحاكاة والتقليد للمنتجات المالية التقليدية الربوية. وهذه المنهجية لها مزايا وعيوب. فأبرز مزاياها السهولة والسرعة في تطوير المنتجات فلا يتطلب الأمر الكثير من الجهد والوقت في البحث والتطوير، بل مجرد متابعة المنتجات الرائدة في السوق ونقلها من خلال توسيط السلع وهذا بدوره يعني ضمان رواج المنتجات المقلدة إذا كان العملاء لا يقبلون المنتجات السائدة. وبذلك يتضح كيف تقدم المؤسسات الإسلامية الكثير من المنتجات في الوقت الذي لا تعطي فيه أهمية إستراتيجية لتطوير المنتجات الإسلامية. فالتقليد لا يتطلب الكثير من الوقت والجهد، ولذلك لا يستحق الأمر أي عناية خاصة، وإتباع هذه المنهجية يعني عملياً أنه لا توجد أهمية إستراتيجية لتطوير المنتجات². أما عيوب تقليد المنتجات الربوية فهي عديدة ولعل أهمها³:

أ- أن الضوابط الشرعية تصبح مجرد قيود شكلية لا حقيقة تحتها ولا قيمة اقتصادية من ورائها وهذا ما يضعف قناعة العملاء بالمنتجات الإسلامية، ويجعل التمويل الإسلامي محل شك وريبة ابتداءً. والبعض للأسف يظن أن الالتزام بالشرعية يقتضي تعطيل العقل والمنطق وعدم البحث عن الفروق الفعلية بين المنتجات الإسلامية والربوية.

ب- في ظل المحاكاة تصبح الضوابط الشرعية عبئاً وعائقاً أمام المؤسسات

¹ عبد الكريم احمد قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، المرجع السابق، ص 6-7.

² باقر كرجي حبيب الجبوري، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة الغري الاقتصادية والإدارية، المجلد 5، العدد 15، 2010، ص6.

³ باقر كرجي حبيب الجبوري، المرجع نفسه، ص 7.

المالية، إذ هي لا تحقق أي قيمة مضافة، بل مجرد تكلفة إضافية. ومن الطبيعي في هذه الحالة أن تحمّل المؤسسات المالية هذه التكلفة على العميل، تكون المنتجات الإسلامية المقلدة في النهاية أكثر كلفة من المنتجات الربوية، مع أنها تحقق في النهاية النتيجة نفسها.

ج- بما إن المنتجات المالية التقليدية تناسب الصناعة التقليدية وتحاول معالجة مشكلاتها، فإن محاكاة هذه المنتجات تستلزم التعرض لهذه المشاكل، الأمر الذي يستلزم محاكاة المزيد من المنتجات التقليدية بحيث تصبح الصناعة الإسلامية في النهاية تعاني من نفس الأمراض والأزمات التي تعاني منها الصناعة التقليدية.

هذه العيوب لا تعني البتة أن كل المنتجات التقليدية لا تتناسب مع الطرح والرؤية الإسلامية للتمويل. ولكن ثمة فرق بين اخذ ما يتلاءم مع أسس ومبادئ التمويل الإسلامي، وبين التقليد الاعمى لما تقدمه الهندسة المالية التقليدية والذي يتناقض مع ضوابط الشرع الحنيف.

2-4. منهج الاصالَة الابتكار: الغاية من هذا الاسلوب هو تطوير المنتجات المالية الإسلامية من خلال البحث عن الاحتياجات الفعلية للعملاء والعمل على تصميم المنتجات المناسبة لها، شرط ان تكون متوافقة ومبادئ الشرع الإسلامي، أي إيجاد صناعة مالية إسلامية. وهذا الاسلوب يتطلب دراسة مستمرة لاحتياجات العملاء والعمل على تطوير الأساليب التقنية والفنية اللازمة لها، وذلك لضمان الكفاءة الاقتصادية للمنتجات المالية، كما يتطلب وضع أسس واضحة لهندسة مالية مستقلة عن الهندسة المالية الربوية. ولا ريب أن هذا المنهج أكثر كلفة من التقليد والمحاكاة، لكنه في المقابل أكثر جدوى وأكثر إنتاجية والتكلفة غالباً تكون مرتفعة في بداية تطبيق المنتج، ثم بعد ذلك تنخفض التكاليف إلى مستوى التكلفة الحدية المعتادة في المنتجات المالية. لكن المؤسسة التي تبادر أولاً تنجح في استقطاب نسبة أكبر من

السوق ومن ثم تضمن جدوى طرح المنتجات الجديدة ابتداء¹.

ثالثاً. الأزمة المالية وتصعد النظام المالي الدولي

1. جذور وأسباب الأزمة المالية المعاصرة:

عرف النظام المالي الدولي في السنوات القليلة الماضية أزمة مالية تعد من أسوأ الأزمات التي مر بها الاقتصاد العالم منذ الكساد العظيم 1929 والتي يطلق عليها أزمة الرهون العقارية، وربما تكون الأخطر في تاريخ الأزمات المالية، إذ لم تكلف لحلها حتى الآن جميع التعديلات الهيكلية التي حدثت في بنية النظام الرأسمالي وتخليه عن أهم مبادئه، ولا المبالغ الخالية التي رصدت لذلك وتتميز هذه الأزمة بأنها انطلقت من الولايات المتحدة الأمريكية ذات الاقتصاد الأكبر على مستوى العالم، إذ يبلغ ناتجها المحلي قرابة 14 تريليون دولار أمريكي، وهو ما يشكل أكثر من 17% من الناتج المحلي العالمي. وتشكل وارداتها قرابة 14.35% من إجمالي واردات العالم، كما تشكل صادراتها قرابة 8.4% من إجمالي صادرات العالم². ولعل الضعف في الرقابة الداخلية والنظم المصرفية المنتهجة كانت وراء انفجار هذه الأزمة التي كانت نتاج مراحل متلاحقة يمكن ان جملها فيما يلي³:

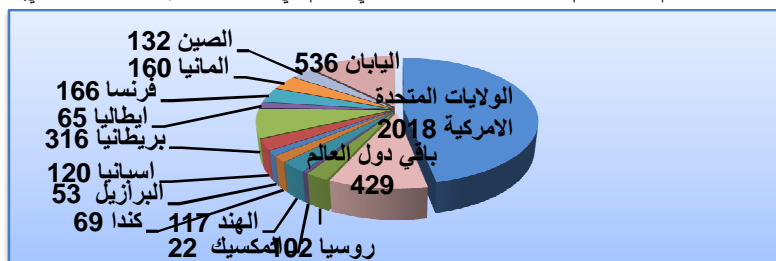
1. شجّع ازدهار سوق العقارات الأمريكية ما بين عامي 2001-2006، البنوك وشركات الاقراض على اللجوء إلى الاقراض العقاري مرتفع المخاطر، والذي يقوم على منح المقترضين قروضاً بدون ضمانات كافية، وبمخاطر كبيرة مقابل سعر فائدة أعلى، والهدف هو تحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح لمؤسسات الاقراض، والشكل أدناه يوضح الحالة التي آلت إليها الديون.

¹ باقر كرجي حبيب الجبوري، المرجع نفسه، ص 8.

² نبال محمود قصبه، تحليل الأزمة المالية العالمية الراهنة الاسباب والتداعيات والنتائج، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 28، العدد الأول، 2012، ص 533.

³ محمد صالح المنجد، الأزمة المالية، الطبعة الأولى، مجموعة زاد للنشر، المملكة السعودية، 2009، ص ص

الشكل رقم 01 : حجم الديون القومية المصدرة في العالم في سنة 2009 (مليار دولار أمريكي)



المصدر: من اعداد الباحث استنادا إلى الاحصائيات المأخوذة من: نبال محمود قصبية، تحليل الإزمة المالية العالمية الراهنة الاسباب والتداعيات والنتائج، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 28، العدد الأول، 2012، ص 534.

2. ثم توسعت المؤسسات المالية الكبرى في منح القروض للمؤسسات العقارية وشركات المقاولات بما يزيد عن سبعة مئة دولار. ومنح هذه القروض كان قائما على فرضية عدم وجود خسارة ابدأ، حتى لو لم يتمكن المقترض من سداد قرضه، فان سعر المسكن سيزيد مع الزمن، وسيتمكن هذا المقترض من بيع بيته أو يتم الحجر عليه وبيعه بسعر أعلى.

3. ولكن الذي حصل هو ان ارتفاع سعر الفائدة أدى إلى تغيير في طبيعة السوق الأمريكية، إذ قرر المصرف الاحتياطي الفدرلي ان يرفع أسعار الفائدة لمواجهة التضخم والحد من تدفق الكتلة النقدية، وبالفعل فقد رفع أسعار الفائدة بشكل متواصل ومتدرج من 1% إلى 5.25% من أواخر سنة 2004 حتى بداية سنة 2007¹. ومن ثم قل الطلب على العقار نتيجة ارتفاع أسعاره المبالغ فيها، وبالتالي بدأت أسعاره تنهأوى تدريجيا حتى انخفضت انخفاضا شديدا.

4. ادرك المواطن الأمريكي انه أمام خيارين: اما ان يستمر في تسديد قرض أصبح أعلى من سعر منزله فيما لو سدده دفعة واحدة، أو يمتنع عن التسديد ويترك منزله لكي يستولي عليه البنك، وهو الحل السليم في نظره.

5. تبع ذلك ازدياد عروض المنازل المرهونة للبيع، مما أدى معه إلى الضغط

¹ نبال محمود قصبية، المرجع السابق، ص 544.

أكثر على أسعار العقار، وزاد عدد المنازل المعروضة للبيع في الولايات المتحدة 75% سنة 2007، حيث بلغ عددها 2.2 مليون منزلاً.

6. أصبحت شركات التأمين في مازق كبير، بسبب تأمينها على تلك القروض المدومة.

7. شعر المواطن الأمريكي الذي كان يربط ودائعه بالبنوك (المقرضون للبنوك بالفائدة الربوية) بخطر شديد، وبدا بفكّ ودائعه من البنوك.

8. ضعفت قدرة البنوك على تمويل الشركات والافراد، الأمر الذي أدى إلى انخفاض الانفاق الاستثماري والاستهلاكي، وهدد بحدوث كساد كبير.

9. أصبحت تكاليف البنوك وشركات التأمين أكثر من إيراداتها، وهو ما أدى إلى اعلان بعض البنوك افلاسها، للاستفادة من نظام افلاس الشركات المعمول به في أمريكا، وذلك لحمايته من دائنيه، والهروب من المطاردات المستقبلية.

واستناداً لمختلف التحليلات التي أجريت حول الازمة المالية المعاصرة رغم ما فيها من خلاف وجدل متواصل فان ابرز أسباب هذه الازمة تكمن فيما يلي:

أ. التوسع في التعامل بالمشتقات المالية: غالباً ما يتم التعامل بعقود الخيارات والعقود المستقبلية والعقود الآجلة وعقود المبادلات أو التعامل بعقودين في أن واحد مثل عقود المبادلات الخبائية، وقد يكون موضوع هذه العقود منتجات أو مؤشرات أو سعر فائدة أو أوراق مالية وغيرها، وإذا كانت المخاطرة عاملاً يلزم الاستثمار عموماً، إلا أنها أعلى ما تكون في الاستثمار في المشتقات المالية وينشأ ارتفاع مخاطر الاستثمار في المشتقات المالية من حالة عدم التأكد المحيطة بأسعارها كونها تعتمد أساساً على التوقعات المستقبلية ومدى تحقق فرص حصولها¹. ومن ابرز هذه المشتقات التي أدت

1 باقر كرجي حبيب الجبوري، المرجع السابق، ص 10.

إلى بروز الازمة هي عقود تبادل القروض غير القابلة للسداد¹. حيث ان حجم هذه العقود تضخم وتطور إلى أرقام خيالية، الأمر الذي جعل مجموع قيمها اكبر بكثير من مجموع قيم ديون السندات المرتبطة بها ذاتها. على سبيل المثال قدرت الديون المستحقة على مصرف (ليمان براذرز) عند إشهار إفلاسه بتاريخ 14 أيلول 2008 بمبلغ 155 مليار دولار، في الوقت الذي بلغت فيه عقود تبادل القروض غير القابلة للسداد المتعلقة بهذه الديون 400 مليار دولار، ذلك لأن كثيرين ممن اشتروا هذه الأصول لم يكونوا دائنين بتلك الديون وإنما اشتروها بغرض المقامرة².

ب. **الإقراض المفرط وغير الحزر:** هناك ثلاثة عوامل جعلت البنوك تفرط في منح القروض. الأول هو عدم ملائمة انضباط السوق في النظام المالي، وهو ما ينشأ من غياب نظام المشاركة في الربح والخسارة. والثاني هو التوسع المعيب في حجم المشتقات ، ولاسيما في أوراق التعثر الائتماني. والثالث هو مفهوم " اكبر من يفشل"، وهو ما يقدم للبنوك أمانا بان البنك المركزي سيكون جاهزا في نهاية المطاف لإنقاذ البنوك الكبرى وحمايتها من الفشل³.

ج. **استشراء المضاربة التقليدية العقيمة:** إن النمو المستمر لقطاع المضاربات لم يقابله نمو حقيقي ومماثل في القيمة الاقتصادية للمؤسسات المصدرة لهذه الأسهم، لذلك فقد أجريت المضاربات في أسواق البورصات العالمية بصورة غير منضبطة وغير مستندة إلى أسس اقتصادية سليمة، مما تسبب لاحقا في حصول عرقلة في التسديد⁴.

1 عقود تبادل القروض غير القابلة للسداد: هي عقود مالية مشتقة يتم التعاقد عليها من قبل طرفين ، الطرف المشتري لها يدفع للطرف البائع مدفوعات دورية ثابتة ، ويتلقى من البائع مبلغاً من المال في حال تخلف المدين عن سداد سند الدين المضمون كلياً أو جزئياً .

2 نبال محمود قصبية، المرجع السابق، ص 550.

3 مجموعة من الباحثين، الأزمة المالية العالمية: اسباب وحلول من منظور اسلامي، ط 1، مركز النشر الاعلامي، المملكة السعودية، 2009 ، ص 29.

4 المانسيب رايح امين، المرجع السابق، ص 105.

د. حزم وتداول السندات: أدت عملية حزم السندات (جمع هذه السندات في مجموعات بعد إعطاء كل سند تصنيفاً ائتمانياً معيناً عن طريق وكالات التصنيف، ثم تقسيم كل مجموعة إلى عدة شرائح وفقاً لتصنيفها الائتماني) وزيادة سرعة تدويلها وتداولها إلى زيادة تركيز المخاطر فيها وفقدان جزء كبير من قيمتها عند التصفية، مقارنة بمجموع السندات قبل حزمها وبيعها ككتلة واحدة، إذ إن بيع أو تصفية أو إعادة جدولة 20 ألف سند بقيمة 50 ألف دولار للسند الواحد من قبل مجموعة كبيرة من المستثمرين أسهل بكثير من بيع أو تصفية أو إعادة جدولة حزمة سندات بقيمة مليار دولار من قبل مستثمر واحد، ولاسيما أوقات الأزمات، وذلك لاتساع حجم سوق وشريحة المتعاملين في السندات قبل الحزم في حين يبقى التعامل في السندات بعد الحزم محصوراً بالمؤسسات المالية وصناديق التحوط، والصناديق السيادية، وقلة قليلة من كبار المستثمرين¹.

هـ. إخفاق نظام إدارة المخاطر: فرقت بعض المؤسسات المالية في التحليل بين إدارة مخاطر الائتمان وإدارة مخاطر السيولة وإدارة مخاطر السوق، وهذا الفصل ليس صحيحاً عندما يطبق على منتجات معقدة كالمشتقات المالية بأنواعها المختلفة، ولاسيما المرتبطة منها بسندات الرهن العقاري، وهو ما أدى إلى تحمل هذه المؤسسات آثاراً سلبية مركبة لم تكن في الحسبان².

و. ضعف وانعدام الرقابة على المؤسسات المالية: تخضع البنوك التجارية في معظم الدول لرقابة دقيقة من البنوك المركزية، ولكن هذه الرقابة تقل إن لم نقل تنعدم على مؤسسات مالية أخرى مثل بنوك الاستثمار وسماسرة الرهون العقارية، وحتى على المنتجات المالية الجديدة مثل المشتقات المالية وعلى الهيئات المالية التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية (وكالات التقييط)،

¹ نبال محمود قسبة، المرجع السابق، ص 551.

² المرجع نفسه، ص 552.

وبالتالي تشجع المستثمرين على الإقبال على الأوراق المالية¹.

2. تداعيات الازمة المالية المعاصرة:

- ذهب معظم المحللين الاقتصاديين إلى اعتبار أن هذه الازمة تعد الاخطر على النظام المالي منذ عقود وان التعافي من نتائجها سيستغرق سنوات كثيرا، فهذه الازمة لم تأثر سلبا على الناحية الاقتصادية فحسب بل حتى الجوانب الاجتماعية والسياسية، ولعل أهم نتائجها تتلخص في الاتي²:
- أ. تكبد اكبر مؤسستين للرهن العقاري في أمريكا وهما (فاني ماي) و(فريدي ماك) خسائر بالغة، حيث تتعاملان بمبلغ 6 تريليون دولار، وهو مبلغ يعادل 6 أمثال حجم اقتصاديات الدول العربية مجتمعة.
- ب. أعلنت مصارف أمريكية كبرى إفلاسها، كمصرف (ليمان براذر) ومصرف (انتجرتي) و(واشنطن ميوتشول). كما أدت الازمة إلى اختفاء 11 بنكا من الساحة، من بينها بنك (اندي ماك) الذي يستحوذ على أصول بقيمة 32 مليار دولار، وودائع تصل إلى 19 مليار دولار.
- ج. لجوء الكثير من الشركات العقارية إلى تسريح عدد كبير من موظفيها، ومن بين هذه الشركات شركة (كانتري وأيد)، كبرى مؤسسات القروض العقارية في الولايات المتحدة، التي قررت تسريح 20% من موظفيها بواقع 12 الف وظيفة، لمواجهة نحو 1.2 مليار دولار من الخسائر التي لحقت بها جراء أزمة الرهن العقاري.
- د. ما بين 2-3 مليون أمريكي يواجهون خطر فقدان منازلهم، بسبب عدم قدرتهم على دفع الاقساط الشهرية.
- هـ. قررت جميع البنوك الاوروبية تجميد صناديقها العاملة في المجال العقاري في الولايات المتحدة، حيث جمّد (بي ان بي باريبيا) اكبر بنك فرنسي مدرج

¹ المانسيغ رايح امين، المرجع السابق، ص 107.

² محمد صالح المنجد، المرجع السابق، ص ص 10-12.

البورصة استثمارات قيمتها 2.3 مليار دولار.

و. تدهور البورصات والأسواق النقدية العربية أمام مخاطر اتساع الازمة، وهو أمر متوقع في ظل تبعية الأسواق العربية للاقتصاد الغربي والأمريكي منه على وجه الخصوص. فقد هبطت الأسهم في أوروبا والولايات المتحدة ودول الخليج بشك حاد وسط تداعيات الازمة العالمية، رغم اعتماد خطة الانقاذ المالي البالغ تكلفتها 700 مليار دولار.

رابعاً. الهندسة المالية الإسلامية واستعداد استقرار النظام المالي الدولي

1. الطرح البديل للهندسة الإسلامية:

حرمت الشريعة الإسلامية الفائدة الربوية على القروض وأحلت التمويل والاستثمار الحلال القائم على المشاركة وتفاعل رأس المال والعمل في إطار قاعدة الغنم بالغرم، كما حرمت الشريعة الإسلامية صور الغرر والجهالة والتدليس والمقامرة والغش والكذب والإشاعات والاستغلال واكل أموال الناس بالباطل. وأكدت الالتزام بالصدق والأمانة والتبيان. دون نسيان مبدأ العدالة التي يمكن تحقيقها عند توفر شرطين أساسيين، وهذين الشرطين مستندان إلى القيم الأخلاقية. احدهما هو أن على رب المال أن يشترك في المخاطرة، وان لا ينقل جميع أعباء الخسائر إلى المنظم. والشرط الثاني هو أن على المؤسسات المالية أن تخصص نصيباً عادلاً من مواردها للفقراء، للمساعدة على مكافحة الفقر، وزيادة تشغيل العمال، وزيادة فرص التشغيل الذاتي، ومن ثم تخفيف التفاوت في الدخل والثروة¹. أضف إلى ذلك الزامية العمل بمبدأ إنظار المُعسر، وِإِجماع العلماء فهو فريضة واجبة وليست مستحبة لقول الله تعالى: " وان كان ذو عسرة فنظرة إلى ميسرة" [البقرة:280]. ويسهم هذا المبدأ في استيعاب التقلبات المالية والاقتصادية من خلال ما يلي²:

¹ مجموعة من الباحثين، الأزمة المالية العالمية: اسباب وحلول من منظور اسلامي، المرجع السابق، ص 33.

² شوقي جباري، فريد خميلي، دور الهندسة المالية في معالجة الأزمات المالية، ورقة مقدمة للمؤتمر العلمي

أ. تدعو الشريعة الإسلامية إلى ضرورة ضمان مسكن للمدين حتى وإن عجز عن السداد فله الحق في ذلك.

ب. لا يباع مسكن المدين الذي ثبت عجزه عن السداد، بل يجب إنظاره، لينتفع المدين بالإمهال وينتفع الدائن من خلال احتفاظه بقيمة أصوله متماسكة، مما يقلل احتمالات الإفلاس والانهيار.

ج. يكون الدائن أكثر حذراً في منح الائتمان إذا علم مسبقاً أنه لن يستطيع الاسترباح من المعسر. ومن جهتها، فيمكن للهندسة المالية الإسلامية معالجة الشرخ الذي أصاب النظام المالي الدولي من خلال الصكوك الإسلامية¹.

2. الصكوك الإسلامية:

عرف مجمع الفقه الإسلامي في مؤتمره الرابع بجدة 1988 صكوك المقارضة بأنها "أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القرض (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة، وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه"². كما يرى آخرون أن الصكوك الإسلامية قد تشمل على تعريف أوسع بكونها "أداة استثمارية تقوم على أساس المضاربة أو نشاط استثماري معين، بحيث لا يكون لمالكه فائدة أو نفع مقطوع وإنما تكون له نسبة من الربح - إن تحقق - من هذا المشروع بقدر ما يملك من الصكوك. فالصكوك الإسلامية إذن معرضة للربح والخسارة على السواء كأبي استثمار يخضع لأحكام الشريعة الإسلامية.

الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصاديات العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي اسلامي ، 1-2 ديسمبر 2010 ، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، الاردن ، 2010 ، ص 18.

1 هناء محمد هلال الحنيطي، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية، ورقة مقدمة للمؤتمر العلمي الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصاديات العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي اسلامي، 1-2

ديسمبر 2010 ، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، الاردن، 2010 ، ص 10 .

2 هناء محمد هلال الحنيطي، المرجع نفسه، ص 11.

واصطلح على تسمية السندات الإسلامية صكوكا تميزها لها عن السندات التقليدية¹. وحسب ذات المصدر، فإن الصكوك الإسلامية تتفق مع الأسهم في عدة خصائص كتساوي القيمة وتوزيع الربح والخسارة وغيرهما في حين يختلفان عن بعضهما البعض في نقاط أخرى أبرزها:

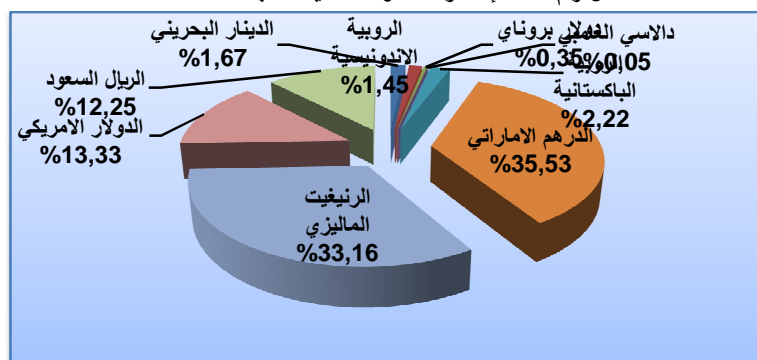
أ- السهم يعطي صاحبه حقا في حضور الجمعية العمومية للشركة، والتصويت والاشتراك في الإدارة، والرقابة وغير ذلك. ولا يمنح حامل الصك هذه الحقوق.

ب- السهم جزء من رأس مال شركة ما، وهذه الشركة ليس لها في الغالب تاريخ للتصفية، لان الغرض من إنشائها هو الاستثمار والتوسع فيه إلى اجل غير مسمى، أما الصك فانه غالبا ما يختص بمشاريع لها تاريخ ابتداء وتاريخ انتهاء وربما كان لمشاريع غير مؤقتة.

ج- الشركات تصدر الصكوك كمنتج من منتجاتها التجارية، أما أسهم الشركات فهي تمثل ما تملك شخصيتها الاعتبارية من أصول وأعيان وغير ذلك، وليست من منتجاتها التجارية. وقد أعطت الصكوك في العام 2008 قوة كبيرة لعملات الدول الإسلامية وسأهم في الحد من سيطرة الدولار على مفاصل الحياة الاقتصادية في المنطقة الإسلامية. والشكل أدناه يوضح اصدر الصكوك حسب العملات سنة 2008.

1 سامي يوسف كمال محمد، الصكوك الإسلامية الأزمة - المخرج، دار الفكر العربي، الطبعة الأولى، القاهرة، 2010، ص 141.

الشكل رقم 02 : إصدار الصكوك عالميا حسب العملة 2008



المصدر: من اعداد الباحث استنادا إلى المعطيات المأخوذة من اسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الاستثمار ودرها التمويلي في الاقتصاد، رسالة ماجستير، معهد الدعوة الجامعي، بيروت، 2009، ص ص 108-109.

وتوقعت تقارير عالمية أن تتجاوز إصدارات الصكوك الإسلامية

خلال 2012 حاجز 200 مليار دولار أمريكي بنسبة نمو تتراوح بين 25 و 30 % عن عام 2011 نتيجة لعدد من العوامل الايجابية منها الدور المتزايد للإصدارات الحكومية التي ستشكل العمود الفقري للسوق قصد إنعاش القطاع الخاص وتمويل مشاريع التنمية. كذلك فان الصناعة المالية الإسلامية نمت بمعدل 15 و 20 % سنويا خلال العقد الماضي لتصل إلى حوالي 1.3 تريليون دولار عام 2011، وبرزت صناعة الصكوك باعتبارها واحدة من المكونات الرئيسية للنظام المالي الإسلامي¹.

1-2. صكوك المضاربة: هي عبارة عن تقسيم رأس المال إلى حصص متساوية، وقد يتم تقديمه بواسطة طرف واحد أو أن يتعدد مقدموه. وهي صكوك ذات عائد مالي غير محدد ولكنه متوقع وذلك بقراءة نشاط الشركة المصدرة لها من خلال ميزانياتها المعروضة عبر السنوات الماضية وكذلك مؤشرات السوق. ومن أهم خصائصها²:

(تاريخ الاطلاع <http://www.giem.info/article/details/ID/403#.VCUu01dWRPY>) (2014/09/26)

² هناء محمد هلال الحنيطي، المرجع السابق، ص 12.

1. قابليتها للتداول في أسواق رأس المال.
2. يمكن إصدار هذه الصكوك لتشمل كافة القطاعات الزراعية والصناعية والخدمية والعقارية.
3. سهولة الرقابة عليها من الجهات المستفيدة من التمويل لارتباطها بموجودات عينية.
4. إمكانية ضمان هذه الصكوك من طرف ثالث نظرا لتوفير الاطمئنان للمستثمرين.

2-2. صكوك المشاركة: هي وثائق متساوي القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم أو تمويل نشاط. ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملك لحملة الصكوك في حدود حصصهم. ويعتبر الربح في نظام المشاركة تكلفة في العملية الانتاجية، مما يجعل المصرف ذا علاقة ايجابية بالنسبة للاستثمار وجدواه ويسمح بالاستخدام الامثل للموارد، وتكون المشاركة عادة لمدة محدودة، أو طويلة الاجل ولهذا تشبه النموذج الغربي في شركة التضامن وينظر اليها على أنها الإدارة المالية الإسلامية الخالصة حيث أنها تقوم على مبدأ المشاركة والاستفادة من المخاطرة، والمساهمة في مشاركة يمكن أن تكون في مشروع جديد أو تمويل لمشروع قائم، والأرباح توزع على أسس متفق عليها قبلها أما الخسارة فتتنوع حسب حصص رأس المال¹. ومن أهم خصائص صكوك المشاركة ما يلي²:

1. ذات مخاطر استثمارية متدنية لأنها مسنودة بأصول اقتصادية تتميز بربحية عالية وإدارة كفوءة.

2. يمكن تحويلها إلى سيولة في أي لحظة في السوق المالية.
3. يمكن استخدامها في تسوية المعاملات المالية كوسيلة دفع مضمونة السداد.

¹ سامي يوسف كمال محمد، المرجع السابق، ص 143.

² هناء محمد هلال الحنيطي، المرجع السابق، ص 13.

4. ذات ربحية عالية مقارنة بأوجه الاستثمار الأخرى المتاحة.

2-3. **صكوك السلم:** هي "عبارة عن سندات قصيرة الأجل تعبر عن عملية استثمارية أطرافها بائع السلعة أو الأصل نفظ مثلا (والمشتري بصيغة السلم) شركة وساطة أو مصرف أو من تتفق معه الحكومة وذلك بصفته مديرا لمحفظه صكوك السلم الإسلامية، ومشتري أو حاملي الصكوك ، حيث تقوم المحفظة باستيفاء قيمة الصكوك من المشتريين ودفع ثمن السلعة الان للحكومة واستلام السلعة أو قيمتها لاحقا"¹. وهذا سيمنح الممول فرصة أفضل لتتبع محفظته الاستثمارية، فعوض أن تكون جميع الديون نقدية، يكون بعضها نقديا وأخرى سلعية. والتنوع هو من أنجع السبل لتفادي المخاطرة. فإذا ارتفعت أسعار السلعة محل المتاجرة، كان ذلك خسارة في ديون النقد، ولكنه يمثل ربحا في ديون السلم، والعكس بالعكس².

2-4. **صكوك المرابحة:** وهي عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك³. وتعتبر المرابحة إلى الان من أهم القنوات الاستثمارية في البنوك الإسلامية إذ شكلت نسبة 81% سنة 1984 و73% سنة 1989 من استثمارات البنك الاردني للتمويل والاستثمار، بينما بلغت تلك النسبة 82% من إجمالي استثمارات بنك دبي الإسلامي في العام نفسه⁴.

2-5. **صكوك الاستصناع:** هي صكوك تطرح لجمع مبلغ لإنشاء مبنى أو صناعة آلة أو معدات مطلوبة من مؤسسة معينة بمبلغ يزيد عن المبلغ اللازم

1 مختار بونقاب، المرجع السابق ، ص 50.

2 سامي السويلم، صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي، مركز البحوث ، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، نسخة منقحة، 2004 ، ص 22.

3 نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية، مجلة الباحث، العدد 9، 2011 ، ص 256.

4 اسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الاستثمار ودرها التمويلي في الاقتصاد، رسالة ماجستير، معهد الدعوة الجامعي، بيروت، 2009، ص135.

لصناعتها، وحقوق حملة الصكوك تتمثل فيما دفعوه ثمنا لهذه الصكوك إضافة إلى الربح الذي يمثل الفارق بين تكلفة الصناعة وثمان البيع¹.

2-6. صكوك التمويل التأجيري (الإجارة): ويعتمد هذا النوع من الصكوك على مفهوم أساسي هو أن الأصول الرأسمالية في شكل عقارات أو منقولات ينتج عنها أرباح نتيجة استخداماتها وليس نتيجة ملكيتها فحسب، وإن المالك القانوني للأصول الرأسمالية يمكن أن يكون كيانا آخر غير الشخص الذي يستخدم الأصول الرأسمالية والذي يعتبر في الواقع المالك الاقتصادي، وتشمل تلك الملكية الاقتصادية الحصول على منافع الاستخدام وأيضا المخاطر المرتبطة بخسارة الأصل أو تقادمه فنيا². أي أن هذه الصكوك تقوم على مبدأ التصكيك (أو التسنييد أو التوريق) الذي يقصد به إصدار أوراق مالية قابلة للتداول، مبنية على مشروع استثماري يدر دخلا.

2-7. صكوك المزارعة: هي وثائق متساوية القيمة تصدر بغرض تمويل مشروع زراعي ويصبح لحاملها حصة في المحصول. والمعنى ذاته يمكن أن ينطبق على كل من صكوك المساقاة وصكوك المغارسة.

الجدول رقم 01 : الصكوك المصدرة حسب الدول 2007 ، 2008 ، 2009

الدولة	2007 (مليون دولار)	2008 (مليون دولار)	2009 (مليون دولار)
ماليزيا	13412.9	5470.4	13700
الإمارات	10807.5	5300.2	3100
السعودية	5716.3	1873.2	3000
البحرين	1065	700.4	1700
اندونيسيا	92.8	63.3	1800
باكستان	524.3	476.2	400
قطر	300	300.9	لم تصدر صكوك
الكويت	835	190	لم تصدر صكوك
بروناي	279.3	95.1	400
المجموع (مليار دولار)	33.0331	15.0697	24.1

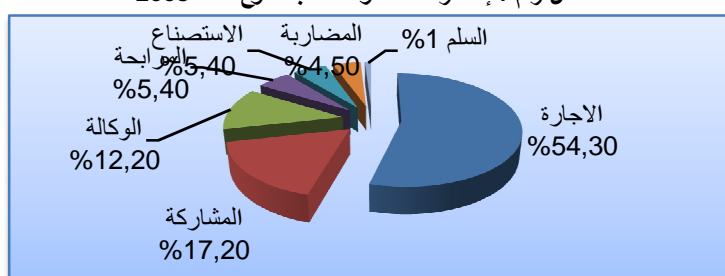
المصدر: هناء الحنيطي، دور الهندسة المالية في معالجة الأزمات المالية، ورقة مقدمة للمؤتمر العلمي الدولي حول "الأزمة المالية ... منظور اقتصادي إسلامي"، 1-2 ديسمبر 2010، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، الأردن، 2010، ص 16.

¹ نوال بن عمارة، المرجع السابق، ص 256.

² سامي يوسف كمال محمد، المرجع السابق، 151.

والملاحظة من الجدول تراجع حجم إصدار الصكوك بأكثر من 50% سنة 2008 مقارنة بسنة 2007، ولا شك أن السبب في ذلك هو تداعيات الأزمة على السوق المالية عموماً، إلا أن سوق هذه الصكوك يعود إلى النمو مجدد سنة 2009 رغم استمرار تأثير الأزمة ليلبلغ حجمها قرابة 24.1 مليار دولار بعدما كان في حدود 15 مليار تقريباً قبل سنة من ذلك.

الشكل رقم : إصدارات الصكوك حسب النوع سنة 2008



المصدر: من اعداد الباحث استناد إلى اسامة عبد الطيم الجورية، الرجع السابق، ص112.

ان الصكوك التي اشرفنا اليها انفا تستند إلى مبدأ التمويل برأس المال، لكن هذا لا يعني اغفال التمويل بالدين أو أهماله، إذ ان هذا الاخير ضروري في الحياة الاقتصادية بشرط ان لا يكون الهدف منه استهلاك السلع غير الضرورية أو المضاربة السيئة ونحو ذلك. الأمر الذي جعل النظام الإسلامي لا يسمح بخلق الديون من الاقراض المباشر انما فضل خلق الديون من بيع الأصول واجارتها باستخدام أساليب المشاركة والمرابحة والإجارة والسلم وغير ذلك. والغرض من ذلك هو ان يتمكن الافراد والمنشآت من ان يشتروا الان السلع الحقيقية الضرورية والخدمات حسب قدرتهم على الدفع في المستقبل، على ان يتم التقيد ببعض الشروط¹:

- الأصل المبيع أو المؤجر يجب أن يكون أصلاً حقيقياً، لاخيالياً أو افتراضياً.
- على البائع ان يمتلك السلع المباعة أو المؤجرة.

¹ مجموعة من الباحثين، الأزمة المالية العالمية: اسباب وحلول من منظور اسلامي، المرجع السابق، ص 34.

- المعاملة يجب ان تكون معاملة تجارية حقيقية، مع النية الكاملة للتسليم والاستلام.
- الدين لا يمكن بيعه، ومن ثم فان المخاطرة المرتبطة به يجب ان يتحملها المقرض نفسه.

ومن عرضنا السابق نجد ان النظام المالي الإسلامي قادر على الحد من شدة الأزمات وضمان عدم تصدع وانهيار النظام المالي الدولي بتجنب نواحي الضعف والخلل فيه. فهو يزود النظام المالي بمزيد من الانضباط بالزام الممول بالمشاركة في المخاطر. ويربط التوسع الائتماني بنمو الاقتصاد الحقيقي، ويقلل من الغرر والقمار، باتاحة الائتمان بصورة أساسية لشراء سلع وخدمات حقيقية يمتلكها البائع، ويرغب المشتري في تسلمها. كما انه يلزم الدائن بتحمل مخاطر التعثر، وذلك بمنع بيع الدين، وهو ما يضمن تقييم المخاطر بعناية اكبر¹.

خاتمة:

من خلال عرضنا لهذا الموضوع الشائك تبين لنا ان الهندسة المالية الإسلامية تتفرد عن غيرها بكونها تخضع لضوابط وأحكام فضلا عن احتوائها على كوكبة من المنتجات والأدوات المساعدة على تقادي حدوث ازمات خانفة. غير ان تبني هذه الأدوات كحل لانهيار النظام المالي الدولي يبدو أمرا مستبعدا خاصة في نظرا من يرى في الهندسة الربوية تحقيقا لمصالحه الخاصة. كما تبين لنا كذلك ان التمويل الإسلامي يستند إلى مبدأ المشاركة في الربح والخسارة أي المغنم بالمغرم، أي بدل الاعتماد على التمويل بالدين سيكون هناك تمويل بالمشاركة. فالازمة المالية العالمية كانت خلاصة فلسفة مادية تجير كل الطرق والذائع في سبيل تحقيق الربح المحض. وخلاصة القول فانه بوسعنا ان ننهي بحثنا بجملة من النتائج والتوصيات.

¹ مجموعة من الباحثين، الأزمة المالية العالمية: اسباب وحلول من منظور اسلامي، المرجع السابق، ص 37.

النتائج:

1. الهندسة المالية الإسلامية توفر بدائل استثمارية جديدة مبتكرة أو عن طريق محاكاة صحيحة لما هو موجود.
2. الازمة المالية العالمية كشفت عن ضعف النظم الوضعية عن الاستجابة لمتطلبات الناس.
3. التعامل بالصكوك الإسلامية هي من انجع الطرق للتمويل ولعلاج ما يعانيه العالم المالي الان.
4. ان الهندسة المالية الإسلامية قادرة على ضمان تماسك النظام المالي في ضوء الضوابط الشرعية

التوصيات:

1. يجب على المؤسسات المالية الإسلامية ان تتجنب التقليد الاعمى للمنتجات الربوية.
2. العمل على نشر ثقافة التعامل بالصيغ الإسلامية خاصة بين المسلمين انفسهم.
3. تعزيز ورعاية البحوث الاقتصادية الهادفة إلى تطوير العمل المصرفي الإسلامي.

قائمة المراجع:**أولاً. الكتب**

1. عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
2. محمد صالح المنجد، الازمة المالية، الطبعة الأولى، مجموعة زاد للنشر، المملكة السعودية ، 2009 .
3. مجموعة من الباحثين، الازمة المالية العالمية: أسباب وحلول من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، مركز النشر الاعلامي، المملكة السعودية، 2009.

4. سامي يوسف كمال محمد، الصكوك الإسلامية الازمة - المخرج، دار الفكر العربي، الطبعة الأولى، القاهرة، 2010.
ثانياً. المذكرات

1. بوعكاز نوال، حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الازمة المالية، مذكرة تدخل ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، قسم العلوم التجارية، جامعة سطيف، 2010-2011 .

2. المانسيح رابح أمين، الهندسة المالية وأثرها على الازمة المالية العالمية لسنة 2007، مذكرة تدخل ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، جامعة الجزائر 3، 2010-2011.

3. مختار بونقاب، دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير منتجات المؤسسات المالية الإسلامية، مذكرة تدخل ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماستر، جامعة قاصدي مرياح، 2011-2012.

4. خالد محمد نصار، اليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية : دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة، مذكرة تدخل ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2006.

5. اسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الاستثمار ودرها التمويلي في الاقتصاد، مذكرة تدخل ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، معهد الدعوة الجامعي، بيروت، 2009.

ثالثاً. المقالات والمؤتمرات

1. عبد الكريم احمد قندوز ، الهندسة المالية الإسلامية ، مجلة جامعة الملك عبد العزيز ، الاقتصاد الإسلامي ، المجلد 20 ، العدد 2 ، 2007.
2. باقر كرجي حبيب الجبوري ، الهندسة المالية الإسلامية ، مجلة الغري الاقتصادية والإدارية ، المجلد 5، العدد 15، 2010.
3. نبال محمود قسبة، تحليل الازمة المالية العالمية الراهنة الاسباب والتداعيات والنتائج، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 28، العدد الأول، 2012.
4. نوال بن عمارة ، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية ، مجلة الباحث ، العدد 9 ، 2011.
5. عبد الكريم قندوز ، الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي، ورقة مقدمة للمؤتمر الدولي الرابع " الازمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي " 15-16/12/2010 ، كلية العلوم الإدارية والاجتماعية ، جامعة الكويت.
6. عد الكريم قندوز ، الهندسة المالية الإسلامية : دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية ومدادها بالأدوات المالية الشرعية ، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر ، كلية لشريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحدة.
7. محمد كريم قروف، الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، ورقة مقدمة للملتقى الدولي الأول "الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي غرداية، 23-24/02/2011.
8. محمد عمر جاسر، نحو منتجات مالية إسلامية مبتكرة، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية المقام تحت عنوان " الواقع .. وتحديات

المستقبل"، تنظيم نادي رجال الأعمال اليمنيين في الفترة 20-21 مارس 2010 صنعاء - الجمهورية العربية اليمنية، 2010.

9. شوقي جباري ، فريد خميلي ، دور الهندسة المالية في معالجة الأزمات المالية ، ورقة مقدمة للمؤتمر العلمي الدولي حول "الازمة المالية والاقتصاديات العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، 1-2 ديسمبر 2010 ، جامعة العلوم الإسلامية العالمية ، الاردن ، 2010 .

10. هناء محمد هلال الحنيطي، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية ، ورقة مقدمة للمؤتمر العلمي الدولي حول "الازمة المالية والاقتصاديات العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، 1-2 ديسمبر 2010 ، جامعة العلوم الإسلامية العالمية ، الاردن ، 2010 .

11. سامي السويلم ، صناعة الهندسة المالية : نظرات في المنهج الإسلامي، مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، 2000.

12. سامي السويلم ، صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي ، مركز البحوث ، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار ، نسخة منقحة ، 2004 .

13. الإدارة العامة للبحث والتطوير، التمويل بالهامش، هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، 2010.

رابعاً. مواقع الانترنت

1. (تاريخ الاطلاع <http://islamfin.go-forum.net/t99-topic> (2014/09/18)
2. (تاريخ الاطلاع <http://infotechaccountants.com>(2014/09/18)
3. (تاريخ http://www.arab-api.org/images/training/programs/1/2006/28_C26-3.pdf الاطلاع (2014/09/22)
4. (تاريخ <http://www.my.mec.biz/t47051.html#.VB2un6NWRPY> الاطلاع (2014/09/18)
5. (تاريخ الاطلاع http://www.bankofsudan.org/arabic/period/masrafi/vol_26/islamic.htm(2014/09/21)

آفاق تطبيق الهندسة الماليّة الإسلامية في الجزائر

- قطاع السكن نموذجاً -

أ. جعفر هني محمد¹

أ. قمومية سفيان²

أ. مجاهد سيد أحمد³

الملخص:

تهدف الهندسة الماليّة الإسلامية إلى إيجاد اليات وأدوات تمثل حلولاً إبداعية للإدارة التمويلية، تجمع بين الكفاءة الاقتصادية والمصدقية الشرعية. ومن بين هذه الاليات والأدوات التي أوجدتها الهندسة الماليّة الإسلامية من خلال منهجي المحاكاة الابتكار نجد التصكيك الإسلامي الذي يعتبر البديل الشرعي للتوريق المحرم بجميع أساليبه والذي تستعمله المؤسسات المالية لتمويل مشاريعها الاستثمارية ومنها مشاريع القطاع العقاري.

تهدف الهندسة الماليّة الإسلامية إلى إيجاد اليات وأدوات تمثل حلولاً إبداعية للإدارة التمويلية، تجمع بين الكفاءة الاقتصادية والمصدقية الشرعية. ومن بين هذه الاليات والأدوات التي أوجدتها الهندسة الماليّة الإسلامية من خلال منهجي المحاكاة الابتكار نجد التصكيك الإسلامي الذي يعتبر البديل الشرعي للتوريق المحرم بجميع أساليبه والذي تستعمله المؤسسات المالية لتمويل مشاريعها الاستثمارية ومنها مشاريع القطاع العقاري

الكلمات المفتاحية: الهندسة المالية الإسلامية، الصكوك الإسلامية، صيغ التمويل الإسلامي، السوق العقاري، وزارة الإسكان الجزائرية.

Abstract:

Islamic financial engineering aims to create mechanisms

¹ أستاذ مساعد (I)، جامعة الشلف

² أستاذ مساعد (I)، جامعة الشلف

³ أستاذ مساعد (I)، جامعة أحمد دراية - أدرار

and tools represent creative solutions for financial management, combining economic efficiency, legitimacy and credibility. Among these mechanisms and tools created by the Islamic financial engineering through systematic simulation and innovation, we find that the Islamic securitization is a legitimate alternative to the securitization of Muharram and all methods used by financial institutions to finance their investment projects, including real estate projects.

This study was to shed light on the mechanism of Islamic securitization and its role in financing housing projects in Algeria and how they can take advantage of this mechanism to enhance the efficiency of real estate development projects in Algeria, especially the development of housing projects integrated. The study found a range of results, including: working mechanism of securitization Islamic reduction cost housing projects and increase the competition of these projects that benefit the citizens through the promotion of the diversity of access to housing.

Add to that the entry of the private sector party to address the increased need for housing may bring sustainability to address the problem of housing and be supportive, especially in periods that can be less than the chances of government support for any reason.

Keywords: Islamic securitization, Islamic bonds, Islamic finance mode, Algerian Ministry of Housing.

مقدمة:

يحتاج قطاع السكن، كغيره من القطاعات الاقتصادية والاجتماعية الأخرى، إلى رؤوس الأموال التي يمكن أن تستخدم في تمويل كافة عمليات بناء السكنات التي تتطلب طرق تمويل مختلفة عن باقي الاستثمارات الأخرى وهذا راجع للطبيعة الاقتصادية والاجتماعية للسكن، حيث تعتبر المشاريع السكنية من أكبر المشاريع صعوبة وتعقيداً التي تواجهها التنمية الاقتصادية لأي بلد، وهذا لما تتميز به من استهلاكات ضخمة للأموال والتعقيدات الكبيرة في مواضعها، كما أن حل مشكل السكن يعتبر المحور الأساس الذي تنشأ حوله

العوامل الأساسية للسير الحسن لجميع القطاعات الاقتصادية الأخرى وتطور المجتمع في جميع المستويات.

وقد أصبحت أدوات التمويل الإسلامي في الوقت الحالي أكثر قدرة وجاهزية للتعامل بكفاءة مع تحديات السوق العقاري وتعقيده وتطوراته المتسارعة، ذلك أن مؤسسات التمويل الإسلامي تقوم بالتركيز على إدارة الاستثمار بدلا من إدارة الاقراض، ومن التركيز على الضمانات إلى التركيز على الجدوى الاقتصادية للمشاريع محل التمويل، فيما ينصب اهتمامها نحو تشجيع الادخار والاستثمار بدلا من الحصول على الفوائد، فيما يمتد التمويل الإسلامي بعيدا ليصل إلى القيام بدور المستثمر والمستشار الاقتصادي لعملائه من الشركات والأفراد خلال فترة ما قبل التمويل وبعده.

كما أنّ التمويل العقاري يحتاج إلى رفع مستوى المنافسة وإنشاء المزيد من قنوات التمويل الإسلامية، إلى جانب البنوك التقليدية والإسلامية، ومن شأن ذلك أن يصبّ في مصلحة طالبي التمويل وتسهيل عملية الحصول على التمويل المطلوب، فيما سيساهم التمويل العقاري الإسلامي في دعم موجة الانتعاش الحالية لدى القطاع العقاري في الجزائر، وزيادة درجة المنافسة بين الجهات التمويلية، الأمر الذي سيصبّ في مصلحة المقترضين من الافراد لتمويل شراء الوحدات السكنية الخاصة بهم، بالإضافة إلى الحد من ارتفاع الأسعار وذكّر هنا أن الأزمات الاسكانية لدى دول المنطقة تزداد تعقيدا مع مرور الزمن، والذي يحمل ارتفاعات دائمة على الأسعار وصعوبات كثيرة في الحصول على التمويل، وما إلى ذلك من تحديات تتعلق بتوافر الاراضي المخصصة لبناء المساكن، وتشكل أدوات التمويل الإسلامية حلاً مجدياً لهذا القطاع من خلال رفع مستويات التمويل السكني وفق مبادئ الشريعة الإسلامية.

أهمية الدراسة: نظراً لأهمية ومكانة القطاع السكني في الجزائر، دأبت

الحكومة إلى تبني استراتيجيات وصيغ تمويلية شاملة للإسكان تهدف إلى تلبية الحاجة السكنية المتزايدة لمواطنيها، وتجنيب الوسائل البشرية والمادية الضرورية، حيث رخصت لكل البنوك بتمويل قطاع السكن، وأنشأت شركات تأمينية لضمان القروض العقارية بهدف تسيير ومعالجة الضمانات وهيئات مالية لدعم هذا القطاع مثل الصندوق الوطني للسكن وشركة إعادة التمويل الرهنوي، وعملت على تسهيل دخول القطاع الخاص سوق السكن وتشجيع الاستثمار فيه وإيجاد شراكة أجنبية لجلب الخبرات وتنويع مصادر التمويل، كما قامت بترخيص وتكليف الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط بكافة الأنشطة المتعلقة بهذا القطاع دون سواها.

وبالرغم من هذا التطور الذي حققه نظام التمويل السكني في الجزائر، إلا أنه لا يزال يعاني من بعض الصعوبات في نشاطه وانخفاض العرض عن الطلب، ولا زالت اليات التمويل وخاصة دور البنوك في مجال النشاط السكني ضعيفة ولم تستطع توفير التمويل اللازم لتلبية الحاجة السكنية لمختلف فئات المجتمع. وفي هذا الصدد ما زالت هناك فرصة لمساهمة القطاع الخاص ببرامج تمويلية لا تخدم تمويل المواطن فقط، بل من الممكن أن تدعم مشاريع الإسكان بصورة عامة في الجزائر، فمن ذلك الصكوك الإسلامية التي يمكن أن تنشأ عن استثمارات في القطاع العقاري، وذلك من خلال هيكله لهذه الصكوك لتمويل بناء مشاريع للإسكان بصورة خاصة، ومن ثم بيعها للمواطنين من خلال التمويل ويستفيد هذا الاستثمار من خلال تمويل المطور العقاري وتمويل الأفراد أيضا، وهذه الآلية تخدم مشاريع التطوير العقاري بصورة كبيرة وتدعم استدامة مثل هذه الأنواع من التمويل.

إشكالية الدراسة: على ضوء ما تقدم فإن إشكالية البحث تدور حول التساؤل الرئيسي الموالي: **كيف يمكن الاستفادة من الهندسة المالية الإسلامية لتمويل المشاريع السكنية في الجزائر؟**

أهداف الدراسة: تسعى الدراسة التي بين أيدينا إلى تحقيق الأهداف التالية:

- ✓ التعرف على واقع التمويل السكني في الجزائر وإستراتيجية تمويلها؛
- ✓ التعرف على التصكيك الإسلامي وآلية عملها؛
- ✓ استعراض تجربة شهادات الاسكان التركية ومحاولة الاستفادة منها؛
- ✓ التعرف على كيفية استخدام الية التصكيك الإسلامي في تمويل قطاع الاسكان في الجزائر.

منهج البحث: يعتمد البحث على المنهج الوصفي والمنهج الاستقرائي، حيث يستهدف المنهج الوصفي مسح وتجميع المعلومات المرتبطة بالمشكلة موضع الدراسة ثم تحليل وتفسير النتائج والوقوف على إمكانية تعميمها. أما المنهج الاستقرائي في هذا البحث فينصرف إلى كيفية تطبيق الية التصكيك الإسلامي في تمويل المشاريع السكنية في الجزائر من خلال الاستفادة من التجربة التركية في هذا المجال.

تقسيمات البحث: للإجابة على إشكالية البحث قسمنا الدراسة إلى أربعة مباحث:

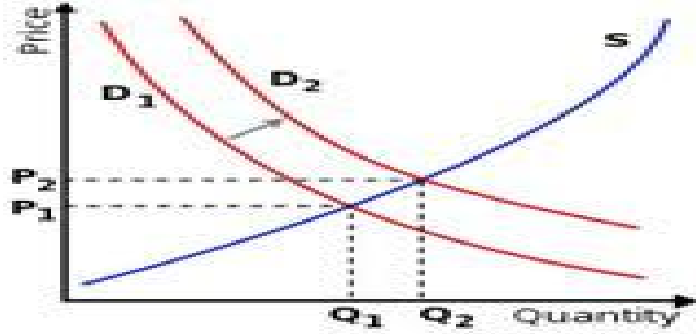
- ✓ **المحور الأول:** السوق السكنية في الجزائر وإستراتيجية تمويلها.
- ✓ **المحور الثاني:** دور التصكيك الإسلامي في تمويل القطاع السكن في الجزائر.

المحور الأول: السوق السكنية في الجزائر وإستراتيجية تمويلها

أولاً: السوق السكنية في الجزائر: يرتبط الطلب على السكن بصفة مباشرة مع الحركة التنموية والنمو الديمغرافي، لذلك نجد أن ارتفاع عدد السكان يؤدي حتماً إلى ارتفاع الطلب على السكن، كما أن الازدهار الاقتصادي وارتفاع الدخل الشهري يعمل على زيادة الطلب. وإذا ما قورن الطلب الوطني على السكن بالعرض الوطني، سنجد وجود فرق كبير، وأن الانجازات التي تم تحقيقها إلى يومنا هذا لا تلبى الاحتياجات المطلوبة.

وإذا أردنا تحليل السوق السكنية في الجزائر من المنظور الاقتصادي، فإن عملية تلبية الطلب تأخذ الشكل الآتي:

شكل رقم (01): العرض والطلب على الوحدات السكنية



المصدر: من إعداد الباحثين بناء على معطيات خاصة بقطاع السكن في الجزائر.

ثانياً: الطلب على السكن في الجزائر

حسب إحصائيات وزارة السكن والعمران والمدينة، فإن الطلب الوطني من السكن، كان إلى غاية أبريل 2013، يفوق 3.200.000 ولكنه بعد تصفية قانونية خضعت لها ملفات وأسماء أصحاب الطلبات، نزل الطلب الوطني بنسبة 20.5 بالمائة، أي إليها يُعادل 2.545.850 طلب، أي نزول بـ 658.594 طلب مُلغى. ويوجد عدد الذين خضعت أسماؤهم لرقابة البطاقة الوطنية، عند عتبة 250.156 شخص.

أما عن الصيغة الأكثر استقطاباً للطلبات بعد السكن الاجتماعي في الجزائر تتمثل في صيغة "السكن العمومي الإيجاري"، فإن الطلب الوطني منه مبدئياً يتوقف عند 1.667.419 طلب. ولتلبية هذا الطلب تحتاج السلطات العمومية لانجاز ما لا يقل عن 728.947 وحدة سكنية بهذه الصيغة، وهو العدد الذي يحصر العجز الحاصل على هذا المستوى.

ومن أهمها يظهره الرصد الجديد لطلبات السكن أن العاصمة لم تعد تتقدم ولايات الوطن على هذا الصعيد، إذ زحزحتها ولاية سطيف عن المقدمة، لكونها تعد 144.319 طلب مقابل 123.426 طلب بالعاصمة. وتأتي ولاية تيارت

في المركز الثالث بـ 106.143 طلب. وتأتي باتنة في المرتبة الرابعة بـ 99.464 طلب تليها ولاية شرقية دائما وهي سكيكدة بـ طلبات عددها 98239 طلب، فالمسيلة بالمرتبة السادسة بـ 97935 طلب والسابعة قسنطينة بـ 96282 طلب، وهي البوئر الجديدة لأزمة السكن، حيث أصبحت هذه الولايات مليونية أو قريبة من المليون نسمة¹.

ولا يقل الحد الأدنى للطلبات على السكن عن 10 آلاف طلب في كامل الولايات، إذ تمثل ولاية إيليزي بالجنوب الشرقي الحد الأدنى للطلبات بـ 5515 طلب تليها تندوف بـ 10.315 طلب، ثم البيض بـ 12.117 فتمنراست وبشار بـ 14932 و 14737 ثم بسكرة بـ 14009 طلب، ليعزى التزايد المستمر في الطلب إلى عاملين هما²:

- ارتفاع معدل نمو السكان³ وتجمعهم في "المنطقة النائية" التي تقع شمال البلد وتؤوي مدنه الرئيسية (الجزائر العاصمة وهران وقسنطينة وعنابة). ففي عام 2008، كان 63% من السكان يعيشون في هذه المنطقة التي لا تشكل سوى 4% من الأراضي الوطنية، مقابل 27% في الهضاب العليا، أي 9%

¹ عبد اللطيف بلقايم، إحصاء رسمي وأول بطاقة لطلبات السكن منذ الاستقلال، مقال منشور بتاريخ 2013/06/08 على الموقع الإلكتروني لصحيفة الجزائر نيوز التالي:

<http://www.djazairnews.info/on-the-cover/122-on-the-cover/56691-2013-06-08-16-59-32.html>

² راكيل رولنك، تقرير المقررة الخاصة المعنية بالسكن اللائق كمعصر من عناصر الحق في مستوى معيشي مناسب وبالحق في عدم التمييز في هذا السياق، الجمعية العامة للأمم المتحدة، مجلس حقوق الإنسان، الدورة التاسعة عشرة، البند 3 من جدول الأعمال "تعزيز وحماية جميع حقوق الإنسان، المدنية والسياسية والاقتصادية والاجتماعية والثقافية، بما في ذلك الحق في التنمية"، إطار خاص بالجزائر، 2011/12/26، ص 08-07.

³ المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي، بالتعاون مع برنامج الأمم المتحدة الإنمائي، التقرير الوطني عن التنمية البشرية (Rapport National sur le Développement humain)، 2008، الجزائر، ص 70-71.

من أراضي الجزائر، و10% في الجنوب الكبير (الصحراء) الذي يغطي 87% من أراضي البلد¹.

- ضعف البلد الشديد أمام الكوارث الطبيعية ولاسيما الزلازل والانهيئات الأرضية في المنطقة التلية، والفيضانات في الهضاب العليا، وارتفاع مستوى المياه والفيضانات في الجنوب، وقد زاد هذا الضعف من جراء تغير المناخ.

ثالثاً: المعروض السكني في السوق الجزائرية: بعد أن استعادت الحكومة استقراراً سياسياً ومؤسسياً وحصلت على موارد مالية هامة بفضل ارتفاع أسعار النفط، منذ عام 1999، اضطلعت من جديد بدورها في مجال العمران. وتشير مصادر رسمية إلى أن البرنامج الخاص للسكن الذي استهل للفترة الممتدة بين عامي 1999 و 2004 قد سمح ببناء 810.000 مسكن، بينما بُني 912.326 مسكناً في إطار برنامج الفترة الممتدة بين عامي 2005 و 2009. وتسعى الخطة الخماسية للفترة 2010-2014 لإنجاز 1.2 مليون مسكن، ولإكمال بناء 800.000 مسكن في الفترة ما بين عامي 2015-2017².

وعلى الرغم من الجهود التي قامت بها الدولة من أجل تنمية قطاع السكن لامتناس الطلب المتزايد، إلا أنه وبالمقابل، مازال المجتمع الجزائري يتخبط في مشكلة أزمة السكن، ومازال العديد من الطلبات على السكنات لم يتم تلبيةها. وهذا ما أسفر في الأخير إلى تقادم العجز من سنة إلى أخرى والذي بلغ بنهاية سنة 2012 ما مقداره 1.014.332 سكن أي بنسبة عجز بلغت 60.15%.

¹ اللجنة الوطنية الاقتصادية والاجتماعية، تقرير عن المدن الجزائرية أو مستقبل البلد الحضري (Rapport sur la ville algérienne ou le devenir urbain du pays)، الدورة الثانية عشرة، الجريدة الرسمية رقم 6، الصفحة 118، متوفر على الموقع الإلكتروني التالي:

<http://www.cnes.dz/cnesdoc/cneshtm/ville.htm>

² وزارة السكن والعمران، مجلة السكن، العدد 06، جانفي 2011، ص 06-07.

ويعرض الجدول الموالي حجم السكن الموزع (المعروض السكني) خلال الفترة (2012-2005):

جدول رقم (01): توزيع السكنات خلال الفترة (2012-2005)

Années	LPL	LSP	Loc vente	Promotio nnel	Auto- const	S/Total Urbain	Rural	Total
2005	25834	15787	12350	8027	27574	89572	42907	132479
2006	43527	23769	7128	8435	18630	101489	76287	177776
2007	44079	19325	8491	5028	14671	91594	88336	179930
2008	57657	37123	1827	4070	15176	115853	104968	220821
2009	55550	37924	9043	5644	18142	126303	91492	217795
2010	61316	28889	7777	4891	11761	114634	76239	190873
2011	74317	28114	6816	6061	30836	146144	66521	212665
2012	66259	24732	2422	5454	14750	113617	85562	199179
TOTAL	428539	215663	55854	47610	151540	899206	632312	1531518

Source : Ministère de l'Habitat, de l'Urbanisme et de la Ville, LES LIVRAISONS DE LOGEMENTS DURANT LA PERIODE (2005-2012), sur le site: http://www.mhuv.gov.dz/fichier_stat/36.pdf

وبتحليل لجانبي الطلب والعرض في السوق السكنية الجزائرية نجد أن الطلب على السكنات مازال يعرف عجزاً في تلبيته ونلاحظ وجود هوة بين الطلب والعرض، وبذل ذلك على عدم قدرة الدولة في التحكم أكثر في سياستها السكنية بما يلبي الطلب من جهة، ويزيد العرض من جهة أخرى. إن هذه الوضعية تعكس ضعف السوق السكنية الجزائرية، والتي أضعفتها عوامل عديدة نذكر أهمها فيما يلي¹:

- عدم تشجيع قطاع الإيجار للمستثمرين الخواص سواء على الصعيد التشريعي أو على صعيد التمويل البنكي.

¹ بن يحي محمد، واقع السكن في الجزائر واستراتيجية تمويله، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، 2012/2011، ص 129-130.

- حواجز قانونية كنتك التي جاء بها قانون المالية لسنة 1998 والمتعلق بشكل التنازل من أجل الاراضي التابعة للدولة والموجهة لإنجاز الممتلكات الخاصة بالترقية العقارية.
- عراقيل الحصول على قروض عقارية بنكية من أجل الحصول على مسكن لكثرة الضمانات وكثرة الشروط بما في ذلك معدل الفائدة الذي لا يتناسب مع فئات الدخل الضعيف والمتوسط.
- ضعف القدرة الشرائية بما يقلل من إمكانية المواطن في تخصيص جزء من مدخوله للدخار السكني.
- ارتفاع سعر السكن بنسب خيالية حيث نجد فئات واسعة من ذوي الدخل الضعيف والمتوسط لا تتوفر لها القدرة على شراء سكن لائق.
- النقص في الوعي العقاري خاصة في المدن الكبرى.
- انتشار المضاربات العقارية حتى في المساكن التي أنجزتها الدولة، بيعت بفضل نظام التنازل التمليكي للمستفيد وبأسعار محددة إدارياً مما سمح بإمكانية إعادة بيعها في السوق العقارية الحرة نتج عنها تحقيق فائض قيمة بما في ذلك المساكن الوظيفية التي كانت موضوع مثل هذه العملية، وكان نتيجة هذه الوضعية أن جزءاً كبيراً من المساكن العمومية ضاع في "فخ المضاربة" دون أن يساعد ذلك على تحسين ظروف سوق السكن.

رابعاً: إستراتيجية تمويل السكن في الجزائر

يُعرف التمويل السكني بأنه النشاط الذي تباشره المؤسسات المالية المرخص لها من الجهات المختصة بهدف منح الائتمان في مجال إنشاء أو تملك أو تجهيز أو صيانة أو إصلاح المساكن، أو القيام بأعمال البناء ولعقارات مخصصة لتملكها من قبل الافراد، أو منح قروض للشركات العاملة في مجال المساكن ذات الايجارات المعتدلة¹.

¹ ثروت عبد الحميد، اتفاق التمويل العقاري، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 10.

كما يعرف على أنه عبارة عن قرض طويل الاجل يمنح مقابل رهن العقار، حيث يحتفظ البنك بصك حيازة العقار حتى يقوم العميل بسداد كامل القرض العقاري ومن ثم يتم نقل الملكية للعميل¹.

خامساً: أساليب تمويل السكن في الجزائر عرف السكن في الجزائر نوعين من قنوات التمويل:

- تمويل عن طريق الخزينة العمومية تتكفل به الدولة، ويتم على شكل التكفل الكامل بعملية التمويل لإنجاز المشاريع السكنية أو على شكل إعانات مالية. ولقد جاء هذا المصدر من التمويل ضمن الإصلاحات الاقتصادية التي تبنتها الدولة، حيث جاءت عدة إجراءات جديدة لتمويل السكن قصد تحقيق الأهداف المنشودة بدعم دائم من الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط "CNEP" الذي كان إلى غاية 1997 الوحيد الذي أخذ على عاتقه تمويل السكن إلى جانب الخزينة العمومية، ثم اتخذت حلولاً أخرى تمثلت في إنشاء مؤسسات تعمل على تمويل السكن وتغطية مختلف البرامج السكنية الاجتماعية المدعمة.

- تمويل عن طريق البنوك، ويتم عن طريق قروض من أجل بناء أو شراء سكنات. وقد بدأ تدخل البنوك في القطاع العقاري مع أوائل السبعينات بتوكيل مهمة تمويل الترقية العقارية والسكن بصورة عامة إلى الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط لتتسع بعدها قائمة المتدخلين في تمويل السكن لتشمل البنوك التجارية العمومية والخاصة، كما اتخذ شيئاً فشيئاً أشكال متعددة وتقنيات حديثة توازياً مع المتطلبات السكنية المتزايدة باستمرار والأهمية الكبرى التي أولتها البنوك لهذا المنتج. حتى الاعتمادات الملية عرفت اهتماماً كبيراً، فمثلاً نجد أن الاعتمادات التي منحها البنك الخارجي الجزائري على المدى الطويل والمتوسط لقطاع السكن قدر بـ 14 مليار دينار سنة 1996 و 22 مليار دينار

¹ علي محمد شلهوب، شؤون النقود وأعمال البنوك، شعاع للنشر والعلوم، الطبعة الأولى، سوريا، 2007، ص

لسنة 1997، إلا أن تدخل البنوك في مجال تمويل السكن والترقية العقارية الخاصة يتخلله بعض العراقيل والمشاكل منها تخوف الخواص من اللجوء إلى هذه المؤسسات المالية نتيجة الضمانات الهامة التي تطلبها والمقيدة لحرية، إلى جانب حرص هذه البنوك على توفير الضمانات لحماية أموالها الخاصة، وتحقيق أكثر أمان ومردودية في تعاملها مع زبائنها.

سادساً: أصناف البرامج السكنية وطرق تمويلها

أ- **السكن الاجتماعي وتمويله:** السكن الاجتماعي هو السكن المخصص لفئة من الأفراد الذين لا يكفي مصدرهم المالي لامتلاك مسكن أو كرائه. ولقد مرت عمليات تمويل هذا النوع من السكنات بعدة مراحل، فكانت السنوات الأولى بعد الاستقلال تمول من طرف الدولة ثم جاءت مرحلة التمويل من طرف الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط ابتداء من سنة 1990 إلى غاية 1995، حيث شهدت هذه الفترة نقص في الموارد المالية للخزينة العامة للدولة، ثم تلتها مرحلة التمويل على نفس الطريقة الأولى في الاعتماد على أموال الدولة، وهكذا تم إدراج تمويل السكن الاجتماعي من ميزانية الدولة، حيث خصص له غلاف مالي قدر بحوالي 39 مليار دج، أي ما يعادل 25% من ميزانية التجهيز للدولة لتمويل البرامج الاجتماعية في سنة 1998، واستمرت عملية تخصيص الغلافات المالية التي عرفت ارتفاعاً متزايداً حيث قدر بحوالي 55 مليار دج في سنة 2002، و1.570 مليار دج للفترة الممتدة بين 2004 و 2009¹.

ب- **السكن الترقوي:** حدده المرسوم رقم 86-07 الصادر في 4 مارس 1986، و هنا يقوم الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط بتمويل مشاريع هذا الصنف من مدخرات زبائنه و لفائدتهم، إلا أن حصة هذه الصيغة قليلة جدا لأنها مكلفة وموجهة لذوي الدخل المحترم.

¹ بن يحي محمد، واقع السكن في الجزائر وإستراتيجية تمويله، مرجع سبق ذكره، ص 161.

ت - برنامج السكنات التطورية (التساهمية): ظهرت ابتداءً من سنة 1995 بناءً على المرسوم التنفيذي رقم 94-308 الصادر في 4 أكتوبر 1994، وهذا النوع من السكن موجه لفائدة العائلات بغرض الحصول على الملكية، ويتمتع هذا النمط بكل المواصفات الأساسية للسكن، ويقوم الصندوق الوطني للسكن (CNL) بالتدخل في عملية تمويله عن طريق تقديم إعانة مالية لفائدة المستفيد وذلك حسب دخله. وقد أعيد النظر فيما بعد فيما يتعلق بعدد الفئات المستفيدة نحو التقليل وقيمة الإعانة نحو الارتفاع¹.

ث - برنامج سكنات البيع عن طريق الإيجار: ظهرت بمقتضى المرسوم رقم 01-105 لـ 23 أبريل 2001، وبموجب هذه الصيغة أصبح للمستفيد دور هام في تمويل مسكنه، ولقد نالت هذه الصيغة إعجاب المواطنين بما أنها تسهل لهم الاستفادة من سكنات في آجال قصيرة وبمبالغ معقولة، يدفع المستفيد في هذه الصيغة و على ستة مراحل ما قيمته 25 % من كلفة الإنجاز، أما 75 % الباقية ولكونها من مساعدات الدولة بواسطة الصندوق الوطني للسكن، يقوم المستفيد بدفعها بأقساط جد مريحة خلال 20 سنة بحد أقصى².

ج - السكن الريفي: فبعد توقف إنجاز سكنات القرى الاشتراكية التي كانت تمول مباشرة من الخزينة العمومية، شرعت الدولة وفي إطار تنمية المناطق الريفية وتحفيز السكان على الاستقرار بأماكن تواجدهم، في تقديم مساعدات مالية قدرت بـ 120.000 دج لإنجاز مسكن واحد ليرتفع بعد 1993 إلى 200.000 دج ليصل حالياً إلى 700.000 دج.

¹ عمران محمد، إستراتيجية التمويل السكني في الجزائر، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 06، جامعة الشلف، 2011، ص 09.

² نفس المرجع، ص 09.

سابعاً: إجراءات تذليل صعوبات التمويل السكني

في إطار إصلاح الجزائر لقطاع السكن، بادرت بإنشاء بعض الهياكل والهيئات سواء للاحتراز من أخطار تجميد الديون أو لمواجهة أخطار تسديدها. وفيما يلي تفصيل لذلك:

أ - إنشاء شركة إعادة تمويل الرهون العقارية: وهي شركة ذات أسهم تخضع للقانون الخاص ولقانون النقد والقرض، أنشئت بهدف الاحتراز من مخاطر تجميد الديون، ومن أهدافها الرئيسية ما يلي:

- ترقية نظام تمويل السكن على المدى المتوسط والطويل.
- تشجيع المنافسة بين البنوك والمؤسسات المالية من أجل منح القروض السكنية.

- تمديد الاستحقاقات المتعلقة باسترداد الفوائد والمبالغ الأصلية للقروض.

ب - إنشاء شركة تأمين القروض العقارية: وهي مؤسسة اقتصادية عمومية، أنشأت سنة 1997 لمواجهة مخاطر تسديد الديون، ومن مهامها الرئيسية:

- منح ضمانات للمؤسسات المالية المقرضة.
- تسيير شركة القرض العقاري.
- مراقبة سير المؤسسات المقرضة وشمولية ومتابعة عملية القرض.
- معالجة كل عمليات القرض الممنوحة للمقاولين وبصفة عامة كل العمليات المالية العقارية.

ت - تأسيس صندوق الضمان والكفالة التعاوني للمراقبين العقاريين: يتمثل الهدف من هذا الصندوق ضمان الأموال المقدمة مسبقاً من طرف الأشخاص العاديين (المشترين) إلى المراقبين العقاريين في إطار عمليات الشراء على المخطط.

ث - إنشاء الصندوق الوطني للسكن "CNL": هو مؤسسة عمومية صناعية وتجارية، أنشئ من طرف وزارة السكن والعمران في 12 مارس 1991 وذلك

من أجل المساعدة على الحصول على ملكية سكن. ولقد أسندت للصندوق الوطني للسكن المهام الرئيسية التالية¹:

- تسيير إعانات ومساهمات الدولة في مجال الاسكان خاصة السكنات ذات الطابع الاجتماعي والسكن الايجاري وامتصاص السكن القصديري وإعادة الهيكلة العمرانية وترميم وصيانة البنايات.

- ترقية كل أشكال التمويل المتعلقة بالسكن خاصة ذات الطابع الاجتماعي منه، بتدبير وتسخير موارد مالية غير مرتبطة بالميزانية.

- المساهمة في تحديد سياسة تمويل السكن.

- إدارة الأسهم والمساهمات التي تقدمها الدولة لفائدة السكن لاسيما المساعدات أو تخفيض نسبة الفائدة.

- النهوض بتمويل السكن الاجتماعي عن طريق البحث عن موارد للتمويل غير مرتبطة بالميزانية وتجنيدها.

- القيام بتدبير تمويلات متوسطة الاجل عن طريق البنوك والمؤسسات المالية الأخرى لبرامج بناء مساكن اجتماعية.

ج- تحويل الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط إلى بنك للإسكان: تم ذلك سنة 1997، باعتباره يتدخل بصفة مطلقة ومباشرة في تمويل جميع الانماط السكنية التي تعرفها الجزائر وهذا تماشياً مع الإصلاح الحذر الذي باشرته السلطات العمومية منذ بداية 1995. وضمن هذا التصور، تكون المساهمات البنكية في مستوى 40% من الحجم المالي اللازم للإنجازات، تبقى 60% الأخرى تقسم كالتالي: 20% كحصة من مؤسسة الترقية، 20% حصة المشتري، 20% تتأتى عن طريق حاصل بيع السكنات، وهي في طور الانجاز.

¹ Mahmoud Ben Farah et Autres, **Rapport de mission, Objet : recensement, évaluation et recommandation relatifs au système de financement de l'habitat en Algérie**, Juillet 2002.

المحور الثاني: دور التصكيك الإسلامي في تمويل قطاع السكن في الجزائر

أولاً: تجربة شهادات الاسكان التركيبية

لقد قامت وزارة الاسكان التركية ممثلة في (إدارة الاسكان الجماعي والمشاركة الشعبية) بمنطقة (هالكالي) في استانبول بإدخال أداة رأسمالية جديدة خالية من عنصر الفائدة تُسمى شهادات الاسكان قابلة للتداول وتهدف إلى تشجيع امتلاك المنازل وتحدث في نفس الوقت مدخرات مالية بحجم أكبر تُسهم في زيادة نشاط السوقين الأولية والثانوية. وبصفة عامة صُممت شهادة الاسكان كوسائل لملكية المنازل وكأداة لاستثمار المدخرات، وفيما يلي أهم الملامح لشهادات الاسكان التركيبية¹ :

إصدار الشهادات: أصدرت الشهادات بواسطة " إدارة الاسكان الجماعي والمشاركة الشعبية " وتُمثل الشهادة الواحدة الحق في ملكية متر مربع واحد من شقة في المباني السكنية في منطقة هالكالي (ضواحي استانبول)؛
الشهادات تُصدرة (لحاملها) ويمكن تداولها في الأسواق الثانوية؛
تتمتع بقيمة مبدئية (إصداريه)، يتم إعادة حسابها على أساس دوري شهري بواسطة الإدارة، وتعلن القيمة للجميع في المباشر من كل شهر، ويُعتبر السعر المعلن ساري المفعول من اليوم العاشر للشهر الجاري إلى اليوم العاشر من الشهر الذي يليه ويبنى تقدير القيمة النقدية (المستحقة) على ظروف العرض و الطلب (التكلفة) السائدة في قطاع التشييد (وليس على ظروف العرض والطلب في السوق لسندات الاسكان) ؛
ويتم صرف الشهادات إلى نقد بواسطة البنوك المصرح لها عند الطلب بمقتضى آخر سعر معلن للسند؛

¹ أحمد محي الدين أحمد، التطبيقات المصرفية لصكوك الاستثمار، دورة الصكوك، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، 5-6 يوليو 2008، ص34 وما بعدها.

وتتعهد الإدارة بإكمال بناء الوحدات السكنية في غضون (5) سنوات عقب إصدار الشهادة؛

وعلى حاملي السندات الراغبين في شراء شقة من هذه المباني ، أن يجعلوا عدداً كافياً من السندات (30 سند) مقابله لدفع مبدئي، وأن يدفعوا الحساب المتبقي نقداً أو بواسطة سندات تُعادل المبلغ المتبقي تُمثل السندات التي أصدرت تملك متر واحد مربع عن كل سند من شقة تُقدر بأدنى الاثمان (من حيث الواقع) وأتعاب إضافية تبلغ 30% ، تدفع إذا ما طلب حامل السندات شقة بخلاف الشقة المقدره بأدنى الاثمان. وبالتالي فإنَّ حاملي السندات، منذ البداية لا يعرفون على وجه التحديد أي شقة سيشترون ولكنهم يعرفون أنهم سيشترون شقة مقدره بأدنى الاثمان، وينبغي أن يُدفع فوقها أتعاب إضافية في حالة شراء شقة أفضل؛

تتكفل الإدارة بتسليم الشقة في ظرف سنة من تقديم طلب للشراء، ويُمكن لحاملي الأسهم الذي لم يتقدموا بطلب الشراء في ظرف فترة البيع التي أعلنت عنها الإدارة، أن يستخدموا سنداتهم فيما بعد، أما في نفس مشروع الاسكان الجماعي، أو في مشروع آخر، شريطة أن يساوا الفروقات الناجمة في الأسعار. أما عن تلك السندات التي لم تُستخدم في شراء شقة في نهاية فترة المشروع (أي خمس سنوات)، فإنَّ الحصيلة (القيمة النقدية التي بلغها السند في نهاية الفترة) فتحتفظ بها الإدارة وتُصرف لحامل السندات عن تقديمه لطلبه التالي، وفي نفس الوقت فإنَّ الحصيلة لا تُكسب عائداً؛

ثانياً: الحاجة إلى إصدار شهادة الاسكان في الجزائر

تُعاني الجزائر كغيرها من الدول النامية من مشكلة الاسكان خاصة بالنسبة للطبقات ذات الدخل المنخفض بسبب تزايد معدل النمو السكاني بأكثر من حجم ومدى الخطط الاسكانية ، ولقد تقاوم حجم المشكلة بسبب نقص البنات الأساسية وندرة الموارد المالية وضعف الضمانات تليي يُمكن أن تُقدمها

الطبقات التي هي في أمس الحاجة إلى تمويل مساكنها ، ولقد تولد عن هذا الوضع كثير من المشكلات الاجتماعية والمشكلات المتعلقة بصحة البيئة وصحة الافراد ومن هذا المنطلق أصبح التفكير في معالجة الفجوة السكانية على أسس جديدة قوامها المداخل التالية:

- ✓ استخدام موارد القطاعين العام والخاص؛
- ✓ الانتقال من الارتكاز على الجهد الفردي في بناء المساكن إلى الجهد الجماعي؛
- ✓ إقامة الاسكان الجماعي على حسب مستوى دخل كل فئة ووضعها الاجتماعي؛
- ✓ استغلال الحاجة إلى تملك المساكن بتصميم اليات لزيادة المدخرات الفردية وابتكار أدوات تمويل قصيرة ومتوسطة الاجل؛

ثالثاً: خطوات إصدار شهادات الإسكان الجزائرية

تقوم وزارة السكن والعمران الجزائرية بدراسة اقتصادية لمشروع سكني محدد بعد إحصاء حجم الطلب على السكنات سواء الطلب على السكن الاجتماعي أو التساهمي أو بصيغة السكن بصيغة عدل أو السكن الايجاري تُبين فيه التكلفة المتوقعة والريح المتوقع، حيث يُمكن أن تقوم وزارة السكن والعمران عبر هيئة متخصصة ذات غرض خاص بإصدار صكوك قيمتها الاجمالية مساوية للتكلفة المتوقعة للبناء، وتعرض على حاملي الصكوك الممولين للبناء اقتسام عائد الايجار، بنسبة تُحددها هي في ضوء الدراسة الاقتصادية للمشروع، على أن يخصص جزء من العائد الذي تملكه وزارة السكن والعمران لإطفاء الصكوك أي: شرائها من حاملها شيئاً فشيئاً حتى تعود بعد فترة من الزمن الملكية الكاملة للبناء إلى وزارة السكن، مع ملاحظة أن إطفاء هذه السندات مرتبطٌ بمدّة من الزمن محددة وقد تكون الحكومة ضامنةً أيضاً لإطفاء هذه السندات عند حلول أجلها، إذا عجزت وزارة السكن عن القيام بذلك، على أن يكون ما

تدفعه الحكومة ديناً بدون فائدة في ذمة الوزارة ويُمكن أن تتبع هذه العملية الخطوات التالية:

1. تحديد قيمة الموجودات أو الأصول السائلة التي تحتاج إليها لتنفيذ المشروع السكني؛ تقوم وزارة السكن والعمران بإنشاء شركة ذات غرض خاص، مهمتها إصدار الصكوك (شهادات الاسكان)، وإدارة محفظة الصكوك والمشروع السكني نيابة عن الوزارة وتكون في نفس الوقت وكيلًا عن المولين أو المستثمرين وهم حملة شهادات الاسكان ، كما تتولى إعداد نشرة الاصدار التي تضم وصفاً مفصلاً عن هذه الشهادات وأهدافها

2. بيانات نشرة اكتتاب شهادات الاسكان الجزائرية: تحتوي نشرة الاكتتاب على البيانات التالية:

الحد الادنى لقيمة الصكوك المصدرة؛

الحقوق المتعلقة بالصكوك؛

كيفية الاكتتاب في باقي رأس المال إذا كان الاكتتاب جزء من رأس المال؛
أمين حفظ للصكوك؛

مجال توظيف الأموال، وغرضه وجدواه ومدته؛

أسماء مراقبي الحسابات وعنوانهم؛

كيفية الافصاح الدوري عن المعلومات؛

طريقة توزيع الارباح ومجال توظيفها بالنسبة للصكوك الاستثمارية.

3. تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإصدار الشهادات المتساوية القيمة تُعادل المبلغ المطلوب للاستثمار العقاري مثلاً وتكون قابلة للتداول في الأسواق الثانوية؛

4. تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بطرح الصكوك في السوق الأولية للاكتتاب العام، وتتسلم المبالغ النقدية

(حصيلة الاكتتاب في الصكوك) من المكتتبين وهم المستثمرين.

ويمكن أن تصدر الشركة ذات الغرض الخاص شهادات الاسكان بصيغ تمويل إسلامية مناسبة لتمويل مشاريع السكن كما مرّ معنا في المبحث الثاني من الدراسة، فعلى سبيل المثال يمكن إصدار شهادات الاسكان وفق صيغة المرابحة للأمر بالشراء أو الاستصناع أو المشاركة المنتهية بالتملك أو عقد الإجارة، حيث يحصل كل طرف ومستثمر على نسب معينة من الربح وفق ما يمتلك من صكوك، كما يمكن أن يدخل كل من بنك البركة الجزائري ومصرف السلام ضمن قائمة المستثمرين لتمويل المشاريع السكنية في الجزائر.

خاتمة:

تناولنا من خلال هذه الدراسة واقع السوق العقارية في الجزائر واستراتيجية تمويلها، كما تطرقنا لأهم صيغ التمويل الإسلامي الملائمة لتمويل المشاريع السكنية، كما تطرقنا لمفهوم التصكيك الإسلامي وبله عملها وكيف يمكن الاستفادة من هذه الاداة الجديدة لحل أزمة السكن في الجزائر، فمن خلال هذه اليلة يمكن لوزارة السكن والعمران الجزائرية أن تستخدمها لتمويل استثماراتها العقارية، حيث تفتح عمليات التصكيك الإسلامي للوزارة آفاقاً إستراتيجية واسعة من شأنها تذليل العديد من العقبات، فهي تعمل على حل مشكلة تمويل الاستثمارات العقارية من خلال تقديمها أصولاً قابلة للتسييل بسرعة وبتكلفة قليلة وكفاءة وفعالية، وفي نفس الوقت تشكل فرصاً استثمارية ملائمة لتوظيف الفوائض النقدية.

بالإضافة إلى أن هذه الالية تعمل على تعزيز كفاءة مشاريع التطوير العقاري في الجزائر خصوصا التطوير لمشاريع إسكانية متكاملة، وقد يخفض التكلفة ويزيد من تنافس هذه المشاريع التي تعود بالنفع على المواطن من خلال تعزيز تنوع فرص الحصول على مسكن. إضافة إلى أن دخول القطاع الخاص طرفاً في معالجة ازدياد الحاجة للسكن قد يحقق استدامة لمعالجة مشكلة الاسكان وتكون داعما خصوصا في الفترات التي يمكن أن تقل فيها فرص الدعم

الحكومي لأي سبب كان، إضافة إلى أن معدل النمو السكاني الكبير قد يمثل تحدياً كبيراً للبرامج الحكومية للإسكان.

المراجع:

أولاً: الكتب

1. ثروت عبد الحميد، اتفاق التمويل العقاري، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، مصر، 2002.

2. علي محمد شلهوب، شؤون النقود وأعمال البنوك، شعاع للنشر والعلوم، الطبعة الأولى، سوريا، 2007.

ثانياً: المذكرات والأطروحات

3. بن يحي محمد، واقع السكن في الجزائر وإستراتيجية تمويله، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، 2012/2011.

ثالثاً: الندوات والمؤتمرات

4. أحمد محي الدين أحمد، التطبيقات المصرفية لصكوك الاستثمار، دورة الصكوك، الاسكندرية، 5-6 يوليو 2008.

رابعاً: المجلات

5. وزارة السكن والعمران، مجلة السكن، العدد 06، جانفي 2011.

6. عمران محمد، إستراتيجية التمويل السكني في الجزائر، الاكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 06، جامعة الشلف، 2011.

خامساً: القرارات والتقارير

7. راكيل رولنك، تقرير المقررة الخاصة المعنية بالسكن اللائق كعنصر من عناصر الحق في مستوى معيشي مناسب وبالحق في عدم التمييز في هذا السياق، الجمعية العامة للأمم المتحدة، مجلس حقوق الانسان، الدورة التاسعة عشرة، البند 3 من جدول الأعمال "تعزيز وحماية جميع حقوق الانسان، المدنية والسياسية والاقتصادية

والاجتماعية والثقافية، بما في ذلك الحق في التنمية"، إطار خاص بالجزائر، 2011/12/26.

8. المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي، بالتعاون مع برنامج الامم المتحدة الانمائي، التقرير الوطني عن التنمية البشرية، 2008، الجزائر.

9. اللجنة الوطنية الاقتصادية والاجتماعية، تقرير عن المدن الجزائرية أو مستقبل البلد الحضري، الدورة الثانية عشرة، الجريدة الرسمية رقم 6.

سادساً: المواقع الإلكترونية والجرائد

10. عبد اللطيف بلقايم، إحصاء رسمي وأول بطاقة لطلبات السكن منذ الاستقلال، مقال منشور بتاريخ 2013/06/08 على الموقع الإلكتروني لصحيفة الجزائر نيوز التالي:

<http://www.djazairnews.info/on-the-cover/122-on-the-cover/56691-2013-06-08-16-59-32.html>

سابعاً: المراجع الأجنبية

Mahmoud Ben Farah et Autres, **Rapport de mission, Objet : recensement, évaluation et recommandation relatifs au système de financement de l'habitat en Algérie**, Juillet 2002.

الهندسة المالية الإسلامية: المفهوم والضوابط

أ. قاسمي خديجة¹

ملخص:

الهندسة المالية الإسلامية يقصد بها مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من العمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل، بالاستعانة بمعارف وكفاءات المجالات الأخرى وأهمها الرياضيات، الاحصاء، و المعلوماتية، لدراسة المعلومات بطريقة علمية عميقة تساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية مع مراعاة العمل في إطار موجبات الشريعة الإسلامية ومقاصدها، وتهدف هذه الهندسة إلى توفير بدائل للمنتجات المالية التقليدية التي صارت عيوبها أكثر من مزاياها، بعيداً عن التقليد النمطي لها، حيث تقوم الهندسة المالية الإسلامية على مبدأ الالتزام بالضوابط الشرعية والأخلاقية والتركيز على المساهمة الحقيقية في الاقتصاد. ولأن الأصل في المعاملات الإباحة فإن الشريعة الإسلامية خلقت المجال واسعاً أمام الإبداع و الابتكار المالي في كل ما يحقق المصلحة، و لكنه رسم الحدود التي تضمن بقاء هذه المعاملات في خدمة المصلحة العامة والخاصة للأفراد، فسد الذرائع التي تؤدي الفساد بطريقة تجمع بين الثبات والمرونة.

Résumé :

Financial Islamic Engineering destiné gamme d'activités qui incluent la conception, le développement et la mise en œuvre de chacune des opérations financières de l'innovateur, en plus de formuler des solutions créatives à des problèmes de financement, en utilisant les connaissances et les compétences d'autres domaines, notamment les mathématiques, les statistiques et l'informatique, d'étudier les informations d'une manière scientifique profonde aide prendre des décisions

¹ طالبة دكتوراه، جامعة أحمد دراية - أدرار khadidja170@gmail.com

d'investissement, en tenant compte des travaux en vertu des lignes directrices de la loi islamique et ses buts,

Et Financial Islamic Engineering vise à fournir des alternatives aux produits financiers classiques, qui est devenu plus d'inconvénients que d'avantages, loin de sa tradition typique, où l'ingénierie financière islamique sur l'attachement au principe de la légalité islamique et des contrôles éthiques et de se concentrer sur la contribution réelle à l'économie.

Parce que l'origine des transactions autorisé le champ vide ; charia islamique grande ouverte pour la créativité et l'innovation financière dans tout l'intérêt, et il a attiré une frontière qui assurera la survie de ces opérations au service de l'intérêt public et des personnes privées, des excuses qui mènent la corruption d'une manière qui combine stabilité et flexibilité gâté.

بسم الله الرحمن الرحيم، الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على أشرف الأنبياء والمرسلين محمد واله الطيبين الطاهرين.

وبعد

إن الاقتصاد الإسلامي بشكل عام والهندسة المالية الإسلامية خاصة يخضع للعديد من الضوابط الاقتصادية والشرعية حتى يمكن له أن يمثل الفلسفة الإسلامية الاقتصادية التي توازن بين المصلحة العامة والمصلحة الخاصة للمؤسسات والأعوان الاقتصاديين.

الإشكال:

وبناء على ما سبق يمكن طرح الإشكال التالي: ما هو مفهوم الهندسة المالية وما هي الضوابط التي تجعل منها هندسة مالية إسلامية ؟

أهمية البحث

يستمد البحث أهميته من أهمية الهندسة المالية من الناحية الاقتصادية باعتبارها عنصر تجديد وابتكار في الاقتصاد، كما يستمد أيضاً من أهمية الجانب الإسلامي كبديل لاقتصاد الأزمات.

أهداف البحث:

تحديد مفهوم الهندسة المالية الإسلامية، والاحاطة بالضوابط الشرعية التي تحكمها.

منهج البحث

نظراً لطبيعة الموضوع والتي تتطلب المنهج الوصفي في البحث عن مفهوم الهندسة المالية الإسلامية، وكذا المنهج الاستقرائي للإحاطة بالضوابط الشرعية التي تحكم الهندسة المالية الإسلامية.

محتويات البحث:

ينقسم البحث إلى مبحثين: **المبحث الأول:** ماهية الهندسة المالية. **المبحث الثاني:** ضوابط الهندسة المالية الإسلامية.

المبحث الأول: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية**المطلب الأول: تعريف الهندسة المالية الإسلامية****الفرع الأول: تعريف الهندسة المالية**

الهندسة المالية هي إحدى فروع علوم تخمين المخاطر أو علم قياس المخاطر. ظهرت للوجود في منتصف الثمانينات بهدف عون وخدمة منشآت الأعمال في مواجهة المخاطر والتخلص من القيود التشريعية والضغوط التي يفرضها السوق وبيئة المنشآت. ففي لندن عندما فتحت البنوك كان هناك إدارات لمساعدة منشآت الأعمال في مواجهة المخاطر التي يسببها لها عملاتها وإيجاد حلول لتلك المشاكل وجرى عدد من المحاولات لتطوير

منتجات أسواق المال وكانت تلك بداية ظهور الهندسة المالية. الهندسة المالية مجال تستغل فيه معارف وكفاءات المجالات الأخرى وأهمها الرياضيات والاقتصاد والمعلومات لدراسة المعلومات بطريقة علمية عميقة تساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية دون المغامرة والتعرض لأخطار تقلبات أسواق البورصة.

هنالك نطاقين رئيسيين تستغل فيهما الهندسة المالية:¹

- دراسة سوق المال (البورصة، البنوك)(المحيط الخارجي)

- دراسة التوازن المالي للشركات(المحيط الداخلي)

الفرع الثاني: تعريف الهندسة المالية الإسلامية

الهندسة المالية الإسلامية يقصد بها مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار موجّهات الشرع الحنيف.²

تضمن الهندسة المالية الإسلامية حسب التعريف العناصر

التالية:

1. ابتكار أدوات مالية جديدة.
2. ابتكار اليات تمويلية جديدة.
3. ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية ذات كفاءة اقتصادية، مثل إدارة السيولة أو الديون أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع، تتنافس وتقدم بديل للمنتجات الموجودة.

¹ عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر الدولي الرابع لكلية العلوم الادارية و الاجتماعية بجامعة الكويت، "الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي" المنعقد بتاريخ 15-16/12/2010.

² سامي السويلم، صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي، بيت المشورة، الكويت، 2004، ص 01.

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

إن الحديث عن الهندية المالية الإسلامية يستدعي الحديث عن المهندس المالي الإسلامي فإن مركب الهندسة المالية الاسمية يربط بين الهندسة المالية كعلم جديد النشأة، والفقه الإسلامي وأدلته، بكل مذاهبه وأقواله المشهورة و غير المشهورة في المذاهب الأربعة أو خارجها، وما يتبعها من مراعاة المصالح و سد الذرائع.

ولهذا فإن المهندس المالي الإسلامي بالإضافة إلى ضرورة كونه متمكن في المجال الاقتصادي بصفة عامة، وخاصة المعاملات المالية المعاصرة و أسواقها الشديدة التعقيد، لابد أن يكون عالما مجتهداً في الفقه الإسلامي يتميز بصحة الفهم وألفاظه، عالما بمصادر الاحكام من الكتاب والسنة والإجماع والقياس وبالناسخ والمنسوخ، عالماً باللغة العربية، محيطاً بمقاصد الشريعة، صادقاً فيما يبلغه عن الله، فالمهندس المالي الإسلامي إذا أصدر منتج مالي إسلامي فهو فتوى ضمنية بجوازه الشرعي فهو فيه موقع عن رب العالمين .

فالدور المناط بالمهندس المالي الإسلامي ذا أهمية بالغة فهو لا يتوقف على ابتكار وتسيير المعاملات المالية بما يتلاءم مع أحكام الفروع الفقهية و محاكاة المنتجات المالية التقليدية، بل بما يحقق النظرة الإسلامية الشاملة للاقتصاد والمعاملات المالية، ويحقق مقاصد الشريعة في حفظ المال، ويحقق الكفاءة الاقتصادية.

ونظراً لكون كل من العلوم المالية و العلوم الشرعية تحتاج إلى استقراغ الجهد، كان من الصعب توفر كل من شروط المجتهد الشرعي المطلق والعالم المالي في شخص واحد، كان لابد من الحديث عن تجزؤ

الاجتهاد، وكذا الاجتهاد الجماعي.

- تجزئة الاجتهاد

الأصل في المجتهد أن يكون مطلقاً قادراً على الاجتهاد في كل فروع الفقه الإسلامي و بدأ الحديث عن تجزؤ الاجتهاد كمسألة خلافية وهو أن يكون العالم قد تحصل له في بعض المسائل ما هو مناط الاجتهاد من الادلة دون غيرها، فإذا حصل له ذلك فهل له أن يجتهد فيها أو لا، فذهب البعض إلى أنه لا يجوز تجزئة الاجتهاد لأن أكثر علوم الاجتهاد يتعلق بعضها ببعض، ويأخذ بعضها بحجزة بعض وأن الدراسات الجزئية لا تمكن من مقاصد الاحكام،¹ لكن في ظل الجو التخصصي الذي تشهده العلوم وتسارع مستجدات الحياة، عاد الحديث عن تجزؤ الاجتهاد كضرورة تفرض نفسها. فجاز أن يكون الشخص عالماً مجتهداً في المعاملات المالية أو أي جزء منها كالمداينات أو المشاركات مثلاً.

- الاجتهاد الجماعي

الاجتهاد الجماعي في العصر الحالي ضرورة قصوى، ومقصد جليل في حد ذاته؛ ليس لكثرة المشكلات والوقائع الجزئية التي ليست لها أحكام فقط، وإنما لوجود الظواهر للعقد والأوضاع العامة التي هي فوق جزئيات تلك المشكلات والوقائع، ولضخامة حجم الهيمنة الأجنبية التي تركت آثارها في بعض أنماط التفكير والسلوك لدى شعوب الإسلام التي هي في أشد الحاجة إلى استفراغ منقطع النظر، ومتابعات قد تفني أعماراً وأحقاباً لو تركت لأفراد وأعلام معينين، فليس هناك من سبيل سوى اعتماد الجماعة الاجتهادية القائمة على عمل الخبراء واستتباط الفقهاء، ودور المؤسسات العلمية والجامعية الشرعية، والاستئناس بالعلوم والمعارف العصرية.

¹ محمد بن علي بن محمد الشوكاني، إرشاد الفحول الي تحقيق الحق من علم الأصول، دار الكتاب العربي، ط2، 1419هـ - 1999م، ج2، ص217.

وقد دعا إلى هذا الكثير من العلماء والفقهاء والمصلحين الذين رأوا في الاجتهاد الفردي عجزه عن المعالجة الشمولية للعصر وأحواله على الرغم من أهميته المعتمدة في الافتاء.

الفرع الثالث: أهداف الهندسة المالية الإسلامية

تهدف الهندسة المالية الإسلامية إلى¹:

1- توفير البدائل للمنتجات المالية التقليدية:

حيث أن الهندسة المالية الإسلامية هي وسيلة للإبداع والتطوير وإيجاد المنتجات الإسلامية البديلة للمنتجات التقليدية، وهذا يتطلب توفر القدرة على إيجاد المنتجات البديلة للتقليدية، في بيئة تفتقر إلى محفزات الإبداع، بالإضافة إلى ندرة الافراد المبدعين، والحاجة إلى ثقافة المؤسسات الكمالية الإسلامية وتفهمها للإبداع، ومدى اهتمامها بعمليات البحوث والتطوير، ومدى المام المبدعين المختصين بالمفاهيم الشرعية التي من شأنها تعزيز الإبداع الاصيل.

2- تجنب التقليد لمنتجات المصارف التقليدية:

حيث أن التقليد هو البديل الوحيد للإبداع في غياب الهندسة المالية الإسلامية وعجز المؤسسات المالية عن ابتكار وتطوير منتجات مالية إسلامية تتنافس نظيراتها التقليدية، ولكن في المقابل يجب عدم تحميل المؤسسات المالية الإسلامية ما لا تحتمل.

المطلب الثاني: مبادئ الهندسة المالية الإسلامية و أدواتها

تقوم الصناعة المالية التقليدية خاصة على التحوط وإدارة المخاطر بصفة مبالغ فيها إلى درجة أنها فصلت بين المخاطرة و العائد وصارت تجارة التأمينات والمضاربة في أصل السوق المالية و ضعف الارتباط بين هذه السوق والسوق العينية، الأمر الذي كان سبباً مباشراً أو غير

¹ ينظر سامي السويلم، المرجع نفسه، ص ص 11-12.

مباشر لمعظم الأزمات المالية العالمية، وكنتيجة لهذه الأزمات توجه النظر لدراسة حلولها في الاقتصاد الإسلامي.¹

الفرع الأول: مبادئ الهندسة المالية الإسلامية

الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية : بشكل عام تدخل

الاسلام بهيكل السوق حيث حرم كل عقد يؤدي إلى الربا والظلم والغرر والغبن والتدليس، وفلسفة الاسلام في ذلك أنها شروط أساسية للمنافسة الكفوة الشريفة، وبطبيعة الحال ينطبق هذا المبدأ على السوق المالية الإسلامية، أي السوق المنضبطة بالضوابط الشرعية، ولم يتدخل الاسلام بالية السوق (العرض والطلب) لأنها من الحريات الطبيعية التي أقرتها الشريعة الإسلامية كشرط مكمل وكافي لأداء السوق بكفاءة .

الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي: في الأسواق المالية

المعاصرة تكثر المضاربات غير الأخلاقية من بعض المتعاملين بالسوق المالي فيقومون بشراء الأوراق المالية وبيعها ليس بغرض الاستثمار أو الاسترباح ولكن بغرض التأثير على الأسعار لصالحهم وهذا ما يؤدي إلى ظهور ميول احتكارية في هذه الأسواق، لكن في السوق الإسلامية لا توجد مثل هذه المضاربات لان الناظر في العقود الإسلامية يرى أنها عقود تهدف إلى الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي مثل المشاركات والبيوع والاجارات وغيرها من العقود، بالإضافة إلى ذلك فإن الاسلام قد حرم الاحتكار فقال عليه الصلاة والسلام " المحتكر ملعون والجالب مرزوق "² .

المساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية: إن من شروط

تحقيق قيمة مضافة في الاقتصاد أن تكون الاستثمارات فيه حقيقية، وهذا ما

1 ينظر احمد محمد محمود نصار، الأسواق المالية الإسلامية: مبادئها وأدواتها،

Islamic_economics@yahoo.com، 2014/08/31، ما 12:00،

² أخرجه البيهقي في شعب الأيمان، فصل في ترك الاحتكار، ح 112113

تتميز به الأسواق المالية الإسلامية، وهذا مبدأ مهم من مبادئ الاقتصاد الإسلامي، حيث انه لا يوجد تناقض بين الأهداف الكلية للمجتمع في التنمية الاقتصادية والية تعامل الافراد في السوق الإسلامية.

الفرع الثاني: أدوات الهندسة المالية الإسلامية

أدوات المشاركة: أي سندات المشاركة المستمرة والمتناقصة حيث يقوم المتعاملين بإبرام عقد مشاركة تتمثل في سندات يمثل كل سند حصة أو سهم مشاركة في رأس مال مشروع، ويتم تعيين هيئة لإدارة المشاركة بحسب شروط نشرة الاصدار مع الاخذ بعين الاعتبار الشروط الشرعية لعقد المشاركة، ويتم تداول هذه الحصص في السوق المالي الإسلامي وتحديد نوع المشاركة إذا كانت مستمرة أو متناقصة، وذلك لقاء عائد فعلى حقيقي حسب نتيجة المشروع من ربح أو خسارة.¹

أدوات البيوع (المرابحة والسلم والاستصناع)

حيث تقوم جهة معينة في السوق المالي بإصدار سندات بيوع يمثل كل سند حصة في رأس مال المشروع لتمويل السلع والبضائع الحالة كما في المرابحة والمؤجلة كما في السلم والاستصناع وذلك لقاء عمولة لهذه الجهة وتتولى هذه الجهة متابعة المستحقات وتوزيع الارباح الفعلية لأصحاب السندات أو الأسهم .

أدوات المنافع: وهي سندات الإجارة التي تقوم على أساس عقد الإجارة المعروف في الفقه الإسلامي حيث تقوم جهة معينة تملك عقارات مؤجرة تدر دخلاً بشكل منتظم بإصدار سندات إجارة للتداول بين المتعاملين ويمثل كل سند حصة في ملكية العقار يستحق حامله بحسب نصبه في هذا العقار جزء من الايراد المتحقق، أود تقوم جهة معينة بشراء أصول ثابتة مثل معدات أو سيارات وتقوم بإصدار سندات تمثل مجموعها رأس مال هذه

¹ ينظر احمد محمد محمود نصار، مرجع سابق.

الأصول وتقوم بإدارتها من تأجير وصيانة وتأمين لقاء عمولة، ومن ثم تحويل صافي المتحقق لحاملي السندات أو الأسهم.

المبحث الثاني: مجال وضوابط الهندسة المالية الإسلامية

إن الهندسة المالية مثلها مثل كل المعاملات الإسلامية تقوم على مبدأ أن الأصل في المعاملات الإباحة فمجالها واسع غير محدود، مع مراعاة بعض الضوابط التي تنظم هذه المعاملات، وحظر ما يحيدها عن مسارها،

المطلب الأول: مجال الهندسة المالية الإسلامية

الفرع الأول: الأصل في المعاملات الإباحة

من المعروف أن الأصل في العبادات الحظر حتى يرد النص من الشارع لقوله صلى الله عليه وسلم: "من أحت في أمرنا هذا ما ليس منه فهو رد"¹.

وأما المعاملات فالأصل فيها الإباحة². ودل على ذلك الكثير

من النصوص من أهمها:

- 1- قوله تعالى: ﴿قُلْ أَرَأَيْتُمْ مَا أَنْزَلَ اللَّهُ لَكُمْ مِنْ رِزْقٍ فَجَعَلْتُمْ مِنْهُ حَرَامًا وَحَلَالًا قُلْ - اللَّهُ إِذَنْ لَكُمْ أَمْ عَلَى اللَّهِ تَقَرُّونَ﴾³
- 2- وقوله سبحانه ﴿وَلَا تَقُولُوا لِمَا تَصِفُ السِّتْنُ الْكُذِبَ هَذَا حَلَالٌ وَهَذَا حَرَامٌ لَتَتَّقَرُّوا عَلَى اللَّهِ الْكُذِبَ إِنَّ الَّذِينَ يَقَرُّونَ عَلَى اللَّهِ الْكُذِبَ لَا يُقْلِحُونَ﴾⁴ مَنَاعٌ قَلِيلٌ وَلَهُمْ عَذَابٌ أَلِيمٌ⁴

والأصل في الشروط التي يتفق عليها المتعاقدان الإباحة لقوله

صلى الله عليه وسلم: "المسلمون عند شروطهم"⁵ وفي رواية أخرى: "الصلح

¹ رواه البخاري، 167/3.

² الراجح من أقوال العلماء بناء على ترجيح أن الأصل في الأعمال الإباحة لا الحظر.

³ سورة يونس، الآية 59.

⁴ سورة النحل، الآية- 115 116.

⁵ رواه البخاري، 52/3.

جائز بين المسلمين لإصلاحاً أحل حراماً أو حرم حلالاً"¹

الفرع الثاني: الجمع بين الثبات و المرونة

يقول محمد قطب: "هناك أمور متغيرة إذن الشارع بالاجتهاد فيها، ولكنه قيدها - في تغييرها الدائم - بمحور ثابتة أو أصول ثابتة، لا يجوز أن تحيد عنها في أثناء تغييرها و نموها بما يلائم ما يجد في حياة الناس"²، فالأحكام المتعلقة بالمعاملات المالية منها ما هو ثابت لا يتغير بتغير الظروف والأحوال، جاءت لتكون أساساً للمعاملات كالأحكام التي تتعلق بمقاصد الشريعة في حفظ المال والعدالة خاصة تحريم الربا وأكل أموال الناس بالباطل، وهناك أحكام أخرى متغيرة حسب تغير علة الحكم والمصلحة حسب تبدل الظروف والأحوال الناس ومتطلباتهم المتزايدة.

الفرع الثالث: مراعاة المصلحة

تقوم الشريعة الإسلامية على مراعاة مصالح العباد في الدنيا والآخرة وإن خفت هذه المصالح عن العقل البشري، وباستقراء فروع الشريعة نجد أنها تنقسم من حيث التعليل إلى ثلاث أقسام وهي:³

- قسم معلل لا محالة
- قسم تعبدي محض - لا يلتفت فيه للعلة ولن كانت واضحة-
- يرتكز في العبادات،
- قسم متوسط بين القسمين -علته خفية، واستنبط له الفقهاء علة.

وعلى حسب هذا التقسيم فإن الأصل في العادات -القسم الأول والثالث- الالتفات للمعاني،⁴ وهو منطلق علم المقاصد، والباحث في المجال الاقتصادي

¹ رواه الترميذي في سننه، وقال حسن صحيح.

² محمد قطب، واقعا المعاصر، معرفة المدينة، جدة، 1988م، ص469.

³ ينظر محمد الطاهر بن عاشور، مقاصد الشريعة الإسلامية، تحقيق محمد الطاهر الميساوي، ط2، عمان، دار النفائس، ص ص241، 240.

⁴ ينظر الشاطبي، الموافقات في أصول الشريعة، 300/2.

الإسلامي لا بد أن يدرك أولويات الشريعة في ترتيب مصالح العباد كأفراد وجماعات، حتى يتسنى له أن يجتهد في ما استجد من الاحوال الناس و يقدر على الموازنة بين ما تضارب منها، ومعرفة المصالح الحقة التي تبنى عليها الاحكام وشروطها، عن طريق فهم المقاصد بتتبع الاحداث الجزئية لتكوين قواعد و مقاصد كلية في مجال الاقتصاد و من ثم محاولة الاتيان بحلول وابتكارات لما يواجه الاقتصادي المسلم في السوق العالمية المعاصرة من حاجات لابد له من التعامل معها.

الفرع الرابع: البعد والدعم الاجتماعي والأخلاقي

يقصد بالبعد الاجتماعي للمعاملات الاقتصادية بصفة عامة أن الاقتصاد الإسلامي قام على خدمة المجتمع، والموازنة بين مصالح الافراد والجماعات، والمستقرى لفروع الشريعة في هذا المجال يجد أن المشرع يرجح كفة مصلحة المجتمع على مصلحة الفرد الأمر الذي يتجلى في حرمة الربا، تلقي الركبان، الاحتكار والأمثلة كثيرة.

أما عن الدعم الاجتماعي والأخلاقي للاقتصاد الإسلامي منطلق من أن الاقتصاد هو المؤثر الأهم في حياة الأمم ورفاهيتها؛ فلا بد أن يدعمه المجتمع حتى لا يتدهور و يصل إلى مرحلة الازمة، فنجد الشريعة الإسلامية ترسي الكثير من المبادئ ذات البعد الاجتماعي والأخلاقي، التي تحل مشكلات اقتصادية من شأنها أن تخلق الأزمات مثلاً:

1- الحث على القرض الحسن، فحرمة الربا لا تعني حرمة الاقتراض، فإله عز وجل يقول في كتابه ﴿الْعَزِيزُ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَئْتُمْ بِدَيْنٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ..الآية¹ . فلاقتراض يدخل من باب رفع الكرب، وفي هذا الصدد يقول صلى الله عليه وسلم: "المسلم أخو المسلم لا يظلمه ولا يسلمه من كان في حاجة أخيه كان الله في حاجته ومن فرج عن

¹ سورة البقرة، الآية 282.

مسلم كربة فرج الله عنه بها كربة من كرب يوم القيامة ومن ستر مسلماً ستره الله يوم القيامة¹

2- انظار المعسر: حكي ابن كثير في معرض تفسيره قول تعالى ﴿إِن لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ وَإِن تُبْتُمْ فَلَكُمْ رُءُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلُمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ﴾²

حديث رسول الله من أنظر معسراً أو وضع عنه أظله الله في ظله،³ ففي الحديث⁴ والآية حث على انظار المسر وربط للمعاملات المالية بالجانب الاخلاقي و الترغيب فيه، بالجزاء الدنوي و حتى يوم القيامة.

3- سداد دين الغارمين: لقد كفل الاسلام سداد دين الغارمين لأنهم يدخلون في قوله تعالى

المبحث الثاني: حدود الهندسة المالية الإسلامية

الفرع الأول: تحريم أكل أموال الناس بالباطل

لقد حرم الله سبحانه و تعالى أكل أموال الناس بالباطل في قوله تعالى ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالِكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ وَلَا تَقْتُلُوا أَنْفُسَكُمْ إِنَّ اللَّهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا﴾⁵

وقال أيضا جل وعلى ﴿وَلَا تَأْكُلُوا أَمْوَالِكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ وَتُدْلُوا بِهَا إِلَى الْحُكَّامِ لِتَأْكُلُوا فَرِيقًا مِّنْ أَمْوَالِ النَّاسِ بِالْإِثْمِ وَأَنْتُمْ تَعْلَمُونَ﴾⁶ وقال صلى الله عليه وسلم: "لا يحل للرجل أن يأخذ مال مسلم إلا برضاه" فالشريعة الإسلامية عنت بحرمة أكل أموال الناس بالباطل، وصورت خطورة

¹ رواه مسلم، باب تحريك الظلم، ح2580.

² سورة البقر، الآية 279.

³ رواه مسلم، باب حديث جابر، ح3006.

⁴ انظر أحاديث أخرى في نفس المعنى أوردها ابن كثير في تفسير الآية، أبو الفداء إسماعيل بن عمر بن كثير تفسير القرآن العظيم، دار طيبة للنشر والتوزيع، 1999 م، ج1، ص270.

⁵ سورة النساء، الآية 29.

⁶ سورة البقرة، الآية 188.

التعدي على زينب الحياة الدنيا، وجعلت من يقتل دون ماله شهيداً .
ومن أوضح أسباب أكل أموال الناس بالباطل الربا الذي حرمه
تعالى صراحة في قوله سبحانه ﴿الَّذِينَ يُنْفِقُونَ أَمْوَالَهُمْ بِالْأَيْلِ وَالنَّهَارِ سِرًّا
وَعَلَانِيَةً فَلَهُمْ أَجْرُهُمْ عِنْدَ رَبِّهِمْ وَلَا خَوْفٌ عَلَيْهِمْ وَلَا هُمْ يَحْزَنُونَ﴾¹ وفيه
إشارة إلى كل أنواع الربا سواء الفضل أو النسيئة أو ما تضمنهما معاً لما فيها
من أكل لأموال الناس من غير مقابل.

الفرع الثاني: تحريم الغرر والغبن

تقوم الشريعة الإسلامية على إقامة العادلة في المجتمع والمساوات
والتخفيف من حدة التفاوت بين الناس دون فصل الجانب الاخلاقي عن
الجانب الفقهي القضائي، فنجد أنها في الجانب الاقتصادي تركز على تحريم
ما كان من المعاملات محلها محرم، كما تحرم الظلم الذي يقع على أي طرف
من الاطراف سواءً لضعفه أو عدم علمه، من خلال الوقوف على الوضوح
خلال التعاقد و من ثم التزام الشروط، فنجد أن معظم البيوع المحرمة في
الاسلام تدخل تحت باب الغرر، عن ابن عمر رضي اله عنه قال: "نهى
رسول الله صلى الله عليه و سلم عن بيع الغرر"²؛ و الغرر في اصطلاح
الفقهاء "ما يكون مستور العاقبة"³ و من أمثلته بيع الحصاة، بيع المنابذة، بيع
حبل الحبل... الخ⁴، و مما ادخل ضمن هذا الباب من المعاملات المعاصرة
عقد التأمين التجاري، و العقود الآجلة، و الخيارات.

ولأن المعاملات لا تخلو من الغرر، درس العلماء الغرر المؤثر في

¹ سورة البقرة، الآية 274.

² رواه البيهقي، في السنن الكبرى، 338/5.

³ شمس الدين أبو بكر محمد بن أبي سهل السرخس، المبسوط، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت،
لبنان، 2000، ج12، ص346.

⁴ ينظر في أنواع البيوع المحرمة لاحتوائها على الغرر، الصديق الضريير، الغرر وأثره في العقود في الفقه
الإسلامي، ص ص 76-77، نقاً عن محمد عثمان شبير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي،
ط2، عمان، دار النفائس، 1418هـ، 1998م، ص ص18، 17.

العقود و اشتراطوا أن يكون:¹

- أن يكون مؤثراً ، فيخرج غير المؤثر الذي تدعوا اليه الحاجة، كبيع الثمار بعد بدو صلاحها،
- أن يكون الغرر أصلاً وليس تابعاً؛ مثل بيع الثمار تبعاً لشجرها قبل بدو صلاحها.

أما عن الغبن و فالشريعة الإسلامية بالإضافة إلى الجانب الاخلاقي الديني الذي يحرمه في قوله تعالى ﴿وَلَا تَبْخُسُوا آَلْسًا شَيْءًا هُمْ وَلَا تَعْتَوْا فِي الْأَرْضِ مُقْتَدِرِينَ﴾² نجد أن الفقهاء قد درسوه من الجانب القضائي الملزم برفع الغبن الفاحش.

الفرع الثالث: سد الذرائع

سدُّ الذرائع في الاصطلاح: هو منع الوسائل التي ظاهرها الاباحة، والتي يتوصل بها إلى محرم، حسماً لمادة الفساد، ودفعاً لها.³ والمستقراً لأحكام المعاملات، والمعاملات المالية خاصة يجد أنها جاءت سداً للذرائع فحرمة الربا مقصدها سد باب ذريعة احتكار رعوس الأموال، وعدم المساواة في المجتمع، في نفس هذا الباب يدخل تحريم بيع العينة⁴ لأنها ذريعة للربا فعلى بالحث أن يَفْعَلَ هذا المبدأ في دراسته للمنتجات الجديدة وأثارها الايجابية والسلبية والموازنة بينها على المدى القصير

¹ بن رشد، بداية المجتهد ونهاية المقتصد، ط4، مطبعة مصطفى البابي الحلبي وأولاده، مصر، 1975م، ج2، صص 174-175.

² سورة الشعراء، الآية 183.

³ ينظر: أحمد بن إدريس الصنهاجي القرافي، الفروق أو أنوار البروق في أنواع الفروق، دار الكتب العلمية، بيروت، 1998م/ ج2، ص59.

⁴ العينة المحرمة: أن يبيع سلعة بثمن الى أجل معلوم ، ثم يشتريها نفسها نقدا بثمن أقل ، وفي نهاية الأجل يدفع المشتري الثمن الأول، والفرق بين الثمنين فضل هو ربا ، للبائع الأول . فهي قرص في صورة بيع، لاستحلال الفضل. الموسوعة الفقهية الكويتية وزارة الأوقاف والشئون الإسلامية، الكويت، ط2 مطبعة دار الصفاة مصر، 1404هـ، ج09، ص99.

و الطويل، وعلى مستوى الافراد والجماعات، فما كان منها نفعه أكثر من ضره قبله، و ما كان العكس فالعكس.

الفرع الرابع: أحكام الطعام الخاصة

للطعام أحكام خاصة في الشريعة الإسلامية نظراً لعظم شأنه، وتوقف حاجة الناس والشعوب عليه، فلا بد على الباحث في أن يأخذها بعين الاعتبار، في دراسته وبحثه في ظل ما استجد من عقود ومعاملات تكاد تكون وهمية.

ومن أهم أحكام تجارة الطعام في الاسلام:

- أحكام الربا الخاصة به: نهى النبي صلى الله عليه وسلم عن بيع الطعام بالطعام إلا مثلاً بمثل¹ يتقيد بما فيه معيار شرعي وهو الكيل والوزن، ونهيه عن بيع الصاع بالصاعين يتقيد بالمطعم المنهي عن التفاضل فيه.

- أحكام بيع الطعام قبل القبض: قَالَ لِلنَّبِيِّ صَلَّى لَآلِهِ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ مَنْ أَبَاعَ طَعْمًا فَلَا يَبِعُهُ حَتَّى يَبْيُضَهُ²

- أحكام بيع الثمار قبل بدو صلاحها: إن رسول الله صلى الله عليه وسلم نهى عن المخابرة والمحاولة والمزابنة وعن بيع الثمرة حتى تطعم ولا تباع إلا بالدرهم والدنانير إلا العرايا.³

فإن كانت بعض المعاملات المالية المعاصرة جائزة في غير الطعام فهي مع مراعاة أحكام بيع الطعام قد تكون غير جائزة، خاصة في التعامل بالأصول المالية التي نظائرها العينية عبارة عن طعام.

¹ رواه مسلم، باب بيع الطعام مثلاً بمثل، ح 1552.

² رواه البخاري، باب ما يذكر في بيع الطعام و حكره، ح 2133،

³ رواه مسلم، باب النهي عن المحاولة والمزابنة وعن المخابرة وبيع الثمرة قبل بدو صلاحها، ح 1536.

خاتمة

من خلال دراستنا لموضوع الهندسة المالية الإسلامية "المفهوم و الضوابط" نستنتج:

إن الهندسة المالية الإسلامية هي مجموع الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من العمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل، مع مراعاة توجيهات الشريعة الإسلامية.

تهدف الهندسة المالية الإسلامية إلى إيجاد الحلول للمشاكل المالية بطريقة كفؤة اقتصادياً وموافقة لأحكام الشرع، دون التركيز على تقليد المنتجات المالية التقليدية.

تقوم الهندسة المالية الإسلامية على مبدأ الالتزام بالضوابط الشرعية التي تضمن في مجموعها إلى إقامة الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي، والمساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية.

إن مجال الهندسة المالية الإسلامية واسع كما هو الحال بالنسبة لكل المعاملات الإسلامية، يتميز بمراعاة المصلحة والربط بين الثبات والمرونة حتى يكون قابل للتطبيق في كل مكان وزمان، كما يمكن له الاستثمار و التكوير في جانب الدعم الاجتماعي و الاخلاقي للمعاملات المالية.

إن القول بأن مجال العمل في الهندسة الإسلامية واسع لا يعني عدم انضباطه، فالشارع الحكيم وضع قواعد حتى لا تخرج هذه المعاملات عن تحقيق المصالح، العامة و الخاصة، فسد ذرائع الفساد من خلال تحريم أكل أموال الناس بالباطل، و تحريم العقود التي تحوي الغرر أو الغبن الفاحش لأحد الطرفين، كما خص الطعام بأحكام خاصة نظراً لعظم شأنه و كبير أثره على المجتمع.

قائمة المراجع:

- القرآن الكريم

- السنة النبوية

- الكتب

- 1- أبو الفداء إسماعيل بن عمر بن كثير تفسير القرآن العظيم، دار طيبة للنشر والتوزيع، 1999 م.
- ابن رشد، بداية المجتهد ونهاية المقتصد، ط4، مطبعة مصطفى البابي الحلبي وأولاده، مصر، 1975م.
- 2- أحمد بن إدريس الصنهاجي القرافي، الفروق أو أنوار البروق في أنواء الفروق، دار الكتب العلمية، بيروت، 1998م.
- 3- محمد ابن علي بن محمد الشوكاني إرشاد الفحول الي تحقيق الحق من علم الأصول، دار الكتاب العربي، ط2، 1419هـ - 1999م.
- 4- محمد الطاهر بن عاشور، مقاصد الشريعة الإسلامية، تحقيق محمد الطاهر الميساوي، ط2، عمان، دار النفائس.
- 5- محمد عثمان شبير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، ط2، عمان، دار النفائس، 1418هـ، 1998م.
- 6- محمد قطب، واقعنا المعاصر، معرفة المدينة، جدة، 1988م.
- 7- سامي السويلم، صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي، بيت المشورة، الكويت، 2004م.
- 8- شمس الدين أبو بكر محمد بن أبي سهل السرخسي، المبسوط، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 2000.

الملتقيات

- عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر الدولي الرابع لكلية العلوم الإدارية والاجتماعية بجامعة

الكويت، "الازمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي" المنعقد
بتاريخ 15-2010/12/16.

المواقع الإلكترونية

احمد محمد محمود نصار، الأسواق المالية الإسلامية: مبادئها وأدواتها،
Islamic_econoics@yahoogroups.com، 2014/08/31، سا

.12:00

دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير منتجات البنوك الإسلامية " الصكوك الإسلامية أنموذجاً "

د. صديقي أحمد¹

أ. عبد الرحمان عبد القادر²

الملخص:

تعتبر الهندسة المالية الإسلامية الاداة الفاعلة لحل مشكلات التمويل، باعتبارها الطريقة الأساسية لتطبيق الأدوات المالية المبتكرة، فهي تعني ابتكار الأدوات المالية الجديدة كما أنها تؤدي الوظيفة التمويلية وطرق إدارتها، وهي في نفس الوقت تهدف إلى تحقيق الكفاءة في المنتجات المالية الإسلامية وتطويرها بما يتلاءم والاحتياجات المالية المتنوعة والمتجددة، وتعتبر الصناعة المالية الإسلامية القائمة على مبدأ الابتكار الذي ترشده ضوابط المعاملات المالية الإسلامية، من أفضل الطرق لتطوير الهندسة المالية التي توفر المنتجات والأساليب التمويلية التي تحقق أعلى درجات الكفاءة المتخصصة واستخدام الموارد، ومن هذا المنطلق يجب تحديد الأسس التي لا بد منها لمعرفة كفاءة هذه المنتجات المالية ومدى فعاليتها واستجابتها لمتطلبات التمويل الإسلامي وانسجامها مع المعايير الشرعية.

Résumé :

L'ingénierie financière islamique est un outil efficace pour résoudre les problèmes de financement car elle est la seule méthode qui utilise les actifs financiers innovants. Cela signifie la création de nouveaux instruments financiers qui conduisent à une meilleure performance et efficacité pour répondre aux diversifications financières et renouvelables. L'industrie financière islamique reposée sur le principe de l'innovation est

¹ أستاذ محاضر (ب)، جامعة أحمد دراية - أدرار

² أستاذ مساعد (أ)، جامعة أحمد دراية - أدرار

considérée l'une des meilleure façons de développer l'ingénierie financière par des méthodes de financement d'un plus haut degré de compétence et l'utilisation des ressources. Dans ce contexte, il est important de préciser les motifs et les bases des ces produits, l'efficacité et la compatibilité des ces instruments afin de satisfaire les besoins de la finance islamique et les normes de légitimité.

مقدمة:

تحتاج البنوك الإسلامية إلى تشكيلة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية المبتكرة التي تمكنها من إدارة سيولتها بصورة مريحة فضلا عن مساهمتها في المحافظة على بقائها وتطورها. كما أنها بحاجة إلى تلك الأدوات والمنتجات لغرض تمكنها من استقطاب العديد من الزبائن عن طريق تقديم منتجات تلبي حاجات المستهلكين المفترضين، غير أن التوسع في عرض وإنتاج المنتجات الجديدة قد يطرح مسألة مدى توافق تلك الأدوات والمنتجات مع المبادئ الإسلامية والتي تمثل إطار مبادئ للعمل الذي تقوم به تلك البنوك. وبالمقابل فإن سوق المنتجات الإسلامية تشهد روجا كبيرا في الوقت الراهن، ففي نفس الوقت الذي يسعى فيه الافراد والمؤسسات إلى الحصول على فرص لتوظيف الفائض المالي في شكل استثمارات تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، فإن هناك إقبالا واسعا من قبل صناديق التحوط ومؤسسات الاستثمار التقليدية على الأوراق المالية الإسلامية، سعيا لزيادة العائد أو لتنويع الاستثمار. وقد أدى الطلب على تلك الأوراق إلى زيادة الاصدارات منها بمقدار أربعة أضعاف خلال سنتين فقط (2004 إلى 2006)، بل أن قبول تلك الاصدارات قد ساهم كثيرا في تطور أسواق رأس المال في دول مختلفة.

ومن بين أشكال المنتجات المختلفة في التمويل الإسلامي وأكثرها شيوعا ما يعرف باسم الصكوك الإسلامية (صكوك الاستثمار)، ورغم تعدد

أنواع هذه الأخيرة إلا أن استعمالها يعتمد على شكل واحد من الأشكال الثلاثة المشروعة في التمويل الإسلامي (المرابحة، المضاربة، أو الإجارة)، وعلى الرغم من أن المستوى الحالي لإصدار الصكوك الإسلامية يمثل نسبة بسيطة من إصدارات السندات التقليدية أو الأوراق المالية المضمونة بالأصول في الاقتصاديات الصاعدة، فإن فئات واسعة من الزبائن المؤكدين لم تتمكن من الحصول على فرص للتمويل أو التوظيف، كما أن فئات أخرى لم تلتحق بهذا النوع من الأسواق نظرا لغياب الرؤية الموحدة حول التسويق الشرعي لها. رغم أن إصدارها قد توسع حتى في العديد من الدول مثل المملكة المتحدة والولايات المتحدة، وحتى لدى المؤسسات المالية الدولية مثل البنك الدولي.

هذا المقال يسلط الضوء على ضرورة دور الهندسة المالية في تطوير منتجات البنوك الإسلامية كما يتطرق تحديدا إلى دور الصكوك الإسلامية في ذلك والتي تعتبر من أهم منتجات الهندسة المالية الإسلامية، وسوف تتم معالجة هذا الموضوع من خلال معالجة الإشكالية الموالية:

▪ كيف يمكن أن يساعد تطوير المنتجات المالية الإسلامية إلى توسيع دور ومجال عمل البنوك الإسلامية ؟

وسوف تتم معالجة هذه الإشكالية من خلال التطرق إلى العناصر الموالية:

- مفهوم الهندسة المالية الإسلامية
- المنتجات الأساسية في الصناعة المالية الإسلامية:
- واقع المنتجات المالية الإسلامية
- المبادئ الأساسية لتطوير المنتجات المالية الإسلامية
- تحديات تطوير المنتجات المالية الإسلامية

01- مفهوم الهندسة المالية الإسلامية:

تهتم الهندسة المالية بتقدير المخاطر القائمة واستحداث أدوات جديدة لتلافي المخاطر المحتملة بصفة عامة، وقد ظهرت بهدف خدمة منشآت

الأعمال في مواجهة المخاطر والتخلص من القيود التشريعية والضغط التي يفرضها السوق وبيئة المنشآت. فالهندسة المالية مجال تستغل فيه معارف وكفاءات المجالات الأخرى وأهمها الرياضيات والاقتصاد لدراسة المسائل بطريقة علمية عميقة تساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية دون التعرض لأخطار تقلبات الأسواق. ويشير مصطلح الهندسة المالية إلى فن صياغة المدخلات المالية لتلبية حاجيات وميول مستخدمي الأموال فيما يخص المخاطرة وفترة الاستحقاق والعائد، ويعتبر مفهوم الهندسة المالية قديماً قدم التعاملات المالية، لكنه يبدو حديثاً نسبياً من حيث المصطلح والتخصص، فمعظم تعاريف الهندسة المالية مستوحاة من وجهات نظر الباحثين الذين يطورون النماذج والنظريات، أو مصممي المنتجات المالية في المؤسسات المالية أو بالأسواق المالية.

ورغم أن الهدف من الهندسة المالية يتمثل في خفض التكاليف وزيادة العائد. إلا أن الهندسة المالية تمثل التطوير والتطبيق المبتكر للنظرية المالية والأدوات المالية لإيجاد حلول للمشاكل المالية المعقدة ولاستغلال الفرص المالية. كما يقصد بالهندسة المالية خلق أدوات أو أوراق مالية جديدة، لمقابلة احتياجات المستثمرين أو طالبي التمويل المتجدد من خلال أدوات التمويل التي تعجز الطرق الحالية عن الإيفاء بها. وانطلاقاً مما سبق يمكننا تعريف الهندسة المالية بأنها " فن صياغة المدخلات المالية لتلبية حاجيات وميول مستخدمي الأموال، عن طريق تصميم وتطوير وتنفيذ أدوات واليات مالية مبتكرة، تقدم حلول جيدة لمشاكل التمويل"، وهذا التعريف يشير إلى أن الهندسة المالية الإسلامية تتضمن العناصر التالية¹:

¹ - بلعزوز بن علي، وآخرون: استخدام الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر بالمصارف الإسلامية، المؤتمر العلمي الدولي السنوي السابع تحت عنوان إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، جامعة الزيتونة الأردنية كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، المملكة الأردنية، ص 02

- ابتكار أدوات مالية جديدة.
 - ابتكار اليات تمويلية جديدة.
 - ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة ثلاثم الظروف المحيطة بالمشروع.
- وتكمن أهمية الهندسة المالية بأنها تقوم بالموازنة بين عدة أهداف ومن ثم تصميم أدوات مبتكرة تستوعب كل تلك الأهداف، ومما يزيد في أهمية الهندسة المالية بالنسبة للبنوك الإسلامية في أنها تتعامل ضمن الضوابط والقيود الشرعية التي تنظم الية أعمالها التمويلية والاستثمارية.. كما يجب أن تكون الابتكارات المالية في الأدوات أو العمليات التمويلية موافقة للمبادئ الإسلامية.

02- المنتجات الأساسية في الصناعة المالية الإسلامية:

تتعدد المنتجات التي تنتجها الصناعة المالية الإسلامية إلى العديد من الأنواع ويمكن تليخيص المنتجات الأساسية للصناعة المالية الإسلامية فيما يلي:

أ- الأوراق المالية الإسلامية أو (الصكوك):

من بين أشكال التوريق المختلفة في التمويل الإسلامي وأكثرها شيوعاً ما يعرف بالصكوك، وتعمل هذه الأدوات على نحو شبيه بالأدوات التقليدية المضمونة بأصول ولكنها مهيكلة بما يتلاءم مع مبادئ التمويل الإسلامي التي تحظر أحكامها تلقي الفوائد ودفعها وتنص على وجوب أن يكون الدخل في شكل أرباح تتحقق من عمل يتم فيه اقتسام المخاطر وليس في شكل عائد مضمون، ومن هذا المنطلق تتطلب المبادئ الإسلامية أن يكون مستثمر الصكوك مالكا للأصل الأساسي عن طريق أحد الكيانات الاستثمارية ذات الغرض الخاص، على أن يتولى هذا الكيان تمويل المدفوعات المستحقة

للمستثمرين من عائد الاستثمار المباشر في نشاط اقتصادي حقيقي يجيزه الشرع الإسلامي، ورغم أن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات الإسلامية أقرت 14 نوعاً من الصكوك فإن هيكل هذه الصكوك يعتمد على شكل واحد من الأشكال الثلاثة المشروعة في التمويل الإسلامي وهي¹:

- المراجعة: سندات الدين . أوامر الشراء
- المشاركة أو المضاربة: ترتيبات اقتسام الأرباح
- الإجارة: البيع وإعادة التأجير

وقد تمكنت الصناعة المالية الإسلامية من تطوير مجموعة من الأدوات المالية الإسلامية تراعي اعتبارات إدارة السيولة والموجودات في المؤسسات المالية الإسلامية. ومن أبرز ما تحقق من خلال الهندسة المالية الإسلامية نجد فكرة الصكوك الإسلامية كبديل عملية بديلاً للسندات القائمة على الفائدة. فصكوك الاستثمار الشرعية تمثل وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في وحدات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله". ومن هذا التعريف يتضح الآتي²:

- الصك أداة ملكية محددة لجمع الأموال من المستثمرين، ويمثل ملكية صاحبه الموثقة والشائعة في موجودات المشروع.

¹ - اندي جويست وآخرون، التمويل الإسلامي يشهد توسعاً سريعاً، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2007، ص3

² - قندوز عبد الكريم، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مؤسسة الرسالة ناشرون، بيروت، لبنان، 2009، ص40.

- تأسيساً على أن الصك أداة ملكية لذلك فإن لأصحابه الحق في الأرباح التي يحققها المشروع، ويستلزم ذلك ضرورة فصل الذمة المالية للمشروع عن الذمة المالية للجهة المنشئة له.
- قابلية الصك للتداول في البورصة، وهذه تمثل ميزة مفيدة جداً للمؤسسات المالية.
- أنواع الصكوك الإسلامية :

نظراً لأن آلية إصدار الصكوك الإسلامية تتم وفق صيغ التمويل الإسلامية، فإنه يمكن تصنيف تلك الصكوك إلى الآتي

01- صكوك الإجارة:

وهي تمثل ملكية أعيان مؤجرة أو منافع أو خدمات ، وتنقسم إلى صكوك ملكية الموجودات المؤجرة التي تمثل وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك بغرض بيعها واستيفائها منها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك. أما النوع الثاني منها فيتمثل في صكوك ملكية المنافع، وتنقسم إلى صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة : وهي نوعان ووثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة، أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إجارة منافعها واستيفائها أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك. أو وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة (مستأجر) بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إعادة إيجارها واستيفائها أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك. أما صكوك ملكية الخدمات، وهي نوعان صكوك ملكية الخدمات من طرف معين: التي تعتبر وثائق متساوية القيمة يتم

إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين (كمنفعة التعليم من جامعة مسماة) واستيفاء الاجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح الخدمات مملوكة لحملة الصكوك. أما النوع الثاني فهي صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة : والتي هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من مصدر موصوف في الذمة (كمنفعة التعليم من جامعة يتم تحديد مواصفاتها دون تسميتها) واستيفاء الاجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

02- صكوك السلم :

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك.

03- صكوك الاستصناع :

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك.

04- صكوك المراجعة:

تعتبر من الأدوات التمويلية القائمة على المديونية¹ وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المراجعة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك.

05- صكوك المشاركة :

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط، ويصبح

¹ - مختار بونقاب، دور الهندسة المالية في تطوير منتجات البنوك الإسلامية، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012، ص47

المشروع أو موجودات النشاط ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.

06- صكوك المضاربة:

هي وثائق متساوية القيمة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة الشرعية.

07- صكوك المزارعة:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد.

08- صكوك المساقاة:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من المحصول وفق ما حدده العقد.

09- صكوك المغارسة:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس.

10- صكوك الوكالة:

هي وثائق متساوية القيمة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها.

11- شهادات الاستثمار الإسلامي:

تقوم هذه الشهادات على أحكام المضاربة في شكلها وجوهرها، ففي هذا النوع يكون أصحاب الودائع أو الشهادات هم أرباب المال،

وتقوم الجهة المصدرة بدور المضارب مع الاتفاق على نسبة الربح وتحمل رب المال الخسارة، والمضارب يخسر عمله، تصدرها المصارف و المؤسسات المالية، ولا يقل اجلها عن عام، أو مضاعفات العام وهي نوعان: شهادات الاستثمار المخصص، وشهادات الاستثمار العام¹.

ب - المشتقات المالية الإسلامية:

تعتبر المشتقات المالية منتجاً من منتجات الهندسة المالية وأداة في نفس الوقت تستخدم لتحقيق أهداف الهندسة المالية مثل التحوط وإدارة المخاطر والمراجحة والمضاربة وإدارة الأصل والخصوم. ويتمثل الهدف الأساسي من عقود المشتقات هو تقليل المخاطر، وتبرز ضرورة الاستفادة من المشتقات المالية في النظام المالي الإسلامي في أنها تقدم أدوات فعالة لإدارة المخاطر العامة، كما يمكن الاستفادة من التوفير الكبير في تكاليف المعاملات وفي التكامل مع المنظومة المالية الدولية، والاستفادة من فرص استثمار الأموال الإسلامية، ومن فرص التمويل المتاحة في سوق رأس المال العالمي والذي تحتاج اليه الشركات والمؤسسات. وتبرز الحاجة للمشتقات المالية الإسلامية نظراً للعديد من الاعتبارات والمتمثلة في ضرورة تكيف المؤسسات المالية الإسلامية مع واقع النظام المالي العالمي والذي من سماته الأساسية التقلبات في الأسعار بما فيها أسعار الفائدة وأسعار الأسهم والسندات وأسعار السلع والخدمات. كما أن المحافظة على تنافسية المؤسسات المالية الإسلامية يتطلب الأخذ

¹ - شعبان محمد إسلام البروراي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي - دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، سوريا، الطبعة الأولى، 2002، ص 161.

بالابتكارات الجديدة أو إيجاد البدائل التي تحقق نفس المزايا لتلك التي تحقها الأدوات التقليدية.

ت - التوريق الإسلامي:

يعتبر التوريق من منتجات صناعة الهندسة المالية وهو يعتبر عملية تمويلية متطورة، وهو ما يتم في السوق المالية الإسلامية في صورة صكوك الإجارة والمشاركة والمضاربة، أما الديون فيمكن توريقها عند الانشاء ولا تتداول، وهو ما يتم في السوق المالية الإسلامية بصكوك المرابحة والسلم والاستصناع، والتي يزيد حجم التعامل بها رغم حداثة على 180 مليار دولار وتتوسع يوماً بعد يوم وتتعامل بها بعض الدول الغربية. فعلمية التوريق الإسلامي من الحلول العملية لتفعيل الأسواق المالية وأداة احترازية كذلك، ويمكن الاستفادة من هذه الاداة التمويلية المستحدثة في تطوير الأسواق المالية العربية الإسلامية وحمايتها من الأزمات المالية، وعلى الهيئات الشرعية للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية أن تقوم بدراسة هذه الصيغة وتطويرها. وتمثل عمليات التوريق للأصول التي تقوم بها المؤسسات المالية الإسلامية إحدى الأدوات المالية قصيرة الاجل المهمة التي يمكن الاستفادة بها في سوق النقد لتوفير متطلبات السيولة إلى جانب إدارة المخاطر بالصورة التي تحقق أهداف هذه المؤسسات.

ث - واقع المنتجات المالية الإسلامية:

بالرغم من أهمية المنتجات المالية الإسلامية ووظيفتها الأساسية في توجيه الاقتصاد، إلا أن مقدار الاهتمام بدراستها والعناية بتطويرها وتحقيق أهدافها لا يتناسب مطلقاً مع تلك الأهمية. من حيث الأرقام فإن المقدر المخصص للبحث والتطوير للمنتجات الإسلامية لدى المؤسسات المالية يكاد يكون معدوماً مقارنة بربحية هذه المؤسسات وأدائها المالي. ومن حيث التنظيم الإداري فإن قلة قليلة من المؤسسات الإسلامية تنشئ إدارات متفرغة لتطوير

المنتجات الإسلامية، وتصبح هذه المهمة في الغالب موزعة بين الهيئات الشرعية وبين إدارة التسويق وبين الإدارات المختلفة للمؤسسة. ويمكن القول أن هناك غياباً واضحاً لتطوير المنتجات في الخطط الاستراتيجية والرؤية التي تحكم مسيرة المؤسسات الإسلامية.

03- المبادئ الأساسية لتطوير المنتجات المالية الإسلامية

يمكن أن يكون لصناعة الهندسة المالية الإسلامية عدة مداخل، وهي تتعدد تبعاً للطرق الممكن استخدامها من طرف المؤسسات المالية الإسلامية في إقامة هذه الصناعة. لكنها في الغالب الأعم لا تخرج عن إحدى المقاربتين¹:

04-01- المحاكاة:

والذي يعني أن يتم تحديد النتيجة المطلوبة من منتج الصناعة المالية الإسلامية، وهي عادة النتيجة نفسها التي يحققها المنتج التقليدي. وبغض النظر عن الحكم الشرعي لهذه المنتجات حيث تثير الكثير من الجدل فإن المنهجية التي تتبعها قائمة على المحاكاة والتقليد للمنتجات المالية التقليدية. وإذا كان من أبرز مزاياها السهولة والسرعة في تطوير المنتجات، إذ أنها لا تتطلب الكثير من الجهد والوقت في البحث والتطوير، بل مجرد متابعة المنتجات الرائدة في السوق وتقليدها من خلال توسيط السلع، فإن سلبياتها كثيرة منها إن المنتجات التقليدية تناسب الصناعة التقليدية وتحاول معالجة مشكلاتها، فإن محاكاة هذه المنتجات تستلزم التعرض لنفس المشكلات،

04-02- الإصالة الابتكار:

المدخل الثاني لتطوير المنتجات المالية الإسلامية هو البحث عن الاحتياجات الفعلية للعملاء والعمل على تصميم المنتجات المناسبة لها، شرط

¹ - قندوز عبد الكريم، الأزمة المالية واستراتيجيات تطوير المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدايل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، عين النفلى، ص 09

أن تكون متوافقة و مبادئ الشرع الإسلامي. وهذا المنهج يتطلب دراسة مستمرة لاحتياجات العملاء والعمل على تطوير الأساليب التقنية والفنية اللازمة لها، وذلك لضمان الكفاءة الاقتصادية للمنتجات المالية، كما يتطلب وضع أسس واضحة لصناعة مالية إسلامية مستقلة عن الصناعة المالية التقليدية. و لا ريب أن هذا المنهج أكثر كلفة من التقليد والمحاكاة، لكنه في المقابل أكثر جدوى وأكثر إنتاجية. ولضمان نجاح هذين المنهجين في تطوير منتجات الصناعة المالية الإسلامية ينبغي العمل على تقوية وسلامة البنية التحتية لها، من خلال العمل على تنفيذ عدد من المشاريع التي تعود بالفائدة على المنتجات المالية الإسلامية بشكل عام، منها تأسيس المراكز والهيئات التي تساهم في نمو هذه الصناعة المالية الإسلامية من خلال تشجيع خدمات البحوث والتطوير وتسجيل المنتجات وضمان جودتها الفنية والشرعية. وحمايتها والحفاظ على سلامة منهجها ومسيرتها على الصعيدين النظري والتطبيقي، إلى جانب التعريف بخدمات هذه الصناعة، ونشر المفاهيم والقواعد والأحكام والمعلومات المتعلقة بها.

04- تحديات تطوير المنتجات المالية الإسلامية:

رغم تطور التمويل الإسلامي في كثير من النواحي، إلا أن هناك مناطق عدة تفرض تحديات لتطوير صناعة الهندسة المالية الإسلامية. ولا يزال المستوى الحالي لإصدار الصكوك الإسلامية مثلاً يمثل نسبة بسيطة من إصدار السندات التقليدية أو الأوراق المالية المضمونة بأصول في الاقتصاديات الصاعدة ولكن عدداً متزايداً من البلدان يرغب في دخول سوق الصكوك لتنويع قاعدة المستثمرين وتعميق أسواق رأس المال المحلية¹، ومن بين أهم التحديات التي تواجه المنتجات الإسلامية نجد ما يلي:

¹ - أندي جويست وآخرون، مرجع سابق، ص05

- تصبح المنتجات المالية الإسلامية ناجحة يجب توفر مرونة ملائمة للمستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية. ونظراً لأن عملية تطوير المنتج في التمويل الإسلامي يجب أن تمر عبر المراجعة الشرعية وتأييد علماء الشريعة، فإن اتخاذ قرارات الاستثمار المرنة لا يمكن أن يتم.
- البنوك الإسلامية تعمل بالطريقة ذاتها التي تعمل بها البنوك التقليدية وبالتالي تعتمد هي الآخري على السيولة، والتزامات الاستحقاق ذات الاجل القصير لتمويل نمو الأصول. وهذا ما يجبر البنوك الإسلامية على أن يكون لديها أصول سائلة كبيرة واحتياطات متزايدة. وهذا بدوره يعيق الوساطة المالية وتعميق السوق.
- كما أن المنافسة وعامل الكلفة يمثلان تحدياً مهماً للمؤسسات المالية الإسلامية من حيث الخبرة الكبيرة والشبكات الأوسع والحجم الاقتصادي في السوق العالمي للمؤسسات المالية التقليدية، وهي مميزات تنافسية مهمة تتفوق بها التقليدية على الإسلامية. إضافة إلى هذا، تعاني المؤسسات التقليدية التي لديها نوافذ إسلامية والمؤسسات المالية الإسلامية على حد سواء من مشكلة أخرى، هي تكلفة عمليات التشغيل العالية للمعاملات المالية الإسلامية.
- ومن أكثر المسائل الإدارية المزعجة لمنتجات التمويل الإسلامي بسبب فقدان الخبرات المدربة والمؤهلة من حيث المعرفة الضرورية بالصيرفة، ويمكن النظر للموارد البشرية من جهة كمسألة مخاطر تشغيلية، ومن جهة أخرى، كمنافسة جوهرية للمصرف. ومما لاشك فيه أن القوة العاملة الضعيفة ستفرض تهديداً من حيث المخاطر التشغيلية، وتعيق في الوقت ذاته إمكانية نمو البنك. كما يعتبر تسويق المنتجات المصرفية الإسلامية تحدياً آخر، خاصة بالنسبة لنمو قاعدة عملاء المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية.

وفي ظل عدم وجود معايير موحدة للمنتجات الإسلامية، فإن استحداث الإصدارات منها مع ارتفاع الطلب عليها يقتضي توحيد المعايير الخاصة بإنشائها، مما سيساعد عمليا على إزالة التحديات القانونية والتنظيمية و الاقتصادية التي تواجهها، وسيشكل حافزا مهما لإزالة فوارق العمل بها على مستوى العديد من البلدان. وهي مهمة ضرورية وممكنة خاصة بوجود الهيئات العليا للعمل الإسلامي مثل هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات الإسلامية، والسوق المالية الدولية، ومجلس الخدمات المالية الإسلامية. بل إن نتائج العمل في إطار توحيد المعايير سوف تلقى ترحيبا محترما من قبل المجالس الفقهية، وكذا الفئات المتلقية لتلك الخدمات. ورغم أن بعض أوجه الخلاف بين علماء الدين والهيئات الإسلامية من الأرجح أن تظل قائمة، فإن توحيد المعايير الأساسية للمنتجات الإسلامية في الحد الأدنى يشكل ضمانا للنمو والعمل بها. ويستبعد التحديات والأزمات التي تلاحقها.

خاتمة الدراسة:

على الرغم من الامكانيات الكبيرة التي تتمتع بها أسواق المنتجات المالية الإسلامية كأى سوق ناشئة فلا يزال أمامها العديد من التحديات الاقتصادية والقانونية والتنظيمية بغض النظر عن التوافق مع أحكام الشريعة ومن هذه التحديات تبديل السمات الهيكلية المعتادة في الأوراق المالية التقليدية مثل تعزيز الائتمان والتي لا تجيزها التعاقدات وفق المبادئ الإسلامية، إلى جانب الغموض القانوني الناشئ عن ضرورة الالتزام بالقانون التجاري وأحكام الشريعة في هيكل المعاملات ولا سيما في البلدان غير الإسلامية والفروق التنظيمية بين الأجهزة التنظيمية في البلدان المختلفة وهناك العديد من الجهود القائمة لتيسير تنسيق المعايير والممارسات لا سيما جهود هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات الإسلامية والسوق الإسلامية المالية الدولية والتي من شأنها أن تساعد على إزالة بعض تلك التحديات. غير أن الصناعة الإسلامية

تبقى أمامها العديد من التحديات الأخرى والتي تتمثل في إيجاد إستراتيجية واضحة في تطوير وابتكار المنتجات المالية الإسلامية. ونظرا لأن الكثير من المؤسسات المالية الإسلامية تعتمد على أسلوب التقليد والمحاكاة للمنتجات المالية التقليدية، فقد يؤدي ذلك إلى التخلي عن الاستمساك بالمبادئ التي تقوم عليها أعمال تلك المؤسسات، مما يتطلب إيجاد إستراتيجية محددة للتطوير في المنتجات في إطار العمل وفق القواعد.

قائمة المراجع:

1. اندي جويست وآخرون، التمويل الإسلامي يشهد توسعا سريعا، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2007.
2. بلعوز بن علي وآخرون، استخدام الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر بالمصارف الإسلامية، عنوان المؤتمر العلمي الدولي السنوي السابع تحت إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، جامعة الزيتونة الاردنية كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، المملكة الاردنية، 16-18 ابريل 2007.
3. شعبان محمد إسلام البروراي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي-دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، سوريا، الطبعة الأولى، 2002.
4. قندوز عبد الكريم: الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مؤسسة الرسالة ناشرون، بيروت، لبنان، 2009.
5. قندوز عبد الكريم، مداني أحمد: الازمة المالية واستراتيجيات تطوير المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني حول الازمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، عين الدفلى، 5-06 ماي 2009.
6. مختار بونقاب، دور الهندسة المالية في تطوير منتجات البنوك الإسلامية، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مباح ، ورقلة، 2011-2012

الأدوات المالية المركبة ودورها في الأزمة المالية العالمية

د. يوسفات علي¹

أ. بن ديبية يمينة²

الملخص:

تعتبر الازمة المالية العالمية لعام 2008 نموذجاً واضحاً عن دور المنتجات المالية المركبة والمعقدة مثل (MBS، CDO، ABS، Sub prime Mortgage، ... الخ)، والتي ساهمت بشكل لم تعرفه الأسواق العالمية من قبل، في انهيار مالي عالمي والذي يعتبر الاكبر منذ الكساد العظيم، نحاول من هذا البحث الوقوف على أبرز هذه الأدوات المالية، واليات عملها والكيفية التي حدثت بها الازمة.

Abstract :

The global financial crisis is 2008 the best model and clear about the role of the Structured financial products such as (MBS, CDO, ABS, Sub prime Mortgage, etc), which contributed the largest global financial crunch since the Great Depression 1929, we are trying to stand on this research highlights these financial instruments and mechanisms of action and how the crisis occurred.

مقدمة:

تبخر الاستثمارات والادخارات، وتوقف الانتاج، وفلاس الدول والشركات، المظاهرات الاحتجاجات هي السمات الرئيسية والأبرز للأزمات الاقتصادية والمالية، والتي تؤثر بشكل دراماتيكي على التنمية وسبل العيش الكريم وتجعل الدول تعيش في سنوات عجاف ويدخلها في طريق لا تعرف نهاياتها. تعددت أسباب الأزمات وأنواعها ومجالات تأثيرها بين المحلية والإقليمية والعالمية. تعد الازمة المالية العالمية 2008 نموذجاً مثالياً عن دور

¹ أستاذ محاضر قسم (1)، جامعة أحمد دراية - أدرار E.mail:dr.yousfatali@gmail.com

² أستاذة مؤقتة، طالبة دكتوراه، جامعة أحمد دراية - أدرار

المنتجات المالية المركبة المتعلقة بسوق الرهن العقاري، والتي ازدهرت قبل نشوب الازمة المالية لاقت رواجاً عالمياً بين الدول والمؤسسات المالية و البنكية وتقريباً ممتازاً من وكالات التصنيف الائتماني، الأمر الذي عظم حجم الازمة وجعلها تأخذ بعد عالمي، يحاول هذا البحث التعريف بأبرز هذه الأدوات المالية ودور البنوك في إنشائها وشرح اليات تكون الازمة.

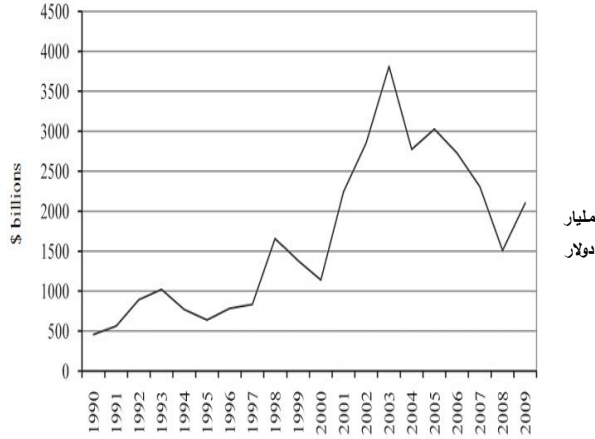
1. تعريف أزمة الرهن العقاري الثانوي أو الازمة المالية العالمية 2008:

هي أزمة نشأت من انفجار فقاعة سوق الاسكان الأمريكي، والناجمة عن الحجم الضخم للديون المتعثرة نتيجة تخلف عملاء الرهن العقاري عن سداد التزاماتهم تجاه شركات الرهن العقاري والبنوك والمؤسسات التمويلية، وهذه الديون العقارية قد تم إعادة توريقها وتسويقها عالمياً على نطاق واسع في شكل سندات يتم تداولها في البورصات العالمية وبعض الأسواق الموازية (OTC) [1][2]، وشهد هذا السوق ما بين 2000-2003 نمواً بنسبة 400 % في حجم الاصدارات السنوية، من تريليون دولار إلى 3.8 تريليون دولار [3].

¹ Over-the-counter-

² - يوسفات علي، « ندوة علمية حول اليات الازمة المالية العالمية و آثارها على الجزائر » ، جامعة أدرار - الجزائر، (2008/11/02)، <<http://iefpedia.com/arab/?p=7006>>،
³ -Mark Calabria, «Fannie, Freddie, and the Subprime Mortgage Market », The Cato Institute, (March 7, 2011),< <http://www.cato.org/pubs/bp/bp120.pdf>>, p2.

الشكل (1) سوق الرهن العقاري خلال الفترة ما بين 1990-2009 [1].



Source: Mark Calabria, «Fannie, Freddie, and the Subprime Mortgage Market », The Cato Institute, (March 7, 2011), <<http://www.cato.org/nubs/bn/bn120.pdf>>. n2.

أما الاسباب الرئيسية للأزمة فهي [2]:

- انهيار سوق العقارات الأمريكي الضخم نتيجة ارتفاع نسب التعثر في السداد. إذ أن زيادة في نسبة 3 % من الرهون الثانوية المتأخرة عن السداد تؤدي إلى زيادة القروض المتعثرة بمقدار 35 مليار دولار [3].
- المبالغ في التوريق (Securitization) وتخليق منتجات مالية مركبة ومعقدة (CDO, MBS, CDS, ..ect).
- عدم وجود الشفافية في أسواق الرهن العقاري .
- دور المقترضين أو ملاك العقارات في عمليات الاقتراض وإعادة الاقتراض وخلق فقاعة الاسكان.
- الدور الكبير والمؤثر للبنوك الاستثمار الأمريكية.

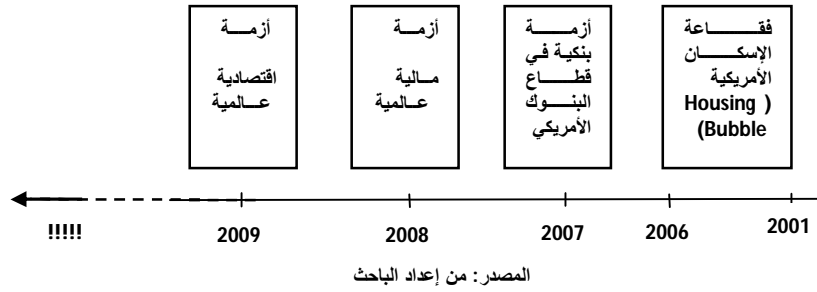
¹ - يوسفات علي، « حيل المحاسبية والمالية ودورها في الأزمة المالية العالمية»، مجلة البحوث، ص01.

² - يوسفات علي، « ندوة علمية حول اليات الأزمة المالية العالمية وآثارها على الجزائر»، المصدر نفسه، بتصرف.

³ - راندال دود، « الرهونات العقارية الثانوية: مجسات أزمة»، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 44، العدد 4، (واشنطن: صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2007)، ص 15.

- دور المؤسسات المالية، سمسارة الرهن العقاري، ووكالات التصنيف الائتماني (Moody's, S&P, Fitch) من خلال تسويق المنتجات المالية المدعومة برهون عقارية للجمهور المستثمرين على أنها منتجات مالية جيدة .
- إضافة للوضع الاقتصادي الأمريكي والدولار المتدهور الذي عمق الازمة وأعطها بعداً عالمياً .

الشكل(2) تطور الازمة المالية العالمية.



2. الأدوات المالية الرئيسية المسؤولة عن الازمة: هناك العديد من هذه الأدوات من أبرزها [1]:

أ- الرهن الثانوي «Subprime Mortgage»: صنف من الرهون العقارية الاقل جودة، بمعدل فائدة أعلى من الرهن العقاري التقليدي (Prime) لتحمل مخاطره المرتفعة، وغالبا يستفيد منه الافراد الذين يعانون من انخفاض جدارتهم الائتمانية، أو لعدم وجود ضمانات تؤهلهم للحصول على القروض العقارية الرئيسية (Prime) وقدرتهم على رد الديون مع فوائدها مشكوكة فيها، وتسمى كذلك بقروض (NINJA) [2].

ب- الأوراق المالية المضمونة برهون عقارية ثانوية (Subprime MBS) (Securities mortgages-backed): نوع من الأوراق المالية المدعومة

¹ - يوسفات علي، « أزمة الرهن العقاري »، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 02، جامعة المسيلة - الجزائر، (2009)، ص01، بتصرف.

² - NINJA: No Income, No Job or Asset

بأصول (ABS)، وتكون مضمونة برهن أو مجموعة من الرهون العقارية، وهي أوراق مدد استحقاقها 30 عاما، عدد المستثمرين فيها محدود، لأن المستثمرون يفضلون عادة أوراق مالية من 2-10 سنوات. وهذا استوجب البحث عن بديل مالي يقبله المستثمرون الآخرون، لذا قامت شركات التوريق (SPV)^[1] بتوريق MBS إلى ما يسمى بالتزامات الدين المضمونة CDO. وتستخدم هذه الأوراق أيضا لإعادة توجيه مدفوعات الفائدة والديون من مجموعة الرهون العقارية لحملة الأسهم، وهذه المدفوعات تقسم إلى فئات مختلفة حسب درجة المخاطرة.

ج- التزامات الدين المضمونة "Collateralized Debt CDO Obligations" وهو مجمع قرضي، يقوم على فكرة عدم اعتبار وعاء الرهن مجموعة واحدة من الرهون ذات آجال استحقاق 30 سنة، وتقسيمها إلى شرائح مستقلة بمجموعة من تواريخ الاستحقاق تتراوح من 1 إلى 30 عاما، تتفاوت درجات تصنيفها و هي ثلاثة شرائح رئيسية: الشرائح الممتازة (صنف AAA)، الشريحة البينية Mezzanine (AA to BB)، الأسهم الخاصة (غير مقيم). ومنذ عام 1987 أصبحت وسيلة هامة لتمويل الأصول ذات الدخل الثابت.

د- أسواق المعاملات خارج البورصات: والتي يتم من خلالها تداول الأدوات المالية العقارية خارج البورصة، و يكون التداول فيها ثنائيا بين العملاء والسماسرة، ولا يتم الإفصاح عن أسعار وأحجام التداول، كما لا تتسم عملياتها بالشفافية، ولا توجد مراقبة للسوق لتحديد المراكز الكبيرة أو المعرضة للخطر، بسبب عدم وجود صناعات للسوق، أو مؤشرات لقياس الاداء، أو أي طريقة لتحديد قيمة مختلف الشرائح.

¹ - Special purpose vehicle/Special Purpose Entity أي وسيلة ذات غرض خاص أو كيان لأغراض خاصة وهي شركة أنشئت لغرض محددة أو أهداف محددة أو مؤقتة. وعادة ما تستخدم الكيانات الغرض الخاصة من قبل الشركات لعزل الشركة الأم عن المخاطر المالية. كما أنها تستخدم عادة لإخفاء الديون (تضخيم الأرباح)، وإخفاء الملكية، والعلاقات بين مختلف الكيانات الغامضة التي هي في الواقع مرتبطة ببعضها البعض، وكذا عمليات التوريق، والتهرب الضريبي... الخ

3. حيل البنك العتيق غولدن ساكس (The Goldman Sachs Group, Inc):

1.3. نشوء وتطور بنك غولدمان ساكس: هو بنك استثماري أمريكي له العديد من الأنشطة كالعلاقات البنكية الاستثمارية وإدارة الأوراق المالية والاستثمار، وإدارة الثروات، والاستشارات وخدمات مالية أخرى وهو بنك عالمي له عدة فروع، تأسس في عام 1869 ويقع مقره الرئيسي في مدينة نيويورك، كما يوفر بنك خدمات الاستشارة في عمليات الاندماج والاستحواذ (M&A)، وخدمات التأمين، وإدارة الأصول، والوساطة المالية للشركات والحكومات والأفراد، وله دور كبير ومحرك في الأسواق المالية الأمريكية.

وتشتمل قائمة الموظفين السابقين للبنك روبرت روبين وهنري بولسون اللذان شغلا منصب وزير الخزانة الأمريكية في فترة رئاسة الرئيس بيل كلينتون وجورج بوش الابن على التوالي، وكذلك **مارك كارني** محافظ بنك كندا منذ عام 2008، **ماريو دراغي** محافظ البنك المركزي الأوروبي الحالي، و**ماريو مونتي** رئيس وزراء إيطاليا و**لوكاس باباديموس** رئيس وزراء اليونان [1].

اتهمت السلطات المالية في الولايات المتحدة، ولجنة الأوراق المالية و البورصات (SEC)، بنك غولدمان ساكس تحقيقه ربحاً من شأنه التسريع في الازمة المالية خلال عام 2007، كما جنى البنك أرباحاً قياسية في وول ستريت تقدر بـ 11.6 مليار دولار أمريكي، وكان عام 2008 عاماً وخيماً على القطاع البنكي الأمريكي، ولكن كان أداء غولدمان جيداً نسبياً مع أرباح قدرت 2.3 مليار دولار أمريكي، وفي عام 2009 سجل البنك ربح يفوق 11.4 مليار دولار أمريكي! [2].

ومنذ أن اشترى البنك شركة ج. آرون وشركاه "J. Aron & Company

¹ - يوسفات علي، « حيل المحاسبية والمالية ودورها في الأزمة المالية العالمية»، مجلة البحوث، ص 04.

² - المصدر نفسه، ص 4.

" في العام 1981، اكتسب وزناً مهماً في سوق المواد الأولية وتأثيراً كبيراً على الوضع الاقتصادي للمنتجين وللمستهلكين في العالم، ولم تقلت منه أي الفرص المرتبطة بالسوق النفطية، ولا تلك التي يؤمنها الاحتباس المناخي (اعتمادات الكربون) [1].

وفي سنة 2007 كانت المنتجات المدعومة بالرهون العقاري في حكم الميت في عالم المال، لذا وجه بنك غولدمان ساكس وبعض كبار المستثمرين، انتباههم إلى مجالات استثمارية مربحة أخرى، كأسواق النفط والذهب، كما سألهم في أزمة الغذاء العالمية بين عامي 2006 و2008، إذ شهد العالم أزمة غذائية كبرى أضفت ما يقرب من 100 مليون شخص يعانون من نقص التغذية وانعدام الامن الغذائي في العالم، نتيجة ارتفاع أسعار السلع الغذائية بشكل حاد [2].

كما قرر البنك تغيير شكله القانوني والاقتصادي والتحول من بنك استثماري إلى شركة بنكية قابضة، وقد وافق المجلس الاحتياطي الاتحادي الأمريكي في 21 سبتمبر 2007 وكان هذا التحول بمثابة إعلان نهاية نموذج البنوك الاستثمارية في أميركا [3].

¹ - إبراهيم وردة، « إصلاح للنظام المصرفي لا يزعم وول ستريت »، لوموند ديبلوماتيك النشرة للربحية، (يوليه 2010)، <<http://www.mondiploar.com/auteur74.html>>

² - يوسفات علي، « حيل المحاسبية والمالية ودورها في الأزمة المالية العالمية »، مصدر سبق ذكره، ص 04.

³ - « ساكس غولدمان بداية قصة الاحتيال »، الاقتصاد والأعمال، الجزيرة نت، (2011/08/19)، <<http://www.aljazeera.net/NR/exeres/D77982B3-C6C8-4B12-8FD2-E7CC0AB089F0.htm%7C>>

الجدول (1) يوضع عوائد وأرباح البنك «2011-2007»

2011	2010	2009	2008	2007	بمليار دولار
36.79	45.97	51.67	53.58	87.97	العوائد
4.44	8.35	13.39	2.32	11.6	الأرباح

Source: « Annual Financials for Goldman Sachs Group Inc ». (2012),
<<http://www.goldmansachs.com/media-relations/press-releases/archived/>>.

نلاحظ أنه رغم الأزمة حقق البنك أرباحاً تقدر 2.32 مليار دولار كما ارتفعت الأرباح في 2009 بنسبة 477 % وهو العام الذي كانت الأزمة فيه في أوجها.

2.3. حيلة التزامات الدين المضمونة (CDO) ودور بنك غولدمان ساكس في أزمة الرهن العقاري:

أ - آلية التوريق في السوق العقاري الأمريكي: يشرح الشكل أدناه آلية توريق المنتجات المالية (MBS, CDO,...) في السوق الرهن العقاري الأمريكية [1].

- بعد أن يحصل ملاك العقارات على التمويل أو إعادة التمويل على عقاراتهم من البنك عن طريق سمسرة العقارات، يقوم البنك ببيع القرض إلى الشركات العقارية مقابل حصوله على أتعاب.

- الشركات العقارية بدورها تقوم بعمليات التوريق القرض، هذا بعد تجميعه في مجمع قرضي Pool، عن طريق أحد شركات المتخصصة في التوريق (SPV)، وينتج عن هذه العملية أوراق (MBS).

وبما أن MBS هي أوراق مدد استحقاقها 30 عاماً، عدد المستثمرين فيها محدود، لأن المستثمرين يفضلون أوراق مالية من 2-10 سنوات.

- هذا استوجب البحث عن بديل مالي يقبله المستثمرين الآخرين، لذا قامت شركات توريق أخرى (SPV) بتوريق MBS وتحويل إلى ما يسمى CDO، والتي تستطيع استقطاب كافات المستثمرين بكل أنواعهم من الحكومات

¹ - يوسفات علي، « التوريق وأزمة المالية العالمية»، ورقة مقدمة الى الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية والمصرفية، النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسبير، المركز الجامعي خميس مليانة- الجزائر، (06/05 ماي 2009)، ص03.

والمؤسسات إلى الأفراد.

- أما تسيير التدفقات المالية لتسديد فوائد المستثمرين فهي فقد أوكلت إلى مقدمي الخدمات الإدارية مقابل أتعاب.

- كما يمكن للمستثمرين التأمين على أوراقهم المالية لتجنب الإفلاس البنك أو مصدر الأوراق المالية، أو تعثر ملاك العقارات عبر دفعات نقدية إلى شركات التأمينات على رأسها AIG. والشكل (3) يبين الآلية المبسطة لعملية التوريد في سوق الرهن العقاري الأمريكي. (انظر الشكل رقم 03 في ملحقات البحث).

ب- الديات تكوّن أزمة الرهن العقاري: يمكن تلخيصها فيما يلي [1]:

- ضربت الازمة في أوت 2007، قبل نحو عام من انهيار بنك الاستثمار العريق ليمان برادرز.

- تم خلالها التسابق نحو تسييل MBS ، في نفس الوقت سعى ذوو الاستدانة العالية مثل صناديق التحوط (Hedge Funds) إلى تصحيح مراكزهم، بعد أن تركوا في مراكزهم الخاسرة، في ظل غياب مؤشر لقياس الاداء والشفافية في أسواق OTC ، وفي ظل هذه الخسائر الكبيرة توقف التداول.

- إذ توقفت صناديق التحوط، ومؤسسات الاستثمار، ومصدرو الأوراق التجارية المضمونة بأصول،... وغيرهم عن التعامل، إذ لم يعود هناك سوق لـ CDO.

- أما مصدرو CDO لم يتمكنوا من بيع ما لديهم منها، وتوقفوا عن الاصدارات الجديدة وشراء MBS الجديدة (لأن MBS تورق إلى CDO).

- مصدرو MBS، هي شركات الرهون العقارية وأهمها "Fannie Mae" [2] و "Freddie Mac" [3]... وغيرهم توقفوا عن شراء الرهون العقارية الغير المتوافقة أو الرديئة من السوق الثانوي (السوق الذي تباع فيه الرهون العقارية

¹ - يوسفات علي، « أزمة الرهن العقاري » ، المصدر نفسه، ص6.

2 -Fannie Mae: The Federal National Mortgage Association

3 -Freddie Mac: The Federal Home Loan Mortgage Corporation

الثانوية)، وتشدد في معايير الرهون العقارية الثانوية.

- و في ظل غياب المستثمرين عن السوق الثانوية، لم يتمكن منشؤو الرهون العقارية الثانوية من بيع القروض التي ابرموها، بسبب أن عدد كبير منهم مؤسسات ذات رؤوس أموال هزيلة، بالإضافة إلى عجز المنشئون عن تحمل رصيد الرهون العقارية التي أصدرها، وتوقفهم عن منح رهون عقارية ثانوية جديدة.

- لم يتمكن مشترو المنازل المرتقبون أو الجدد من الحصول على تمويل أو إعادة تمويل بسبب الازمة ونقص السيولة لدى البنوك.

- أما ملاك المنازل ذو الجدارة الائتمانية الضعيفة (وهم الاغلبية)، فقد توقفوا عن سداد الاقساط منازلهم، بسبب ارتفاع معدلات الفائدة خلال 2006 - 2007 ، مما أدى إلى تعثر دفعات الفوائد المستثمرين في أوراق MBS و CDO وغيرها من الأدوات المالية العقارية الأخرى، وأصبحت هذه الأوراق بدون قيمة وتحولت إلى أصول مسمومة لدى المستثمرين.

- كان المؤشر الرئيسي لاندلاع الازمة بعد تحولها من فقاعة الاسكان الأمريكية إلى أزمة في قطاع البنكي الأمريكي ثم أزمة مالية عالمية هو انهيار بنك ليمان برانرز. ويمكن توضيح أكثر كيفية تكون أزمة الرهن العقاري في الشكل (4) الموجود في ملحقات البحث.

ج- دور بنك غولدمان ساكس في أزمة الرهن العقاري: تدعى لجنة البورصة والأوراق المالية الأمريكية (SEC) أن بنك غولدمان ساكس هو المبتكر والمنظم والمسوق للأداة المالية (CDO) والتي يتوقف أدائها على أداء على (MBS)، وأن بنك غولدمان ساكس أخفى عن للمستثمرين معلومات حيوية حول CDO، وبخاصة الدور الكبير الذي لعبته في صناديق التحوط، ولقد سوقت على أساس أنها منتجات مالية مضمونة بسوق العقارات الأمريكي المزدهر، الأمر الذي أدى إلى توزيع الخطر على عدد كبير من المستثمرين

حول العالم، وعمق حجم الازمة [1].

الجدول (2) يبين حجم الاصدارات السنوية من CDO من عام 2000-2010 (مليون دولار أمريكي).

67 987,7	2000
78 453,8	2001
83 074,3	2002
86 629,8	2003
157 820,7	2004
251 265,3	2005
520 644,6	2006
481 600,7	2007
61 886,8	2008
4 336,0	2009
8 665,9	2010

المصدر: « Global CDO Issuance », Securities Industry and Financial Markets Association. (2010) ,
<http://www.sifma.org/uploadedFiles/Research/Statistics/StatisticsFiles/SF-Global-CDO-SIFMA.xls>>

نلاحظ إن إصدار CDO كانت في تصاعد مستمر ليبلغ ذورتها في عام 2006 ، ليبدأ بعد ذلك تراجعها في 2007 ، ثم بشكلٍ حادٍ في 2009 بنسبة 12 الف بالمائة عن مستوى 2007.

وأكثر من ذلك أن البنك كان على علم بسقوطها من دون أن يعلم زبائنه، والغريب أنه كان يراهن على ذلك، كما عمد إلى التخلص منها في محفظته الاستثمارية، لكنّه بنوعٍ خاص، أخفى عن زبائنه أنّّه حصل من صندوق بولسون المضارب على مبلغ 15 مليون دولار، لكي ينجز هذه التركيبة. والاحسن من ذلك (أو الاسوء) هو أنّ لليد بولسون [2] نفسه، قد شارك إلى جانب أخصائيّ البنك في انتقاء القروض المؤهّلة أكثر من غيرها للتراجع [3].

¹- Lorin L. Reisner & all, « SEC Charges Goldman Sachs With Fraud in Structuring and Marketing of CDO Tied to Subprime Mortgages », U.S. Securities and Exchange Commission, Washington, D.C., (April 16, 2010), <<http://www.sec.gov/news/press/2010/2010-59.htm>>

²- وهو صاحب صندوق المضاربة، لا نقصد به هنري بولسون وزير الخزانة الأمريكي السابق.

³- إبراهيم وردة، المصدر نفسه.

الخاتمة:

بيدنا من خلال هذا البحث الدور الهام للأدوات المالية كـ MBS، CDO... الخ في خلق الازمة المالية العالمية وهي الأدوات الرئيسية في هذه الازمة، سبب الرئيسي في تكون ما يسمى بالأصول المسمومة (Toxic asset) لدى البنوك، كما القينا الضوء على دور البنوك الاستثمارية ممثلة في البنك العتيق غولدمان ساكس ودوره الكبير في ابتكار أدوات مالية مركبة، والمسؤول الرئيسي عن تفجير أزمة تعد من أكبر الأزمات المالية العالمية بعد الكساد العظيم 1929.

ولقد خرجنا بمجموعة من التوصيات المهمة وهي:

- إعادة العمل بقانون غلاس ستيفال بعد الغائه في 1999 في أمريكا، والذي يفصل بين وظائف البنوك، خصوصاً أن البنوك الكبرى في العالم أمريكية في الأصل.
- ابتكار اليات لإنذار المبكر بالفقاعات والأزمات المحتملة.
- ضبط العلاوات والمكافئات للمدراء والموظفين في البنوك والمؤسسات المالية العالمية، لأنها المحفز الرئيسي لمغامرتهم وابتكارهم لمنتجات مالية عالية المخاطرة و الربحية.
- منع البنوك من المضاربة في سندات المخاطرة والمضاربة في العملات، وفي العمليات العالية المخاطر.
- ضبط ومراقبة الاحتياطات الاجبارية للبنوك.
- - زيادة الشفافية والمساءلة في عمليات خارج الميزانية للبنوك وفي الأسواق خارج البورصات، وضمان عمليات الإفصاح المالية.
- ضبط ومراقبة عمل ووكالات التصنيف الائتماني وشركات التدقيق العالمية.
- تعميم والالتزام بالمعايير المحاسبية الدولية IAS ومعايير الإبلاغ المالي الدولية IFRS. أما الأهم فهو:

- حث البنوك بكل أنواعها نحو الاستثمار في الاقتصاد الحقيقي، وإنهاء فكرة المال يولد المال.

- إدخال العامل الاخلاقي والمسؤولية الاجتماعية في صياغة عمل البنوك والمؤسسات المالية، وكذا احترام حقوق المستهلك المالي.

قائمة المراجع:

1- إبراهيم وردة، « إصلاح للنظام المصرفي لا يزعج وول ستريت »، لوموند ديبلوماتيك، النشرة الحريدية، (يوليه 2010)،

2- راندال دود، « الرهونات العقارية الثانوية: مجسات أزمة »، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 44، العدد 4، (واشنطن: صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2007).

3- يوسفات علي، « أزمة الرهن العقاري »، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير و العلوم التجارية، العدد 02، جامعة المسيلة- الجزائر، (2009).

4- يوسفات علي، « التوريق وأزمة المالية العالمية »، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي الثاني حول الازمة المالية الراهنة و البدائل المالية والمصرفية، النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة- الجزائر، (06/05 ماي 2009).

5- يوسفات علي، « حيل المحاسبية والمالية ودورها في الازمة المالية العالمية »، مجلة البحوث.

6- يوسفات علي، « ندوة علمية حول الليات الازمة المالية العالمية وآثارها على الجزائر »، جامعة أدرار - الجزائر، (2008/11/02).

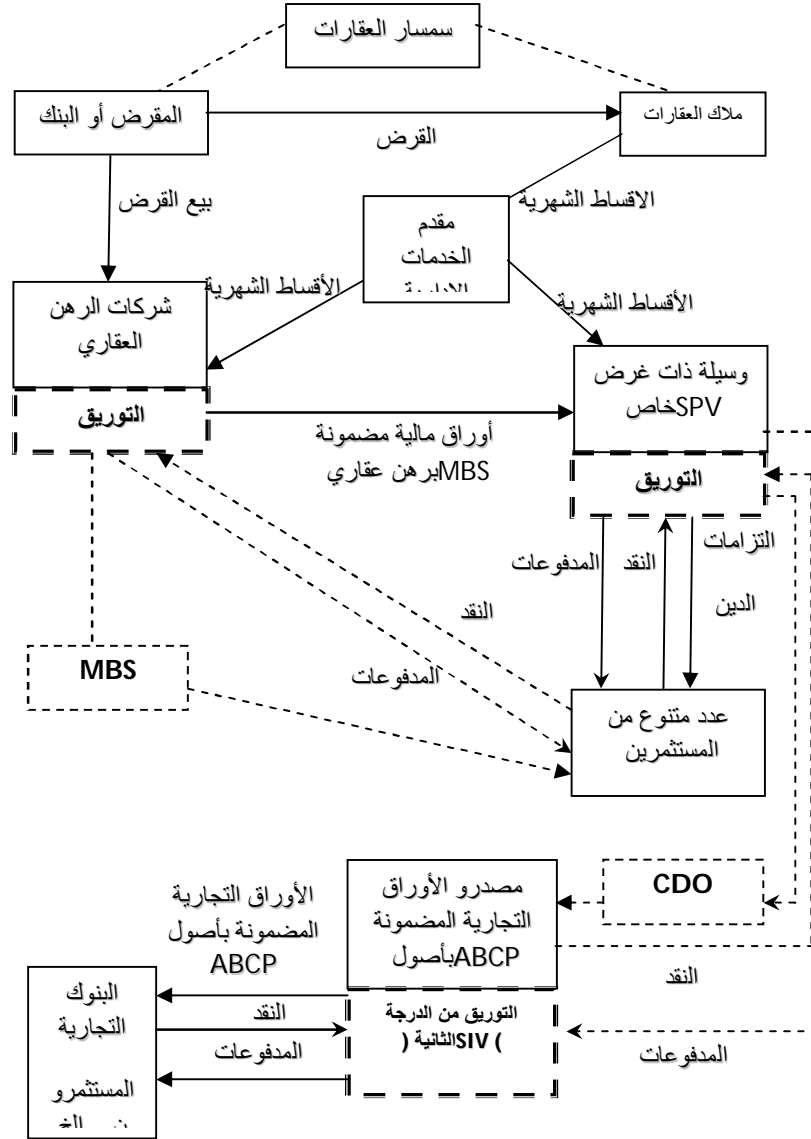
7- Fannie Mae, the Federal National Mortgage Association

8- Freddie Mac: The Federal Home Loan Mortgage Corporation

9 - Lorin L. Reisner & all, « SEC Charges Goldman Sachs With Fraud in Structuring and Marketing of CDO Tied to Subprime Mortgages », U.S.curities and Exchange Commission, Washington, D.C., (April 16, 2010).

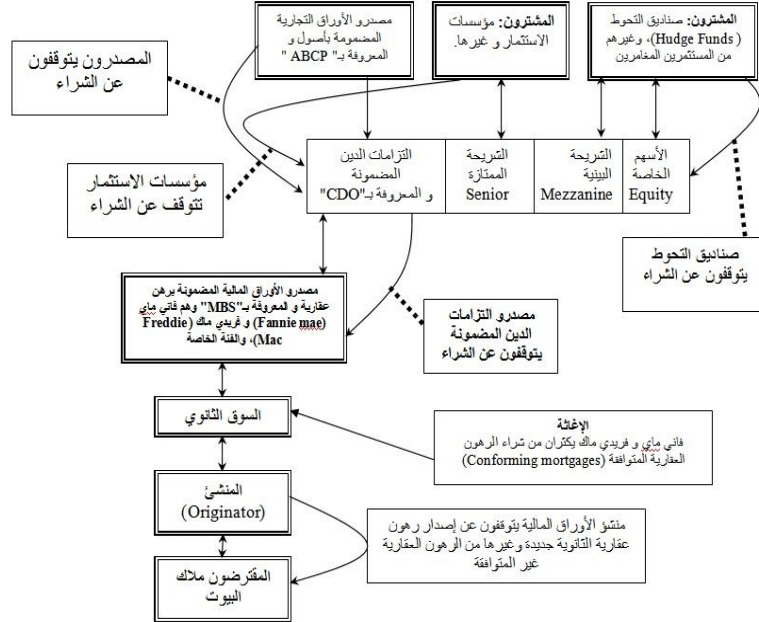
ملحقات البحث:

الشكل (3) يبين الآلية المبسطة لعملية التوريق في سوق الرهن العقاري الأمريكي.



المصدر: من إعداد الباحث

الشكل رقم (4): كيفية تكون أزمة الرهن العقاري.



المصدر: راندال دود، « الرهونات العقارية الثانوية: مجسات أزمة »، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 44، العدد 4، (واشنطن: صندوق النقد الدولي،

أهمية المشتقات المالية في الأسواق المالية العربية

أ. إبراهيم سالم ياسمينية¹

أ. يحي هاجر²

ملخص:

إن الواقع اليوم يثبت أن النمو والنجاح أصبح من نصيب الأسواق المالية التي عرفت كيف تقرأ خارطة الطريق وتحقق الريادة من خلال الاستثمار في إطار ما يسمى بالمشتقات المالية؛ حيث تحول مركز الثقل في الأسواق المالية من مجرد الارتكاز على الأدوات المالية البسيطة إلى الارتكاز بشكل كبير على الابتكار والإبداع لخلق منتجات مالية مستحدثة تغطي احتياجات المستثمرين. وأصبح موضوع المشتقات المالية يحتل حيزا مهما على صعيد الأسواق العالمية. وتتبع أهمية هذا الموضوع كونه يعد أداة تستخدم في أكثر من غرض فمن جانب يمكن استخدامها لغرض التحوط من تقلبات الأسعار وإدارة المخاطر ومن جانب آخر يمكن استخدامها لجني العوائد من خلال المضاربة إضافة إلى المراجعة بين الأسواق.

ترسخت أهمية استخدام المشتقات المالية بوصفها جانبا استثماريا فعالا في العقدين الاخيرين من القرن العشرين؛ إذ حظيت بقبول واسع وأصبحت من أهم المجالات الاستثمارية لجميع أنواع السلع والمعادن والأوراق المالية والتي يمكن تطبيق المشتقات المالية عليها؛ وانتشرت لتشمل حاليا بعض الدول العربية، كما أن باقي الدول العربية أولتها أهمية كبيرة وجانب معين من الدراسة والتقييم لإدخالها إلى السوق المالي.

من خلال هذه الورقة البحثية، سنحاول تسليط الضوء على تحديد مخاطر هذا النوع من الاستثمارات وأهميتها على مستوى السوق، مع عرض

¹ أستاذة مساعدة (أ)، جامعة سطيف 1.

² أستاذة مساعدة (أ)، جامعة سطيف 1.

أهم الأنواع الأساسية لها، لنتحول في محور ثان إلى بحث واقع وآفاق المشتقات المالية في بعض الأسواق العربية، وبعض التدابير المتخذة في هذا الإطار.

الكلمات المفتاحية: المشتقات المالية، الأسواق المالية العربية.

Abstract:

The reality today proves that the growth and success has become a share of the financial markets, which knew how to read the road map and check the lead by investing in the framework of the so-called derivatives; where the center of gravity in the financial markets turned from just basing on simple financial instruments to pivot heavily on innovation and creativity to create innovative financial products covering the needs of investors. And the subject of financial derivatives became to occupy an important place in terms of global markets. The importance of this subject stems from it is a tool being used in more than one purpose, it is the part that can be used for the purpose of hedging price fluctuations and risk management on the other hand can be used to reap returns through speculation in addition to the arbitrage between markets.

The importance of the use of financial derivatives has been established as an aside investment effective in the last two decades of the twentieth century; since gained wide acceptance and has become one of the most important areas of investment for all types of goods and metals, securities and which can be applied on by financial derivatives; they spread actually to include some Arab countries, and the rest of the Arab countries attached great importance and a particular aspect of the study and evaluation of the introduction to the financial market.

Through this paper, we will try to shed light on determining the risk of this type of investment and its importance at the level of the market, with the presentation of the most basic types of them, to turn in the axis of a second to examine the reality and the prospects for financial derivatives in some Arab markets, and some of the measures taken in this context.

Key words: financial derivatives, Arab financial markets.

مقدمة

شهد النظام المالي تطورا سريعا في الاونة الأخيرة بغية مجابهة التطورات الحالية وتلبية احتياجات المتعاملين المالية، وعرفت الأسواق المالية الكثير من التطورات فيما يخص الابتكارات والإبداعات المالية التي أصبحت تمثل حيزا كبيرا منها، ولها أثر بالغ على أدائها ما جعلها تمثل مكسبا من جهة وخطرا محققا من جهة أخرى فيما يسمى الفقاعات المالية.

انتشر استخدام المشتقات المالية بشكل سريع بالدول المتقدمة على وجه الخصوص، ولافت العديد من العراقيل بالدول النامية والدول العربية التي تتسم أسواقها المالية بالضعف وقلة الخبرات والمتخصصين في هذا الميدان؛ ومؤخرا انتشرت لتشمل حاليا بعض الدول العربية، كما أن باقي الدول العربية أولتها جانب معين من الدراسة والتقييم لإدخالها إلى سوقها المالي.

على هذا الاساس يمكن طرح التساؤل الموالي:

ما أهمية المشتقات المالية في الأسواق المالية العربية ؟

وللإجابة على هذه الإشكالية، نحاول الاجابة عن التساؤلات الفرعية:

1. ما مفهوم المشتقات المالية وما أهميتها وأهم المخاطر التي تواجهها ومختلف أنواعها؟

2. ما مدى انتشار وحجم تداول هذه الأدوات في بعض الأسواق المالية العربية؟

يهدف بحثنا بالدرجة الأولى إلى فهم مختلف وأهم المشتقات المالية، وبحث مدى استخدامها وانتشارها بالدول العربية، ولتوضيح ذلك قسمنا البحث إلى محورين أساسيين كما يلي:

المحور الأول: مدخل للتعريف بالمشتقات المالية

أولا: مفهوم المشتقات المالية

ثانيا: أسواق عقود المشتقات

ثالثاً: المتدخلون في أسواق المشتقات المالية

رابعاً: أهمية المشتقات المالية

خامساً: مخاطر المشتقات المالية

سادساً: الأنواع الرئيسية للمشتقات المالية

المحور الثاني: واقع المشتقات المالية في الأسواق المالية العربية

أولاً: عالمية المشتقات المالية

ثانياً: خارطة الطريق لدول الخليج

ثالثاً: السوق المالي الكويتي

رابعاً: سوق الامارات المالي

خامساً: السوق المالي السعودي

سادساً: السوق المالي المصري

المحور الأول: مدخل للتعريف بالمشتقات المالية

تمثل الأدوات المالية المشتقة أحد أهم وأبرز الابتكارات المالية الحديثة، وهي عبارة عن عقود يتم اشتقاق قيمتها من قيمة أصول أخرى موضوع العقد، والتي تتنوع ما بين أسهم وسندات وسلع وغيرها.

أولاً: مفهوم المشتقات المالية

هي "عبارة عن عقود مالية تتعلق ببند خارج الميزانية وتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الموجودات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها"¹. وقد عرف بنك التسويات الدولية التابع لصندوق النقد الدولي المشتقات المالية بأنها: "عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تتطلب استثمار لأصل المال في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال

¹ هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، ط1، عمان الأردن، 2008، ص 57.

لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري"¹.

وتتمثل أهم خصائص المشتقات المالية في كونها²:

- ✓ عقود تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي؛
- ✓ لا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغ صغير مقارنة بقيمة العقود؛
- ✓ تعتمد قيمة المكاسب أو الخسائر على الأصل المعني موضوع العقد (أي تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل العقد).

ثانياً: أسواق عقود المشتقات

يتم تداول عقود المشتقات في أسواق تسمى أسواق المشتقات، التي تكون إما أسواقاً منظمة أو غير منظمة على غرار أسواق المال للأدوات البسيطة كما يلي³:

1. **السوق المنظمة:** وتعرف أيضاً بالسوق الاجل للبورصة، تتأسس على الأنظمة واللوائح والتشريعات التي تحكم تعاملاتها الصادرة عن الجهات الرسمية المختصة، بالشكل الذي يجعلها قادرة على تحقيق أهدافها في بيئة سوق المال، وتتسم بتوحيد شروط التعامل في عقود المشتقات كذلك المتعلقة بالتسليم والتسوية والحد الأقصى لعدد عقود المضاربة الذي يمكن أن يحوزه العميل الواحد بالنسبة لكل أصل، إضافة إلى أن السوق المنظمة تكون مجهزة بغرفة مقاصة تسمح بتنظيم سيولة

¹ بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، الملتنقى العلمي الدولي بعنوان: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، أيام 20 و 21 أكتوبر 2009، ص 4.

² طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة)، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص 7.

³ سحنون محمود ومحسن سميرة، مخاطر المشتقات المالية ومساهماتها في خلق الأزمات، بحث مقدم في الملتنقى العلمي الدولي بعنوان: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، أيام 20 و 21 أكتوبر 2009، ص 4.

العقود النمطية وتضمن تغطية مخاطر الطرفين، وتتحقق هذه التغطية من خلال هامش مبدئي يمثل نسبة من قيمة العقد تتراوح بين 3 إلى 5% تودع لدى غرفة المقاصة، للإشارة فإنه لا يتم التعامل في هذه السوق إلا من قبل متعاملين معتمدين تحكمهم قواعد التداول المحددة من قبل هذه البورصة.

2. **السوق غير المنظمة:** على عكس الأسواق المنظمة، السوق غير المنظمة تحكمها عمليات غير منظمة، وتعد أكثر العمليات تأثيراً على النظام المالي الدولي، بالنظر لكونها لا تخضع لأي رقابة، ولأي هامش ضمان ولا توجد جهة أو هيئة مسؤولة عن تنظيم أعمالها ولا تملك غرفة مقاصة، وتتداول أيضاً في مقصورتها العقود المستقبلية والعقود الآجلة ومنتجات أخرى أكثر تعقيداً كالخيارات والمبادلات.

العمليات في هذه السوق ليست نمطية، بل يتخذ قرارها بشكل مشترك بالاتفاق بين الطرفين المعنيين، بمعنى أنها مهيكلة حسب إرادة الطرفين المعنيين. ويعتبر ذلك إيجابياً بالنسبة للمتدخل الذي حددت العملية على مقاسه، في حين يعتبر ذلك سلبية عامة تتميز بها هذه الأسواق. يقتصر دور أعمال الوساطة في هذه الأسواق على التوفيق بين طرفي التعاقد في مقابل حصول الوسيط على عمولة دون أدنى مسؤولية عليه في حالة عدم التزام أحد طرفي العقد بينود التعاقد المتفق عليها، كما أن صفقات البيع والشراء لا تتم في مكان واحد مخصص لهذا الغرض، ما يجعلها أسواقاً غير مركزية¹.

¹ حسين العباس، أسواق المال السعودية: العقود المستقبلية والمشتقات وسوق الأوراق المالية، في الموقع الإلكتروني: http://www.aleqt.com/2009/08/22/article_265314.html

ثالثاً: المتدخلون في أسواق المشتقات

تتعدد الاطراف الداخلة في سوق المشتقات ولكن أهمهم¹:

1. المؤسسات: تدخل المؤسسات سوق المشتقات من أجل التغطية من المخاطر المرتبطة بنشاطها الانتاجي، وأيضاً من أجل الحصول على أرباح إضافية (حوالي 50% من أرباح المؤسسات ناتجة في الحقيقة عن المضاربة المالية)، في حين أن المنتجات المشتقة لا تظهر حتى في ميزانية هذه المؤسسات فهي عملية خارج الميزانية، وهو ما أدى إلى صعوبة تحديد دورها وأهميتها الحقيقية في نشاطات المؤسسة.

2. المضاربون: ويدخلون سوق المشتقات لتحسين وضعيتهم، وتوسيع مركزهم. يتم ذلك من خلال هامش مبدئي منخفض جداً، ثلاثة بالمائة في المتوسط من قيمة الأصل محل التعاقد ومحاولة تسجيل أرباح مهمة جداً، إذا ما تحققت توقعاتهم فيما يخص سعر ذلك الأصل.

3. مسيرو المحافظ: مثل صناديق الاستثمار، البنوك، صناديق المعاشات، هيئات التوظيف الجماعي... يدخل مسيرو المحافظ أسواق المشتقات من أجل البحث عن توسيع توظيفاتهم، فكلما كان للصندوق إمكانات أكبر، كلما نوع استثماراته في أسواق عديدة وذلك بعد تقييمه للوضعية العامة لهذه الأسواق، وعليه فإن الصندوق إذا اجتمع لديه رأس المال الضخم والقدرة على تقييم المخاطر سيكون لديه حظ كبير في الربح في النهاية.

رابعاً: أهمية المشتقات المالية

للمشتقات المالية أهمية كبيرة للمستثمر، حيث تكسب المعاملات المالية مرونة أكبر من خلال²:

¹ سخنون محمود ومحسن سميرة، مرجع سابق، ص 4.

² خالد محمد نصار، اليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية، رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، فلسطين، 2006، ص 131-133.

1. التغطية ضد المخاطر (التحوط): فعقود المشتقات المالية أداة جيدة للتغطية ضد المخاطر الرئيسية التي يتعرض لها المستثمرون والتي تشمل عادة ما يلي:

- ✓ مخاطر تقلب أسعار صرف العملات الأجنبية؛
- ✓ مخاطر تقلب أسعار الأوراق المالية؛
- ✓ مخاطر تقلب أسعار الفائدة؛
- ✓ مخاطر تقلب أسعار السلع.

وذلك عبر نقل هذه المخاطر إلى طرف آخر، دون الحاجة إلى شراء مسبق للأصل محل التعاقد.

2. أداة للتنبؤ بالسعر المتوقع في البورصة الحاضرة: تزود عقود المشتقات المالية المتعاملين بمعلومات عما سيكون عليه سعر الأصل الذي أبرم عليه العقد في البورصة الحاضرة في تاريخ التسليم، فهي أداة جيدة للتنبؤ بمستوى السعر.

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

4. إتاحة فرص استثمارية للمضاربين: يدخل للمضارب طرفاً في عقود المشتقات المالية بغرض تحقيق الربح، من خلال الاستفادة من ميزة المتاجرة بالهامش.

5. تيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد: يتميز التعامل في بورصات المشتقات المالية بانخفاض تكلفة المعاملات إلى مستوى يستحيل على البورصات الحاضرة أن تنافسها فيه، وهذا الانخفاض له أثره على سيولة البورصة؛ حيث تصبح أكثر كفاءة، مما يتيح فرصة أفضل لإبرام الصفقة

بسعر مقارب للسعر العادل.

6. سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية: نظراً لمرونة عقود المشتقات المالية وسيولتها الجيدة، فهذا يجعلها أكثر جاذبية في تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية.

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

خامساً: مخاطر المشتقات المالية

هناك مجموعة من المخاطر المحيطة بالتعامل بعقود المشتقات المالية والتي لا بد من أخذها بعين الاعتبار، وأهمها ما يلي¹:

- 1. مخاطر الائتمان:** هي المخاطر المتمثلة في الخسائر الناتجة عن نكوث أحد الأطراف عن الوفاء بالتزاماته الناشئة عن أحد عقود المشتقات المالية.
- 2. مخاطر السيولة:** هذه المخاطر تتحقق عند عدم تمكن البائع من الحصول على ثمن الأوراق المالية محل التعاقد في موعدها، مما قد يضطره إلى الاقتراض أو تسهيل بعض أصوله حتى يتمكن من مقابلة التزاماته اتجاه الغير، وكذلك يتعرض المشتري لذات المخاطر عند قيامه بالوفاء بثمن الأوراق المالية التي تعاقد على شرائها دون أن يتمكن من حيازة الأوراق المالية المتعاقد عليها في موعدها، في هذه الحالة أيضاً قد يضطر إلى اقتراض الأوراق المالية محل

¹ انظر: بزاز حليمة وهدى بن محمد، المشتقات المالية ومخاطرها، في الموقع الإلكتروني: <http://iefpedia.com/arab/?s=%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B4%D8%AA%D9%82%D8%A7%D8%AA>؛ خالد محمد نصار، مرجع سابق، ص 134، 133.

التعاقد أو الدخول في عقد جديد.

3. مخاطر الاحلال: هذه المخاطر لا تتعلق بإخفاق أحد الاطراف في الوفاء بالتزاماته خلال فترة التسوية، وإنما بعدم قدرته على الوفاء بهذا الالتزام مطلقاً، وهو الأمر الذي يضطر معه الطرف الآخر إلى الدخول في عقد جديد حتى يتمكن من الوفاء بالتزاماته اتجاه الغير، مع تحمله لخسائر جسيمة، والتي تتمثل في الفرق بين سعر التعاقد وسعر الأوراق المالية المتعاقد عليها في البورصة الحاضرة.

4. المخاطر التشغيلية: تنشأ المخاطر التشغيلية من خلال عمليات المقاصة والتسوية نتيجة عدم كفاءة نظم المعلومات أو الرقابة الداخلية، والإخفاق في إجراء هذه العمليات بكفاءة عالية، الأمر الذي يترتب عليه خسائر للمشاركين في البورصة لم يكن في وسع أحد التنبؤ بها نتيجة التأخير في التسوية أو الأخطاء أو الغش.

5. المخاطر القانونية: ترجع هذه المخاطر إلى كون هذه العقود ليست ملزمة قانونياً في حالة عقود الخيارات، وبمعنى آخر ليس لها قوة التنفيذ وتصبح عملية الالتزام أكثر صعوبة إذا كانت العقود دولية.

6. المخاطر السوقية: كل تغير في حركة الأسعار في البورصة الحاضرة يقترن بتغير مماثل في بورصات عقود المشتقات المالية باستثناء الفوارق الطفيفة في الأسعار الناتجة عن حساسية البورصة، وهذا يؤدي إلى إضعاف المركز المالي للشركة والناشئ عن مركزها في المشتقات.

تتباين المخاطر التي تتعرض لها مختلف أنواع المشتقات المالية، فمنها ما تنطوي على مخاطر أعلى وفي المقابل على عائد أكبر.

سادساً: الأنواع الرئيسية للمشتقات المالية

لم تقتصر الأنواع على الأشكال الرئيسية ولكنها تعدتها إلى أنواع أخرى عبارة عن خليط بين الأنواع الأساسية أو مزيج بين أكثر من نوع، غير

أنها لا تخرج عن المبادئ العامة للأنواع التالية:

1. عقود الاختيار

عقود تعطي لحاملها الحق (الاختيار وليس الالتزام) في شراء أو بيع أصل مالي محدد خلال فترة معينة، ونظرا لأن مشتري هذا الاختيار له الحق في تنفيذه من عدمه، فإنه يدفع لمن أعطاه هذا الحق 'محرر الاختيار' مكافأة غير قابلة للرد (تسمى ثمن الخيار أو علاوة) تدفع عند التعاقد ولا تعتبر جزءا من قيمة العقد. وفيما يلي أهم التصنيفات المختلفة للاختيارات.



المصدر: لحسن دردوري، دور الأدوات المالية الحديثة في الصناعة المصرفية وانعكاساتها على النظام المصرفي، ورقة مقدمة في الملتقى العلمي الدولي بعنوان: الازمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، يومي 20 و 21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس سطيف، ص 5.

التقسيم الأول: حسب تاريخ تنفيذ العقد

يمكن التمييز بين نوعين هما¹:

(أ) عقود الخيار الأمريكية: هو اتفاق يعطي لطرف ما الحق في بيع أو شراء عدد من الأسهم أو السندات وربما العملات من طرف آخر، بسعر منفق عليه مقدما، ويجوز للمشتري بموجبها تنفيذ العقد في أي وقت يشاء خلال سريان العقد.

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مركز الدلتا للطباعة، الإسكندرية، 2006، ص 58.

(ب) عقود الخيار الأوروبية: لا يختلف إلا في التنفيذ، وهي عبارة عن عقود لا يجوز للمشتري بموجبها تنفيذ العقد إلا في يوم الاستحقاق (تاريخ انتهاء صلاحية العقد).

التقسيم الثاني: حسب نوع الصفقة

ويتعدد بين الخيار الذي يعطي الحق في الشراء والخيار الذي يعطي الحق في البيع¹:

(أ) خيار الشراء: وهو عبارة عن عقد بين طرفين، محرر العقد (البائع) ومشتري الخيار بموجب هذا العقد يمنح المحرر للمشتري الحق في الاختيار بين أن يشتري عدد معين من أصل معين أو لا يشتري. في هذه الحالة يعتمد المستثمر الذي يتوقع ارتفاع القيمة السوقية لورقة مالية ما يرغب في شرائها مستقبلاً، إلى امتلاك خيار يعطيه الحق في شراء تلك الورقة في التاريخ الذي يرغب فيه وبسعر متفق عليه مقدماً.

(ب) خيار البيع: يتيح هذا النوع فرصة للمستثمر لحماية نفسه من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لأوراق مالية يمتلكها؛ فهو عبارة عن عقد بين طرفين، محرر العقد (البائع) ومشتري الخيار بموجب هذا العقد يمنح المحرر للمشتري الحق في أن يبيع عدد معين من أصل معين أو لا يبيع.

(ج) الخيار المزدوج: وهو مزيج بين الخيارين السابقين.

¹ المرجع السابق، ص 59.

التقسيم الثالث: حسب ملكية الأوراق الماليةوهو صنفان¹:

(أ) عقد خيار مغطى: وهو عبارة عن عقد يكون فيه البائع مالكاً للسهم (الأصل) موضوع العقد.

(ب) عقد خيار غير المغطى: وفي هذا النوع من العقود لا يمتلك البائع موضوع العقد، وفي حال التنفيذ سوف يضطر إلى شراء السهم من السوق لتسليمه للمشتري تنفيذاً لمتطلبات العقد.

التقسيم الرابع: حسب الربحية

ووفقاً للتصنيف الأخير يوجد لدينا الخيار المربح والخيار غير المربح والخيار المتكافئ. ويمكن توضيح هذه الأنواع من خلال الجدول التالي:

البيان	عقود خيار الشراء	عقود خيار البيع
الخيار المربح In -The - Money	سعر السوق < سعر التنفيذ	سعر السوق > سعر التنفيذ
الخيار غير المربح Out- Of -The -Money	سعر السوق > سعر التنفيذ	سعر السوق < سعر التنفيذ
الخيار المتكافئ At-The -Money	سعر السوق = سعر التنفيذ	سعر السوق = سعر التنفيذ

المصدر: طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة)، الدار الجامعية، مصر، 2001 ص 46.

مثال توضيحي²:

نفترض أن أحد المستثمرين قام بشراء عدد من الأسهم بسعر 5000 دج؛ حيث تشير التوقعات إلى أنه قد تحدث تغيرات على مستوى سعر السهم بالارتفاع أو بالانخفاض، ووفقاً لنصوص الاتفاق ينبغي على المستثمر أن يدفع 200 دج كمكافأة (علاوة) للطرف الآخر.

إن أقصى خسارة يمكن أن يتحملها هذا المستثمر هي قيمة العلاوة

¹ طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 45.

² بالاعتماد على: لحسن دردوري، دور الأدوات المالية الحديثة في الصناعة المصرفية وانعكاساتها على النظام المصرفي، ورقة مقدمة في الملتقى العلمي الدولي بعنوان: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية، يومي 20 و 21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس سطيف، ص 5.

التي قام بتقديمها نظير شرائه لخيار الشراء أو البيع لهذه الأسهم، حيث يأمل مشتري خيار الشراء ارتفاع قيمة الأسهم بينما يأمل مشتري خيار البيع انخفاضها، ونفترض أن سعر السهم أصبح 4500 دج.

فيكون الربح أو الخسارة لصاحب خيار الشراء هو:

$$0-200 = 200 \text{ دج (لأن صاحب العقد له الخيار في عدم تنفيذه)}$$

ويكون الربح أو الخسارة لصاحب خيار البيع هو:

$$300 = 200 - 500 = \text{المكافأة (سعر التنفيذ - السعر السوقي) - المكافأة}$$

2. العقود الآجلة

العقد الاجل هو عقد يبرم بين طرفين مشتري وبائع للتعامل على أصل ما، على أساس سعر يتحدد عند التعاقد، على أن يكون التسليم في تاريخ لاحق، وغالبا ما يكون العقد بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملاتها من المنشآت، ولا يتم تداوله في البورصة عادة¹.

مثال²: دخل مستثمر في عقد أجل لشراء مليون أورو في 100 يوم بسعر صرف قدره 85,750 دج، إن هذا العقد سوف يلزم المشتري شراء مليون أورو نظير 85750000 دينار، فإذا ارتفع سعر الصرف الفوري إلى 85,800 مثلاً في نهاية 100 يوم سوف يكسب المستثمر 50000 دج، ويمكن تبين ذلك على النحو الآتي:

$$\text{النتيجة} = 85750000 - 85800000$$

3. العقود المستقبلية

هو اتفاق بين طرفين لتداول أصل معين بتاريخ مستقبلي محدد، يحدد هذا العقد: نوع الأصل المتداول، كمية الأصل التي يتم تداولها، التاريخ الذي يتم فيه التبادل بين الأصل والمبلغ (السعر الواجب دفعه للأصل).

¹ المرجع السابق، ص 12.

² بالاعتماد على طارق عيد العال حماد، ص 15.

للعقود المستقبلية تواريخ استحقاق موحدة، كما يتم تداولها بوحدات نقدية موحدة أو بمضاعفاتها، ويتعامل كلا الطرفين من خلال مؤسسة تقاص، ولكلاهما الحق في بيع حقه في الاستلام أو التسليم خلال فترة العقد، ويقدم كلا الطرفين هامش مبدئي لضمان التزاماتهم، وكذلك هامش صيانة والذي له حد معين من الهامش المبدئي لا يجب أن ينزل عنه، ولكل طرف يزيد هامشه عن الهامش المودع الحق في سحب الزيادة¹.

مثال: عقد بهامش مبدئي 4000 دج، هامش صيانة يبلغ 3000 دج، تم الدخول في العقد في 2 جانفي ويسعر 40000 دج ويتم إنجاءه في 17 جانفي ب 38540 دج، وهذا مع افتراض عدم سحب الهامش.

طريقة عمل الهامش في عقد مستقبلي

اليوم	سعر العمليات الأجلة بالدولار	المكسب (الخسارة) اليومية بالدولار	المكسب (الخسارة) التراكمية بالدولار	رصيد حساب الهامش بالدولار	طلب تغطية الهامش بالدولار
	40000			4000	
2 جانفي	39400	(600)	(600)	3400	
3 جانفي	39220	(180)	(780)	3220	
4 جانفي	39640	420	(360)	3640	
5 جانفي	39420	(220)	(580)	3420	
6 جانفي	39340	(80)	(660)	3340	
10 جانفي	39080	(260)	(920)	3080	
14 جانفي	38660	(420)	(1340)	2660	1340
15 جانفي	38720	60	(1280)	4060	
16 جانفي	38360	(360)	(1640)	3700	
17 جانفي	38540	180	(1640)	3880	

المصدر: لحسن دردوري، دور الأدوات المالية الحديثة في الصناعة المصرفية وانعكاساتها على النظام المصرفي، ورقة مقدمة في الملتقى العلمي الدولي بعنوان: الازمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، يومي 20 و 21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس سطيف، ص 7.

¹ لحسن دردوري، مرجع سابق، ص 6.

وفيما يلي جدول بأهم الاختلافات بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية.

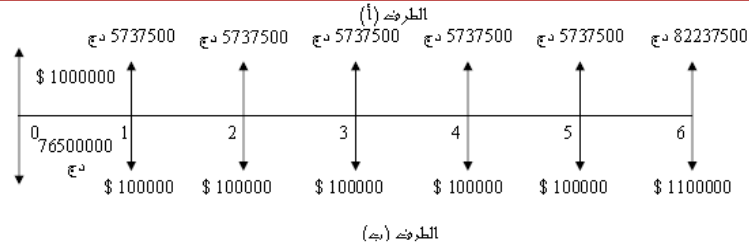
وجه المقارنة	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
نوع العقود	شخصية (عن طريق التفاوض)	نمطية وتتداول في سوق منظمة هي البورصة
السعر المحدد في العقد	يظل ثابتا خلال فترة العقد ويتم دفع المبلغ الاجمالي في نهاية المدة	يتغير أو يعدل بصفة مستمرة بحسب تغيرات سعر الأصل محل العقد
تسليم الأصل	يتم إنهاء العقد بالتسليم عادة	عادة لا يتم إنهاؤه بتسليم الأصل
تسوية المكاسب والخسائر	لا توجد متطلبات للهامش المبدئي نظرا لعدم مراقبة التحركات السوقية بصورة دورية	مع كل تغير في السعر يحقق أحد الطرفين مكسبا يضاف للهامش ويجوز سحبه، ويحقق الطرف الآخر خسارة يجب إيداعها مرة أخرى
ضمانات تنفيذ التزامات العقد	- نوابا أطراف العقد وملائتهم - عادة تبرم هذه العقود بين مؤسستين ماليتين أو مؤسسة مالية وأحد عملائها - لا يمكن تصفية العقد قبل استحقاقه الا لدى طرفيه وبموافقتهما	غرفة المقاصة أو التسوية هي الطرف الآخر من أي عقد مستقبلي، فكل مشتر في أي عقد تكون غرفة المقاصة هي البائع له والعكس
المزايا	مرونة في التفاوض على أي شروط مرغوبة من طرفي العقد سهولة الاستخدام	مخاطر ائتمان أقل من العقد الاجل أكثر سهولة فأى طرف يرغب في تصفية موقفه يستطيع ذلك
العيوب	- تعرض الاطراف إلى مخاطر الائتمان - أقل سيولة (صعوبة إحلال طرف ثالث محل أحد الطرفين)	لا يمكن تطويعها لتلبية رغبات أطراف العقد، كونها عقود نمطية ومحددة الشروط بواسطة البورصة

المصدر: بالاعتماد على طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (مفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة)، الدار الجامعية، 2001، ص 112، 113.

ب- عقود مبادلة أسعار الصرف: وهي عملية يتم خلالها تبادل عملات بمعدلات فائدة ثابتة أو متغيرة بين أطراف العقد، مع إرجاع المبالغ المدفوعة في النهاية (تبادل حقيقي).

مثال: كمثال لمبادلة عمليتين بمعدل ثابت مقابل معدل ثابت، نفترض أن سعر الصرف الفوري هو 76,5 دينار لكل دولار، وبفرض أن سعر الفائدة في الجزائر هو 7,5%، وفي الولايات المتحدة الأمريكية هو 10%، وأن الطرف (أ) يملك 76,5 مليون دينار يرغب بمبادلتها بالدولار ويوجد طرف (ب) يملك 1 مليون دولار ويرغب في مبادلته بالدينار، كما نفترض أيضا أن مدة العقد هي 6 سنوات، والشكل الموالي يوضح موقف الطرفين.

التدفقات النقدية لمبادلات أسعار الصرف



المصدر: طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (مفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة)، الدار الجامعية، 2001، ص 9.

أنواع أخرى للمشتقات

توجد أنواع أخرى من المشتقات تمثل تركيبا لنوعين أو أكثر من المشتقات الأساسية نذكر من بينها¹:

- الخيار المستقبلي **Future Option**: عقد يتضمن الحق في بيع

أو شراء عقد مستقبلي محدد بسعر محدد في تاريخ مستقبلي

محدد؛

¹ هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص ص 103-100.

- خيار العقد الاجل **Forward Option**: خيار شراء أو بيع عقد آجل بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد؛
- المبادلة الاختيارية **Swaption**: عبارة عن خيار للمشتري للدخول في مبادلة معينة بتاريخ محدد في المستقبل؛
- السقوف **Caps**: التزام تعاقدى بين طرفين هما المشتري والبائع، حيث يوافق بموجبه البائع مقابل علاوة لسقف معين، على إعادة أي مبالغ إلى المشتري والتي تفوق تكلفة الفائدة المنفق عليها بسعر محدد؛
- القواعد والأرضيات **Floors**: هي معكوس السقف؛ إذ أن بائع القاعدة يتسلم علاوة محددة مقابل موافقته على تعويض المشتري عن الفروقات بين أسعار الفائدة الفعلية وتلك المنفق عليها، إذا ما انخفضت أسعار الفائدة دون مستوى معين؛
- السقف والقاعدة **Collar**: هي مزيج بين السقوف والقواعد التي يتم من خلاله تحديد حدود عليا وحدود دنيا للخسائر الناشئة عن تقلبات أسعار الفوائد؛
- مشتقات رأس مال المخاطر **Derivatives Of Risk Capital**: يرتبط هذا النوع بشراء المنشآت؛ حيث يتم من خلاله الدخول في شراء شركة تعاني من التعثر أو خلل إداري أو عدم القدرة على التوافق مع متغيرات السوق، ووفقا لهذا النوع يستطيع مشتريها أن يدخل في مخاطرة مع الذي يتولى عمليات شراء الشركات، ليتحقق نوع من التحفيز على تحسين الاداء لتصبح الشركة ناجحة.

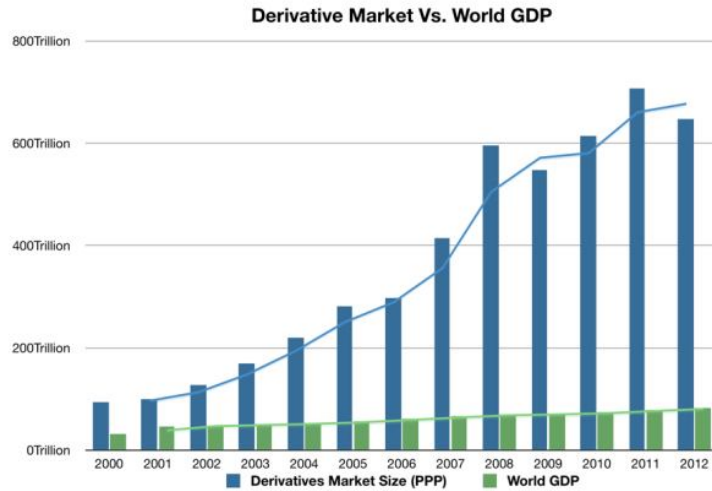
المحور الثاني: واقع المشتقات المالية في الأسواق العربية

لا زالت الدول العربية بعيدة كل البعد عن ما حققته الدول المتقدمة

في هذا المجال، غير أن عددا منها اتخذت التدابير اللازمة لخوض مثل هذه التجربة أي استخدام المشتقات المالية في سوقها المالي وعدد منها اتخذت خطة إستراتيجية معينة لولوج هذا المجال.

أولا: عالمية المشتقات المالية

تقدر القيمة الاجمالية لعقود المشتقات المالية عبر العالم ما يفوق 700 تريليون دولار، أو ما يزيد عن عشرة أضعاف الناتج المحلي الاجمالي في العالم، وذلك عام 2011، ووفقا لهذه التقديرات فإن نصيب كل فرد يعيش في العالم من السبعة مليار نسمة الذين يعيشون حاليا في العالم من إجمالي هذه المشتقات حوالي 100 الف دولار، وهو رقم ضخم جدا، ومصدر كامن لعدم الاستقرار المالي في العالم. وفيما يلي مخطط لتطور حجم المشتقات المالية مقارنة بالناتج المحلي الاجمالي.



المصدر: Stig Dragholm, New World Order – of darkness of the World Elite (part III), in site <http://t3.gstatic.com/images?q=tbn:ANd9GcSBasP5x7COazzhcI0BbppCeWcVLaK9NQLmfazwcXpcPc4qHme>

من الشكل السابق نلاحظ تأثير الأزمة المالية العالمية على حجم المشتقات المالية؛ حيث تراجعت خلال سنتي 2009 و2010 إلى ما دون 600 تريليون

دولار، غير أنها استرجعت ثقة المستثمرين بمرور الوقت وارتفعت لتفوق 700 تريليون دولار خلال سنة 2011.

ثانياً: خارطة الطريق لدول الخليج

يقترح تقرير "المركز" خطة العمل التالية لتقوم الجهات الرقابية في دول مجلس التعاون الخليجي بتطبيقها¹:

- ❖ إنشاء بورصة للمشتقات المالية: يمكن للمشتقات المالية المتداولة في البورصة أن تشكل أرضية متينة لتوسيع نطاق تداول هذه الأدوات بدلاً من اقتصره على العقود المتداولة خارج البورصة؛
- ❖ إعداد مسودة إطار رقابي: إن أسواق رأس المال الخليجية ليست أسواق ناشئة (من وجهة نظر القوة الاقتصادية) ولا أسواق متقدمة (من وجهة نظر هيكل مكونات السوق)، ومن ثم فإن الأمر يستدعي إنشاء لجنة مكونة من أعضاء على درجة عالية من الخبرة والمؤهلات وممن يعملون في مختلف المؤسسات المالية، لتقوم هذه اللجنة بتصميم إطار رقابي يحكم تداول المشتقات المالية؛
- ❖ طرح المشتقات المالية لمؤشرات الأسهم: مشتقات الأسهم هي أكثر أنواع المشتقات شيوعاً في مختلف أنحاء العالم، وخصوصاً العقود المالية المستقبلية لمؤشرات الأسهم، ويلبها في الانتشار خيارات مؤشر الأسهم ثم خيارات أسهم محددة.
- ❖ طرح خدمة البيع على المكشوف: إن بالإمكان تعزيز كفاءة السوق إلى حد كبير من خلال طرح خدمة البيع على المكشوف، حيث يمكن، وبنفس الطريقة التي تطبق فيها متطلبات الهامش على

¹ سوق المشتقات المالية في دول مجلس التعاون الخليجي تحويل سوق يركز على الشراء الى سوق للبيع على المكشوف، في الموقع الالكتروني: <http://www.ameinfo.com/ar-71610-more3>

عمليات الشراء، تطبيق قيود رقابية مشابهة لمنع سوء استخدام هذه الأداة الهامة؛

❖ طرح مؤشرات مشتقات الأسهم: مع وجود مشتقات أسهم مستندة إلى مؤشرات تتمتع بقدر جيد من الاستقرار، يصبح بالإمكان احتواء المخاطر التي تنطوي عليها مشتقات الأسهم المستندة إلى أسهم معينة.

إن أياً من الأسواق الخليجية، باستثناء سوق الكويت، لم يتخذ أيّاً من الخطوات المقترحة أعلاه، وحتى بالنسبة للكويت، فإن طرح المشتقات المالية على شكل خيارات شراء لم يتقيد بالآلية المنظمة التي تم شرحها أعلاه، حيث مازالت هناك ثغرات يجب معالجتها.

ثالثاً: السوق المالي الكويتي

يعرض السوق الاجل عقوداً لفترات تتراوح ما بين 3، 6، 9 و12 شهراً. ويعمل هذا السوق بعد إقفال جلسة التداول الفوري (أي ما بين الساعة 12:45 بعد الظهر و1:15 بعد الظهر)، وهو مناسب جداً لمناخ التداول في سوق الكويت للأوراق المالية؛ حيث يشتري معظم المضاربين عقوداً آجلة لتحقيق سيولة مالية، فإذا ما حققوا أرباحاً من مراكز التعامل هذه، قاموا ببيع الأسهم في السوق الفوري، ومن ثم يسددون رصيد الدفعة المتبقية من قيمة العقد قبل تاريخ استحقاق العقد.

واستناداً إلى البيانات التاريخية وإلى أجواء التداول في سوق الكويت للأوراق المالية، فإن نسبة تتراوح ما بين 75% - 85% من المستثمرين يقومون بمقابلة/ تسوية قيمة عقودهم قبل تاريخ استحقاقها في السوق الفوري. أما سوق العقود المالية المستقبلية (سوق المستقبلات) فهو يعمل بطريقة مشابهة تماماً لطريقة عمل السوق الاجل، فيما عدا أن سوق العقود المالية المستقبلية يعمل خلال فترة التداول الفورية (من الساعة 9:30 صباحاً

إلى **12:15** بعد الظهر). وعلى عكس سوق الخيارات الذي يوجد فيه صانع سوق واحد فقط (أي المركز)، فإن سوق العقود المالية المستقبلية والسوق الأجل يتمتعان بميزة وجود الكثير من اللاعبين¹.

مازال "المركز" الصانع الوحيد لسوق المشتقات في الكويت منذ عام **2005**، وهو ما يعكس اهتمام الشركة بأهمية وجود سوق مشتقات متطور، ويسعى "المركز" لتحقيق هذا الهدف من خلال توظيف المستوى الرفيع من المهارات والخبرات والموارد التي يمتلكها.

في **2011**، استكمل فريق المشتقات المالية مراحل التطوير والاختبار لبرنامج سيقوم بربط "نظام فرصة لتداول الخيارات" مع نظام التداول الجديد "ناسداك أو أم اكس" في سوق الكويت للأوراق المالية، وقد تقرر إدخال المعاملات بالمشتقات المالية بعد تطبيق البنية الاستراتيجية الجديدة التي تتبنى على تكنولوجيا اتصالات متطورة جداً، ليكون ذلك في نهاية هذا العام **(2014)**.

رابعاً: سوق الامارات المالي

ارتفع إجمالي عدد عقود مشتقات الأسهم التي تم تداولها خلال شهر فبراير **2010** بنسبة **29%** إلى **8120** عقداً، من **6290** عقداً سجلت في يناير **2010**، في حين تم تداول **386** عقداً خلال شهر فبراير **2009**، ووصل إجمالي عقود مشتقات الأسهم التي تم تداولها منذ إطلاق ناسداك دبي لسوق مشتقات الأسهم في نوفمبر **2008** إلى **139,422** عقداً.

يضم سوق المشتقات في بورصة ناسداك دبي عقوداً آجلة مدرجة على أسهم **21** شركة تعمل في دولة الامارات العربية المتحدة، وعلى مؤشر فوتسي ناسداك دبي الامارات **20**. وقد تم تصميم هذه المشتقات كأدوات

¹ المصدر نفسه.

تحوط واليات استثمار للمستثمرين من دول مجلس التعاون الخليجي والعالم¹.

خامسا: السوق المالي السعودي

أشار تقرير هيئة السوق المالية السعودية إلى أن الهيئة تجري دراسة لإدخال منتجات جديدة إلى سوق المال المحلية من بينها المشتقات المالية والبيع على المكشوف عقود الخيارات على أن تكون هذه الدراسة متأنية والتطبيق سيأخذ وقتا بناء على معطيات الدراسة.

وبشكل عام يجب أن تتوفر مجموعة من القواعد التنفيذية التنظيمية والفنية التي تحكم تعاملات هذه الأدوات في بيئة سوق الأوراق المالية، هذه القواعد يمكن تقسيمها في شكل أطر فرعية تتمثل في الاطار التنظيمي والإطار الفني، ويحكم الاطار التنظيمي مجموعة من اللوائح والضوابط والأنظمة والتشريعات التي تحكم الية استخدام هذه العقود والإشراف على تعاملاتها وتنفيذها من ناحية والرقابة على تداولاتها في السوق من ناحية أخرى. ويتمثل الاطار الفني في مجموعة من القواعد التي تتمثل في الجوانب اللازمة لتأهيل وتدريب المتعاملين من السماسرة والوسطاء العاملين في السوق على كيفية التعامل من خلال المشتقات المالية².

سادسا: السوق المالي المصري

جاء توقيع البورصة المصرية اتفاقاً مع بورصة نيويورك لإطلاق وتداول العقود المستقبلية، وعدد آخر من المشتقات المالية، ووفقاً لهذا الاتفاق تبدأ البورصة المصرية اتخاذ سلسلة من الترتيبات والإجراءات القانونية والتقنية، تمهيداً لتنفيذه مستقبلاً.

ويتضمن الاتفاق السماح، لأول مرة، بطرح منتجات مالية جديدة

¹ البيان الاقتصادي، 61% ارتفاع حجم تداول الأسهم في ناسداك دبي خلال فبراير، في الموقع الإلكتروني: <http://www.albayan.ae/economy/1265974950134-2010-03-15-1.229029>

² حسين العطاس، المشتقات المالية تدق أبواب سوق المال.. فلندرب الوسطاء، في الموقع الإلكتروني: http://www.aletq.com/2009/05/16/article_229005.html

مستندة إلى المؤشر الرئيسي للبورصة، وهو مؤشر "أيجي إكس 30"، وتشمل هذه المنتجات عدداً كبيراً من المشتقات وخيارات البيع والعقود المستقبلية، مما يعني توسيع السوق، ودخول مستثمرين جدد ممن يجيدون التعامل في هذه المشتقات.

وجاء اختيار هذا التوقيت لتوقيع الاتفاقية، من أجل تعزيز الثقة بالسوق المصرية، وقدرة الاقتصاد الكلي على التعافي مستقبلاً في حالة حدوث تقدم ملموس على صعيد الاستقرار السياسي والأمني بالبلاد، بهدف تعزيز جاذبية وتنافسية هذه البورصة، مقارنة بأسواق المال في منطقة الشرق الأوسط¹.

خاتمة:

البورصات التي تستخدم مثل هذه الأدوات المشتقة في أسواقها المالية تعتمد على فكر منظم لإدارة السوق ومتعاملين على درجة عالية من الحرفية، إضافة إلى توافر العدد الكافي من الخبرات الفنية المؤهلة تأهيلاً مناسباً والنظم الإلكترونية الحديثة وذلك لمواجهة التعقيد الشديد الذي ينطوي عليه التعامل في هذه الأدوات، خاصة أنها تتميز بسهولة الاستثمار فيها كونها لا تتطلب في تاريخ نشأتها أي استثمارات مبدئية وقد تتطلب في بعض الأحيان تكلفة استثمار مبدئية ضئيلة، وبالتبعية الحاجة إلى الكفاءة والمهارة العالية للتعامل مع مثل هذه الأدوات المالية شديدة التعقيد وعالية المخاطر في الوقت نفسه متى ما استخدمت بشكل خاطئ وفي غير الأغراض التي نشأت من أجلها أيضاً... وأخيراً فالمشكلة ليست في المشتقات المالية بقدر ما هي في سوء استخدامها وإدارة أدواتها.

لقد أن الاوان لتتجه الدول العربية والإسلامية إلى منحى جديد، يبتعد

¹ العربية، إجراءات جديدة بالبورصة المصرية للانفتاح على الأسواق المالية، في الموقع الإلكتروني: <http://www.alarabiya.net/articles/2013/02/03/264072.html>

كل البعد عن التقليد واستخدام المشتقات المالية الغربية، ويتجه نحو البحث عن أدوات مالية تخدم المستثمر العربي وتلبي احتياجاته بدراسة السوق وتحديد إستراتيجية معينة لتطوير الأسواق المالية العربية، قبل التعرض لأدوات الهندسة المالية، وهذا بهدف بناء بنية قوية وقاعدة متطورة تتضمن استخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصال والبرامج المتطورة في هذا المجال، واعتماد برامج التدريب والتعليم لهذا الجانب، دون إهمال الجوانب التشريعية التي تعد ضعيفة ومليئة بالثغرات القانونية، بهدف البحث عن نقاط القوة من الداخل، ومحاربة نقاط الضعف، خاصة وأن المشتقات المالية بقدر ما هي مكسب تعد خطرا كامنا، بالنظر إلى تضخمها مقارنة بالنتائج الحقيقي.

تعد الهندسة المالية الإسلامية كذلك مجالا مفتوحا ومشروعا قابلا للتطوير، ولا بد من خوضه من قبل الدول الإسلامية ليكون لها السبق في هذا الميدان قبل أن تخوضه وتفتتح به الدول الغربية، التي باتت تترصد بأهم المجالات الاقتصادية التي بث فيها الاسلام وتعرض للبدائل والحلول التي تضمن العدالة الاجتماعية والاقتصادية للمتعاملين الماليين.

قائمة المراجع:

- (1) بزاز حليلة وهدى بن محمد، **المشتقات المالية ومخاطرها**، في الموقع الإلكتروني:
<http://iefpedia.com/arab/?s=%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B4%D8%AA%D9%82%D8%A7%D8%AA>.
- (2) بن رجم محمد خميسي، **المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها**، الملتقى العلمي الدولي بعنوان: **الازمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية**، جامعة فرحات عباس سطيف، أيام 20 و 21 أكتوبر 2009.
- (3) **البيان الاقتصادي، 61% ارتفاع حجم تداول الأسهم في ناسداك دبي خلال فبراير**، في الموقع الإلكتروني:

<http://www.albayan.ae/economy/1265974950134-2010-03-15-1.229029>.

(4) حسين العطاس، أسواق المال السعودية: العقود المستقبلية والمشتقات وسوق الأوراق المالية، في الموقع الإلكتروني:

http://www.aleqt.com/2009/08/22/article_265314.html.

(5) حسين العطاس، المشتقات المالية تدق أبواب سوق المال.. فلندرب الوسطاء، في الموقع الإلكتروني:

http://www.aleqt.com/2009/05/16/article_229005.html.

(6) خالد محمد نصار، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية، رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، فلسطين، 2006.

(7) سحنون محمود ومحسن سميرة، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، بحث مقدم في الملتقى العلمي الدولي بعنوان: الازمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، أيام 20 و 21 أكتوبر 2009.

(8) سوق المشتقات المالية في دول مجلس التعاون الخليجي تحويل سوق يركز على الشراء إلى سوق للبيع على المكشوف، في الموقع الإلكتروني:

<http://www.ameinfo.com/ar-71610-more3>.

(9) العربية، إجراءات جديدة بالبورصة المصرية للانفتاح على الأسواق المالية، في الموقع الإلكتروني:

<http://www.alarabiya.net/articles/2013/02/03/264072.html>

(10) لحسن دردوري، دور الأدوات المالية الحديثة في الصناعة المصرفية وانعكاساتها على النظام المصرفي، ورقة مقدمة في الملتقى العلمي الدولي بعنوان: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، يومي 20 و 21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس سطيف.

(11) منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مركز الدلتا للطباعة، الاسكندرية، 2006.

(12) هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، ط1، عمان الاردن، 2008.

(13) طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم-إدارة المخاطر- المحاسبة)، الدار الجامعية، مصر، 2001.

Stig Dragholm, New World Order – of darkness of the World Elite (part III), in site page: <http://t3.gstatic.com/images?q=tbn:ANd9GcSBasP5x7COazzhcIOBbpcCeWCvLraK9NQLmfazwcXpcPc4qHme>

أثر الأسواق المشتقة على استقرار النظام المالي- أزمة الرهون العقارية الثانوية أنموذجاً -

أ. عبد الجبار سهيلة¹

أ. السلامي أسماء²

ملخص:

ظهرت عقود المشتقات المالية لتمثل أحد المحاور الأساسية التي ارتكزت عليها الهندسة المالية، خصوصاً فيما يتعلق بدرجة المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسات بتسهيل عملية نقلها وتوزيعها مما يساعد على توفير عنصر السيولة. كما أن التعامل بالمشتقات يخلق نوعاً من السلطة الاحتكارية فيما يتعلق بالمعلومات مما يخلق مشكلة عدم تناظر المعلومات والذي يؤثر على كفاءة السوق من خلال الاستجابة العكسية لأسعار الأصول على المعلومات الواردة في السوق مما يعطي صورة مخالفة للصورة الحقيقية للجهة المصدرة لهذه الأصول. ونتيجة للتوسع المالي في إصدارها بدأت بوادر الأزمة المالية تظهر والتي أدت إلى زعزعة الثقة في النظام المالي برمته وبالتالي التأثير على استقراره. وهذا ما سوف نحاول التعرض إليه من خلال هذه الورقة البحثية.

الكلمات المفتاحية: المشتقات المالية، الأسواق المشتقة، النظام المالي، الأزمة المالية العالمية

Résumé:

Les dérivés financiers sont apparus pour représenter l'un des principaux axes sur lesquelles l'ingénierie financière est basée , notamment en termes de protection contre les risques qui peuvent influencer et toucher les institutions pour faciliter le processus de transmission et de distribution, ce qui permet de fournir un élément de liquidité. Aussi, les opérations faites par

¹ أستاذة مساعدة (أ)، جامعة بشار

² أستاذة مساعدة (أ)، جامعة وهران

les dérivés financiers créent une sorte de pouvoir monopoliste par rapport à l'information qui crée le problème d'asymétrie d'information, ce qui influe l'efficacité du marché en répondant à l'inverse aux prix des actifs sur les informations contenues dans le marché qui donne l'image contraire à la véritable image de l'émetteur de ces actifs. À la suite de l'expansion de la délivrance financière de ces dérivées, il y'avait des signes de commencement d'une crise financière qui a conduit à la déstabilisation de la confiance dans le système financier dans son ensemble et donc l'impact sur la stabilité. C'est ce que nous allons essayer de l'évoquer à travers ce papier de recherche.

Les mots clés : les dérivées financières, les marchés dérivés, le système financier, la crise financière mondiale

مقدمة:

تحتل الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية الحديثة التي تعتمد على نشاط القطاعين العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف تمويل خطط التنمية الاقتصادية، فهي تتمتع بأهمية خاصة نظرا لما تزاوله من نشاط، وهي تعتبر انعكاسا للنظم والسياسات المالية والاقتصادية في أي دولة. ونظرا لصعوبة اتخاذ قرار الاستثمار وتأثيره على الوضعية المستقبلية للمستثمر وعلى الاقتصاد كله، تم ابتكار أدوات استثمارية جديدة غير الأدوات التقليدية السائدة يطلق عليها بمنتجات الهندسة المالية، حيث برز هذا المصطلح في منتصف عقد الثمانينيات كأحد الروافد المستحدثة لإدارة المالية، وذلك بغرض مواجهة الأنواع المختلفة من المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسات المصرفية والمالية أو المستثمر بصفة عامة، وقد بدأ مصطلح الهندسة المالية في الانتشار عندما شرع العديد من البنوك الكبرى في إنشاء إدارات متخصصة لإدارة المخاطر المختلفة، وذلك من خلال السعي إلى ابتكار أدوات تمويل وأنظمة وعمليات تساهم في الارتقاء بمستوى أداء المؤسسات وزيادة ربحيتها.

ومن هنا ظهرت عقود المشتقات المالية لتمثل أحد المحاور الأساسية التي

ارتكزت عليها الهندسة المالية، خصوصا فيما يتعلق بدرء المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسات بتسهيل عملية نقلها وتوزيعها مما يساعد على توفير عنصر السيولة. وقد ارتبط ظهور الأدوات المشتقة بظهور العولمة المالية وما صاحبها من تعاضم ظاهرة تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية، وقد لعبت هذه الأدوات دورا مهما في استقطاب العديد من المستثمرين وذلك لما توفره لهم من إمكانية تغيير مراكزهم المالية بسرعة في حالة حدوث تطورات أو توقعات جديدة. وبما أن هذه المشتقات مستقبلية فهي تعتمد على التنبؤات والاحتمالات وبذلك فإن النظام المالي لا يكون قويا الا بقدر ممارسته في مجال التنظيم والإدارة والسلامة المالية لمؤسساته، وكفاءة البنية الأساسية لأسواقه، والتي تتوقف على درجة تناظر المعلومات الواردة إلى السوق من خلال تبادل كافة المعلومات بين أطراف السوق وكذلك بمدى درجة استجابة أسعار الأصول المالية المتداولة على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين، التي يكون من شأنها أن تغير نظرتهم وتصرفاتهم اتجاه المؤسسة المصدرة للأصل المالي خصوصا وأن المعلومات ترد إلى السوق مستقلة عن بعضها البعض وفي أي وقت مما يؤدي إلى حركة عشوائية للأسعار. وعلى ضوء هذا العرض يمكن طرح الإشكالية التالية: ما أهم آثار الأسواق المشتقة على استقرار النظام المالي؟

وللإجابة على هذه الإشكالية ارتأينا طرح الاسئلة الفرعية التالية:

- ما المقصود بالأسواق المشتقة؟
- ما هي الأدوات المتداولة في الأسواق المشتقة وكيف يتم استعمالها؟
- ماذا يقصد بالنظام المالي، وكيف استطاعت المشتقات المالية أن تؤثر على استقراره؟

I. ماهية الأسواق المشتقة.**1.1. نشأة وتطور الأسواق المشتقة:**

تعود أصول أسواق العقود الآجلة إلى بداية القرن التاسع عشر، إذ جاء تنظيمها نتيجة للطلب والعرض على المحاصيل الزراعية وما يترتب على طبيعة هذه السلع من تقلبات حادة في الأسعار¹. حيث كانت العقود الآجلة في بادئ الأمر تتم بشراء وبيع البضاعة في يوم ما وتسليم البضاعة فيما بعد فمثلا كان بعض المتعاملين يقومون بشراء محصول الحبوب من المزارعين قبل النضج وذلك لتوقعهم بارتفاع أسعارها ما بين يوم الشراء ويوم التسليم وبيعه فيما بعد محققين من وراء ذلك أرباحا، ومتعاملين آخرين يقومون ببيع هذه الحبوب دون أن يمتلكوها توقعاً منهم بانخفاض سعر هذه الحبوب ما بين تاريخ الشراء وتاريخ التسليم.²

استعملت العقود الآجلة سنة 1840 في أسواق الحبوب بشيكاغو (الحبوب، الصوجا....)، وفي نيويورك (السكر، البن، الكاكاو...) لتتطور هذه المعاملات وتشمل المعادن (النحاس، الرصاص، الزنك...) وللمعاملات الآجلة وظيفتين وظيفية تجارية تتمثل في التسليم الفعلي للسلعة، ووظيفة مالية تتمثل في الحماية ضد مخاطر تقلبات الأسعار عن طريق التحديد المسبق لقيمة المعاملة، ويلاحظ على العقود الآجلة أنها تفتقر إلى النمطية وإلى شروط محددة تكون انطلاقاً من اتفاق طرفي العقد أي أن هذه العقود كانت بمثابة اتفاق بين تاجرين لتبادل شيء معين بالتقاء طرفي العقد دون وجود أي قواعد أو نظم. ولتجنب التعرض لمخاطر الائتمان والتمثلة في عجز أحد الاطراف على تنفيذ العقد قامت الأسواق المالية بخلق غرفة تقوم بدور

¹ ماهر كنج شكري ومروان عوض، المالية الدولية (العملات الأجنبية والمشتقات المالية)، نشر بدعم معهد الدراسات المصرفية، الطبعة الأولى، 2004، عمان - الأردن، ص 306 .

² - بولعيرج سهيلة، الأدوات المالية المشتقة وفوائد تطبيقها في الدول النامية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، دفعة 2004-2005، ص 40 .

الوساطة بين البائع والمشتري لتفادي التزام أحد الاطراف تدعى بيت التسوية.¹

أنشأت أول بورصة للتعامل بالعقود المستقبلية في سنة 1972 وهي IMM (International monetary market) وهي فرع لبورصة شيكاغو، وبعدها في لندن سوق LIFFE وكان هذا التحول من العقود الآجلة إلى العقود المستقبلية بفضل عاملين:

- 1- شمولية أدوات مالية مختلفة، وتداولها في أسواق منظمة، كما يتم تحديد كل من الكمية، النوع، السعر وتاريخ التسليم في كل عقد.
- 2- إنشاء ما يسمى غرفة المقاصة. هذا ما يسهل انتقالها من متعامل لآخر خاصة وأن أغلبية معاملات الشراء في الأسواق المستقبلية تتحول إلى معاملات بيع قبل تاريخ التسليم.

أصبحت العقود المستقبلية نمطية وذات شروط موحدة متفق عليها بين جميع المتعاملين بالسوق. ان التغييرات الكبيرة في معدلات الفائدة وأسعار الصرف أثار اهتمام الكثير من البورصات العالمية لتصبح هذه العقود في 16 ماي 1972 تشمل العملات²، وقد سعرت هذه العقود في البداية بالدولار الأمريكي، لتشمل بعدها عملات أخرى، أما معدلات الفائدة كانت محل العقود المستقبلية في نهاية سنة 1975 في بورصة شيكاغو ليفتح بذلك سوقين آخرين خاص بالعقود المستقبلية لسندات الخزينة الأمريكية والودائع³، ثم ظهرت بعدها عقود مستقبلية خاصة بالمؤشرات في بورصة kanasas city . bord of trade

ومن أجل تنويع وتوسيع مجموعة الأدوات المالية المتاحة للمتعاملين،

¹ - برودي نعيمة، الأسواق المشتقة ودورها في تغطية المخاطر المالية، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود-بنوك ومالية، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان، دفعة 2004-2005، ص 50.

² - بولعيرج سهيلة، مرجع سبق ذكره، ص 53.

³ - Michel Fluriet et Yves Simon, **Bourses et marché financier**, Economica, 2003, p 129.

قامت البورصات الأمريكية بخلق عقود الاختيار، ولكن بإصدار قانون من طرف الكونغرس الأمريكي تم منع تداول هذه العقود باعتبارها معقدة ومركبة وأن مجال استعمال العقود في القيم المنقولة مجال ضيق ومحدود. بعد المشاورات تم المصادقة على المشروع بشرط تداول هذه العقود في أسواق منظمة ما يضمن عملية مراقبتها ليتم بذلك إنشاء CBOT في 26 أبريل 1973، وتم فيها تداول أول معاملات على الخيار وفتحت أسواق عديدة في فرنسا 1987، أمستردام 1978. أما مجال العملات فأول الخيارات عليها كان ببورصة شيكاغو 1982، والخيارات الخاصة بمؤشرات البورصة كانت في مارس 1983.

تعد المبادلات النوع الآخر من المشتقات المالية، يكون موضوع عقودها خاص بالعملات وأسعار الفائدة والمؤشرات ويعود أصلها لعملية المقايضة أي مبادلة سلعة بسلعة أخرى. بدأ انتشار هذه الاداة نهاية 1970 لغاية 1980 بهدف توفير عامل التغطية للمتعاملين ضد معدلات الفائدة وأسعار الصرف، ويكون العقد ما بين متعاملين، ليلتزم أحدهما بدفع معدل فائدة ثابت والآخر معدل فائدة متغير أو أن يبادل عملة بعملة أخرى، لكن في سنة 1981 تم إبرام أول عقد مبادلة بين شركة IBM والبنك العالمي BIRD وعرفت نجاحا كبيرا وتطورا لتشمل مجالات مختلفة من الاستثمار¹.

2.1. مفهوم الأسواق المشتقة:

تمثل الأسواق المشتقة تلك الأسواق التي يتم فيها تداول الأصول المالية، فهذه الأسواق تسمح بتغطية المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون والمتعاملون في الأسواق المالية. هي أسواق يتم فيها تداول أصول مالية يطلق عليها باسم المشتقات، ويتمثل مبدأ هذه الأسواق كون أنها تركز على التفاوت

¹ - بولعيرج سهيلة، مرجع سبق ذكره، ص 54-55.

الزمني الموجود بين إبرام العقد وتنفيذه.¹

تتمثل الأسواق المشتقة في كل أشكال السوق التي تتداول فيها عقود تقوم على المستقبل، وتشتق من أدوات مالية مسجلة في واقع الأمر للتداول في السوق الحاضرة.²

وعليه فالأسواق المشتقة هي أسواق آجلة منظمة أو غير منظمة يتم فيها تداول العقود المشتقة للأصول المالية أو المادية، وقد تكون هذه العقود إما بائنة (قطعية) أو شرطية. نظرا للتغيرات في الأسعار ولضمان التبادل في أحسن الاحوال وجدت الأسواق المشتقة لتوفر للمنتجين فرصة بيع محاصيلهم قبل نضجها وتأمين مبالغها بينما يتحمل المستثمرون خطر التقلب محققين من وراء ذلك أرباحا أو خسائر حسب اتجاهات الأسعار وعليه يمكن القول بأن الأسواق المشتقة وظيفتين في نفس الوقت، وظيفة إدارة المخاطر المتعلقة بتقلبات الأسعار، ووظيفة تنظيم المعلومات الخاصة بالأسعار لتسهيل مهمة تنفيذ العقود.³

3.1. أنواع الأسواق المشتقة: تصنف الأسواق المشتقة إلى صنفين هما:

1. **الأسواق المنظمة:** وهي الأسواق التي تتضمن غرفة مقاصة تشرف على سير العمليات وتقوم بتنظيم التعامل داخل هذه الأسواق. فهذه الأسواق تحدد أسعار المنتجات سواء كانت سلعة أو قيم منقولة، وكذا المنتجات المعنوية مثل أسعار الفائدة ومؤشرات البورصة، فهذه الأسواق تعمل على:
 - ترميط شروط التداول مثل تعريف المنتجات، وحدات القياس، الكمية (حجم العقد) بالنسبة لكل صنف، عملة التداول، التاريخ المستقبلي (شهر التسليم).
 - مقابلة العروض والطلبات سواء عن طريق المناذاة، وذلك في مكان معين

¹ - برودي نعيمة، مرجع سبق ذكره، ص 42.

² - بوزارة هجيرة ومداني فتيحة، الأزمات المالية في الأسواق المالية الناشئة، مذكرة تخرج لنيل شهادة الليسانس في علوم التسيير، تخصص مالية، المركز الجامعي يحيى فارس المدية، دفعة 2007-2008، ص 13.

³ - بولعيرج سهيلة، مرجع سبق ذكره، ص 47.

وتاريخ محدد، أو أوتوماتيكيا (أليا).

- وجود هيئة تشرف على تنظيم التعامل ومراقبة سير العمليات.
- وجود غرفة مقاصة تتوب عن الشاري أو البائع إذا ما تخلف أحدهما عن تنفيذ التزامه، فالمتعاملون يلجأون إلى غرفة المقاصة نظرا لكونها تضمن السير الحسن للعملية، وفي المقابل فإن دخول غرفة المقاصة بين طرفي التعاقد يستوجب وجود نظام الهامش وكذا نداء الهامش.

2. أسواق غير منظمة: هي أسواق لا تتضمن غرفة مقاصة ولا نظام هامش لأن البائعين والمشتريين يتقابلون وجها لوجه، ويتفاوضون على الأسعار وكيفية التسليم. وتتمثل خصائص الأسواق غير المنظمة فيما يلي:

- يتم فيها تداول عقود غير منمطة، أي عقود على حسب رغبات أطراف التعاقد.

- لا وجود لتسعيرة رسمية: حيث أن تحديد الأسعار يكون في بداية التعاقد، فأي تغيرات لاحقة على أسعار الوسيلة التحتية لا تؤثر على الأسعار المتفق عليها، فعلى المتعاقدين الانتظار حتى تاريخ التنفيذ لمعرفة نتائج اختيارهم.

- وجود مكافأة أو علاوة يطلبها المتعاملون في هذه الأسواق.
- لا وجود لساعات محددة لفتح أو إغلاق هذه الأسواق فهي أسواق مفتوحة لمدة 24 ساعة على 24 ساعة.

- لا وجود لإيداعات ولا نداءات هامش.

- وجود مشكلة السيولة نظرا لكون أن تلك العقود شخصية.

- وجود خطر الائتمان (الطرف المقابل).

وفي الاخير يمكن القول أن الأسواق المشتقة هي أسواق آجلة منظمة أو غير منظمة والتي تتداول فيها العقود المشتقة للأصول المالية أو المادية.

4.1. المتدخلون في الأسواق المشتقة:

يتمثل المتدخلون في الأسواق الآجلة في:

أ. المتحوطون Hedgers: وهم المستثمرون الذين يلجأون إلى استعمال الأدوات المشتقة بهدف التغطية من المخاطر والتقليل منها لأنهم يمتلكون أصلا ما أو يتوقعون تملكه، وتكمن إستراتيجية المتحوطين المتخذين مركزا طويلا على أصل ما والمعرضون لمخاطر تغير قيمة ذلك الأصل في السعي لاتخاذ مركز قصير في سوق آجل وذلك بالتعاقد على بيع ذلك الأصل. فالمتحوطون هم المعرضون للمخاطر بسبب سلعة أو أصل مما يعني تعرضها لتغيرات سعرية، فهم يشترون أو يبيعون العقود الآجلة بهدف تجنب المخاطرة، ففئة المتحوطين تتعامل فعلا بالسلعة أو الأصل المالي المحرر في العقد. فاتخاذ مركز مضاد أو عكسي سيخفض أعباء التقلبات السعرية غير المتوقعة.¹

ب. المضاريون Speculators: وهم المستثمرون الذين لديهم توقعات مستقبلية بشأن توجهات الأسعار (تقلبات الأسعار السوق الحالي والتي ستحدث في المستقبل).² يتعامل المضاريون بالأسواق الآجلة إما بيعا أو شراء، ذلك في محاولة منهم تحقيق عوائد في مدة قصيرة، فهم مستعدون لتحمل المخاطر الخاصة المتعلقة بالتقلبات السعرية آملين في الحصول على عائد أكبر، فهم لا يتعاملون في السلع المادية أو الأصول المالية محل التعاقد، أي أنهم لا يتخذون مراكز مسبقة في السوق، لذلك لا يهم امتلاك تلك الأصول.

ت. المراجحون Arbitrageurs: وهم المستثمرون الذين يتخذون مركزا طويلا الآجل على أحد العقود، وأخذ مركزا قصيرا على عقد آخر، وذلك

¹ - طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2001، ص 162.

² - برودي نعيمة، مرجع سبق ذكره، ص 45.

بهدف التغطية لمراكزهم مما يؤدي إلى تقليل المخاطر التي يتعرضون لها. فمثلا إذا كان سعر العقد المستقبلي أعلى من المتوقع للأصل في السوق الحاضر يتوقع أن يقوم المستثمرون ببيع العقد ثم شرائه ثانية قبل تاريخ التسليم بغرض إقفال مراكزهم، وذلك بسعر أقل يتناسب مع السعر المتوقع للأصل في السوق الحاضرة، بما يتيح فرصة لتحقيق الأرباح والعكس لو أن سعر العقد المستقبلي كان أقل من السعر المتوقع في السوق الحاضرة.¹

II. الأدوات المشتقة

تعتبر الأدوات المشتقة من الأدوات العصرية الحديثة نشأت على ضوء التطور العلمي والتكنولوجي وما أفرزته الحاجة للسيولة ورفع الكفاءة للتقليل من المخاطر الأمر الذي جعل تلك الأدوات وسيلة للتحوط من التقلبات لاسيما وأن الأدوات في حقيقتها لا تنشئ تدفقات نقدية إلا بشكل بسيط.

1. II مفهوم المشتقات المالية:

- المشتقات المالية هي أدوات تشتق قيمتها من سعر أو معدل عقد مالي أو مؤشر ما ويمكن أن يكون هذا السعر سعر ورقة مالية محددة أو سعر صرف أجنبي، سعر سلعة أو معدل فائدة.²
- تعرف على أنها مجموعة الأدوات أو المنتجات المالية التي تقدم عن طريق عقد آجل سواء كان عقد شراء أو عقد بيع لكمية معينة من الأصول المالية في تاريخ محدد ويسعر محدد عند بداية الاتفاق.³
- المشتقات عبارة عن عقود تشتق قيمتها من قيمة الوسيلة التحتية*، تنتوع الأصول ما بين أصول

¹ - طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص 166.

² - طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر (أفراد، شركات، إدارات، بنوك)، الدار الجامعية الإبراهيمية، الإسكندرية، طبعة 2003، ص 478.

³ - برودي نعيمة، مرجع سبق ذكره، ص 44.

* - أي الأصول موضوع تلك العقود.

مالية وأصول مادية (أسهم، سندات، أسعار فائدة، مؤشرات، مواد أولية...)، وقد سميت هذه العقود بالمشتقات لأنها تستمد قيمتها أو تشتقها من قيمة مرجعية تكون في الحقيقة قيمة الاداة الاستثمارية (الأسهم، السندات...).

-يعرف صندوق النقد الدولي الأدوات المشتقة بأنها عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار لأصل المال في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد أو التدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري.

يمكن أن نميز عدة أنواع من المشتقات المالية وهي العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيارات وعقود المبادلات. ومن مميزات المشتقات المالية ما يلي:¹

- هي عبارة عن عقود.
- تنفيذها يكون في تاريخ مستقبلي.
- لا تعتمد على استثمارات مبدئية.
- تعتمد قيمتها (المكاسب أو الخسائر) على قيمة الأصل موضوع التعاقد.

وباعتبار أن المشتقات هي عقود فهذه العقود تتضمن:

- تحديد سعر معين للتنفيذ في المستقبل.
- تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر.
- تحديد الزمن الذي يسري فيه العقد.
- تحديد الشيء محل العقد والذي يكون إما مالياً أو مادياً.

¹ - طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص 07.

II. 2. أنواع المشتقات المالية:

(1) العقود الآجلة:

تعتبر العقود الآجلة من المشتقات البسيطة التي يتم من خلالها الاتفاق على بيع أو شراء أصل ما. وعادة ما تتم هذه العقود بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأخرى غير مالية وغالبا ما تتم هذه العقود خارج البورصات. كما هو اتفاق تعاقدي ما بين البائع والمشتري على تبادل أصل معين في تاريخ مستقبلي وبسعر وكمية محددة عند إبرام العقد. ففي تاريخ الاستحقاق إذا كان سعر الأصل محل العقد أعلى من السعر المحدد في العقد فإن المشتري سيحقق بذلك ربحا أما إذا كان العكس فسيحقق خسارة.¹ والعقود الآجلة هي عقود الأسواق غير الرسمية أي لا يجري التعامل في هذه العقود في السوق الرسمية.

❖ خصائص العقود الآجلة: تتميز العقود الآجلة بالميزات التالية:²

- العقود الآجلة تكون معيارية أي ليس لها معيار محدد تحدد على أساسه، فللبائع والمشتري حق التفاوض على شروط العقد، كما لهم الحق في إضافة شروط جديدة يرونها مناسبة لأي سلعة وهذا دليل على مرونة التعامل بين طرفي العقد (عقود غير نمطية).
- لا تتوفر درجة السيولة في العقود الآجلة، فإذا أراد البائع أو المشتري التخلي عن هذا الاتفاق فعليه أن يجد شخصا يحل محله ويقبل شراء العقد.
- إن التعامل بالعقود الآجلة يتعرض لمشكلة تتعلق بالمخاطر الائتمانية أو مخاطر العجز والتي تنشأ عن عدم وفاء أحد الأطراف بالتزامه فقد يعجز البائع عن تسليم الأصل محل العقد كما قد يعجز المشتري عن تدبير المبلغ

¹ - بودالي هجيرة، الاستثمار في السوق المالي، مذكرة ليسانس في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود - بنوك

ومالية، المركز الجامعي يحي فارس المدية، دفعة 2007-2008، ص 59.

² - منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف بالسكندرية، 1999، ص 680.

اللازم.

- يتحقق الربح أو الخسارة من العقد الاجل على أساس العلاقة بين السعر السوقي للأصل محل العقد وسعر التنفيذ المتفق عليه.
- إن قيمة العقد الاجل تتحقق فقط في تاريخ انتهاء العقد، فلا تدفع أية مبالغ في بداية العقد كما لا تدفع أيضا قبل تاريخ انتهاء العقد.

(2) **العقود المستقبلية:** تعد العقود المستقبلية من بين أهم المشتقات المالية التي يعود ظهورها إلى تطور العقود الآجلة التي أصبحت نمطية وذات شروط موحدة متفق عليها بين جميع المتعاملين بالسوق. ومن بينها:

أ. **العقود المستقبلية Futures Contrats:** هي عقود قانونية (أو رسمية) يجري تداولها في أسواق منظمة لتؤكد تعهدا بالتسليم إلى المشتري أو بالاستلام من البائع وذلك لكمية ونوعية تم الاتفاق عليهما من أصل استثماري معين في وقت ومكان محددين في المستقبل. وتجري كافة التقديرات حسب التوقعات السوقية وقت التسليم.¹ إن للعقود المستقبلية خصائص تميزها عن العقود الآجلة التي تتمثل فيما يلي:

- يتم تداول العقود المستقبلية في أسواق منظمة، فمن أكبر البورصات التي يتم تداول العقود المستقبلية فيها هي بورصة شيكاغو التي تتضمن مجموعة عريضة من السلع والأصول المالية المكونة لعقود مختلفة.
وقد تمثل السلع كل من: اللحوم، الماشية الحية، السكر، الصوف، النحاس، الالمنيوم، الذهب، القصدير... الخ، أما الأصول المالية فقد تمثل: المؤشرات، العملات، الأسهم، أدوات الخزانة... الخ.

- إن للعقود المستقبلية شروط نمطية تختلف من عقد لآخر تحدد البورصة، فقد لا يعرف طرفا العقد بعضهما البعض، وتقوم البورصة بتوفير

¹ - هوشيار معروف كوكا مولا، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2003، ص152.

الاية تعطي كل منهما ضمانا بأن العقد سينفذ وهذه الالية تعرف ببيت التسوية.

- يتطلب التعامل في العقود المستقبلية إيداع مبلغ يعرف بالهامش المبدئي كضمان لتنفيذ العقد.

- إضافة إلى مخاطر الائتمان والعجز تحمل العقود المستقبلية مخاطر السيولة ولكنها بدرجة أقل لأنها تتداول في أسواق منظمة، كما تنخفض فيها مخاطر الائتمان ذلك أنه إذا ما تعذر على أحد الطرفين الوفاء بالتزاماته فان البورصة تتولى عملية الوفاء.¹

- يتم نشر أسعار العقود المستقبلية في الصحف المالية، ففي الولايات المتحدة الأمريكية تختص جريدة

"ول ستريت" بذلك. وعليه يمكن وصف العقود المستقبلية بأنها "سلسلة العقود الآجلة كل يوم".

- بإمكان أحد أطراف العقد الخروج منه، أي أنه إذا رغب في تصفية مركزه في أي يوم يستطيع أن يدخل في مركز معاكس لمركزه الأصلي، فإذا دخل كشاري في العقد يستطيع أن يصفى مركزه كبائع في عقد مماثل والعكس صحيح.²

❖ نماذج من العقود المستقبلية: نتعرض إلى أنواع منها:

1. العقود المستقبلية على أسعار الفائدة: تعود فكرة العقود المستقبلية على أسعار الفائدة منذ أن بدأت أسعار الفائدة على الأوراق المالية تتقلب. ولتوضيح فكرة هذه العقود سوف نفترض أن مستثمرا ما يتوقع ارتفاع معدلات الفائدة فانه سيقوم ببيع عقد على سندات الخزينة فان تحققت

¹ - صالح الحناوي وجمال العبد وآخرون، الاستثمار في الأسهم والسندات، الدار الجامعية، 2002-2003، ص 304.

² - طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص 114-119.

توقعات المستثمر وارتفعت أسعار الفائدة فسيترتب عليه انخفاض في القيمة القياسية للعقد ليجد المستثمر في ذلك فرصة لإقفال مركزه بشراء عقد مماثل للعقد الذي سبق بيعه محققا بذلك أرباحا. أما إذا انخفضت معدلات الفائدة فإن القيمة القياسية للعقد سترتفع وبالتالي يحقق المستثمر خسارة¹.

2. العقود المستقبلية على العملات: يقصد بها تبادل عملة بعملة أجنبية كمبادلة الدولار مع الفرنك الفرنسي، ثم الفرنك الفرنسي مع الجنيه الاسترليني، قد تكون حصيلة الدولارات أكبر من عدد الدولارات التي بدأت بها سلسلة التبادل. عادة ما يتحدد سعر التبادل بالتفاوض بين العميل والبنك أو السمسار. يتم تداول العملات في أسواق مستقبلية وفق عقود نمطية ما عدى سعر التبادل الذي يخضع للتفاوض بين الطرفين، كما تجري تسوية سعرية يومية تسمح للمتعاملين بتغطية مركزهم من خلال الصفقات العكسية في الوقت الذي قد يتخلف أحد الطرفين على تسليم واستلام العملات المتعاقد عليها.

(3) عقود الاختيار:

تعد عقود الاختيار من بين الأدوات المالية المشتقة التي تسمح للمستثمر بالتغطية أو الحد من المخاطر التي يتعرض لها وخاصة المخاطر المرتبطة بتغيرات أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو التي يرغب في بيعها أو شرائها في المستقبل كما تسمح للمضاربين بتحقيق أرباح. ويعرف أيضا على أنه اتفاق بين طرفين والذي يعطي لحامله الحق في أن يبيع أو يشتري كمية معينة من الأوراق المالية أو غيرها من السلع بسعر محدد سلفا في تاريخ معي (أو خلال فترة محددة) وله الحق كذلك في أن ينفذ أو لا ينفذ عملية البيع أو

¹ - نفس المرجع أعلاه، ص 712.

الشراء.¹ فعقود الاختيار هي عقود غير ملزمة لحاملها بينما هي ملزمة لمن يصدرها فهي تعطي لحاملها حق خيار الممارسة إذا لم يرغب في ذلك، أي أن لديه الحرية في أن ينفذ هذا العقد إذا كان في مصلحته، أو لا ينفذه إذا كان العكس.²

❖ خصائص عقود الخيار: وتتمثل فيما يلي:³

- إن عقد الخيار غير ملزم لصاحبه وإنما يعطيه الحق في أن يختار بين تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها ونظير هذا الحق فإن الذي يشتري أو يبيع عقد الخيار يدفع نظير ممارسته لهذا الحق خلال مدة العقد ويسمى هذا الثمن بالعلو أو المكافأة أي ثمن الخيار.

- أن ثمن الخيار يدفع للجهة التي حددت عقد الخيار والتزمت بتنفيذه عندما يرغب صاحب الحق في ممارسته لهذا الحق وبذلك يعتبر هذا الثمن مقابل المخاطرة التي يتحملها الطرف الآخر عندما يمارس الطرف الأول هذا الحق مهما كانت الظروف السائدة في السوق، وبالتالي يمكن أن تؤثر على سعر الأصل محل العقد.

يلاحظ أن ثمن الخيار قابل للزيادة أو الانخفاض والذي يتوقف على: مدة العقد؛ نوع الأصل؛ ظروف السوق المالية.

حيث يزداد وينخفض خلال مدة العقد وتصبح قيمته تساوي صفر في نهاية العقد، ويدفع هذا الثمن عند الشراء أو البيع للعقد وليس له علاقة بثمن السلعة أو الأصل وبهذا نجد:

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

¹ - جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2002، ص 182.

² - نعيمة برودي، مرجع سبق ذكره، ص 84.

³ - عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص 440-442.

في حالة عدم ممارسة الحق فان صاحب الحق يخسر ثمن الخيار فقط.
- عقود الخيار محددة بفترة زمنية محددة عادة ثلاثة أشهر وفي حالة ثبات سعر الأصل فان قيمة الخيار تتناقص بمرور الزمن فتصبح صفرا في نهاية مدة العقد.

- عقد الخيار قابل للتداول فيحقق لصاحب عقد الخيار بيعه للغير بثمن يتوقف على العرض والطلب لعقود الخيار في الأسواق المالية للأصل محل العقد ويتوقف ثمن عقد الخيار على قيمة الأصل فتزداد القيمة بارتفاع قيمة الأصل وتنخفض القيمة بانخفاض قيمة الأصل (في حالة الشراء) والعكس في حالة البيع.

- تمتاز عقود الخيار بأنها معروفة الخسارة مسبقا فأقصى ما يخسره صاحب العقد هو الثمن الذي دفعه لممارسة حق الخيار بالكامل فقط إذا لم ينفذ العقد.
- يسمح عقد الخيار لصاحبه بإمكانية الدخول في صفقات ضخمة في المستقبل ولا يدفع من قيمتها إلا قيمة حق الخيار لتنفيذ تلك الصفقات في المستقبل.

- يمكن أن يحقق صاحب عقد الخيار مكاسب في حالتين: إذا ارتفعت قيمة عقد الخيار (ثمن حق الخيار في السوق) فانه يمكن بيعه والفرق بين سعر الحصول عليه وسعر البيع يمثل مكسبا له، أو إذا ارتفع سعر الأصل بالمقارنة بسعر الممارسة أو التنفيذ وكان الفرق يفوق ثمن الخيار في العقد.

4 عقود المبادلة:

تتضمن المنتجات المالية المشتقة أيضا عقود المبادلة، إذ تعد هذه الأخيرة من الأدوات المالية الباتة المتداولة في الأسواق غير المنظمة. حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية. هو اتفاق يتم بين طرفين لتبادل تسديدات في مدة يتفق عليها مسبقا ووفقا لشروط تكون برضا الطرفين. كما يمكن تعريف عقود المبادلة على أنها تشبه العقود لاحقة التنفيذ ومعنى ذلك أن تسوية

الأرباح والخسائر في عقود المبادلة لا يتم يوميا كما هو الحال في عقود المستقبل، بل يتم عند تنفيذ عملية المبادلة.

❖ خصائص عقد المبادلة: دفع المستثمرين وأصحاب المصالح

المرتبطة إلى الاهتمام بعقود المبادلات لتمييزها بالخصائص التالية:¹

- مقايضة بين طرفين مع إمكانية دخول طرف ثالث عند وجود مخاطر ائتمانية غير متعادلة مثل مصرف ما مقابل رسم قليل بغرض إجراء الترتيب والمتابعة.

- مقاصة حيث قد تشمل العوائد الاطراف الثلاثة معا.

III. انعكاسات الأسواق المشتقة فيما يتعلق بمشكلة عدم تناظر المعلومات

وكفاءة السوق

يجدر بنا قبل التطرق مشكلة عدم التناظر وكفاءة السوق المرور بمفهوم النظام المالي كما هو موضح في الاتي.

1. مفهوم النظام المالي:

- النظام المالي شبكة من المؤسسات المالية (مصارف تجارية وجمعيات بناء)، وأسواق المال التي تتعامل بعدة أنواع من السندات المالية (ودائع مصرفية وسندات خزينة وأسهم)، والتي تسهل تحويل النقود واقتراض الأموال واقتراضها.

- يتكون النظام المالي من جميع المؤسسات الاليات التي تجعل التمويل يحدث فيها، فالمؤسسات المالية تشمل البنوك وصناديق الاستثمار، وشركات التأمين وشركات في السوق. أما الاليات فتشمل الوساطة.

2. أهمية الاستقرار المالي:

يعتبر الاستقرار المالي ذو أهمية كبيرة على نطاق العالم بأسره، ولقد أدى التكامل المتزايد في الأسواق المالية عبر العالم والسهولة النسبية التي يستطيع

¹ - هوشيار معروف كوكامولا، مرجع سبق ذكره، ص 167.

بها رأس المال التحرك عبر الدول إلى زيادة درجة حساسية الأنظمة المالية
إزاء الصدمات الاقتصادية.

ويقصد باستقرار النظام المالي في بلد ما هو غياب الأزمات المالية أو
بالأحرى تقليص إمكانية ظهورها ، وتعتبر الثقة بكفاءة النظام المالي من
الامور الأساسية لاستمرار الاستقرار المالي ولتحقيقه لابد من توفر:

1. **الشفافية:** تعد الشفافية في النظام المالي أداة فاعلة في انضباط

صانعي السياسات والمشاركين في السوق المالي. فبالنسبة لصانعي
السياسة فإن الانضباط يستمد من رغبتهم الحقيقية في الحفاظ على
سمعة الجهاز المالي. أما بالنسبة للمشاركين في السوق فإن الشفافية
تضمن تحقيق الانضباط من خلال إزالة كافة التشوهات في الأسعار.

2. - **المصدقية:** من المهم جداً الحفاظ على مصداقية النظام ككل، إذ

يجب أن يتم طمأنة كافة الاطراف، في أي نظام مالي، بأن السلطات
ستفعل كل ما في وسعها لإبقاء احتمال حدوث أي أزمة بعيد جداً،
وأنها سوف تتصرف بكل كفاءة وفاعلية إذا ما وقعت أزمة مالية.

3. - **الاشراف والرقابة:** تعتبر الرقابة أمراً ضرورياً وهاماً جداً في تعزيز

قدرة السلطات على تجنب أي أزمة، فمراقبة أنشطة المؤسسات المالية
وأنشطة كبار المشاركين بصورة منتظمة تمكن السلطات الرقابية من
تحديد وتشخيص المشاكل في المؤسسات المالية التي تكون الأكثر

عرضة للوقوع في مشاكل تنظيمية¹.

III.2. مشكلة عدم تناظر المعلومات:

أصبحت مشكلة عدم تناظر المعلومات محل اهتمام متزايد، خاصة بعد
تطور اقتصاديات المعلومات واقتصاديات عدم التأكد منذ بداية الثمانينيات،

¹ - جاسم المناعي، مؤتمر الشفافية والإفصاح، المجلة الاقتصادية، العدد 374

http://www.iqutissadiya.com/archives_detail.asp?id=4113&issue=374&category=local.

حيث تعتبر البنوك أن النقص في إنتاج المعلومات وضعف الهيكلية المالية للمؤسسات عاملان أساسيان من شأنهما أن يخلا العلاقة بينهما.

1. مفهوم مشكلة عدم تناظر المعلومات:

تتطلب نظرية التوازن العام من كون السلع كلها متجانسة، والأسعار تتحدد وفقا للعرض والطلب. لكن هذا التحليل ليس صحيحا في كل الاحوال، ففي بعض الاحيان تكون نوعية أو جودة سلعة ما غير معلومة لأحد الطرفين. وقد أسهم GEORGE AKERLOF من خلال مقاله توضيح تأثير النوعية أو الجودة على السعر من خلال المثال الشهير حول السيارات المستعملة (le *marché de LEMONS)، حيث يفترض وجود 100 بائع و100 مشتر في السوق لبيع السيارات المستعملة، كما أنه افترض وجود 50 سيارة جيدة و50 سيارة رديئة، ووحدهم البائعون هم من يعلمون نوعية سياراتهم. يطلب أصحاب السيارات الرديئة سعر يتراوح بين 1000 و1200 دولار، بينما يطلب أصحاب السيارات الجيدة سعر يتراوح بين 2000 و2400 دولار.

إذا أمكن التفرقة بين نوعية السيارات فان الأمر لا يطرح مشكلة فيبيع كل من أصحاب النوعين سياراتهم بالسعر المحدد. لكن إن تعذرت التفرقة بين نوعية السيارات في هذه الحالة يقوم المشترون بتوقع قيمة كل سيارة ومادام احتمال كون السيارة الجيدة يساوي كونها رديئة، فان المشتريين مستعدون لدفع الثمن: $(1800 = 2400 \times 1/2 + 1200 \times 1/2)$. وفقا لهذا السعر فان أصحاب السيارات سوف يتوقفون عن بيع السيارات ويقصون من السوق، ليحصل المشترون على سيارات رديئة وبأسعار أعلى من الأسعار الحقيقية.

إن التشوه الذي أدى إلى هذه الوضعية هو ما يمكن أن نطلق عليه مشكلة عدم تناظر المعلومات، وهي الحالة التي يمتلك فيها أحد الطرفين لكل المعلومات المتعلقة بالصفقة على حساب الطرف الآخر، وبدون تكلفة مما

* يستعمل مصطلح LEMONS في اللغة الانجليزية للإشارة الى السيارات ذات النوعية الرديئة.

يؤدي إلى اتخاذ قرارات اقتصادية غير سليمة تبرز هذه المشكلة في ميدان اقتصاديات التأمين، الأسواق المالية (من خلال القيمة الاسمية والقيمة الحقيقية للأوراق المالية)، اقتصاديات البنوك (العلاقة ما بين المقرض والمقترض).

2. انعكاسات مشكلة عدم تناظر المعلومات:

ترتبط مشكلة عدم تناظر المعلومات ارتباطا وثيقا بمشكلة العقد والذي يعرفه BROUSSEAU على أنه: "اتفاق بين متعاملين اقتصاديين أو أكثر، يلزم امتلاك أو ترك فعل أو عدم فعل أمور يتفق عليها المتعاقدين". إلا أن التجسيد العملي للعقد على خلاف النص النظري يطرح عدة صعوبات عند دخوله حيز التنفيذ، ذلك أن نظرية التعاقد تركز على اقتسام طرفي الصفقة لنفس المعلومات، أي أن الحصول على المعلومة يكون متاحا للطرفين وبدون فارق، سواء في الزمن أو في التكلفة وهو ما لا يتحقق في أغلب الأحيان، بحيث يفرد أحد المتعاقدين بمعلومات لا تتوفر لدى الطرف الآخر. يرجع العديد من المفكرين الاقتصاديين, Modigliani Arrow Debreu et Miller, Diamond, Williamson إلى وجود مشكلة عدم تقابل المعلومات بين المتعاقدين التي تعتبر مصدر لظاهرتي الاختيار العكسي ومشكلة سوء النية.

❖ مشكلة الاختيار العكسي:

تبعاً لاستنتاج Akerlof حول سوق السيارات المستعملة فإن السلع الرديئة تلغي (تطرد) السلع الجيدة بسبب التكلفة المرتفعة التي يسببها امتلاك المعلومة، فإذا ما قمنا بإسقاط المثال على واقع التمويل البنكي للمؤسسات ومختلف القطاعات، فإن هذه الظاهرة تنشأ نتيجة لعرض البنك لنفس معدل الفائدة على مشاريع ذات درجات مخاطرة متفاوتة.

من المعلوم أن المؤسسات والقطاعات التي تكون في وضعية صعبة تكون أكثر استعدادا لقبول القروض مهما ارتفع معدل الفائدة، بعكس المؤسسات التي تكون أوضاعها جيدة فتكون استجابتها لقبول القروض عكسية مع معدل

الفائدة، وهذا ما يؤدي إلى النتيجة التالية: "بسبب مشكلة عدم تناظر المعلومات فان المؤسسات والقطاعات الأكثر إصراراً في الحصول على القروض هي الأكثر احتمالاً في إحداث نتائج غير مرضية للمقرضين بسبب ارتفاع درجة المخاطرة فيها، وفي نفس الوقت هي الأكثر احتمالاً للحصول على القروض".

❖ مشكلة سوء النية:

بخلاف مشكلة الاختيار العكسي التي يمكن أن تقع قبل القيام بالصفقة، فان مشكلة سوء النية لا تظهر إلا بعد التعاقد، بحيث يستعمل المقرض التمويل المحصل عليه في أنشطة ذات مخاطرة كبيرة مما يزيد من احتمال عدم الوفاء بالديون المترتبة عليه. يبقى السبب وراء تعرض المقرض أو المستثمر لمخاطر سوء النية هو عدم قدرته على المتابعة الدائمة لأنشطة المقرض أو الجهة المصدرة للورقة المالية. وعليه يمكن تلخيص مشكلة سوء النية في كونها مشكلة تتعلق بسلوك المقرض الذي لا يمكن للمقرض أن يتنبأ به.¹

3. III. الحركة العشوائية للأسعار وفعالية السوق:

يرجع اكتشاف الحركة العشوائية للأسعار في سنة 1900 إلى الباحث الفرنسي Louis Bachelier حيث خلصت متابعته للتغيرات المتتالية للأسعار في سوق السلع على أنها تفتقد وجود أي ترابط بينها، مما يؤكد عدم وجود نمط محدد لحركة الأسعار.

كما أضاف الباحث أن الأسعار الحالية للعقود المستقبلية في سوق السلع ، تعد تقديراً غير متحيز للسعر الذي سوف يسود في السوق الحاضر في التاريخ

¹ - مازري عبد الحفيظ، أثر عدم تناظر المعلومات على تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة وكالة بنك التنمية المحلية بشار، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع تحليل اقتصادي، المركز الجامعي بشار، دفعة 2006-2007، ص 98-102.

المحدد لتنفيذ العقد، وهذا ما يعني حسب مفهوم السوق الفعال أن الأسعار الحالية تعكس الظروف التي يتوقع أن تسود في التاريخ المحدد للتنفيذ، والتي على ضوءها تتحدد الأسعار في ذلك التاريخ.

وقد خلصت النتائج التي توصل إليها Bachelier أن التعاقد على صفقة بسعر معين في سوق العقود المستقبلية، فإن التقدير غير المتحيز للسعر الذي ستكون عليه السلعة محل الصفقة في تاريخ تنفيذ العقد، هو ذلك السعر الذي سبق أن أبرمت به الصفقة وبما أن الأساس الذي تقوم عليه فعالية السوق هو أن المستثمرين يهدفون إلى تعظيم أرباحهم، عن طريق تحليل المعلومات الواردة إلى السوق بأسرع ما يمكن، وذلك لأجل أن تكون الأسعار في النهاية تعكس كل المعلومات المتوفرة، وبما أن المعلومات قد تكون سارة أو غير سارة، وترد في أي وقت وفي نمط غير منظم، فإنه لا يمكن لأحد أن يتوقع اتجاه حركة الأسعار في السوق.¹

لقد أجمعت الدراسات التي قام بها كل من Kosekela (1976)، و Sharp (1990)، و Christian Picory (1995)، و Philip Gillet (1999) على أن التعامل في المشتقات المالية ضمن الأسواق المالية يطرح عدة مشاكل على مستوى إرسال وتلقي المعلومات فيما يتصل بالوقت والتكلفة مما ينعكس اليا على فعالية السوق، فكما عرفنا أن استقرار السوق المالي:

- يقتضي توفر المعلومات لكل المتعاملين الاقتصاديين وتحليلها والاستفادة منها في الوقت الحقيقي، غير أن هذه الدراسات أثبتت أنه في كل من الأسواق المالية والأسواق المشتقة تنفرد الجهات المصدرة

¹ - بن زاير مبارك، نظرية الأسواق الفعالة، دراسة قياسية لسعر الصرف، باستعمال طريقة التكامل المتزامن ، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير تخصص تحليل اقتصادي، المركز الجامعي بشار، دفعة 2006-2007، ص 93.

للأوراق المالية أو المشتقات المالية بنوع من السلطة الاحتكارية فيما يتعلق بالمعلومات مما ينجر عنه عدم كفاءة التعاملات في النهاية.

- يقتضي حياة كل المتعاملين الاقتصاديين للمعلومات المفيدة من دون أن تكلفهم هذه الحياة، لكن الواقع يثبت أن جزءا هاما الفروقات في معدلات الفائدة المطبقة في الأسواق يفسر بتكاليف الحصول على المعلومات.¹

لقد اكتشف النظام المالي المشتقات المالية بهدف زيادة حجم الاقراض. كما حددت اتفاقية بازل للرقابة على البنوك حدود التوسع في الاقراض للبنوك بالا تتجاوز نسبة من رأس مالها، فالبنك لا يستطيع أن يقرض أكثر من نسبة محددة لما يملكه من رأس مال واحتياطي. ورغم أن البنوك المركزية تراقب البنوك التجارية في ضرورة احترام هذه النسب، فإن ما يعرف باسم البنوك الاستثمار في الولايات المتحدة لا يخضع لرقابة البنك المركزي، ومن هنا توسعت بعض هذه البنوك في الاقراض ضعف حجم رؤوس أموالها لتحقيق مزيد من الارباح في الاجل القصير وبذلك تعريض النظام المالي للمخاطرة في الاجل الطويل وهو ما جسدهت أزمة 2008.

IV. المشتقات المالية وعلاقتها بالأزمة المالية العالمية (سنة 2008)

1. IV. مفهوم الازمة المالية:

- هي التداعيات الناجمة عن أزمة الرهون العقارية التي ظهرت على السطح في عام 2007 بسبب فشل ملايين المقترضين لشراء مساكن وعقارات في الولايات المتحدة في تسديد ديونهم للبنوك، فأدى ذلك إلى حدوث هزة قوية للاقتصاد الأميركي، ووصلت تبعاتها إلى اقتصاديات أوروبا وآسيا مطيحة في طريقها بعدد كبير من كبريات البنوك والمؤسسات المالية العالمية.²

¹ - Khiari Abdennabi, le risque des PME québécoises pour les banques : l'information d'abord, Etude empirique des principales causes des taux d'intérêt bancaires relativement élevés : http://www.irec.net/publication_325.pdf.

² - هشام أحمد، الأزمة المالية، تاريخ 2008/10/04

<http://www.aljazeera.net/NR/exeres/449B744D-9C08-48B3-8E3E->

-هي أزمة سوء إدارة مالية ناجمة من النزعة إلى توسيع رقعة الأسواق المالية. إذ لم يكن التوسع ضمن الضوابط المنطقية مع الأخذ بنظر الاعتبار الآثار المترتبة على انعكاسات قانون تناقص الغلة. الذي حصل هو التغافل والسعي وراء الأهداف قصيرة الامد والتمادي في تقديم القروض حتى للفئات ذات الخطورة في استرجاع قيمة القرض.¹

IV. 2. سوق الرهن العقاري وتطوره:

هي قروض تمكن المقرض سواء أكان فرداً أو مؤسسة من أن يقترض نقوداً ليشتري منزلاً أو أي عقار آخر، وتكون ملكيته لهذا العقار ضماناً للقرض، أي أنه عندما يعجز عن سداد القرض فإن من حق صاحب القرض اتخاذ الاجراءات الكفيلة لامتلاك هذا العقار، وبصورة أخرى فإن العقار يبقى مرهوناً حتى يتم سداد القرض، ولذلك يسمى المقرض المرتهن ويسمى المقرض الراهن.

أ. نشأة وتطور سوق الرهن العقاري:

كانت سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية قبل سنة 1938م تتألف من مؤسسات إيداع منظمة، مثل المصارف، ومؤسسات الادخار والقروض، حيث كانت تستخدم ودائعها في تمويل قروض شراء المنازل، وكانت هيئات الاقراض تنشئ القروض وتحتفظ بها ضمن محافظها، فهي بذلك تتحمل المخاطر الائتمانية ومخاطر تقلبات أسعار الفائدة في السوق. ولتوفير مزيد من السيولة لهذه الأسواق، قامت الحكومة في إطار سياسات البرنامج الجديد للرئيس روزفلت بإنشاء الهيئة الوطنية الاتحادية للرهن العقاري المعروف باسم فاني ماي سنة 1938م وكانت ملكاً للدولة، وتتمثل مهمتها في خلق سوق ثانوية للرهن العقاري، فكانت تشتري الرهونات العقارية من منشئها

¹ - كمال البصري، الأزمة المالية، بتاريخ: 2008/12/26

<http://www.alsabaah.com/paper.php?source:akbar & mlf=copy & sid=75014>

وتحتفظ بها في محفظة وكانت بذلك تستحوذ على مخاطر الائتمان ومخاطر السيولة، باعتبارها كانت تتمتع بوضع أفضل يسمح لها بالتعامل مع مختلف المخاطر، حيث كانت تستطيع الاقتراض على أجال طويلة، كما أنها كانت تمتلك قدرة السداد لاحتفاظها بمحفظة رهون عقارية متنوعة على المستوى الوطني، وقد أثبت "قاني ماي" نجاحها.

- في سنة 1968م تم إعادة تنظيم سوق الرهن العقاري من قبل إدارة الرئيس جونسون، لتنتج عنه الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري "جيني ماي"، وقد قامت بخصخصة ما تبقى من أنشطتها.
- وفي 1970 قامت "جيني ماي" بتطوير السندات المالية المضمونة برهون عقارية، والتي نقلت مخاطر السوق إلى المستثمرين، كما تم إنشاء الشركة الوطنية الاتحادية للرهن العقاري "فريدي ماك" لغرض توريق* الرهون التقليدية، وتوفير المنافسة لهيئة "قاني ماي". لقد أدت عملية التوريق إلى توزيع مخاطر السوق كما وفرت لمؤسسات الإيداع فئة أكثر سيولة. وقد حققت "فريدي ماك" و"قاني ماي" نجاحا هائلا إلا أنها اتهمت بأخطاء جسيمة في التقيد بالقواعد المحاسبية للمشتقات.
- في سنة 2003م كانت المؤسسات التي ترعاها الحكومة تمثل 76% من الاصدارات المضمونة برهون عقارية والمرهونة بأصول، أما إصدارات الفئة الخاصة من شركات وول ستريت كانت تمثل 24%.
- في سنة 2006 انخفضت إصدارات المؤسسات التي ترعاها الحكومة إلى 43% بينما ارتفعت إصدارات الفئة الخاصة إلى 57%، ومن بين

* التوريق: هو تجميع الرهون العقارية من طرف شركة، حيث تقوم الشركة بإصدار أسهما تمثل حقوقا على الرهونات العقارية. ويسمح التوريق للمؤسسات المنشئة للأوراق المالية الحصول على أيراد من الأتعاب على أنشطتها لضمان التغطية.

المصدرين للفئة الخاصة شركات منها: "ويلز فارجو"، "ليمان براذرز"، "جي بي مورجان"، "جولدمان ساكس" وبنك "أوف أمريكا".¹

ب. الخصائص الرئيسية لأسواق الرهن العقاري: تشير فيما يلي إلى بعض الخصائص الرئيسية لأسواق الرهن العقاري: - نسبة القرض إلى القيمة (أي نسبة القرض العقاري إلى قيمة المساكن) ومدة القرض المعتادة: فارتفاع نسبة القرض إلى القيمة يفسح المجال أمام المقترضين لافتراض المزيد بينما تسمح فترات السداد الأطول بالمحافظة على نسبة خدمة الدين (المقصود بخدمة الدين سداد القسط مضافا إليه الفائدة المستحقة) إلى الدخل في حدود يمكن استيعابها.

- إمكانية تكرار الافتراض بضمان قيمة المسكن والسداد المبكر للقرض بدون رسوم: إن إمكانية الافتراض بضمان القيمة المتراكمة للمساكن تسمح للمستهلكين بالاستفادة مباشرة من ثروتهم السكنية والحصول على المزيد من القروض عند ارتفاع أسعار المساكن، وتتسبب رسوم السداد المبكر في تقييد قدرة المستهلكين على إعادة تمويل قروضهم العقارية في حالة انخفاض أسعار الفائدة.

- إنشاء أسواق ثانوية للقروض العقارية: فكلما ازداد تطور أسواق القروض العقارية الثانوية سيجد المقرضون سهولة أكبر في الحصول على التمويل عبر أسواق رأس المال وتقديم القروض للمستهلكين، إذا ما تساوت الشروط الأخرى.

IV. 3. كيف حدثت الأزمة المالية العالمية:

تعتبر هذه الأزمة الأخطر كونها انطلقت من اقتصاد (و. م. أ) الذي يشكل قاطرة النمو في الاقتصاد العالمي، حيث يبلغ اقتصادها 14 تريليون دولار.

¹ - راندال دود، الرهونات العقارية الثانوية: مجسمات أزمة، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 44، العدد 4، ديسمبر 2007، ص ص 15-17.

ولدت الأزمة المالية نتيجة ما أطلق عليه أزمة الرهون العقارية الأقل جودة، فالعقارات في أمريكا هي أكبر مصدر للإقراض و الاقتراض، فحلم الملايين من المواطنين الأمريكيين امتلاك بيت.

1- يشتري المواطن بيته بالدين مقابل رهن هذا العقار، فيزيد الطلب على العقارات وترتفع قيمة العقار، فيحاول صاحبه الحصول على قرض جديد نتيجة ارتفاع سعره، وذلك مقابل رهن جديد من الدرجة الثانية، ومن هنا جاءت التسمية بأنها رهون أقل جودة لأنها من الدرجة الثانية، وبالتالي هي معرضة للمخاطر إذا انخفضت قيمة العقار.

2- قامت مؤسسات مالية وبنوك بإقراض أموال عقارية لأسر غير قادرة على التسديد دون ضمانات كافية، بمعدل فائدة معوم*، وقد شجعت هذه العملية من قبل الحكومة الأمريكية بمقتضى قانون 1977 الذي ينص على إمكانية حصول المؤسسات المالية على ضمانات لودائعها المالية من الدولة (الهيئة الفدرالية للتأمين على الودائع) إذا التزمت بالإقراض إلى أسر أمريكية ذوي الدخل المتواضع.

3- طلب من الاسر الأمريكية تسديد فوائد القرض خلال سنتين مع الاعفاء الضريبي، أما في السنة الثالثة فتسلم الفوائد وأصل الدين. علما أن الاسر المقترضة استفادت مقابل نسب فوائد عالية من قروض تصل إلى 110% من قيمة العقار.

4- خلال الفترة الممتدة من 2006 إلى 2007 بدأت أسعار الفائدة* في الارتفاع مما أدى إلى ارتفاع أعباء القروض العقارية وبالتالي تزايد التزامات محدودي الدخل، فامتنع الكثيرون عن السداد بعدما أرهقتهم الاقساط المتزايدة

* معدل فائدة متغير، حيث وصل الى 1% مما شجع الأمريكيين على الاقتراض.

* سعر الفائدة : هو السعر الذي يدفعه البنك المركزي على إيداعات البنوك لمدة ليلة واحدة أو أكثر، ويمثل هذا السعر مؤشر لأسعار الفائدة لدى البنوك التجارية على أن لا تقل عن سعر البنك المركزي، كما أنه يساعد البنك المركزي في التحكم في العرض النقدي.

وبدأت أسعار العقارات في الانخفاض فأصبحت البنوك تعاني من مشكلة السيولة.

5- في ظل هذه الظروف قام البنك الفيدرالي الأمريكي بخفض أسعار الفائدة ففي يناير 2008 خفض معدل فائدته الرئيسية إلى 5, 3% ثم خفضت بعدها إلى 2%.

6- لأجل توفير السيولة، قامت البنوك وشركات العقار ببيع ديون المواطنين في شكل سندات لمستثمرين عالميين بضمان العقارات، بعدما تجمع لدى البنك محفظة كبيرة من الرهونات العقارية. حيث لجأ البنك إلى استخدام هذه المحفظة لإصدار أوراق مالية جديدة يقترض بها من المؤسسات المالية، بضمان هذه المحفظة، وهو ما يطلق عليه بالتوريق Securitization، فالبنك هنا لم يكتف بالإقراض الأولي بضمان هذه العقارات، بل أصدر موجة ثانية من الأصول المالية بضمان هذه الرهون العقارية.

بعد تفاقم المشكلة لجأ المستثمرون لشركات التأمين التي وجدت من الازمة فرصة للربح بضمان العقارات فيما لو امتنع محدودو الدخل عن السداد فقامت بتصنيف سندات الديون إلى فئتين: (أ) قابلة للسداد، (ب) لا يمكنها السداد، وبدأت شركات التأمين تأخذ أقساط التأمين على السندات من طرف هؤلاء المستثمرين.

7- كان العقار الواحد يعطي مالكة الحق في الاقتراض من البنك، لكن البنك يعيد استخدام نفس العقار ضمن محفظة للإقراض من جديد من طرف المؤسسات المالية عبر البورصة خاصة صناديق الاستثمار. ثم تستمر العملية في موجة بعد موجة وهذه هي المشتقات المالية وبالتالي يولد العقار طبقات متتابعة من الاقراض ليصبح تركيز الاقراض في قطاع واحد "العقارات"، وتعتبر المشتقات ممن زاد تفاقم المخاطر بزيادة أحجام الاقراض.

8- بتفاقم الازمة وتوقف محدودي الدخل عن السداد، اضطرت الشركات

والبنوك ببيع العقارات محل النزاع والتي رفض ساكنوها الخروج منها، انخفض سعر العقار وفقا لقانون العرض والطلب فعجزت قيمة العقارات عن تغطية التزامات كل من البنوك وشركات العقار والتأمين ومع عجز البنوك على استرجاع أموالها وعلى بيع الاملاك العقارية أصبحت البنوك تعاني نقص في السيولة المالية وعدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها لتصبح مهددة بالإفلاس. فقدت السندات قيمتها وبدأت صناديق الاستثمار تتخلص منها بأي طريقة لانعدام المشتري.

طالب المستثمرون بحقوقهم عند شركات التأمين، فأعلنت أكبر شركة تأمين في العالم (AIG) عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاه 64 مليون عميل مما دفع بالحكومة الأمريكية إلى منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 79,9% من رأسمالها، ولحق بها الكثير من المؤسسات المالية مثل: "مورجان ستانلي" و"جولدمان ساكس"، وفي سبتمبر 2008 أعلن بنك "الاحوة ليمن" (Lehman Brothers) إفلاسه.

9- بعد اتساع رقعة البنوك التي تعاني نقص في السيولة اتجهت للاقتراض من بنوك عبر السوق النقدي إلا أن هذه الأخيرة رفضت مما ساهم في بروز الازمة في النشاط المالي.

IV. 4. أسباب الأزمة المالية العالمية:

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

1. أسباب مباشرة¹:

1- أن الأزمة المالية بدأت نتيجة توفر ما يعرف بالأموال الرخيصة (انخفاض سعر الفائدة حتى وصل إلى 1% في عام 2003م مما رفع الطلب على القروض وخاصة القروض العقارية، ومع سهولة وتيسير هذه القروض تزايد الطلب عليها مما أدى إلى رفع سعر العقار في الولايات المتحدة. هذه الفقاعة* في قطاع العقار الأمريكي أغرت البنوك الكبرى وصناديق الاستثمار على الدخول في سوق القروض العقارية الأمريكي، مما أدى إلى نشر مخاطرها على نطاق أوسع .

2- الرهون العقارية الأقل جودة subprime ، وهذا يأتي من أن المواطن الأمريكي يشتري عقاره بالدين من البنك مقابل رهن هذا العقار، حينما يرتفع ثمن العقار المرهون يحاول صاحب العقار، ونتيجة لسهولة الحصول على قرض، الحصول على قرض جديد، وذلك مقابل رهن جديد من الدرجة الثانية، ومن هنا تسمى الرهون الأقل جودة، لأنها رهونات من الدرجة الثانية، أي أنها أكثر خطورة في حال انخفاض ثمن العقار، وتوسعت البنوك في هذا النوع من القروض الأقل جودة مما رفع درجة المخاطرة في تحصيل تلك القروض.

3- الزيادة الهائلة في توريق الديون العقارية Securitization ، وهو ما قام به المهندسون الماليون في الولايات المتحدة حيث تم اختراع جديد اسمه

¹ - زايري بلقاسم، الأزمة المالية المعاصرة: الأسباب والدروس المستفادة، الملتقى الدولي الثالث حول إدارة المخاطر في المؤسسات الآفاق والتحديات، 25-26 نوفمبر 2005، جامعة الشلف، صص 7،9.
* الفقاعة هي بيع وشراء الأصول بحثاً عن الربح الرأسمالي، فهي تنشأ عندما تصب أموال على أصول أكثر مما تبرزه عوائدها كما يحدث في عملية المضاربة.

المشتقات المالية وهو اختراع يمكن من خلاله توليد موجات متتالية من الأصول بناء على أصل واحد، وأنه يمكن تحويل تلك القروض إلى أوراق مالية معقدة (توريق الديون) يمكن عن طريقها توليد موجات متتالية من الأصول المالية بناء على أصل واحد.

4- البنوك لم تكتف بالتوسع في القروض الأقل جودة بل استخدمت (المشتقات المالية) لتوليد مصادر جديدة للتمويل، وبالتالي للتوسع في الاقراض، وذلك عندما يتجمع لدى البنك محفظة كبيرة من الرهونات العقارية، فإنه يلجأ إلى استخدام هذه (المحفظة من الرهونات العقارية) لإصدار أوراق مالية جديدة يفترض بها من المؤسسات المالية الأخرى بضمن هذه المحفظة، وهو ما يطلق عليه التوريق.

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

6- ترابط الاقتصاديات: فقد كانت دورات الزيادة والهبوط في أسعار العقار مقصورة في السابق على الدول التي تمر بها من قبل، لكن الفقاعة الأخيرة في قطاع العقار الأمريكي أغرت البنوك الكبرى وصناديق الاستثمار من دول أخرى على الدخول في سوق القروض العقارية الأمريكي، ما أدى إلى نشر مخاطرها على نطاق أوسع .

وذلك ما جعل انهيار القطاع العقاري الأمريكي وأزمة القروض العقارية السيئة تنتشر حول العالم وتقود إلى انكماش ائتماني وصعوبة في الاقراض وركود في الاقتصاد تطلب تدخل البنوك المركزية، بضخ المليارات من السيولة النقدية في القطاع المصرفي، وذلك لشراء أصول فاسدة من البنوك.

وحيث إنه تم توزيع الاقتراض الأمريكي على العالم عبر محافظ سندات

الديون لدى البنوك الكبرى ومؤسسات التمويل.

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

الخاتمة:

كحوصلة لهذا العمل يمكن القول أن الأدوات المشتقة من الأدوات الاستثمارية الحديثة نشأت على ضوء التطور العلمي والتكنولوجي وما أفرزته الحاجة للسيولة ورفع الكفاءة للتقليل من المخاطر، الأمر الذي جعل تلك الأدوات وسيلة للتحوط من التقلبات لاسيما وأن هذه الأدوات في حقيقتها لا تنشئ تدفقات إلا بشكل بسيط ولذلك يعتبرها البعض عقود تشتق قيمتها السوقية من القيمة السوقية للأوراق المالية.

لقد اكتسبت المشتقات المالية في السنوات الأخيرة مكانة كبيرة في عالم الاستثمار حيث أصبحت جزءا أساسيا من تركيبة الاقتصاد، ومن الامثلة على هذه المشتقات: العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيارات وعقود المبادلات، والتي هي بمثابة اتفاق بين طرفين البائع والمشتري لتبادل سلعة معينة أو أصل مالي ما بسعر وتاريخ محددان عند إبرام العقد أما الاستلام والتسليم الفعلي للسلعة فيكون مستقبلا.

وقد تم تطوير الأسواق المشتقة تماشيا مع احتياجات كافة المتعاملين لتوفير عدد كبير من الأدوات المالية للحماية ضد المخاطر سواء على المدى القصير أو المدى الطويل، فلا يكون أساس التعامل في هذه الأسواق فقط للتغطية ضد مخاطر تقلبات الأسعار وإنما للمضاربة أيضا، وقد تصاحب عمليات

المضاربة عمليات التحوط أيضا فالمستثمر يقوم بتحديد التوقعات المحتملة لتغير الأسعار وعلى أساسها يتخذ المركز المناسب في السوق الاجل، فهو يستفيد بذلك من الرفع المالي والذي يتحقق باستخدام ما يعرف بأسلوب الهامش.

وبما أن الأسعار تعرف تقلبات بكل حرية، فلا توجد لهذه التغيرات أية حواجز تنظيمية أو اقتصادية ولهذا فالمؤسسة التي تريد التغطية ضد تقلبات الأسعار تتخذ مركزا معاكسا للمركز الذي اتخذته في السوق الحاضر. وعليه يمكن القول أن الأسواق المالية المشتقة قد عرفت تطورا ملحوظا، خاصة وأنها توفر عنصر السيولة والذي يعتبر أهم عنصر في الأسواق المالية بصفة عامة. فالسيولة في الأسواق المشتقة تعادل إمكانية وجود متعامل والذي يمثل الطرف الآخر، ليس هذا فقط وإنما أيضا قبول هذا الطرف احتلاله هذا المركز.

وكما أن للمشتقات المالية مزاياها، فإن لها عيوبها ومخاطرها، فهي أدوات ترتفع فيها مخاطر الاستثمار عن حالة عدم التأكد المحيطة بأسعارها كونها لا تتعامل مع الحاضر وإنما مع المستقبل، كما أن هذه المشتقات تعتمد اعتمادا أساسيا على معاملات وهمية ورقية شكلية تقوم على الاحتمالات، ولا يترتب عليها أي مبادلات فعلية للسلع والخدمات، كما أثبتت الدراسات التي قام بها مجموعة من العلماء الاقتصاديين أن التعامل بالمشتقات يخلق نوعا من السلطة الاحتكارية فيما يتعلق بالمعلومات مما يخلق مشكلة عدم تناظر المعلومات والذي يؤثر على كفاءة السوق من خلال الاستجابة العكسية لأسعار الأصول على المعلومات الواردة في السوق مما يعطي سورة مخالفة للصورة الحقيقية للجهة المصدرة لهذه الأصول. ونتيجة للتوسع المالي في إصدارها بدأت بوادر الازمة المالية تظهر والتي أدت إلى زعزعة الثقة في النظام المالي برمته وبالتالي التأثير على استقراره.

ومن خلال دراستنا للموضوع نتلخص أهم النتائج المتوصل إليها فيما

يلي:

- إن المشتقات المالية التي كانت من أبرز الأدوات التي تمحص عنها الفكر المالي، ووصفت بأنها علمية لم تكن أكثر من أدوات القمار.
- تم التوصل إلى أن المشتقات المالية تم تصميمها بغرض المضاربة أو المتاجرة في مخاطر السوق.
- أدى استعمال الأدوات المشتقة بشكل مفرط إلى قطع الصلة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني.
- نقص الشفافية أي أن المقترضين لا يملكون المعلومات الضرورية لفرض الانضباط على مالكي المصارف.
- يتم تداول القروض العقارية في الأسواق دون رقابة ودون ضوابط... صحيح أن تدير رؤوس الأموال يؤدي إلى خلق فرص تمويلية جديدة لكنه أيضا مخاطره كبيرة خاصة وأن جانبا كبيرا من هذه القروض العقارية أصبحت بلا ضمان.
- تدعم الازمة الحالية الفلسفة الاقتصادية التي تدعو إلى تدخل أكبر للدولة في عمل الأسواق المالية والنشاط الاقتصادي بشكل عام.
- أبرزت الازمة أن الرأسمالية الحالية:
- فوضوية: هيمنة قانون الربح والمصلحة الخاصة للرأسماليين.
- غير فعالة: نتيجة انتقال الازمة إلى الاقتصاد والذي أدى إلى انخفاض الاجور وارتفاع البطالة.
- يمكن القول أن أهم الآثار السلبية للعولمة المالية ولتبنى سياسات التحرير المالي، تلك الأزمات القوية التي يتعرض لها الجهاز المصرفي.

إن النظام المالي لا يكون قويا إلا بقدر ممارسته في مجال التنظيم والإدارة

- والسلامة المالية لمؤسساته، وكفاءة البنية الأساسية لأسواقه، كما أن إرساء دعائم حسن التنظيم وتطبيقها هو مسؤولية يشترك فيها المشرفون على السوق والمشاركون فيه على حد سواء، ولهذا ارتأينا تقديم بعض التوصيات كالآتي:
- يجب على المشاركين في السوق أن يرسلوا معلومات صحيحة حتى يكتسبوا الثقة المتبادلة بين المتعاملين في الأسواق.
 - وقد بينت دراسات حديثة أن اتجاهات معينة في الاقتصاد الكلي قد سبقت في كثير من الأحيان نشوب أزمات مالية للبنوك و المؤسسات المالية، لذلك فإن تقييم السلامة المالية يجب أن يشمل الصورة العريضة خاصة تعرض اقتصاد ما لمخاطر انعكاسات تدفق رأس المال نحو الخارج وبأزمات العملة.
 - عدم التوسع في التعامل بالمشتقات، والتخصص في العمل المصرفي الأدوات الأكثر فعالية لتجنب الأزمات أو الوقاية منها.
 - وكذلك منع المضاربات قصيرة الاجل من البيع على المكشوف والشراء بالهامش وعدم التعامل بالمشتقات والمستقبلات وإنشاء السوق المالية الإسلامية المشتركة وحماية عمليات غسل الأموال.

قائمة المراجع:

1. برودي نعيمة، الأسواق المشتقة ودورها في تغطية المخاطر المالية، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود- بنوك ومالية، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان، دفعة 2004-2005.
2. بن زاير مبارك، نظرية الأسواق الفعالة، دراسة قياسية لسعر الصرف، باستعمال طريقة التكامل المتزامن ، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير تخصص تحليل اقتصادي، المركز الجامعي بشار،

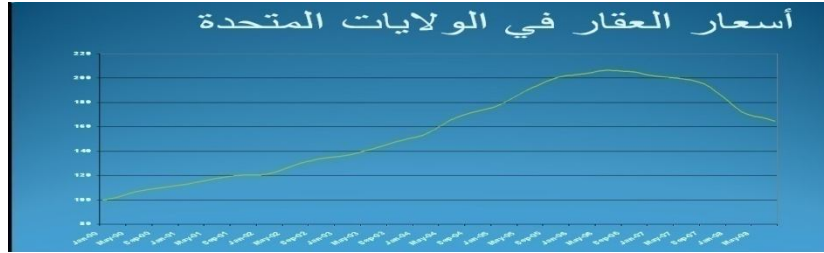
دفعة 2006-2007.

3. بولعيرج سهلية، الأدوات المالية المشتقة وفوائد تطبيقها في الدول النامية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، دفعة 2004-2005.
4. جاسم المناعي، مؤتمر الشفافية والإفصاح، المجلة الاقتصادية، العدد 374.
5. جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2002.
6. راندال دود، الرهونات العقارية الثانوية: مجسمات أزمة، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 44، العدد 4، ديسمبر 2007.
7. زايري بلقاسم، الأزمة المالية المعاصرة: الأسباب والدروس المستفادة، الملثقي الدولي الثالث حول إدارة المخاطر في المؤسسات الافاق والتحديات، 25-26 نوفمبر 2005، جامعة الشلف.
8. صالح الحناوي وجمال العبد وآخرون، الاستثمار في الأسهم والسندات، الدار الجامعية، 2002-2003.
9. طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر (أفراد، شركات، إدارات، بنوك)، الدار الجامعية الابراهيمية، الاسكندرية، طبعة 2003.
10. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2001.
11. عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية.
12. مازري عبد الحفيظ، أثر عدم تناظر المعلومات على تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة وكالة بنك التنمية

- المحلية بشار، مذكرة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع تحليل اقتصادي، المركز الجامعي بشار، دفعة 2006-2007.
13. ماهر كنج شكري ومروان عوض، **المالية الدولية (العملات الأجنبية والمشتقات المالية)**، نشر بدعم معهد الدراسات المصرفية، الطبعة الأولى، عمان، 2004.
14. منير إبراهيم هندي، **أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية**، منشأة المعارف بالسكندرية، 1999.
15. هوشيار معروف كوكا مولا، **الاستثمارات والأسواق المالية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2003.
16. -Khiari Abdennabi, **le risque des PME québécoises pour les banques :l'information d'abord, Etude empirique des principales causes des taux d'intérêt bancaires relativement élevés** :http://www.irec.net/publication_325.pdf.
17. - Michel Fluriet et Yves Simon, **Bourses et marché financier**, Economica, 2003.

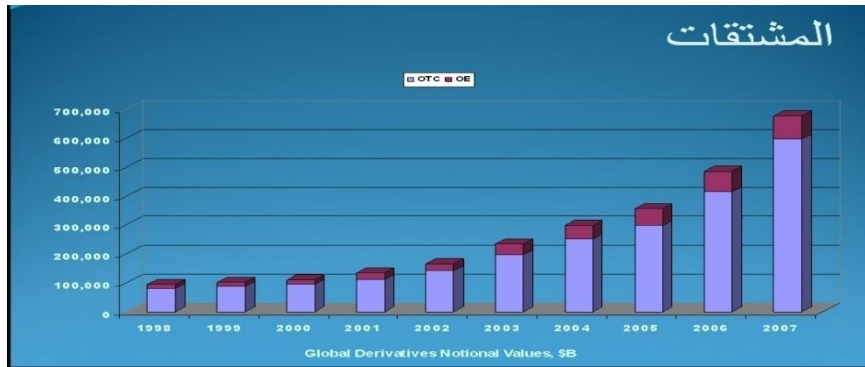
ملاحق البحث:

الشكل(1): تطور أسعار العقار في الولايات المتحدة الأمريكية



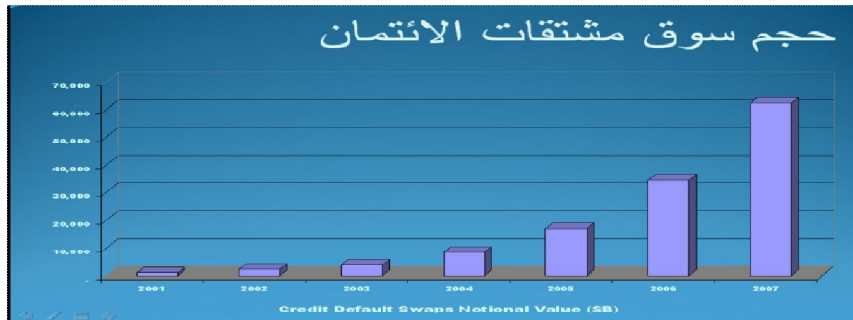
المصدر: سامي بن إبراهيم السويلم، الازمة المالية رؤية إسلامية، الملتقى الدولي الثالث حول إدارة المخاطر في المؤسسات الافاق والتحديات، جامعة شلف، 25-26 نوفمبر 2005.

الشكل(2): تطور المشتقات المالية



المصدر: سامي بن إبراهيم السويلم، مرجع سبق ذكره

الشكل(3): تطور سوق المشتقات



المصدر: سامي بن إبراهيم السويلم، مرجع سبق ذكره

دور الصكوك الإسلامية في تنمية ودعم قطاع الوقف الإسلامي

أ. بن عزة هشام¹د. يونس صبرينة²

ملخص:

ظهرت في الآونة الحديثة وانتشرت في العالم صيغة الصكوك الاستثمارية وحقت نجاحا كبيرا في تمويل المشروعات العامة و الخاصة كما طبقتها الحكومات في تمويل التنمية، حيث احتلت الصكوك مكانة هامة عند الدول والمؤسسات، وذلك لميزاتها وخصائصها في التحكم بالسيولة وإدارتها، فنشأت لذلك الكثير من أنواعها وتعددت أشكالها وصيغها وكل منها حمل فكرة تميزت بها عن غيرها.

من جهة أخرى لا يخفى على أحد قيمة الوقف و ثقله التنموي والاستثماري في المجتمعات الإسلامية، وذلك ان الاسلام قد أولى أهمية كبيرة للوقف من خلال تشجيع أصحاب الأموال، أو من خلال القواعد العملية الشرعية التي وضعها العلماء والمسلمون قديما وحديثا لتوجيه اليات إدارة الوقف، حيث قامت الأوقاف بتمويل العديد من الحاجات و الخدمات الأساسية و العامة للمجتمع مما يخفف العبء على ميزانيات الدول أيضا في نموذج رائع لإشراك تعاون الجهات الشعبية مع المؤسسات الرسمية في سبيل تحقيق أهداف التنمية.

فقد أحدثت الهندسة المالية المعاصرة علاقة وتأثيرا متبادلا بين الوقف والصكوك الاستثمارية من خلال إمكانية توظيف هذه الآلية الخيرية لحشد مزيد من الواقفين ومزيد من الأموال للأغراض الوقفية، ومن خلال هذه المداخلة نحاول معرفة مدى مساهمة الصكوك الإسلامية في تنمية ودعم قطاع الوقف الإسلامي وكيفية الاستفادة من التجارب الدولية لتطوير الأوقاف في الجزائر.

¹ طالب دكتوراه، جامعة تلمسان.² أستاذة محاضرة (ب)، جامعة محمد الشريف مساعدي، سوق أهراس.

الكلمات المفتاحية: الهندسة المالية، الصكوك الإسلامية، الوقف الإسلامي، مؤسسة الأوقاف، استثمار الوقف.

Résumé:

ces derniers temps la formule des sukuk investisseurs a vu le jour et s'est propagée ; elle a réalisé de grands succès dans le financement de projets publics et privés ; elle est aussi appliquée par les gouvernements dans le financement du développement , où les chèques ont occupé une place importante chez les états et les institutions , et cela pour ses avantages et caractéristiques dans la gestion et le contrôle la liquidité, donnant lieu à un si grand nombre de toutes sortes de formes et de formules , dont chacune porte une idée qui la caractérise des autres..

D'autre part tout le monde sait la valeur de Waqfs et son poids évolutif et investisseur dans les communautés musulmanes , de sorte que l'Islam a donné une grande importance à la cessation en encourageant les propriétaires de l'argent , ou à travers la légitimité des processus de règlement mis au point par les savants et les musulmans hier et aujourd'hui pour orienter les mécanismes de la gestion de Waqfs, où les dotations ont financé bon nombre des besoins et des services généraux de la communauté, facilitant ainsi la charge sur les budgets des Etats, et sont également un excellent modèle pour la coopération des parties populaires avec les institutions officielles afin d'atteindre les objectifs de développement.

L'ingénierie financière contemporaine a provoqué une relation et influence réciproque entre le Waqfs et les sukuk investisseurs à travers la possibilité d'utiliser ce mécanisme de bienfaisance afin de mobiliser plus de personnes et d'argent pour les fins de Waqfs, et à travers cette intervention nous essayons de savoir la mesure de la contribution des sukuk islamiques dans le développement et le soutien du secteur de Waqfs islamique et comment profiter des expériences internationales pour le développement des Wakfs en Algérie.

Mots-clés: Ingénierie financière, sukuk islamiques, Waqf islamique, l'institution des Wakfs, les investissements des Wakfs.

المقدمة:

تعتبر الصناعة المالية الإسلامية إحدى روافد الاقتصاد في العالم، سواء العالم العربي والإسلامي، وكذلك عموم دول العالم، وقد نهجت العديد من الدول على تقديم المنتجات المالية و المصرفية الإسلامية ومنها الصكوك كإحدى أدوات التمويل لأصولها الثابتة أو لتمويل رأس المال العامل فيها، وحتى توسعت في استخدامها كمصدر لتوفير السيولة النقدية، سواء لتسديد الذمم المالية للجهات المصدرة أو للبدء بنشاط جديد أو توسعة نشاط قديم.

ونتيجة لذلك تمكنت الصكوك الإسلامية من استقطاب المستثمرين من مختلف أنحاء العالم، بالإضافة إلى أن العديد من المستثمرين الأفراد يفضلون الصكوك انطلاقاً من اعتبارات أخلاقية في المقام الأول.

في الحقيقة إن إصدار الصكوك المبنية على أحكام الشريعة الإسلامية الغراء كان من أهم أهداف العمل المصرفي الإسلامي ومن أعظم الوسائل المرموقة لتنمية الاقتصاد الإسلامي في المجتمع، بشرط تراخ في ألياتها جميع المبادئ الأساسية التي تميز الاقتصاد الإسلامي من غيره، حيث كانت الفكرة الأساسية من وراء إصدار الصكوك أن يشارك حملة الصكوك في ربح المشاريع الكبيرة أو الدخل الناتج منها، ولو أصدرت الصكوك على هذا الأساس لأدت دوراً كبيراً في تنمية العمل المصرفي الإسلامي، وساهمت مساهمة كبيرة في الوصول إلى المقاصد النبيلة التي تهدف إليها الشريعة الإسلامية.

تنامت السوق العالمية للصكوك الإسلامية واتسعت بصورة كبيرة السنوات الأخيرة، فلم تعد حكرًا على دولة أو إقليم معين، بل ولم تعد حكرًا على الدول الإسلامية فحسب بل امتدت المنافسة لإصدار الصكوك في كل دول العالم، حيث لا تزال هذه الصناعة تتمركز في ماليزيا ودول الخليج إضافة إلى السودان، حيث تصدرت ماليزيا دول العالم في صناعة الصكوك الإسلامية فقد

صدر منها ما نسبته 62% من القيمة الاجمالية العالمية لإصدارات الصكوك حسب البلد بقيمة 260 مليار دولار، حيث حسب وكالة "ستاندرد آند بورز" في تقرير لها نمو سوق الصكوك لعام 2013 إلى أكثر من 100 مليار دولار متوقعة أن تقود السعودية والإمارات زيادة في إصدارات الصكوك خليجيا بنسبة 10% خلال 2014¹، ومن المتوقع أن يتوسع هذا الاهتمام والإقبال على الصكوك الإسلامية في بعض الدول التي شملها "الربيع العربي"

من جهة أخرى التاريخ حافل بالأوقاف التي حققت مصالح المسلمين والتي شيدت لدعم البر و الخير و التنمية، فقد قامت الأوقاف بتمويل العديد من الحاجات و الخدمات الأساسية و العامة للمجتمع، مما يخفف العبء على ميزانيات الدول أيضا في نموذج رائع لإشراك تعاون الجهات الشعبية مع المؤسسات الرسمية في سبيل تحقيق أهداف التنمية، فعلى الرغم من كثرة الاعيان الوقفية في العديد من البلدان على غرار الجزائر، إلا أن الإهمال والتهميش قد طالها بشكل أو بآخر، ومن ثم دعت الضرورة إلى إعادة النظر في كيفية تنمية واستثمار هذه الأوقاف، سيما مع وجود العديد من أساليب الاستثمار التي عرفت بالأساليب التقليدية أو الحديثة، ولعل من ابرز هذه الأساليب الصكوك الإسلامية لقدرتها على جمع الأموال والتي تستغل حصيلتها لإعمار أموال الوقف و استثمارها لتفعيل الوقف والقيام بدوره الجوهري في تحقيق التنمية المستدامة في المجتمع الإسلامي.

وعليه ضمن ما تقدم فان الإشكالية التي نعمل على معالجتها في هذه الورقة تتلخص في التساؤل الرئيسي التالي:

إلى أي مدى تساهم الصكوك الإسلامية في تنمية ودعم قطاع الوقف الإسلامي؟ وكيف يمكن الاستفادة من التجارب الرائدة لتطوير الأوقاف في

¹ - مقال الكتروني بعنوان: 'ستاندرد آند بورز': انتعاش إصدار الصكوك خليجيا، <http://www.alaan.cc/pagedetails.asp?nid=172112&cid=79>، منشور بتاريخ 2014/02/09.

الجزائر؟

ولمعالجة الإشكالية السابقة سوف نتطرق إلى المحاور التالية:

المحور الأول: الاطار المفاهيمي للصكوك الإسلامية

المحور الثاني: الوقف و المفاهيم المرتبطة به (مفهومه، أركانه، أنواعه).

المحور الثالث: تحديات واقع الوقف في العالم الإسلامي ومتطلبات تنميته.

المحور الرابع: تصكيك الموارد الوقفية وتجارب بعض الدول.

المحور الخامس: الصكوك الوقفية وتمويل المشاريع الوقفية في الجزائر

(مقترحات وتصورات)

المحور الأول: الاطار المفاهيمي للصكوك الإسلامية

1- مفهوم الصكوك الإسلامية:

*الصكوك في اللغة جمع صك، واصل الصك في اللغة العربية هو الدفع

فيقال: صكه صكا، أي دفعه بقوة و ضربه، ومنه قوله تعالى «... فصكت

وجهها...» (سورة الذاريات، الآية 29)، أي ضربت بيدها على وجهها.¹

وفي معجم الرائد الصك يعني وثيقة اعتراف بالمال المقبوض أو نحوه، وثيقة

تثبت حقا في ملك أو نحوه.²

*الصكوك اصطلاحا، إن المبدأ الذي تقوم عليه الصكوك الإسلامية

والقاعدة التي تركز عليها، وهو مبدأ التوريق أو التصكيك " securitization "

، والذي يقصد به عملية تحويل الأصول المالية غير السائلة إلى أوراق مالية

قابلة للتداول في أسواق الأوراق المالية، وهي أوراق تستند إلى ضمانات عينية

¹ - المصباح المنير الصادر مع الكاف، نقلاً عن: محمد علي القرني بن عيد، الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها

المعاصرة وتداولها، ورقة بحث مقدمة الى "الدورة 19 لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 1-5 جمادى الأولى 1430 الموافق ل 26-30 افريل 2009، ص1.

² - أشرف محمد دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، ط 1، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، مصر، 1430 هـ - 2009م، ص 13.

أو مالية.¹

عرفت هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك الإسلامية و التي أطلقت عليها اسم " صكوك الاستثمار " تمييزاً لها عن الأسهم و السندات التقليدية، بأنها " وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين، أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك و قفل باب الاكتتاب و بدء استخدامها فيما أصدرت من أجله".²

2- أهداف الصكوك الإسلامية: تتمثل الأهداف الأساسية لإصدار الصكوك الإسلامية فيما يلي:³

-المساهمة في جمع رأس مال تمويل إنشاء مشروع استثماري من خلال تعبئة موارده من المستثمرين، وذلك من خلال طرح صكوك وفق مختلف صيغ التمويل الإسلامية في أسواق المال لتكون حصيلة الاكتتاب فيها رأس مال المشروع.

-تسعى إلى الحصول على السيولة اللازمة لتوسيع قاعدة المشاريع و تطويرها، وهو الاجراء الذي يتم بموجبه تحويل الأصول المالية للحكومات و الشركات إلى وحدات تتمثل في الصكوك الإسلامية، ومن ثم عرضها في السوق لجذب المدخرات لتمويل المشاريع الاستثمارية طويلة الاجل.

3- خصائص الصكوك الإسلامية: يمكن تلخيص أهم هذه الخصائص فيما يلي:

-أنها وثائق تصدر باسم مالكيها بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكيها فيما تمثله من حقوق عن الأصول و المنافع الصادرة مقابلها.

¹ - أشرف محمد دوابه، نفس المرجع السابق، ص15.

² - المعايير الشرعية: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم (17)

صكوك الاستثمار، البحرين، 1431 هـ / 2010 م، ص 238.

³ - أشرف محمد دوابه، نفس المرجع السابق، ص 27.

-تمثل حصة شائعة في ملكية أصول أو منافع أو خدمات يتعين توفيرها، ولا تمثل ديناً على مصدرها لحاملي الصكوك.

-أنها تصدر بعقد شرعي بضوابط شرعية بين طرفيها والية إصدارها وتداولها والعائد عليها.

-يكون تداول الصكوك بناء على الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها.¹

-الصك الاستثماري الإسلامي يلزم صاحبه بتحمل مخاطر الاستثمار كاملة.

-المضارب أو الوكيل أو الشريك لا يتحمل الخسارة إلا في حالة ثبوت تقصيره أو تعديه وهو في نفس الوقت لا يضمن رأس المال لحامل الصك.²

4- أهمية الصكوك الإسلامية: ازدادت أهمية إصدار الصكوك الإسلامية نتيجة العديد من العوامل نذكر منها:

-تلبية احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية والتنمية بدلاً من الاعتماد على سندات الخزينة والدين العام.³

-تسهم الصكوك في جذب شريحة كبيرة من أصحاب رؤوس الأموال التي ترغب في التعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية وخاصة في الخارج.

-تتيح للشركات الحصول على تمويل مشروع يساعدها في التوسع في أنشطتها الاستثمارية.

-المساعدة في إدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي من خلال امتصاص فوائض السيولة وتوفير تمويل مستقر وحقيقي للدولة (استخدام الصكوك

¹ - صفية أحمد أبو بكر، **الصكوك الإسلامية**، بحث مقدم إلى: مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 ماي - 3 جوان 2009، ص ص 13، 14.

² - عيد الله بن محمد المطلق: **الصكوك، ندوة الصكوك الإسلامية (عرض وتقييم)**، جامعة الملك عبد العزيز، جدة- السعودية، 24-26 ماي 2010، ص 14.

³ -زيد الدماغ، **دور الصكوك الإسلامية في دعم قطاع الوقف الإسلامي**، المؤتمر العالمي "قوانين الأوقاف وإدارتها - وقائع وتطلعات"، الجامعة الإسلامية العالمية، ماليزيا، 20-22 أكتوبر 2009، ص 4.

الإسلامية من قبل البنوك المركزية كأداة من أدوات السياسة النقدية) وفقا للمنظور الإسلامي.

-المساعدة في تطوير سوق المال من خلال طرح أوراق مالية قابلة للتداول.¹
5-أنواع الصكوك الإسلامية: تصنف الصكوك الإسلامية باختلاف اليات إصدارها التي تتم وفق صيغ التمويل الإسلامية لذلك يمكن تصنيف تلك الصكوك على النحو التالي:

*صكوك الإجارة: هي عبارة عن أوراق مالية ذات قيمة متساوية قابلة للتداول تمثل ملكية أعيان مؤجرة أو منافع أو خدمات وتتخذ من أحكام الفقه الإسلامي مرجعا رئيسيا لها.²

*صكوك المضاربة: هي عبارة عن أوراق مالية قابلة للتداول تعرض على أساس قيام الشركة المصدرة بإدارة العمل وفقا لصيغة المضاربة، ويمثل فيها الملاك أصحاب رؤوس المال بينما المستثمر يمثل عامل المضاربة، وتتوافر فيها شروط عقد المضاربة ومعلومية رأس المال ونسبة الربح.³
 *صكوك المشاركة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط ويصبح المشروع ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم.

-صكوك السلم: تسمح هذه الصيغة بان يشتري المصرف من العميل بثمن حال سلعة موصوفة في الذمة مؤجلة التسليم، إلى موعد محدد وله استخدامات

¹ - عادل عيد: الصكوك الإسلامية، وثيقة رقم: 2012/8608 جمعية النهوض بالأزهر وتطويره، مصر، 2012، ص 13.

² - محمد مبارك البصمان، صكوك الإجارة الإسلامية (دراسة قانونية مقارنة بالشريعة الإسلامية)، ط 1، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2011، ص ص: 21.22.

³ - شوقي جباري، فريد خميلي، دور الهندسة المالية في علاج الأزمة المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان-الأردن، 1.2 ديسمبر 2010، ص 15.

مختلفة في التمويل.¹

* صكوك المزارعة: هي وثائق متساوية القيمة تصدر بغرض تمويل مشروع زراعي و يصبح لحاملها حصة في المحصول الناتج.

* صكوك المساقاة: وهي التي يكون الغرض من إصدارها سقي الأشجار المثمرة و رعايتها وبتحصل أصحابها على حصة من الثمار.

* صكوك المغارسة: وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس الأشجار، و يصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس.

* صكوك الاستصناع: وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة و يصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك.

* صكوك المرابحة: وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة و تصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك.

المحور الثاني: الوقف والمفاهيم المرتبطة به (مفهومه، أركانه، أنواعه).

يعتبر الوقف من أهم الموارد المالية في الدولة الإسلامية حيث تحكمه مجموعة الخصائص والميزات التي تجعله يتميز عن باقي الأعمال الخيرية باعتباره من المنديات الشرعية التي يبتغي بها صاحبها وجه الله و دوام الاجر له من بعد موته وله شروط وأركان وحدود و ضوابط يجب الالتزام بها شرعا.

1- مفهوم الوقف:

الوقف في اللغة هو المنع أي الحبس مطلقا سواء كان ماديا أو معنويا، ويسمى التسبيل أو التحبيس وهو الحبس عن التصرف.

¹ - لحو بوخاري، وليد عايب، البيات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وأثر الأزمة المالية على سوق الصكوك الإسلامية، الملتقى الدولي الأول حول: - الاقتصاد الإسلامي، الواقع.. ورهانات المستقبل، جامعة غرداية 23 ، 24 فيفري 2011 ، ص ص 6 ، 7.

وفي الاصطلاح الفقهي فقد قدمت تعريفات كثيرة للوقف متفاوتة، فهو تحبب الأصل وتسبيل منفعته إلى الجهات الموقوف عليها.¹ وقد عرفه ابو زهرة: «الوقف هو منع التصرف في رقبة العين التي يمكن الانتفاع بها مع بقاء عينها وجعل المنفعة لجهة من جهات الخبر ابتداء وانتهاء»²، فالوقف هو «حبس مال يمكن الانتفاع به مع بقاء عينه على مصرف مباح»³، أي بقطع تصرف الواقف وغيره في رقبته⁴، يصرف في جهة خير تقرب إلى الله.

حيث عرفه ابن قدامة الحنبلي على انه «تحبب الأصل وتسبيل المنفعة»⁵، ومن التعاريف السالفة الذكر أنها اقتبست من قول النبي صلى الله عليه وسلم لعمر بن الخطاب رضي الله عنه: احبس أصلها وسبل ثمرتها. أما اقتصادياً، فهو تحويل جزء من الدخول و الثروات إلى موارد تكافلية دائمة، تخصص منافعها من سلع وخدمات وعوائد لتلبية احتياجات الجهات والفئات المتعددة المستفيدة، مما يساهم في زيادة القدرات الإنتاجية اللازمة لتكوين ونمو القطاع التكافلي الخيري، الذي يعد أساس الاقتصاد الاجتماعي في الاقتصاد الإسلامي⁶، حيث يعتبر الوقف من أهم مكونات القطاع الثالث،

¹ - سامي الصلاحات، مركزات اصولية في فهم طبيعة الوقف التنموية والاستثمارية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، مجلد 18، العدد 2، 2005، ص 05.

² - محمد ابو زهرة، محاضرات في الوقف، دار الفكر العربي، الطبعة 2، القاهرة، 1972، ص 05.

³ - عبد الستار ابراهيم الهيتي، الوقف ودوره في التنمية، مكتبة الشيخ علي بن عبد الله ال ثاني، الوقفية العالمية، قطر 1997، ص 14.

⁴ - العياشي صادق فراد ومحمود احمد مهدي، الاتجاهات المعاصرة في تطوير الاستثمار الوقفي، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة 1997، ص 12.

⁵ - ابو محمد عبد الله بن احمد بن محمد بن قدامة، المغني، مطبعة الملك فهد بن عبد العزيز، الجزء 8، السعودية، 1999، ص 184.

⁶ - صالح صالح، المنهج التنموي البديل في الاقتصاد الإسلامي، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، 2006، ص 638.

الذي لا يهدف إلى تحقيق الربح، وإنما على سبيل التطوع من قبل المتبرعين.¹ حيث عرفه الدكتور منذر قحف على أنه « هو حبس مؤبد و مؤقت للمال للانتفاع المتكرر به أو بثمرته في وجه من وجوه البر العامة أو الخاصة»،²

2- أركان الوقف:

كغيره مثل سائر العقود و الالتزامات لا بد له من توافر أركان معينة لقيامه، لا يتم إلا بها، فهي الواقف والموقوف والموقوف عليه والصيغة.³

***الواقف** ، وهو المكلف الرشيد الحر الذي صدر منه الإيجاب بإنشاء عقد الوقف.

***الموقوف**، وهو كل عين مملوكة يصح بيعها .

***الموقوف عليه**، وهو الذي يخصص الوقف أو ريعه عليه.

***الصيغة**، وهو القول الذي دل على إنشاء عقد الوقف مثل كمن يبني مسجدا و خلى بينه و بين الناس.

3- أنواع الوقف:

يختلف أنواع الوقف باختلاف الاعتبارات التي ينظر إليها، فمنها حسب فئات المستفيدين منه، أو حسب الأنشطة، أو حسب مشروعية أو حسب مدته أو حسب الجهة الواقعة أو حسب اتصاله أو انقطاعه، وأهم أنواع الوقف حسب الغرض منه ما يلي:

(**الوقف الاهلي (الذري)**): وهو الذي يعود ريعه أو إيراده للواقف نفسه أو لذريته من نسله فلا تنقطع منفعته إلا بعد انقطاع عقبه، ثم بعد ذلك يكون

¹ -محمد بوجلال، الحاجة الى تحديث المؤسسة الوقفية بما يخدم اغراض التنمية الاقتصادية، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة ام القرى، مكة، مارس 2003،ص09.

² -منذر قحف، **الوقف الإسلامي، تطوره، ادارته، تسميته**، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2000،ص62.

³ -بدين ناصر البدر، **الوقوف على القرآن** -مجلة البحوث الإسلامية، الرئاسة العامة لإدارات البحوث العلمية والإفتاء والدعوة والإرشاد، موقع الرئاسة العامة للبحوث العلمية والإفتاء، [http:// www.Alifata.com](http://www.Alifata.com) ، العدد 77 ص 109.

لجهة خيرية حيث يمكن اعتباره مصدرا دائما للرزق¹

ب) الوقف الخيري (العام): وهو الذي يقوم على حبس عين معينة على ان لا تكون ملكا لأحد من الناس، وجعلها وريعتها لجهة من جهات البر لتعم جميع المسلمين كبناء المدارس والمساجد والمستشفيات وغير ذلك مما يحقق النفع العام.²

ج) الوقف المشترك: وهو الذي يجمع بين الوقف الأهلي والوقف الخيري أي الذي خصصت منافعه إلى الذرية وجهة البر معا.

4- أهداف الوقف: للوقف أهداف خيرية واجتماعية واقتصادية نذكر منها:

- تحقيق مبدأ التكافل بين الامة المسلمة وإيجاد التوازن في المجتمع فهو عامل من عوامل تنظيم الحياة بمنهج حميد يرفع من مكانة الفقير يقوي الضعيف.

- في الوقف تحقيق لأهداف اجتماعية واسعة وأغراض خيرية شاملة، كبناء المستشفيات.³

- الوقف ضمان لبقاء المال ودوام الانتفاع به و الاستفادة منه مدة طويلة، فالموقوف محبوس أبدا لا يجوز لأحد أن يتصرف به تصرفا يفقده صفة الديمومة و البقاء.

- الوقف استمرار للنفع العائد من المال المحبس، فنوابه مستمر، أي أنها من العمل الذي لا ينقطع.

- الوقف تطويل لمدة الانتفاع من المال ومدة نفعه إلى أجيال متتابعة.

¹ - الطيب داودي، الوقف وآثاره الاقتصادية والاجتماعية في التنمية، مجلة البصيرة، دار الخلدونية، الجزائر، العدد 2، 1998، ص 59.

² - محمد بن احمد بن صالح الصالح، الوقف في الشريعة الإسلامية وأثره في تنمية المجتمع، مكتبة الملك فهد الوطنية، السعودية، 2001، ص 21.

³ - عبد الله بن احمد الرايد، أهمية الوقف و حكمته مشروعيته، مجلة البحوث الإسلامية، عدد 36، ص 207.

المحور الثالث: تحديات واقع الوقف في العالم الإسلامي ومتطلبات تنميته.**1- تحديات واقع الوقف في العالم الإسلامي:**

يشير واقع الوقف الإسلامي في العديد من البلدان الإسلامية على أنه يعاني من ضعف شديد وتراجع دوره في حياة المسلمين، ويمكن رصد أهم الأسباب التي أدت إلى هذا الضعف ومن أهمها:

-الغموض حول حجم الأصول الوقفية والتفاصيل المتعلقة بأماكنها وطرق إدارتها و سياسات استثمارها و عوائدها .

-تدخل الحكومة في أعمال الوقف و إدارتها و الاستيلاء عليها، كما فرضت ضرائب ورسوم على بعض عمليات الوقف في بعض الدول.¹

-توقف إنشاء أوقاف جديدة فالملاحظ أن النسبة الغالبة من الأوقاف القائمة هي من تراث الاجداد، و يقل إقبال المسلمين على إنشاء أوقاف جديدة كنتيجة لما يرونه من تولى الحكومة شؤون الوقف و اعتقاد الكثير منهم أن الوقف نشاط حكومي على خلاف طبيعته بصفته نشاطا أهليا.²

-ضالة العائد من الاستثمارات الوقفية نتيجة الإدارة الحكومية وضياع بعض أعيان الوقف لاعتداء الغير عليها بالتواطؤ مع ذوي النفوس الضعيفة بالإضافة إلى مؤسسات الدولة العامة والسيادية.

-ضيق نطاق مجالات الصرف نتيجة لإعطاء وزير الأوقاف حق تغيير مصرف الوقف وذلك لتوجهات سياسية وليس الحاجة الاجتماعية فضلا عن ظهور أغراض صرف في أوجه خير معاصرة مثل إنشاء الجامعات....

-نقص الافصاح والشفافية بنشر المعلومات عن إدارة مال الوقف والتصرف في الايرادات القائمة مما يقلل من رغبة المواطنين بإنشاء أوقاف جديدة.

¹ - د. فواد عبد الله العمر، **إسهام الوقف في العمل الأهلي والتنمية الاجتماعية** - نشر الأمانة العامة للأوقاف بالكويت 1421هـ - 2000م، ص55-62.

² - عطية فتحى الويشى - **أحكام الوقف وحركة التقنين المعاصر في دول العالم الإسلامي المعاصر** - الأمانة العامة للأوقاف بالكويت 1423هـ - 2002م.

- الانفصال بين الوقف و الجمعيات و المؤسسات الخيرية.¹

بدأت بوادر في بعض الدول لمحاولة تلاقي ما سبق من أسباب أدت إلى ضعف الوقف الإسلامي بهذه الصورة و تحاول إحياء الوقف و دوره ، إذ تحتاج الأوقاف إلى تغييرات عميقة في البنية الفكرية بطرح ابتكارات و تجديدات في مصارف الأوقاف وأنواعها وطرق إدارتها وحوكمتها النظامية و المؤسسية والتي يجب ان تنعكس في البنية القانونية المنظمة للأوقاف كقطاع هام و حيوي داخل الاقتصاد و المجتمع.

2-الوقف ودوره في التنمية الاقتصادية والاجتماعية:

يقوم الوقف بدور تنموي، ولا يختلف احد على ذلك الدور الذي يقوم به، وإذا أردنا توضيح العلاقة بين الوقف و التنمية فأنها تتضح من خلال إسهاماته عبر التاريخ الإسلامي في تنمية مؤسسات المجتمع الدينية والعلمية والاقتصادية والاجتماعية، حتى يمكن القول ان حضارتنا الإسلامية هي حضارة الوقف²، فالأعيان الوقفية ملزمة بالتحول إلى أصول منتجة³، أي تحويل الأوقاف المخصصة بعد صيانتها والعمل على استمرارها و ذلك من اجل تحقيق ما هو مطلوب منها في جميع المجالات، فقد كان له دور في توفير الامن الغذائي و تحقيق الحاجات الأساسية للفقراء، وفي توزيع الثروة وتقليل الفجوة بين طبقات المجتمع، وفي توفير التعليم المجاني للفقراء من خلال المدارس التي وقفها المسلمون وتوفير الامن الصحي للفقراء والمحتاجين ورعاية الأيتام وكفالتهم وتربيتهم مما سنأتي على استعراضه إجمالاً فيما يلي:

¹ - د. فواد عبد الله العمر - إسهام الوقف في العمل الأهلي والتنمية الاجتماعية- الأمانة العامة للأوقاف بالكويت 1421هـ-2000م- ص81-83.

² - د.علي محي الدين القره داغي، تنمية موارد الوقف والحفاظ عليها، مجلة أوقاف الصادرة عن الأمانة العامة للأوقاف . دولة الكويت، عدد 7، ص 16 . 17.

³ - سامي الصلاحات، مبركات أصولية في فهم طبيعة الوقف التنموية والاستثمارية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، 2005، ص:53.

2-1- دور الوقف في المجال الاقتصادي:

كان للوقف آثار بارزة في دفع عجلة التنمية الاقتصادية في مختلف أنحاء العالم الإسلامي فقد أسهم في حفظ الأصول الموقوفة من التلاشي، فهو يسعى إلى تحقيق النمو الاقتصادي والرفاه الاجتماعي لأفراد المجتمع على حد سواء، فالوقف يعتبر احد الانشطة الهامة في تفعيل الدورة الاقتصادية وتحقيق النمو و معالجة المشاكل الاقتصادية و التخفيف من العوائق و الانحرافات التي تؤثر على الاقتصاد، فالوقف يعد موردا اقتصاديا مهما يسهم في إعادة ترتيب علاقات المجتمع، حيث أن المضمون الاقتصادي للوقف لا يعني تجميد رأس المال و الثروة الوطنية و حبسها عن الانتفاع الاقتصادي بل هو مصدر اقتصادي يهدف إلى توليد دخل مستمر يوفر حاجات المستهدفين في الحاضر و المستقبل¹، وقد ساهم في معالجة احد أهداف التنمية الاقتصادية الا وهو الفقر، ويمكن إبراز الاثر البارز للوقف في المجال الاقتصادي من خلال أنشطته المتنوعة و آثاره المتعددة و التي يمكن إبرازها في العناصر التالية:

أ- دور الوقف في العملية الانتاجية: يعمل الوقف على استثمار المال الموقوف أو استغلال الأصول الوقفية في مشاريع استثمارية، حيث يعد ذلك من الامور الأساسية التي يتوجب على الوقف القيام بها حتى يستمر وينمو ويحقق أهدافه، ويعتبر العمل الاستثماري والإنتاجي والعمراني احد أسس بقاءها واستمرارها، حيث أن الوقف يساهم في زيادة الطلب الكلي من خلال الانفاق الاستهلاكي والاستثماري.

الانفاق الخدماتي والاستثماري: وهو الانفاق على بناء المدارس والمستشفيات والطرق والجسور... الخ، بالإضافة إلى الانفاق الاستثماري في مجال التجارة مثل إقامة الأسواق وإنشاء تأجير المحلات التجارية مما يسهم في تشجيع

¹ - لمغربي، محمد الفاتح، "دور الوقف في التمويل الاقتصادي"، الملتقى الدعوي الثالث، السودان، 2010.

حركة التجارة¹، حيث يؤدي وقف رؤوس الأموال العقارية والنقدية كي تستثمر في مجالات اقتصادية ذات نفع عام إلى إخراج الأموال الزائدة عن كفاية أصحابها من الاكتناز وتحويلها إلى استثمارات ذات عائد اجتماعي اقتصادي طويل المدى، الأمر الذي يسهم في زيادة حجم التراكمات الرأسمالية والتوسع في الطاقة الإنتاجية.

الانفاق الاستهلاكي: يتم إنفاق جزء من موارد الوقف على توفير الغذاء والسكن والملابس، وبقية الحاجات الاستهلاكية، بالإضافة إلى تخصيص عوائد الوقف على المحتاجين والطلبة والمرضى وغيرهم، فضلا على ما يحصل عليه القائمون على الوقف من مرتبات وعطاءات على اختلاف وظائفهم، كل هذا له الأثر الواضح في الانفاق الاستهلاكي.

ب- دور الوقف في التقليل من مشكلة البطالة والحد من الفقر: حيث يسهم الوقف في تشكيل طلب كبير على الأيدي العاملة بالمجتمع من خلال ما تستخدمه المؤسسات الوقفية من الأيدي العاملة من جهة وفي تحسين قوة العمل في المجتمع لما يوفره من فرص تعلم المهن و المهارات من جهة أخرى، مما يساهم في الرفع من الكفاءات المهنية والقدرات الإنتاجية للأيدي العاملة.

ج- تخفيض مشكلة الفوارق بين الطبقات: وذلك من خلال إسهام الوقف في توزيع الموارد على طبقات اجتماعية معينة تساعدهم في سد حاجاتهم وتحولهم إلى طاقة إنتاجية حيث تتحسن و ترتفع مستويات معيشة الفقراء والمساكين وتتقارب الفجوة بين الطبقات.²

د- تحقيق عدالة توزيع الثروات: ان توزيع الثروات توزيعا عادلا وعدم حبسها

¹ - عبده، عبد العزيز، "اثر الوقف في التنمية الاقتصادية والاجتماعية مع دراسة تطبيقية. للوقف في اليمن"،

رسالة ماجستير، 1997

² - منصور، سليم، "الوقف ودوره في المجتمع الإسلامي المعاصر"، مؤسسة الرسالة. للنشر، 2004، ص116.

بأيدٍ محدودة يجعلها أكثر تداولاً بين الناس، لأن الواقف عندما يوصي بتوزيع غلة موقوفاته على جهة من الجهات، يعني توزيع المال ومن المعلوم أن التوزيع في مراحله الأولى يتفاوت بين الأفراد في الدخول ثم في المدخرات وبالتالي في تراكم الثروات، مما يعمل على ظهور الطبقات في المجتمع، فتأتي عملية إعادة التوزيع من خلال سياسات أما تكون الزامية كالزكاة والمواريث أو اختيارية مثل الوقف والهبات، وبذلك يكون الوقف أحد الجهات التي تعمل على النهوض بعملية إعادة التوزيع لصالح الطبقات الفقيرة.¹

و- توفير التمويل الذاتي: فالوقف يوفر الكثير من الموارد ويقوم بتغطية الكثير من النفقات، مما يدفع الكثير من المصاعب من أمام الحكومات، حيث لا تضطر إلى القروض الخارجية التي يصحبها الكثير من الشروط والضغوط السياسية والاقتصادية.

2-2- دور الوقف في المجال الاجتماعي و الأخلاقي:

يرى الكثير من الباحثين أن الأوقاف عمل اجتماعي، وواقعه في أكثر الأحيان اجتماعية و أهدافه دائماً اجتماعية، فالأوقاف الإسلامية في الأصل عمل اجتماعي، ويعتبر الوقف الإسلامي الخيري دعامة للتكافل الاجتماعي والالتزام الأخلاقي، فقد شرعت الأوقاف ليكون ريعها صدقة جارية لا تنقطع تدر الثواب المتصل على الواقفين، و عملاً صالحاً يدر الخير على المحتاجين و المستحقين و هذا له دور في مجال التضامن الاجتماعي في المجتمع الإسلامي²، وقد تنوعت القضايا التي أسهم الوقف في التخفيف من سلباتها أو معالجتها كلياً حيث شكل على مر العصور عنصراً ثابتاً في معالجة هموم اجتماعية كثيرة يمكن أن نبيها في العناصر التالية:

¹ - السدحان، عبد الله، "دور الوقف في بناء الحياة الاجتماعية وتماسكها"، مؤتمر الأوقاف. الأول، السعودية، 2001، ص 234.

² - الجمل، احمد، "دور نظام الوقف الإسلامي في التنمية الاقتصادية المعاصرة"، دار السلام. للطباعة والنشر، الطبعة الأولى، 2007، ص 159.

أ- **الوقف يشجع التكافل الاجتماعي:** لم يقتصر مجال التكافل الاجتماعي على الجانب المادي فحسب بل تعداه إلى الجانب المعنوي مما يقدمه من يد عون و المساعدة لأفراد المجتمع على اختلافهم، المحتاج، العجزة، الأيتام، لما يوفره من تحقيق الأمان الاجتماعي و يعززه بمحاربه للفقر و القضاء عليه، جاعلا بذلك العدالة الاجتماعية تسير نحو شكل مستدام بما يضمن توزيع الثروة نحو كل طبقات المجتمع المحتاجة¹، في هذا السياق طرحت الأمانة العامة للأوقاف في الكويت عدة مشروعات اجتماعية، مثل مشروع "اصلاح ذات البين" للتوفيق بين المتخاصمين، ومشروع "وقف الوقت" لتشجيع ثقافة التطوع، ومشروع "زادي من يدي" للحد من البطالة مما يرسخ ثقافة التطوع الفردي.²

ب- **تعزيز الجانب الأخلاقي و السلوكي في المجتمع:** فالوقف يساعد في تعزيز الجانب الأخلاقي و السلوكي في المجتمع من خلال التضييق على طرق الانحراف، فوجود الوقف لرعاية النساء الأرامل و المطلقات يعتبر حصانة لهن و للمجتمع من سلوك دروب الانحراف بسبب الحاجة، و يظهر الوقف الحس الترحمي الذي يملكه المسلم و يترجمه بشكل عملي في تفاعله مع هموم مجتمعه مما يعمل على تعزيز روح الانتماء المجتمعي بين افراد المجتمع.

ج- **الوقف يخفف من الاعباء الاجتماعية للدولة:** فالأنشطة التي تعالجها الدولة أصبحت متعددة، بحيث ترهق كاهلها وخاصة من الناحية الاجتماعية، فالدولة في هذا العصر أصبحت تحتاج إلى أموال طائلة

¹ - سليم هاني منصور، **الوقف ودوره في المجتمع الإسلامي المعاصر**، مؤسسة الرسالة، ناشرون، ط، 2004، ص 42.

² - ربهام خفاجي، عبد الله عرفان، **احياء نظام الوقف في مصر... قراءة في النماذج العالمية**، الجامعة الأمريكية بالقاهرة، مركز جون جرهارت للعباء الاجتماعي والمشاركة المدنية، 2006، ص 02.

لرعاية الاجتماعية لا مناص من العودة إلى المجتمع وإلى القادرين فيه لتقديم المزيد من العطاءات التطوعية.

د- مساهمة الوقف في توسيع الطبقة المتوسطة في المجتمع: تعمل سائر الحكومات في الدولة الحديثة إلى توسيع دائرة الطبقة الوسطى أو على الأقل المحافظة على وجودها و بقاءها و قد ساعد الوقف الإسلامي كثيرا في توسيع دائرة هذه الطبقة باعتبارها لحمة أي مجتمع بشري وأوسعها ثقافة و تعلما، فيؤدي تأكلها بالمجتمع إلى التخلف والاضمحلال.

2-3- دور الوقف في مجالات التنمية الأخرى: وتتمثل فيما يلي:

أ- دور الوقف في الجانب التعليمي والثقافي: لقد شهد التاريخ الإسلامي تجربة فريدة لدور الوقف في دعم المنشآت التعليمية وكان الاهتمام بالوقف في مجال التعليم ظاهرة اجتماعية إذ لم تكن هناك موازنات مالية للدولة من اجل منافسة نظام الوقف في رعاية خدمات التعليم و التي اثبتت فعالية في استقطاب افراد المجتمع، حيث كان للوقف دور كبير في نشر التعليم في الدول الإسلامية، وذلك بتشديد صروح العلم و الثقافة حيث ان الأوقاف العلمية كانت من أهم ما اعتنى به المسلمون في تاريخهم فقامت أوقاف المدارس والجامعات.... الخ، ضف إلى ذلك تخصيص كثير من الأوقاف لفروع علمية محددة كالطب و الكيمياء، فوجدت الأوقاف المخصصة للأطباء والأوقاف لمعلمي الأولاد الصغار.¹

ب- دور الوقف في الجانب الصحي: ان المتتبع لتاريخ الطب والمستشفيات في الاسلام يجد تلازما شبه تام بين تطور الأوقاف واتساع نطاقها وانتشارها في العالم الإسلامي من جهة وبين تقدم الطب والتوسع في مجال الرعاية

¹ - الصالح، محمد، "الوقف في الشريعة الإسلامية وأثره في تنمية المجتمع"، الطبعة الأولى، 2001، ص179.

الصحية للأفراد من جهة أخرى، بحيث يكاد الوقف ان يكون هو المصدر الأول الوحيد في كثير من الاحيان للإنفاق على المستشفيات و المدارس الطبية و المعاهد، حيث يذهب عدد من المفكرين إلى ان التقدم العلمي والازدهار في العلوم الطبية و العلوم المرتبطة بها كالصيدلية و الكيمياء كان ثمرة من ثمرات الوقف و كان له الفضل الكبير في مجالات الرعاية الصحية والخدمات الاجتماعية.¹

ج- دور الوقف في الجانب الديني: حيث تظهر الأهداف الأساسية للوقف في الجانب الديني من خلال الحفاظ على مكانة الدين الإسلامي وتوفير السبل المناسبة للدعوة الإسلامية عموماً كما يظهر في كثير من الجوانب الجزئية من إنشاء المساجد وتوفير مستلزماتها حيث كان الوقف وما يزال المصدر الأول والرئيسي في بناء المساجد، كما تعد المساجد من أهم الانماط التي حظيت بعناية الواقفين.

د- دور الوقف في التنمية الحضرية: مشروعات البنية الأساسية هي تلك الخدمات التي لا يمكن بدونها أن تعمل الأنشطة في المجتمع، حيث اسهمت الأوقاف إسهاماً كبيراً في بناء الطرق و تعييدها و توفير الخدمات اللازمة للمسافرين، حفر الابار وتزويد المجتمع بالماء الصالح للشرب وعمل الوقف على انعاش المناطق التي لم يكن فيها أي نشاط اقتصادي أو اجتماعي من خلال إقامة منشآت و قفية متعددة و كذلك توفير اماكن خاصة بدفن الموتى... الخ، فمن خلال ما سبق يظهر ان الوقف قد لعب دوراً مهماً في اقتصاد الكثير من المناطق و ازدهارها وشارك في التنمية الاقتصادية والاجتماعية وتعدتها لكل المجالات.

¹ - الجمل، أحمد، "دور نظام الوقف الإسلامي في التنمية الاقتصادية المعاصرة"، دار السلام. للطباعة والنشر، الطبعة الأولى، 2007.

3- متطلبات تنمية موارد الوقف:

ان المقصود بتنمية موارد الوقف الإسلامي، تنمية الأصول الوقفية وربيعها بالإضافة إلى جذب أوقاف جديدة، ولا يمكن ان تتحقق تنمية الموارد الوقفية إلا إذا سبقتها أو صاحبها تنمية العديد من المتطلبات أهمها:

أ- **استقلالية مؤسسة الأوقاف:** فان منح الوقف صفة المؤسسة العامة لها شخصية اعتبارية مستقلة حقيقية يعطي له القوة كي يضطلع بواجباته.

ب- **تنمية ثقافة المجتمع تجاه الوقف:** حيث في هذا المجال يدخل الدعوة في الندوات و المشاركة في المؤتمرات والحلقات النقاشية عن الوقف والحث على الجهد العلمي في موضوع الوقف للاستفادة من التجارب و الخبرات والتواصل المباشر والدائم مع المهتمين بالوقف ومعرفة النماذج الوقفية والخبرات المعاصرة في بعض البلدان.

ج- **تنمية قدرات القائمين على الوقف:** وذلك بوضع معايير نوعية خاصة لشغل وظائف قطاع الأوقاف.

د- **اتباع مفهوم الوقف النامي:** جاء مفهوم الوقف النامي ليرسخ مبدأ المخصص التنموي باقتطاع جزء من عوائد الوقف بخلاف المخصصات الأخرى لإعادة استثمارها في أوجه استثمارية مباحة، وهذا ما يمكن من تحويل مؤسسة الوقف النامي إلى مؤسسة مالية.

المحور الرابع: تصكيك الموارد الوقفية وتجارب بعض الدول.

1-تعريف الصكوك الوقفية:

الصكوك الوقفية هي عبارة عن وثائق أو شهادات خطية متساوية القيمة قابلة للتداول تمثل المال الموقوف وتقوم على أساس عقد الوقف، ويقصد بتصكيك الموارد الوقفية، تجزئة المال المطلوب لإنشاء وقف جديد إلى اجزاء متساوية ويدعى المحسنون للاكتتاب بها والاكتتاب هنا معناه ان يحدد المحسن مقدار المال الذي يريد أن يتبرر به في وجه مسمى من وجوه البر

حدده نشره الاكتتاب، وذلك عن طريق تعيين عدد الصكوك الوقفية الخيرية التي يرغب التبرر بها، والهدف من هذا الاجراء هو تعميم الممارسة الوقفية وتيسيرها¹، فلقد اقترن الوقف تاريخيا بالموسرين و الاغنياء من افراد المجتمع، لكن في عصرنا الزاهن حيث انتجت الهندسة المالية اطرا جديدة للمشاركة عبر التسهيم أو التصكيك امكن معها تفعيل الاشتراك في تمويل الوقف لتجعل منه ممارسة جماهيرية.

2-خطوات إصدار الصكوك الوقفية:

إذا ارادت المؤسسة الوقفية إنشاء مشروع وقفي يمكنها ان تتبع الخطوات التالية:

-تحديد الأصول السائلة التي يحتاج إليها لتنفيذ هذا المشروع أي تحديد حجم التمويل اللازم له.

-يتم إصدار الصكوك بقيم اسمية و طرحها للاكتتاب العام لتجميع المال اللازم لإقامة المشروع، والمكتتبون ارباب المال و هم الواقفون و حصيلة الاكتتاب هي رأس مال المضاربة و هو المال الموقوف.

-تقوم الشركة (شركة ذات غرض خاص spv) مهمتها إصدار الصكوك الوقفية و إدارة محافظ الصكوك و المشروع الوقفي نيابة عن المؤسسة الوقفية بإصدار الصكوك في السوق الأولية للاكتتاب العام وتتسلم المبالغ النقدية حصيلة الاكتتاب في الصكوك من المكتتبين.²

¹ - عبد الجبار السبهاني، وقف الصكوك وصكوك الوقف، مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي 2013، جامعة اليرموك، اربد، الاردن، 13،12 تشرين الثاني 2013، ص 20.

² - محمد ابراهيم نقاسي، الصكوك الوقفية ودورها في التنمية الاقتصادية من خلال تمويل برامج التأهيل وأصحاب المهن والحرف، جامعة العلوم الإسلامية الماليزية، ماليزيا، ورقة بحث متاحة على الرابط، <http://conference.qfis.edu.qa/app/media/340> ، ص12. بتصرف.

3-أنواع الصكوك الوقفية:

يمكننا ذكر أهم أنواع الصكوك الوقفية كما يلي:¹

أ-صكوك أهلية: وهي صكوك تصدرها هيئة الأوقاف بناءً على رغبة الواقف لصالح أهله وذريته، حيث تمثل هذه الصكوك عملاً من أعمال البر الاجتماعية، لأنها تهدف إلى رعاية الأهل والذرية، وأيضاً له أثر في الحفاظ على رأس المال والإبقاء على الأموال المتراكمة في أوعية استثمارية تحافظ على أصولها وتؤكد على عدم إفنائها بالاستهلاك والإتلاف، مما يحافظ على ثروات الأمة وأصولها الانتاجية.

ب- صكوك خيرية: وهي صكوك تصدرها هيئة الأوقاف بناءً على رغبة الواقف، وتستخدم حصيلتها في الانفاق على وجوه الخير، ولا تعود بعائد مادي.

ج- صكوك القرض الحسن: وهي صكوك تصدر من أي جهة كانت، وتستخدم حصيلتها في الانفاق على وجوه الخير، ولا تعود بعائد مادي، إنما تعود على حامله بأجر عظيم في الحياة الآخرة، وهنا يمكن أن نشير إلى أنه يمكن لوزارة الأوقاف أن تستفيد من حصيلة هذه الصكوك في تمويل مشاريعها الخاصة أو إقراض الشباب العاطل عن العمل لإنشاء مشاريع صغيرة خاصة به، وتكون وزارة الأوقاف هنا هي الضامنة لقيمة هذه الصكوك.

يمكننا ذكر بعض الامثلة عن صور الصكوك الوقفية:

*الصكوك الطبية لعلاج المحتاجين: حيث ان كثير من الناس تجد عندهم الرغبة في علاج المصابين من مرض معين، ولكن تبقى الجهود الفردية قاصرة، اما حين يتم تصكيك المشروع الوقفي فان إمكانية المشاركة مع الآخرين تكون اسهل، وهذا ينتج أوقافا اكبر أصولا وأفضل عوائد.

*صكوك الوقف التعليمي: حيث ان الفرد المحسن قد يستطيع كفالة طالب أو

¹ - أشرف محمد دوابه، مرجع سبق ذكره، ص 167، 172.

طالبين، لكن حين يصبح مشروع الوقف التعليمي على صورة صكوك يشتريها الافراد والشركات والتجار وغيرهم فستصبح امكانيات هذا الوقف اكبر بكثير، وحينها ستجد الالاف من طلاب العلم المستفيدين من هذا الوقف.

*صكوك الحج: حيث يختص هذا الوقف بتسيير الحجاج إلى بيت الله الحرام لأداء فريضة الحج غير مالكي نفقة الحج، حيث يكمن الهدف وراء تصكيك هذا المشروع هو زيادة قدرة هذا المشروع الوقفي على تحقيق فريضة الحج، حيث ان تصكيك المشروع إلى صكوك وقيمة يعني إيرادات اكبر لهذا المشروع.

4- تجارب بعض الدول:

4-1- تجربة الأسهم الوقفية السودانية وتحويل الأوقاف من مؤسسة حكومية راكدة إلى هيئة استثمارية فاعلة:

حولت التجربة السودانية الوقفية الأوقاف من مصلحة حكومية تعيش عالية على موارد الدولة إلى هيئة فاعلة مؤثرة تقدم الدعم لمؤسسات التعليم و الجمعيات الخيرية و تمنح المساعدات للفقراء، حيث يعد كثيرون من الذين اضطلعوا على تفاصيل هذه التجربة بأنها تجربة رائدة استطاعت تحقيق نقلة نوعية من تحويلها إلى وزارة ، فقد كشفت عديد من الدراسات المهمة بهذا الشأن ازدياد عدد عقارات الأوقاف التابعة للهيئة، وتعكس هذه التجربة المحاولة الجادة من قبل الهيئة لتطوير الاستثمار الوقفي لتكون دليلا عمليا يمكن الافادة منه حسب بيئة الوقف المنتشرة في العالم، فمع بداية إنشاء الهيئة وهي منشأة استثمارية تدار على أساس اقتصادي لتنمية و تطوير و استثمار أموال الأوقاف السودانية في استقطاب عديد من الكوادر الإدارية و الفنية المؤهلة ، كما قامت بحصر كل الأوقاف و توثيقها و استعادت ما اخذ منها بالغصب ثم قامت بوضع الخطط و البرامج لتنمية الأوقاف رأسيا و افقيا، ومن هذه البرامج الرائدة تجربة الأسهم الوقفية التي اتاحت لصغار المانحين

المساهمة الفعالة في مجال الوقف بإصدار اسهم وقفية يكتب فيها الواقفون لامتلاك حصة موقوفة منهم في مشروع معين، ثم أنشأت الهيئة الشركة الوقفية الام و هي شركة وقفية قابضة برأسمال مقداره ثلاثة مليارات جنيه سوداني، وأعقبت ذلك بإنشاء عديد من العقارات الوقفية الحديثة في أنحاء مختلفة من السودان، هذه الانجازات تجاوزت إلى نواح أخرى، شملت حصر وتوثيق المعلومات و البيانات خاصة في المجالين الداخلي و الخارجي، الحصول على وثائق و اثباتات الوقف إلى جانب استعادة ما اعتدى عليه منها والتوعية و نشر ثقافة الوقف و حث المجتمع على الانفاق ومتابعة إصدار اللوائح والقوانين الداعمة للوقف مع التركيز على صيانة واعمار المساجد واهتمام بقطاع الصحة، ومن بين الأوقاف التي استحدثتها الهيئة مشروع "الغرس الطيب"، وهو مشروع وقفي يسعى إلى خضرة البيئة و جلب الفائدة وذلك بزراعة شجرة النخيل "مليون نخلة"، حيث تسعى الهيئة من خلال هذا المشروع و المشاريع المشابهة إلى احياء سنة الوقف و ذلك بصيانة الأموال الموقوفة وتحسينها واستثمار أموال الأوقاف في جميع المجالات الاستثمارية.¹

4-2- الأسهم الوقفية تجربة رائدة للأمانة العامة للأوقاف بالشارقة (الامارات العربية المتحدة):

تقوم إستراتيجية عمل الامانة على استثمار أموال الأوقاف الموجودة في عهدها بصفتها ناظرا للوقف، وتوزيع عوائدها بحسب شروط الواقفين من جهة و احداث توعية وقفية لتشجيع قيام أوقاف جديدة من جهة ثانية و لذلك اتجهت الامانة نحو العمل على اربع محاور وهي، استثمار و تنمية الأوقاف و الدعوة إلى إقامة أوقاف جديدة من خلال تعريف الواقفين المتوقعين بالحاجات الاجتماعية

¹ - معاوية كنة من الخرطوم ، الخرطوم.. تحويل الأوقاف من مؤسسة حكومية راعدة الى هيئة استثمارية فاعلة، متاح على الموقع http://www.aeqt.com/2009/02/22/article_198316.html ، بتاريخ 22 فبراير 2009، الاقتصادية، العدد 5613.

والتنمية التي قد يرغبون في رعايتها، ونشر سنة الوقف بين كافة شرائح المجتمع، خاصة بين ذوي الدخل المحدود، من خلال طرح مشاريع وقفية ذات طابع استثماري، فمشروع "الأسهم الوقفية" هو أول مشروع خيرى أطلقته الامانة وأكثر المشاريع شمولية لمختلف أوجه الخير من خلال قابليته لاستيعاب أية افكار لمصارف وقفية جديدة تلبي حاجة المجتمع حيث تم الاعلان عن اطلاق المشروع سنة 2005.

حيث تقوم الفكرة في مساهمة المشروع الذي يستهدف كافة افراد المجتمع من خلال فتح باب التبرع بمبالغ رمزية ابتداء من " 5 دراهم"، مساهمة فعالة في القيام بالأنشطة التنموية من خلال رؤية متكاملة تراعي احتياجات المجتمع وأولوياته حيث ينصب العائد في المصارف الوقفية المطروحة من قبل الامانة و التي تهدف إلى المشاركة في الجهود التي تخدم احياء سنة الوقف عن طريق مشاريع تنموية في صيغ إسلامية للوفاء باحتياجات المجتمع حيث يشمل المشروع على **11 مصرفاً** مختلفاً، حيث يهدف هذا المشروع إلى:

-اتاحة الفرصة لجميع شرائح المجتمع المشاركة في هذا المشروع وعدم اقتناره على الاغنياء من اهل الخير من خلال طرح قسائم للتبرعات ابتداء من **5 دراهم**.

-احياء سنة الوقف والدعوة اليه من خلال تلقي تبرعات من اهل الخير من مواطنين و مقيمين من جميع امارات الدولة.

-المساهمة في تطوير الوقف و ذلك من خلال الزيادة في الأصول الوقفية واستثمارها الاستثمار الامثل.¹

حيث ترعى الامانة عدة مصارف منها:

* مصرف خدمة المسجد، والذي يهدف إلى صيانة المساجد داخل وخارج

¹ - موقع حكومة الشارقة، الامانة العامة للوقفات:

<http://awqafshj.gov.ae/ar/projdetails.aspx?id=548>

الدولة.

*مصرف خدمة القرآن الكريم: ويهدف إلى فتح باب المشاركة في دعم مؤسسة القرآن الكريم و السنة بالشارقة من خلال طرح قسائم تبرع نقدية لصالح بناء وقف بناية القرآن الكريم و السنة الذي تبلغ تكلفته التقديرية (28) مليون درهم بحيث يعود ريع البناية بالكامل لدعم مصاريف مؤسسة القرآن الكريم و السنة.

*مصرف دار العجزة، ويهدف لدعم دار المسنين و المشاريع ذات الصلة.
*مصرف رعاية المسلمين الجدد ويهدف للوقوف في مجال الدعوة إلى الله عن طريق مساندة المسلمين الجدد ف التعرف على دينهم.
بالإضافة إلى، مصرف رعاية المعاقين، مصرف خدمة الحجاج، مصرف ابواب الخير، مصرف رعاية الفقراء والمحتاجين، مصرف الايتام، مصرف الغارمين.

4-3- تجربة المركز الدولي لبحوث الوقف GARC :

المركز الدولي لبحوث الوقف Global Awqaf Research Centre "GARC" ، هو هيئة وقفية، غير ربحية، تهدف إلى إحياء سنة الوقف وتطويرها، حصل على اعتماد والموافقة الرسمية لمفوضية العمل الخيري في نيوزيلندا، والتي تسمح للمركز بممارسة مهامه بصورة رسمية في كل من نيوزيلندا وآسيا، حيث تأسس من أجل مكافحة الفقر ودعم صناعة الوقف، حيث يعطي المركز بجانب قضية "تطوير نموذج أول مبادرة للصكوك الوقفية في العالم"، أهمية كذلك لقضية "الاستفادة القصوى من الاجزاء المهدرة من أضحاحي المسلمين"، التي يقدمها المسلمون عبر العالم، وتحديدًا في الدول الغربية من خلال الجاليات المسلمة هناك، لتحقيق أعلى إفادة ممكنة من عوائده، وتحويل المهدر منها إلى موارد وقفية، للارتقاء بظروف المحتاجين والفقراء في الدول العربية والإسلامية، من خلال إحياء سنة الوقف، حيث

يهدف ربط المسلمين من أصحاب الخير في المجتمعات الغربية، بإخوانهم وأشقائهم في المجتمعات الإسلامية والعربية¹، الأقل حظاً، للمساهمة في تنميتهم، حيث يسعى المركز لتطوير مبادرة الأوقاف النيوزيلندية، لإصدار وطرح أول صكوك وقفية لمشروع الاضاحي في العالم، لإقامة "مزارع وقفية في نيوزيلندا وأستراليا"، و"مزارع وقفية نموذجية صغيرة بالبوسنة والسودان".

حيث التصور الأولي للصكوك الوقفية يتبلور على النحو التالي:

* صك وقف الاضاحي والمزارع الوقفية بقيمة 1.000 دولار، ومردوده المحافظة على قيمة الصكوك الوقفية وتحقيق ريعاً مستمراً يخصص لتنفيذ أضحية توزيع على فقراء المسلمين عن كل صك وقفي كل عام ما بقي الوقف (حتى بعد وفاة صاحب الصك الوقفي)، ويستهدف كافة المسلمين على مستوى العالم مع التركيز على مسلمي العالم الغربي

المحور الخامس: الصكوك الوقفية وتمويل المشاريع الوقفية في الجزائر (مقترحات و تصورات)

1- مميزات الوقف الجزائري:

ان للوقف الجزائري عدة ميزات يمكن ذكرها بإيجاز في النقاط التالية:²

- يحتل الوقف الجزائري المرتبة الثالثة من بين الدول العربية، من حيث حجم الثروة الوقفية و كذا تنوع الوعاء الاقتصادي للأوقاف، وذلك بضمه الاراضي الفلاحية والأراضي البيضاء، المحلات التجارية، بساتين الاشجار المثمرة، محطات البنزين، كما تمتد الاملاك الوقفية إلى المطاعم والمغاسل، النوادي، الحمامات ... الخ

¹ - مقال الكتروني، توظيف التكنولوجيا لمكافحة الفقر .. وطلاق الصكوك الوقفية .. وهندسة صناعة

الأوقاف .. في مقدمة أولويات المركز، متاح على الرابط التالي:

<http://www.maghress.com/aljassour/25080>، نشر في يوم 11 - 11 - 2013.

² - بن عيشي بشير، الوقف و دوره في التنمية الاقتصادية مع دراسة تطبيقية للوقف في الجزائر، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر الثالث للأوقاف بالجامعة الإسلامية، المملكة العربية السعودية 2009، ص214.

- تحتل العقارات حصة الأسد من حجم الاملاك الوقفية الجزائرية، مما يجعل سيولتها ضعيفة، هذا من جانب ، اما من الجانب الآخر فهي تحافظ على قيمتها مع مرور الزمن.
- اغلب العقارات الوقفية الجزائرية هي بحاجة إلى الترميم و الصيانة، حتى ان بعضها يحتاج إلى إعادة بناء من جديد، نظرا لما اصابها نتيجة لقدمها.
- غياب المرجعية الوقفية لمعظم الاملاك الوقفية في الجزائر ، مما جعل جهود القائمين على الأوقاف تنصرف إلى البحث و التتقيب عليها.
- تعرض الكثير من الأوقاف إلى الاعتداء، النهب، والاستيلاء، خاصة في الوقت الذي شهد فيه الوقف الجزائري فراغا قانونيا.
- الأوقاف الجزائرية موقوفة على التأبيد، مما يجعل من استمرارية الوقف مسألة جوهرية.

اتجه التفكير إلى ضرورة استثمار أموال الوقف فبدأت الشؤون الدينية والأوقاف اصعب مهمة، و هي حصر و استرجاع الاملاك الوقفية الكثيرة خاصة بعدما قام به الاستعمار من مصادرة و تصفية، وما لحق ذلك من تأميم بعد الاستقلال وكل ذلك صعب من مهمة إدارة الأوقاف في عملية الحصر، كما يوجد عدد هائل من الاملاك الوقفية لم يتم استرجاعها بعد لعدة أسباب قانونية أو تاريخية، وتسعى الوزارة جاهدة لاسترجاعها و اللجوء إلى القضاء من اجل هذا و كذلك قيامها بالإعداد لمشروعات استثمارية تهدف إلى استثمار هذه الأوقاف لتكون مصدرا لتمويل التنمية.

2- الممتلكات الوقفية:

أولاً: أموال غير سائلة:- تتكون الاملاك الوقفية غير السائلة من الاراضي والعقارات، وكذا المنقولات والتي يمكن لها ان تدخل في عملية الاستثمار من تأجير المحلات والسكنات وغيرها، مقابل مردود دوري على حسب طبيعة العين المؤجرة.

الجدول رقم(01): الاملاك الوقفية في الجزائر إلى غاية نهاية 2012/12/31 (الوحدة: دج)

مجموع الاملاك المحصية	وضعية الاملاك بإيجار	وضعية الاملاك بغير إيجار
8851	5471	4280
	51.64%	48.36%
الايرادات النظرية	الايرادات المحصلة	الايرادات الصافية
147.949.429.90	114.385.419.54	71.861.900.43
مخلفات الإيجار المحصلة إلى	الباقى في الحساب	نسبة التحصيل
2012/12/31		
42.320.669.11	58.181.684.52	48.75%
المخلفات الكلية	344.974.835.84	

المصدر: وزارة الشؤون الدينية والأوقاف، مديرية الشؤون الدينية والأوقاف الجزائرية، الحوصلة السنوية

للأوقاف لسنة 2012.

الملاحظ من خلال هذه الاحصائيات أن جميع الاعيان الوقفية تستغل عن طريق الإيجار، ولم يتم استحداث أساليب حديثة لاستثمار هذه الاعيان، حيث توجه هذه المداخل كلها المديرية المركزية التي تتولى توزيعها على المشاريع الكبرى فقط التي تنوي القيام بها.

ثانيا: أموال سائلة:

هي النقود التي بحوزة المؤسسة الوقفية، والتي يكون مصدرها مداخل العقارات المستأجرة، الهبات الموجهة اليها من طرف المجتمع. بالإضافة إلى مردود الأوقاف المستغلة من طرف الناس، حيث بلغت السيولة فيها نهاية سنة 2012 حوالي: 542.496.194.01 دينار جزائري، والجدول التالي يوضح الارصدة الخاصة بحسابات الأوقاف.

الجدول رقم (02): أرصدة حسابات الأوقاف

المبلغ/ دج	الارصدة الخاصة بالحسابات إلى غاية: 2012/12/31
542.496.194.01	حساب مركزي إيرادات
986.159.94	حساب مركزي نفقات
15.887.734.48	حساب هبات وأضرحة

المصدر: مديرية الشؤون الدينية الجزائرية

3- آفاق الاستثمار الوقفي:

تقوم حاليا إدارة الأوقاف بجملة من المشاريع الاستثمارية تهدف من خلالها تطوير وتنمية القطاع الوقفي، منها ما تم انجازه و البعض الآخر ما يزال في طور الانجاز نذكر من بينها على سبيل المثال لا الحصر ما يلي:

* كانت أول اشكال هذا الاستثمار الحديث بشراء سيارات اجرة لتشكل فرص عمل للشباب العاطل عن العمل، وكذلك السعي لإنشاء مشاريع أخرى على غرار مجتمعات ووقفية، ومشاريع خاصة بالحرف و الصناعات التقليدية، حيث كانت فكرة " **طاكسي الوقف** " عبر تأسيس شركة خاصة اطلقوا عليها اسم " **ترانس وقف** " تمكنت من شراء **36 طاكسي** وشغلت عدد موازيا من الشباب، وتخطط الشركة لتوسيع العملية من خلال اقتناء مئات سيارات الاجرة و توزيعها على المحافظات.

* مشروع دار الامام بالمحمدية بالجزائر العاصمة، وهو موجه لتطوير معارف الائمة، ويحتوي على جناح للإدارة و قاعة للمحاضرات بها 800 مقعد و قاعة أخرى بـ 200 مقعد ومكتبة و نادي ومطعم و غرفة لإيواء حوالي 150 فرد، وتمويله من حساب الأوقاف مع اعانة من الدولة.

* مشروع حي الكرام ببلدية السحاولة بالعاصمة، وهو مركب وقفي كبير يشتمل على 150 مسكن ومستشفى، و 170 محل تجاري، وفندق يسع 64 غرفة و 100 مكتبة، ومبنى للأيتام تسع إلى 200 يتيم، و مسجد يشمل على ساحة عامة، وموقف للسيارات، وتمويل هذا المشروع الوقفي يتم بتمويل من الدولة بنسبة 100% ومبلغ قدره 1.3 مليار دج.

* مشروع الجامع الاعظم الجاري انجازه، وهو عبارة عن مجمع ثقافي يضم 25 واجهة حيث يضم دارا للقرآن، ومعهدا عاليا للدراسات الإسلامية، يستوعب 3 آلاف طالب ومركزا ثقافيا وآخر صحيا ، وعمارة للسكن وأخرى للخدمات الإدارية إضافة إلى فندق من فئة 5 نجوم، و 3 مكاتب ، وقاعة مسرح ومركز

للعلوم، وقاعة مؤتمرات سعة 1500 مقعد، ناهيك عن متحف للفنون و التاريخ، وصالات وفضاءات للإنترنت فضلا عن حدائق ومطاعم و ملاعب وورشات الحرف التقليدية و موقف للسيارات.

*مشروع بناء مركز ثقافي بوهران، ومشروع ترميم وإعادة بناء معهد الشيخ عبد الحميد بن باديس بقسنطينة، ومشروع المركب الوقفي البشير الابراهيمي ببلدية بوفاريك ولأية البليلة، إضافة إلى مشاريع أخرى منها ما هو في طور الانجاز.

حيث حسب احصائيات وزارة الشؤون الدينية و الأوقاف الأخيرة ان الحظيرة الوطنية في الجزائر تتوفر حاليا على 16318 مسجد لم يتم فيها التسوية القانونية إلا بنسبة 37% حيث يبقى الهدف تحقيق 80% إلى جانب 9100 ملك ووقي تبقى بحاجة إلى بعث مشاريع استثمارية، حيث اعدت الوزارة خريطة وطنية للاستثمار في الاملاك الوقفية تتضمن 32 مشروعا في 24 ولاية بغلاف مالي يقدر بـ300 مليار دج وهي كلها مشاريع استثمارية ووقفية و خيرية يعود ريعها و يوجه لفئات المجتمع الخيرية و كذلك الوزارة بصدد اطلاق مشاريع لإنجاز خمس مركبات ووقفية بولايات سطيف، البليلة، ورقلة، بشار، معسكر، كما كشفت عن مشاريع الصناديق الوقفية و من بينها صندوق رعاية الطفولة المسعفة¹، في وقت ان الاملاك الوقفية في الجزائر محصورة فقط في بناء المساجد و المدارس القرآنية و الذي لا يساهم في تنمية المجتمع و تحريره و عليه وجب توسيع الوقف ليشمل الاستثمار في مختلف المجالات.

4- مقترحات و تصورات تمويل المشاريع الوقفية في الجزائر:

نرى ان عملية إصدار الصكوك الوقفية و توظيف حصيلتها في تمويل المشاريع الاستثمارية الوقفية يدخل في إطار دعم جهود الدولة الجزائرية للنهوض بالأوقاف من خلال الاستثمار الوقفي، تبعا للقانون المعدل

¹ - بلقوضيل لزرقي، 37 في المائة نسبة تسوية الاملاك الوقفية في الجزائر، تاريخ

الاصدار: 2013/12/17، متاح على الموقع:

<http://www.al-fadjr.com/ar/national/262474.html>

رقم 01/07 المؤرخ في 28 صفر 1422 الموافق لـ 22 ماي 2001، الذي يهدف إلى فتح المجال لتنمية و استثمار الاملاك الوقفية.¹ حيث تعتبر الصكوك الوقفية إحدى أهم الأدوات المالية ذات الكفاءة والفعالية التي تصلح للاستعمال من قبل المؤسسات الوقفية، لقدرتها على حشد و تعبئة الموارد المالية بطريقة تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، مما يسهم في تفعيل دور الوقف في التنمية و الارتقاء بالمجتمع الإسلامي و يرفع العبء على الدولة.

4-1- طرق وتمويل المشاريع الوقفية من حصيلة الاكتتاب في الصكوك الوقفية:

بإمكان وزارة الشؤون الدينية و الأوقاف بالجزائر الاستفادة من حصيلة الاكتتاب في الصكوك الوقفية لتمويل مشاريعها الوقفية وذلك بإحدى الطريقتين التاليتين:²

أولاً: عن طريق مديرياتها في مختلف الوطن بإمكانها الاستفادة من الصكوك الوقفية بطرحها للاكتتاب العام أو الخاص، واستثمار حصيلتها بصيغ التمويل الإسلامية المختلفة من مضاربة و مشاركة و اجارة و استصناع و مرابحة وغيرها من الصيغ الأخرى و يكون الصرف على الموقوف عليهم من أرباح الاستثمار و عوائده فقط و يبقى رأس مال الوقف محفوظا.

ثانياً: عن طريق مديرياتها في مختلف الوطن بإمكانها تقسيم حصيلة الاكتتاب في الصكوك الوقفية إلى جزأين:

- جزء يستثمر بالصيغ الاستثمارية سائلة الذكر لتأمين و ضمان استمرارية الوقف.

¹ - للمزيد من التفاصيل، انظر الموقع الالكتروني لوزارة الشؤون الدينية و الأوقاف الجزائرية على الرابط التالي، <http://www.marw.dz/index.php/2010-01-21-09-36-45/166-2010-02-16-16-28-19>

² - محمد ابراهيم نقاسي، مرجع سبق ذكره، ص 24-25. يتصرف.

- جزء يخصص لتمويل المشاريع الاستثمارية للموقوف عليهم (مثلاً: فئة الشباب العاطلين عن العمل).

2-4- التصور المقترح لتمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق الصكوك الوقفية:

نحاول وضع تصور مقترح لتمويل المشاريع الاستثمارية الوقفية عن طريق الصكوك الوقفية، باعتبار هذه الأخيرة أداة مالية إسلامية ذات كفاءة وفعالية عالية لتمويل مختلف مجالات الوقف الإسلامي، وإمكانية وصولها إلى أكبر عدد من الناس، حيث نرى انه يمكن لوزارة الشؤون الدينية و الأوقاف تمويل مشاريعها الوقفية من حصيلة الاكتتاب في الصكوك الوقفية بأحد الاسلوبين التاليين:¹

أولاً: التمويل بالقرض الحسن: من بين المشاريع التي تتولى وزارة الشؤون الدينية و الأوقاف تمويلها في إطار تنمية الخدمات الاجتماعية، وكما ذكرناه سابقاً:

- مشروع دار الامام المحمدية، الذي يهدف إلى تطوير معارف الائمة و الذي يتم تمويله من حساب الأوقاف مع اعانة من الدولة.

-مركب وقفي ببلدية السحاولة بالعاصمة و الذي يحتوي على عدة مرافق من مساكن، ومستشفى، ومحلات تجارية، وفندق، ومكتبات، ومبنى للأيتام، والذي يتم تمويله 100% من طرف الدولة.

وكذلك مشروع "طاكسي الوقف" عبر تأسيس شركة خاصة اطلقوا عليها اسم "ترانس وقف" تمكنت من شراء 36 طاكسي، وشغلت عددا موازيا من الشباب، وتخطط الشركة لتوسيع العملية من خلال اقتناء مئات السيارات الاجرة وتوزيعها على المحافظات.

¹ - محمد ابراهيم نقاسي، مرجع سبق ذكره، ص26-28. بتصرف.

- فبهدف توسيع هذا المشروع مثلا مشروع "طاكسي الوقف"، في مختلف أنحاء الوطن نحاول اقتراح التالي:

-قيام وزارة الشؤون الدينية و الأوقاف من خلال مديرياته، بتحديد قيمة القرض المطلوب (وعاء الصندوق الوقفي) في كل ولاية بحسب نسبة الشباب العاطلين عن العمل، حيث يتم تقسيم المبلغ المطلوب إلى أوراق متساوية القيمة تطرح للاكتتاب فيها بنسبة من رصيد الودائع الجارية لدى البنوك الإسلامية خاصة وشركات التأمين و الضمان الاجتماعي نظرا لتوفر السيولة لديها، وحتى يتم تغطية الاكتتاب وتجميع المبلغ المطلوب لا بد على الحكومة الجزائرية ان تدعم هذه العملية من خلال تقديم ضمانات و منح امتيازات ضريبية مثلا للجهات المانحة، حتى تلقى عملية إصدار صكوك القرض الحسن القبول العام وعند تجميع المبلغ المطلوب، تقوم مديريات الشؤون الدينية و الأوقاف في كل ولاية بتحديد فئة المستفيدين و التي تتوفر فيهم الشروط و يتم منحهم التمويل بالقرض الحسن مباشرة للانطلاق في نشاطهم.

ثانيا: التمويل بصيغ التمويل الإسلامية ويكون ذلك عن طريق صرف حصيلة الاكتتاب في الصكوك الوقفية لتمويل مشاريع الموقوف عليهم باستخدام صيغ التمويل الإسلامية، كصيغة التمويل بالإجارة التمليلية وذلك باتباع الخطوات التالية:

-تتولى وزارة الشؤون الدينية و الأوقاف من خلال مديرياتها بدراسة للسوق على مستوى كل ولاية لمعرفة الحرف الأكثر رواجها فيها و التي تسد احتياجات المجتمع من سلع وخدمات على المستوى المحلي.

-تحديد قيمة المبلغ المطلوب على مستوى كل ولاية و طرحها في شكل أوراق مالية متساوية القيمة للاكتتاب العام، خاصة على المؤسسات الوطنية العامة والخاصة و البنوك وشركات التأمين....

-تقوم مديرية الشؤون الدينية الأوقاف بالإعلان عن التمويل وتلقي الطلبات

من الموقوف عليهم.

-تقوم مديرية الشؤون الدينية و الأوقاف بدراسة الطلبات.

-تقوم بشراء جميع المعدات و الآلات وملتزمات الانتاج.

-يتم عقد اجارة تمليكية بين الموقوف عليهم و مديرية الشؤون الدينية والأوقاف، بعد الاتفاق على الاجرة ومدة الايجار ثم يتم تسليم التجهيزات والمعدات محل العقد إلى الموقوف عليهم وهم ملتزمون بدورهم بدفع اقساط الايجار في مواعيدها.

-عند انتهاء مدة عقد الإجارة تتنازل مديرية الشؤون الدينية و الأوقاف إلى الموقوف عليهم ببيعها الأصل محل الإجارة مقابل ثمن ينفق عليه الطرفان، أو دفع ثمن رمزي، أو يهب الأصل المستأجر إلى الموقوف عليه في حالة دفعه للأقساط الإيجارية معادلة لثمن الأصل مع هامش الربح.

الخاتمة

نظام الوقف من النظم الدينية التي أصبحت في ظل الاسلام مؤسسة عظمى لها أبعاد متشعبة دينية واجتماعية واقتصادية وثقافية وانسانية، كانت هذه المؤسسة في ظل الحضارة الإسلامية تجسيدا حيا للسماحة والعطاء والتضامن والتكافل، غطت أنشطتها سائر أوجه الحياة.

حان الوقت للتفكير بجدية في ارجاع المكانة اللازمة للأوقاف كعنصر أساسي ومهم في ترقية و تنمية المجتمع، باعتبار مؤسسة الأوقاف مؤسسة مالية ذات أهداف تموية و اجتماعية تستمد منطلقها التنظيمي من الشريعة الإسلامية، وكذا معاملاتها من اجل تجسيد الصفة الدينية في الحياة الاقتصادية، فيمكن اعتبارها مصدرا مهما للتمويل والتنمية الأمر الذي يعني اتاحة المزيد من فرص العمل و استغلال الثروات المحلية و زيادة الانتاج، وتحسين مستوى المعيشة، لذا يجب على الجهات المسؤولة تفعيل دور هاته المؤسسة في دعم المشاريع الاستثمارية، حيث يعد استثمار الوقف مجالا من

مجالات تحريك الأموال وعدم تركزها في ناحية معينة، وذلك بتداولها و إعادة توزيعها بين افراد المجتمع ممن يحسنون استغلالها، الأمر الذي يعود نفعه على المجتمع و يحقق له النمو الاقتصادي.

إن استثمار أموال الوقف يحقق مصالح الموقوف عليهم، و يحقق مصالح الامة عامة، في ترميم الفروقات الاجتماعية، و المساهمة في حل مشكلة البطالة، و توجيه الاستثمارات إلى القطاعات الانتاجية التي يحتاجها المجتمع كالسكن، و الزراعة، و الصناعة المتطورة، و الخدمات في الفنادق، و في مجال التعليم بالاستثمار في إنشاء المدارس وفتح الجامعات الريفية... الخ و قد ظهرت الصكوك الوقفية إحدى أشكال الصكوك الإسلامية كأداة مالية إسلامية ذات كفاءة وفعالية عالية لتمويل مختلف مجالات الوقف الإسلامي، و يمكن وصولها إلى أكبر عدد ممكن من الناس، و بالتالي توفيرها التمويل لقطاع الوقف الإسلامي، كما يمكن توجيه هذا التمويل إلى مجالات أوسع يستفيد منها كافة قطاعات و فئات المجتمع، نظرا لتنوع صيغ التمويل الإسلامية التي تقوم عليها الصكوك الاستثمارية الوقفية.

فعلى الرغم من كثرة الاعيان الوقفية في العديد من البلدان على غرار الجزائر، إلا أن الاهمال و التهميش قد طالها بشكل أو بآخر، و من ثم دعت الضرورة إلى إعادة النظر في كيفية تنمية و استثمار هذه الأوقاف، فبعد حصول الجزائر على الاستقلال لم يهتم بالأوقاف، و قد كان الجزء الأكبر منها قد ضاع بطريقة أو بأخرى خاصة في الثورة الزراعية التي استحوذت على العديد من الاعيان الوقفية، ف جاء قانون 10/91 الذي أعطى دفعة قوية لعودة الأوقاف، و من ثم فقد تلتها العديد من المراسيم التي سعت إلى حصر الأوقاف و استرجاعها، الدخول في مشاريع جديدة يعطي إشارة واضحة للسعي الجاد نحو النهوض بالأوقاف في الجزائر على الرغم من أن ذلك تعترضه العديد من المشاكل و المعوقات المختلفة.

إن الأوقاف في الجزائر لا تزال في وضع لا يسمح لها بالقيام بجميع ما هو منوط بها والوصول إلى دورها التنموي، ولذا وجب استحداث طرق حديثة للتغلب على الصعاب لأجل الاستثمار الأمثل للكف هائل من الأوقاف التي تزخر بها الجزائر، حيث يمكن للتجربة الجزائرية في مجال الأوقاف الاستفادة من التجارب التي تطرقنا إليها في الدراسة، ومدى مساهمة الصكوك الوقفية كإحدى أشكال الصكوك الإسلامية في دعم و تنمية الوقف الإسلامي من خلال إمكانية توظيف هذه الآلية الخيرية لحشد مزيد من الواقفين و مزيد من الأموال للأغراض الوقفية ، للنهوض و احياء دور مؤسسة الوقف في تنمية المجتمع، والمساهمة في تطوير الوقف و ذلك من خلال الزيادة في الأصول الوقفية و استثمارها الاستثمار الأمثل.

قائمة المراجع:

1. أشرف محمد دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، ط 1، دار السلام، القاهرة، مصر، 1430 هـ - 2009م.
2. الصالح، محمد، "الوقف في الشريعة الإسلامية وأثره في تنمية المجتمع"، الطبعة الأولى، 2001.
3. المصباح المنير الصادر مع الكاف، نقلاً عن : محمد علي القري بن عيد، الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، ورقة بحث مقدمة إلى "الدورة 19 لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، إمارة الشارقة، الامارات العربية المتحدة، 1-5 جمادى الأولى 1430 الموافق ل 26-30 افريل 2009.
4. المعايير الشرعية: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم (17) صكوك الاستثمار، البحرين، 1431هـ-2010
5. العياشي صادق فراد ومحمود احمد مهدي، الاتجاهات المعاصرة في

- تطوير الاستثمار الوقفي**، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة 1997 .
6. ابو محمد عبد الله بن احمد بن محمد بن قدامة، **المغني**، مطبعة الملك فهد بن عبد العزيز، الجزء 8، السعودية، 1999.
7. الطيب داودي، **الوقف وآثاره الاقتصادية والاجتماعية في التنمية**، مجلة البصيرة، دار الخلدونية، الجزائر، العدد 2، 1998.
8. السدحان، عبد الله، **دور الوقف في بناء الحياة الاجتماعية وتماسكها**، مؤتمر الأوقاف. الأول، السعودية، 2001.
9. الجمل، احمد، **دور نظام الوقف الإسلامي في التنمية الاقتصادية المعاصرة**، دار السلام. للطباعة والنشر، الطبعة الأولى، 2007.
10. بن عيشي بشير، **الوقف و دوره في التنمية الاقتصادية مع دراسة تطبيقية للوقف في الجزائر**، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر الثالث للأوقاف بالجامعة الإسلامية، المملكة العربية السعودية 2009.
11. زياد الدماخ، **دور الصكوك الإسلامية في دعم قطاع الوقف الإسلامي**، المؤتمر العالمي "قوانين الأوقاف وإدارتها-وقائع وتطلعات"، الجامعة الإسلامية العالمية، ماليزيا، 20، 22 أكتوبر 2009.
12. لحو بوخاري، وليد عايب: **اليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وأثر الازمة المالية على سوق الصكوك الإسلامية**، الملتقى الدولي الأول حول: - الاقتصاد الإسلامي، الواقع..وراهانات المستقبل، جامعة غرداية، 23 ، 24 فيفري 2011 .
13. المغربي، محمد الفاتح، **دور الوقف في التمويل الاقتصادي**، الملتقى الدعوي الثالث، السودان، 2010.

14. محمد مبارك البصمان: صكوك الإجارة الإسلامية (دراسة قانونية مقارنة بالشريعة الإسلامية)، ط 1، دار النفائس، عمان، 2011.
15. محمد ابو زهرة ، محاضرات في الوقف، دار الفكر العربي، الطبعة 2، القاهرة، 1972.
16. محمد بوجلال، الحاجة إلى تحديث المؤسسة الوقفية بما يخدم اغراض التنمية الاقتصادية، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة ام القرى، مكة، مارس 2003.
17. منذر قحف ،الوقف الإسلامي، تطوره، ادارته، تنميته، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2000.
18. محمد بن احمد بن صالح الصالح، الوقف في الشريعة الإسلامية وأثره في تنمية المجتمع، مكتبة الملك فهد الوطنية، السعودية، 2001.
19. منصور، سليم، "الوقف ودوره في المجتمع الإسلامي المعاصر"،
20. سليم هاني منصور، الوقف و دوره في المجتمع الإسلامي المعاصر، مؤسسة الرسالة، ناشرون، ط 2004، 01.
21. سامي الصلاحات، مركزات أصولية في فهم طبيعة الوقف التنموية والاستثمارية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز ، جدة ، مجلد 18 ، العدد 2، 2005 .
22. عبد الله بن محمد المطلق: الصكوك، ندوة الصكوك الإسلامية (عرض وتقويم)، جامعة الملك عبد العزيز، جدة- السعودية، 24-26 ماي 2010.
23. عادل عيد: الصكوك الإسلامية، وثيقة رقم: 2012/8608 جمعية النهوض بالأزهر وتطويره، مصر، 2012.
24. عبد الستار ابراهيم الهيتي، الوقف و دوره في التنمية، مكتبة الشيخ

- علي بن عبد الله ال ثاني، الوقفية العالمية، قطر 1997.
25. عبد الله بن احمد الرايد، أهمية الوقف و حكمة مشروعيته، مجلة البحوث الإسلامية، عدد 36.
26. عطيه فتحى الويشى - أحكام الوقف وحركة التقنين المعاصر فى دول العالم الإسلامى المعاصر - الامانة العامة لأوقاف الكويت 1423هـ - 2002م.
27. د.علي محي الدين القره داغي، تنمية موارد الوقف والحفاظ عليها، مجلّة أوقاف الصادرة عن الامانة العامة لأوقاف دولة الكويت، ع 7.
28. عبده، عبد العزيز، "اثر الوقف فى التنمية الاقتصادية والاجتماعية مع دراسة تطبيقية. للوقف فى اليمن"، رسالة ماجستير، 1997
29. عبد الجبار السبهاني، وقف الصكوك وصكوك الوقف، مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي 2013، جامعة اليرموك، اربد، الاردن، 13، 12 تشرين الثاني 2013 .
30. فؤاد عبد الله العمر، إسهام الوقف فى العمل الاهلى والتنمية الاجتماعية - نشر الامانة العامة لأوقاف بالكويت 1421هـ - 2000م.
31. صفية أحمد أبو بكر: الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى: مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي-الامارات، 31 ماي - 3 جوان 2009.
32. صالح صالحى، المنهج التنموي البديل فى الاقتصاد الإسلامى، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، 2006.
33. شوقي جباري، فريد خميلي: دور الهندسة المالية فى علاج الازمة المالية، المؤتمر العلمى الدولى: الأزمة المالية ... اقتصادى إسلامى، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، 1، 2 / 12 / 2010.

تقييم الخيارات في الزمن المستمر (نموذج BMS)أ. بن الضب عبد الله¹د. بن الضب علي²أ. بن الناصر فاطمة³**ملخص**

تهدف هذه الورقة البحثية إلى إبراز أهمية عقود الخيارات وتقييمها باستخدام نموذج Black & scholes وبعض السيرورات العشوائية في الزمن المستمر مثل سيرورة فيينر والحركة البراونية، كما حاولت هذه الدراسة عرض وتقديم النموذج وكذا حدوده وانتقاداته. خلصت الدراسة إلى أن نموذج Black & scholes يمكن استخدامه لتقييم الأوراق المالية المهجنة خاصة في ظل التطورات المحاسبية التي تستوجب تحديد القيمة العادلة لعقود المشتقات المالية؛

الكلمات المفتاح: المشتقات المالية، الخيارات، نموذج بلاك سكولز، السيرورات العشوائية، الزمن المستمر.

Abstract

The aim of this paper is to highlight the importance of options contracts and evaluated using Black & scholes model and some stochastic processes in continues time such processes of WINER, BROWN, this study also attempted to view and submit the form and as well as its limits and criticism. The study concluded that Black & scholes model can be used to evaluate the hybrid securities, especially in light of developments that require accounting to determine the fair value of derivatives contracts;

Key words: Financial Derivatives, Options, Black-Scholes Model, Stochastic Processes, Continuous Time.

¹ أستاذ مساعد (ب)، المركز الجامعي إليزي² أستاذ محاضر، المركز الجامعي، عين تموشنت³ أستاذة مساعدة (أ)، المركز الجامعي، عين تموشنت

1 - مقدمة

لقد دفعت التغيرات الحاصلة في النظام النقدي الدولي بعد التخلي عن اتفاقية بروتن ووتز سنة 1973 إلى زيادة رهيبية في التقلبات والتذبذبات (volatility) في مختلف المتغيرات المالية والاقتصادية خاصة سعر الصرف وسعر الفائدة، الأمر الذي سأهم بصورة كبيرة في ابتكار أدوات الهندسة المالية كالمستقبلات، المبادلات والخيارات؛ كأدوات لإدارة هذه المخاطر المالية والتقليل من حدة آثار تلك التقلبات، وتخصيص أسواق لذلك أصبحت أحجام أنشطتها تفوق حجم النشاط الحقيقي بعدة أضعاف.

تمثل الهندسة المالية ذلك الحقل متعدد التخصصات القائم على إشراك النظرية المالية مع أساليب الهندسة، والأدوات الرياضية والبرمجة المعلوماتية. كما تعرف بأنها تطبيق الأساليب التقنية، وخصوصا من الرياضيات المالية والأتمة واستخدام الحاسوب، في الممارسة المالية، وعلى الرغم من الاعتماد على تكنولوجيا المعلومات والاتصالات.

ترتكز الهندسة المالية على أدوات من الرياضيات التطبيقية، وعلوم الكمبيوتر والإحصاء والنظرية الاقتصادية، وعلى نطاق واسع، كل شخص يستخدم الأدوات التقنية في مجال التمويل يمكن أن يسمى مهندس مالي؛ هذا الأخير هو خبير في مجال التمويل، وخاصة في المجال المصرفي وتمويل الشركات والأسواق المالية، كما تهتم الهندسة المالية بـ :

- إنشاء وتحسين ترتيبات التمويل المعقدة كالرفع في رأس المال...؛
- الجمع بين الأدوات المالية المختلفة، الأوراق المالية، والقروض، والمشتقات بجميع أنواعها (من خلال خلق محافظ يتم تكييفها لمشروع أو عملية محددة)؛
- تمويل المشاريع، توريق القروض، عمليات الدمج والتملك أو الاستحواذ؛
- إيلاء اهتمام خاص لتسيير المخاطر المالية وتحسين الربحية.

- تقييم المشتقات المالية والتنبؤ بالتقلبات الأسعار المستقبلية؛

يكن الهدف الرئيس لهذه الورقة البحثية في التعريف بالنماذج المعاصرة في الزمن المستمر والتي جمعت بين الفيزياء والمالية، ممثلة في أساسا في نموذج بلاك وسكولز، حيث قسمنا هذا العمل إلى ثلاثة أقسام رئيسية.

نعرض في القسم الأول نبذة عن أدوات الهندسة المالية وتطورها على المستوى العالمي، أما في القسم الثاني فسنتطرق لقيمة الخيار ومحدداتها، ليتم التركيز في القسم الثالث على السيرورات العشوائية لـ : فينر وبراون ونموذج بلاك وسكولز الذي جاء كحل لمعادلة تفاضلية عشوائية؛

2- المشتقات المالية كمخرجات للهندسة المالية

تتم أغلب العمليات في الحياة اليومية نقدا أو فورا فعند التوجه اليومي للذكان يتم التسليم للسلعة فورا مقابل الدفع نقدا في أغلب الاحيان، إذا هذا التعامل هو تعامل فوري غير أجل؛ أما في العمليات الآجلة يتم الاتفاق بين طرفين على بيع أو شراء أصل معيّن بتاريخ لاحق بسعر محدد الان، يسمى الطرف الذي قام بالشراء مركز طويل (Position langue) و نظيره مركز قصير (Position courte)؛

يقوم المركز القصير عند بلوغ تاريخ الاستحقاق بتسليم الأصل للمركز الطويل مقابل سعر يسمى سعر التسليم، أما قيمة العقد الاجل عند التعاقد معدومة، وبعد ذلك تكون له قيمة موجبة أو سلبية تبعا لتغير رات سعر الأصل محل التعاقد، و في أغلب الاحوال تتم العملية بين طرفين دون وسيط، لكن ما يعاب على هذه العقود الآجلة أنها تنطوي على مخطر ائتمان (من يضمن حسن انتهاء العملية؟) هذا من جهة ومن جهة أخرى مخطر السيولة، بناء على هذه النقائص ظهر نوع آخر من العقود يسمى بالعقود المستقبلية؛

1-2 العقود المستقبلية

تعرف العقود المستقبلية على أنها سلسلة من العقود الآجلة كل فترة ففي اللحظة السابقة انتهى العقد وتمت التسوية والآن يحرر العقد مرة أخرى وهكذا؛ أما عن ما يميز العقود المستقبلية عن الآجلة كون المستقبلية قابلة للتداول في البورصة؛ مما يعطيها سيولة عالية عن الآجلة هذا من جهة ومن جهة أخرى، لها مخاطر ائتمان أقل من الآجلة وهذا راجع للدور الذي تلعبه غرفة المقاصة عند طلب الهامش المبدئي¹ من الطرفين؛ حيث تقوم يوميا بالتسوية زيادة أو نقصان تبعا لتغيرات الأسعار، و في بعض الاحيان تشترط غرفة المقاصة حد أدنى للهامش المبدئي يسمى بهامش الصيانة و الذي يمثل 75% منه²؛

تقدم العقود المستقبلية أو المستقبليات كغيرها من العقود المشتقة ميزة أساسية تتمثل في التقليل من حدة المخاطرة، لكن من غير المتوقع أن تهدف إليها كل الاطراف والا تعرض الاقتصاد لحالة من الجمود³؛ ويتم استخدام العقود المستقبلية في حالتين أساسيتين؛ وهما في حالة وجود مخطر ارتفاع السعر حيث تتخذ المؤسسة أو المستثمر مركز طويل، أو في حالة وجود مخطر انخفاض السعر أي تأخذ المؤسسة أو المستثمر مركز قصير؛

- التغطية بمركز طويل: يتم اللجوء إلى هذا النوع من التعاقد في حالة وجود مخطر ارتفاع السعر، والذي يكون في حالة وجود دين يستحق مستقبلا بمعدل عائم، أو الرغبة في الاقتراض مستقبلا مقابل التوظيفات بالمعدلات الثابتة، حيث يقوم المستدين بشراء عقد مستقبلي يضمن معدل منخفض في حالة الارتفاع و تواريخ التسليم تتناسب مع الاحتياجات.

- التغطية بمركز قصير: في حالة ما إذا كانت المؤسسة لديها توظيفات مالية

¹Salih N. Neftci, *Principles of Financial Engineering*, Second Edition, 2008

² محمد صالح لهند أوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، *الاستثمار في الأسهم والسندات*، الإسكندرية: الدار الجامعية، 2004/2003، ص338.

³ منير إبراهيم هندي، *الفكر الحديث في إدارة المخاطر*، ج2، الدار الجامعية، الاسكندرية، ص234.

(سندات) ذات معدلات فائدة ثابتة وتخشي تراجع إيراداتها لذلك تلجأ إلى شراء عقود مستقبلية لتغطية هذا المخطر لتكون قد أخذت مركزاً قصيراً.

2-2 عقود المبادلات "Les Swaps"

ظهرت هذه الاداة كغيرها من منتجات الهندسة المالية لمواجهة المخاطر المالية خاصة مخطر سعر الصرف وسعر الفائدة؛ واللذان أصبحا كشيح يهدد البنوك التجارية والمؤسسات المالية بصفة خاصة ليس فقط مخطر تراجع الاداء بل قد يصل إلى حد الافلاس؛ حيث تعتبر عقود المبادلات سلسلة من العقود الآجلة يتم تسويتها على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية،...)، وهو عقد ملزم للطرفين.

يبدو من خلال التعريف الوارد أن عقود المبادلة تتشابه إلى حد كبير مع العقود المستقبلية لذلك لا بد من التفرقة بينهما وبين عقود أو حقوق الخيارات، حيث نقاط الاختلاف هي:

1- من ناحية الالتزام: تعتبر المستقبلات والمبادلات ملزمة على خلاف الخيارات غير ملزمة؛

2- من ناحية التسوية: تعتبر المبادلات ذات تسوية دورية وليست يومية كما في المستقبلات وليست مرة واحدة كما هو الشأن بالنسبة للعقود الآجلة؛ وتتألف أركان عقد المبادلة لسعر الفائدة¹ وهي:

- المركز الطويل: هو الطرف الأول من العقد؛ والهادف إلى تغطية مخطر الارتفاع، حيث عند ارتفاع المعدل السوقي عن المحدد في العقد يحصل على الفرق؛

- المركز القصير: هو الطرف الثاني أو محرر العقد؛ والهادف إلى تغطية مخطر الانخفاض، حيث عند انخفاض المعدل السوقي عن المحدد في العقد يحصل على الفرق؛

¹ محمد صالح اللنداءوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 303.

- معنل الفائدة الثابتة: هو ذلك المعنل ملثبّت في العقد والذي يدفعه الطرف الأول للثاني؛
- معنل الفائدة للتعغير: هو متوسط سعر الفائدة السائد في السوق، وعادة ما يستخدم معنل لبيور في أغلب الحالات في عقود المبادلات؛
- تتم التسوية بشكل دوري محدد مسبق (شهرية، ربع سنويا، نصف سنويا،...)
- قيمة عقد المبادلة: المبلغ المتفق عليه في العقد و يمثل قيمة عقد المبادلة؛

2-3 الخيارات "Les options"

بيدو من خلال تسميتها غياب صفة الالزام والذي يدعى بالعقد قابل للإلغاء، أي هناك حق للغير أو ما يعرف بلغيرارات؛ تمثل هذه الأخيرة أحد أهم الأدوات الحديثة التي تمنح فرصة الحد من المخاطر خاصة مخطر السعر، وتسمى بعقود أو حقوق للغير أو كونها تعطي لصاحبها الحق في الاختيار بين الشراء من عدمه أو البيع من عدمه، مقابل علاوة تدفع للمحرر دون إرجاعها، وليس الالزام كما في العقود المستقبلية؛ وللخيارات أنواع متعددة تختلف من معيار للآخر؛ فحسب معيار نوع الصفقة¹ هناك ثلاثة أنواع وهي: خيار الشراء، خيار البيع، الضمان. أما حسب معيار تاريخ التنفيذ² يوجد ثلاثة أنواع: الخيار الأوروبي، الخيار الأمريكي والخيار الآسيوي. أما بالنسبة لمعيار التغطية (أو الملكية) كذلك هناك نوعين من الخيارات: خيار مغطى، خيار غير مغطى. أما حسب معيار الربحية فهناك ثلاثة أنواع وهي: الخيار المريح، الخيار المتكافئ، الخيار غير المريح.

إن استخدام العقود المستقبلية لها مخاطر على رأسها مخطر عدم القابلية للتجزئة، والذي يمكن تجاوزه في عقود أو حقوق للغيرارات غير

¹ طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2001، ص43.

² محمود محمّد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، عمان، دار الشروق، 2005، ص135.

المنظمة؛ أما في حالة عقود الخيار المنظمة يختلف الأمر حيث تكون معيارية و لها عدة خصائص محددة¹ ، وتتم تغطية المخاطر بالاعتماد على الخيارات بطريقتن؛

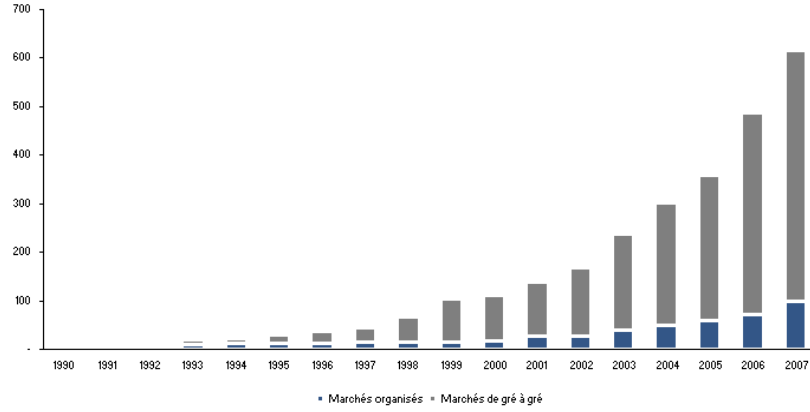
- تغطية بشراء خيار الشراء: تستخدم الخيارات في هذه الحالة كأداة لتغطية مخطر الانخفاض في سعر الأصل؛ أين تكون المؤسسة موظفة لأموالها، حيث تقوم بإلزام طرف ثاني وهو المحرر من تنفيذ العقد في حالة انخفاض السعر عن سعر التنفيذ المحدد في العقد وذلك مقابل علاوة غير قابلة للرد والتي تسمى بسعر أو علاوة للخيار؛ حيث يكون عقد الخيار مبني على توقعات الطرفين؛ فالطرف الأول يتوقع انخفاض السعر، أما الطرف الثاني يتوقع ارتفاع السعر ويسمى كذلك بخيار التوظيف،

- تغطية بشراء خيار البيع: تستخدم الخيارات في هذه الحالة كأداة لتغطية مخطر الارتفاع في سعر الفائدة أين تكون المؤسسة مقترضة، حيث تقوم بإلزام طرف ثاني؛ وهو المحرر من تنفيذ العقد في حالة ارتفاع السعر عن سعر التنفيذ المحدد في العقد، وذلك مقابل علاوة غير قابلة للرد و التي تسمى بسعر للخيار؛

ولإبراز نمو المشتقات المالية بمختلف أنواعها على المستوى العالمي نعرض الشكل الآتي:

¹ .BARRAEU et J.DELHAYE, Op.cit, P156.

الشكل (01): تطور سوق المشتقات المالية لجميع أنواع العقود في العالم خلال الفترة 1990-2007



Source : Pierre VERNIMMEN, **Finance d'entreprise**, 8^{ème} édition, édition Dalloz paris, 2009. P1104.

يبدو من الشكل تطور المشتقات في شكل دالة أسية خلال الفترة 1990-2007، وهي في تزايد مستمر، لاسيما في الفترة الأخيرة، مقارنة بالسنوات الأولى من التسعينيات حيث كانت شبه معدومة ولا تكاد تظهر أصلا.

3- قيمة الخيار ومحدداتها

طرح نمو المشتقات المالية العديد من المشاكل على عدة مستويات؛ فعلى المستوى المحاسبي تعتبر تعهدات خارج الميزانية (خارج IAS)، ويصعب إدماجها ضمن الأصول أو الخصوم لتعقيد عملية تحديد القيمة العادلة لها، أما على المستوى المالي فقد خصصت برامج يتم تثبيتها على الحاسوب لتحديد القيمة العادلة في العديد من الحالات، نظرا لتعقيد النماذج الخاصة بتقييمها. لذلك سوف نعرض طريقة تقييم الخيارات باعتبارها أشهر المشتقات المالية.

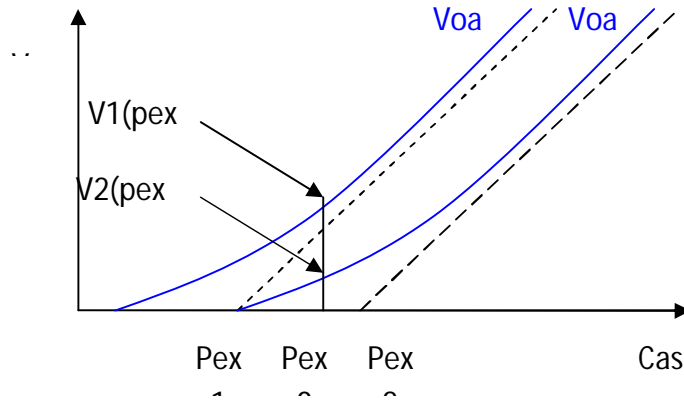
3-1 قيمة الخيار

تتمثل قيمة الخيار¹ في الفرق بين السعر السوقي للأصل محل

¹ هناك بعض المراجع تسميه بسعر الخيار (مثل : طارق عبد العالي حماد، مرجع سابق).

التعاقد وسعر التنفيذ أو الممارسة خلال فترة الاستحقاق¹، فإذا كان الفرق موجبا دل على أن الخيار ذو قيمة موجبة أو مريح، و إذا كان العكس فقيمة الخيار سالبة؛ هذا إذا كان الخيار خيار شراء، أما إذا كان خيار بيع فالعكس تماما؛ الفرق السالب يدل على القيمة الموجبة لخيار البيع والفرق الموجب يدل على القيمة السالبة لخيار البيع. كم يمكن توضيح قيمة الخيار وتأثرها بسعر الممارسة من خلال الشكل التالي:

الشكل (2): أثر تغير سعر الممارسة على قيمة خيار الشراء



SOURCE : Pierre VERNIMEN, Op.cit, P538.

يبرز الشكل أعلاه العلاقة العكسية بين سعر الممارسة أو التنفيذ و قيمة خيار الشراء، فخيار الشراء OA1 له سعر ممارسة Pex1 أقل من الخيار OA2 الذي يساوي Pex2، بطبيعة الحال قيمة الخيار الشراء الأول VOA1 أكبر من قيمة الخيار الثاني VOA2، وكذلك أنه عند سعر ممارسة آخر Pex0 قيمة الخيار الأول أكبر من قيمة الخيار الثاني مما يثبت العلاقة العكسية بين سعر الممارسة و قيمة خيار الشراء². كما أن الخط

¹ أوروبي أو أمريكي، فالأوروبي خلال تاريخ الاستحقاق أما الأمريكي خلال مدة الاستحقاق، أما الآسيوي يكون حول المتوسط.

² عبد الغني دادن، علي بن الضب، تقييم المؤسسات من منظور نظرية الخيارات، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة بسكرة، الجزائر، العدد 11، 2012.

المتقطع يشير إلى القيمة الجوهرية والخط الأزرق المستمر يشير إلى القيمة التقديرية القائمة الاحتمال والاستحداث.

إذا يمكن القول أن السعر السوقي للأصل محل التعاقد هو المحدد الرئيس لقيمة الخيار؛ ولكنه ليس الوحيد حيث توجد مجموعة من العناصر ذات التأثير الايجابي، السلبي، القوي، الضعيف، وأهم هذه العناصر هي:

3-2 محددات قيمة الخيار

تعتبر قيمة الخيار هي دالة متعددة المتغيرات، ومن بين أهم هذه المتغيرات أو العوامل¹ نجد :

أ- السعر السوقي للأصل محل التعاقد

ب- سعر التنفيذ أو الممارسة

ت- تذبذبات السعر السوقي للأصل محل التعاقد

ث- مدة حياة الخيار

ج- معدل المردودية بدون مخاطرة

أ- التوزيعات المتولدة عن الأصل محل التعاقد

ب- السعر السوقي للأصل محل التعاقد

يمثل هذا العنصر المحدد الرئيس لقيمة الخيار بسبب التأثير المباشر و القوي الذي يتركه؛ فقد يكون إيجابيا عند الارتفاع بالنسبة لخيار الشراء و سلبيا لخيار البيع، كما يكون سلبيا/إيجابيا عند الانخفاض للنوعين على التوالي، ويعتبر هذا العامل خارجي كونه يتحدد سوقيا.

ب- سعر التنفيذ أو الممارسة

نعرف سعر التنفيذ بأنه ذلك السعر الذي تم تحديده عند إبرام العقد والمحدد مسبقا؛ فإذا كان منخفض فهو ذو تكلفة أكبر بالنسبة لخيار الشراء، أما

¹ Pierre VERNIMEN, 2005, Op.cit, P537.

بالنسبة لخيار البيع فكلما كان سعر التنفيذ مرتفع زادت التكلفة¹. إذا سعر التنفيذ له تأثير سلبي على قيمة الخيار في الحالتين؛ وهي علاقة عادية كون مشتري خيار الشراء يخشى الارتفاع، فهو يهدف على التدنئة، أما مشتري خيار البيع فهو يخشى الانخفاض فهو يهدف إلى التعظيم. ومنه توجد هناك علاقة عكسية بين سعر الممارسة أو التنفيذ و قيمة خيار الشراء.

ت- تذبذبات السعر السوقي للأصل محل التعاقد

تعتبر التذبذبات في السعر السوقي مؤشرا لقياس درجة المخاطرة؛ والتي يمكن قياسها بالتباين (الانحراف المعياري) فبالرجوع لنظرية المحفظة كلما زاد تشتت السعر زادت المخاطرة²، وبطبيعة العلاقة المتواجدة بين المردودية والمخاطرة فزيادة تذبذب سعر الأصل محل لتعاقد ازدادت المردودية، والمتمثلة في هذه الحالة في قيمة الخيار. على عكس العاملين السالف ذكرهما، لهذا العامل تأثير بنفس الاتجاه لنوعي الخيارات (الشراء، البيع)، فكلما زادت تذبذبات السعر السوقي للأصل محل التعاقد زادت قيمة الخيار سواء كان خيار بيع أم خيار شراء، وهذا يعكس بطبيعة الحال العلاقة الطردية بين المردودية و المخاطرة.

ث- مدة حياة الخيار

في ظل النظرية المالية هناك قيمة زمنية للنقود، فكلما زادت مدة الخيار زادت التكلفة ومنه القيمة الحالية للاستدانة سوف تنخفض، وقيمة خيار الشراء سوف تتزايد وكذلك بالنسبة لخيار البيع يحظى عمر الخيار بتأثير ايجابي على قيمة خيار الشراء، و هذا ناتج بطبيعة الحال عن القيمة الزمنية للنقود المحفّضة من قيمة الاستدانة.

¹ عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية -أسهم-سندات-وثائق استثمار-الخيارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 539.

² عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003-2004، ص 540.

ج- معدل الفائدة أو الكوبون

نظرا للعلاقة العكسية بين معدل الفائدة السوقي والقيمة السوقية للسهم فتأثير معدل الفائدة سلبي في حالة الارتفاع على قيمة خيار الشراء¹، وإيجابي على قيمة خيار البيع، أما فيما يخص التوزيعات فهي كذلك في ظل فرضيات محدودة.

يتضح مما سبق أن قيمة الخيار دالة متعددة المتغيرات؛ تتمثل هذه الأخيرة أساسا في الفرق بين القيمة السوقية للأصل محل التعاقد وسعر التنفيذ، هذا الأخير معلوم ومحدد في العقد، لكن الآخر متغير عشوائي خاضع لعدة لعوامل مما يستوجب التنبؤ أو معرفة السعر المستقبلي لاتخاذ القرار. لذلك ظهرت عدة طرق لتحديد قيمة الخيار²؛ أهم هذه الطرق الشهيرة هو نموذج BLACK-SCHOLES 1973، الذي سمح بتقييم الخيارات الأوروبية على الأسهم في ظل فرضيات معينة، و هو ما سيتم تناوله في النقطة الموالية.

4- نموذج تقييم الخيارات في الزمن المستمر

يمثل نموذج **BLACK-SCHOLES**³ حلا مرجعيا وأساسيا في عمليات تقييم الخيارات وهو يستخدم بكثرة على مستوى معظم الأسواق المالية المنظمة كونه مرن وقابل للتطبيق بسهولة، كما تمثل النسخة الأولية للنموذج في حل لمعادلة تفاضلية عشوائية قدم من قبل الحائزين على جائزة نوبل للاقتصاد سنة 1997.

¹ Eales. Brian A., "**Financial Engineering**" McGraw-Hall, 2000/ 1st. ed., Macmillan press Lt.: d2000

² هناك الطريقة البيانية و نموذج Binomial و لمزيد من التفصيل أنظر : هاشم فوزي دباس العابدي، الهندسة المالية و أدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق، عمان، 2007.

³ مايرون سكولز صموئيل Myron Samuel Scholes، ولدت 1 يوليو 1941، و هو اقتصادي مالي أميركي من أصول كندية، اشتهر بوصفه واحدا من الكتاب من معادلة BLACK-SCHOLES، حصل في عام 1997 على جائزة نوبل التذكارية في العلوم الاقتصادية لطريقة لتحديد قيمة المشتقات. يوفر النموذج إطارا مفاهيميا لتقييم الخيارات.

4-1 السيرورات العشوائية من الفيزياء نحو المالية ؟

تمثل السيرورات العشوائية سلسلة لمتغيرات عشوائية والتي تبرز تطورها عبر الزمن ، وانطلقت هذه السيرورات بصورة رهيبية في المالية المعاصرة خاصة بعد أعمال بلاك وسكولز، ومنذ ذلك الحين باتت تمثلا حقا واسعا في المالية المعاصرة¹، ومن بين السيرورات العشوائية الأكثر استخداما وشيوعا نذكر:

أ- سيرورة فينر Processus de WIENER

يرمز لهذه السيرورة بـ dw ، وتقوم على قانون التوزيع الطبيعي حيث تكتب على النحو التالي:

$$dw = \varepsilon \sqrt{dt}$$

$$\varepsilon \rightarrow N(0,1)$$

تتميز هذه السيرورة بالأمل الرياضي المعدم والتباين المرتبط بالزمن dt .

ب- سيرورة براون الحسابية Processus Brownien arithmétique

سيرورة فينر السابقة لها استخدامات محدودة كونها ذات مشتق أو معدوم أي ليس لها اتجاه عام، لكن المتغيرات والسلاسل المالية عادة ما يكون لها اتجاه عام صعودي في المدى الطويل، وبالتالي جاءت حركة براون الحسابية لتصحيح هذا الاختلال ونكتب:

$$ds = \mu dt + \sigma dw$$

حيث المشتق الأول مستقل عن السلسلة الأصلية S .

ج- سيرورة براون الهندسية Processus Brownien géométrique

تكتب هذه السيرورة على الشكل التالي:

$$ds = \alpha S dt + \sigma S dw$$

يبدو أن المشتق والانحراف المعياري مرتبطين بالمتغير الأصلي أو السلسلة وليكن سعر السهم أو الأصل، وبالتالي نسبة العائد تصبح سيرورة براون

¹ Robert C. Merton, **Continuous-Time Finance**, Harvard University. Available at : <http://down.cenet.org.cn/upfile/10/200941781835145.pdf> (15-09-2012)

$$\frac{ds}{S} = \alpha dt + \sigma dw \quad \text{النحو التالي 1:}$$

وبالتالي عائد الأصل مستقل عن السعر؛

د - سيرورة أيتو Processus d'Ito؛

تسمى بسيرورة برأون الهندسية المعممة، وتكتب على الشكل التالي :

$$ds = \alpha(S, t)dt + b(S, t)dw$$

ويبدو من الصيغة أن المشتق الأول و الانحراف المعياري للسلسلة مرتبطين بالسعر والزمن؛ وهي معادلة تفاضلية عشوائية.

هـ - المعادلات التفاضلية العشوائية:

المعادلة التفاضلية العشوائية (SDEs) هي المعادلة التفاضلية ذات متغير واحد أو أكثر من السيرورات العشوائية، و الحل هو في حد ذاته سيرورة عشوائية، كما تستخدم SDES لنمذجة الظواهر المتنوعة مثل تنذب أسعار الأوراق المالية أو الأنظمة الفيزيائية التي تخضع للتقلبات الحرارية، وعادة تدمج SDES التشويش الابيض العشوائي الذي يمكن وصفه أنه مشتق من السيرورة البراونية أو سيرورة فينر، إلا أن من الجدير بالذكر أن هناك أنواع أخرى متطورة وحديثة من التقلبات العشوائية، مثل سيرورات القفز [jump](#) ² [processes](#) في الزمن المتقطع ³.

2-4 نموذج BLACK-SCHOLES لتقييم الخيارات

¹ Jean Marcel DADBARADE, **Mathématique des marchés financiers**, 3eme édition, édition ESKA, 2005, Paris, PP183-204.

² سيرورة القفز هي نوع من السيرورات العشوائية التي لديها حركات منفصلة ومتقطعة في الزمن تسمى بالقفز بدلا من تحركات مستمرة صغيرة. في الفيزياء تم نشره سيرورات القفزة على المستوى المجهرى ، أما في المجال المالي، وتستخدم مختلف النماذج العشوائية لنمذجة حركة أسعار الأدوات المالية ، على سبيل المثال نموذج بلاك شولز ل خيارات التسعير يفترض أن الأداة الأساسية في أعقاب عملية الانتشار التقليدية ، في الزمن المستمر ، والحركات العشوائية الصغيرة. واقترح جون كارينغتون كوكس وستيفن روس أن الأسعار في الواقع تتبع سيرورة القفز . كوكس روس - روبنشتاين ذات الحدين نموذج تسعير الخيارات الطابع الرسمي هذا النهج .

³ Francois Eric RACICOT et Raymond THEORET, **Finance computationnelle et gestion des risques**, Presses de l'Université du Québec, 2006, CANADA, PP27-38.

قدم كلا من BLACK and SCHOLEs في بداية السبعينيات من هذا القرن نموذجا لتقييم الخيارات¹ بناء على جملة من الفرضيات، حيث لقي تطبيقا كبيرا في وسط المحللين الماليين². كما يقوم هذا النموذج على بناء محفظة مكونة من أصل بدون مخاطرة وأصول بها مخاطرة، والمتمثلة أساسا في الأصل محل التعاقد، وذلك تحت محفظة من الفرضيات والتي يمكن حصرها في النقاط التالية:

أ- فرضيات نموذج BLACK-SCHOLEs: لهذا النموذج محفظة من الفرضيات و هي :

- الخيار محل التقييم من النوع الأوروبي وليس الأمريكي؛
 - لا وجود لتكلفة الصفقات؛
 - معدل المردودية بدون مخاطرة ثابت؛
 - تغيرات سعر/أسعار الأصل محل التعاقد تتبع التوزيع الاحتمالي لوغاريتم القانون الطبيعي log-normal؛
 - تباين الأسعار معلوم و متجانس؛
 - السوق المالي يتميز بالكفاءة؛
 - الأصول محل التعاقد لا توجد بها توزيعات أو ذات كوبون معدوم.
- تحت هذه الفرضيات تم تقديم العلاقة الرياضية لتحديد قيمة خيار الشراء على النحو التالي:

ب- الصيغة الرياضية لنموذج BLACK-SCHOLE: يأخذ نموذج بلاك وسكول³ الشكل التالي:

¹http://www.hec.unige.ch/professeurs/SCAILLET_Olivier/pages_web/cours_processus/BS.pdf consulte le 20/02/2008.

² هاشم فوزي دباس العابدي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق، عمان، 2007، ص35.

³ عبد الغني دادن، علي بن الضب، مرجع سابق، 2012.

$$V_{OA} = C_{as} \cdot N(d_1) - P_{ex} e^{-R_{sr} \cdot T} \cdot N(d_2) \dots (1-01)$$

$$d_1 = \left(\ln \left(\frac{C_{as}}{P_{ex}} \right) + (R_{sr} + 0.5\sigma^2)T \right) / \sigma \sqrt{T} \dots (1-02)$$

$$d_2 = d_1 - \sigma \sqrt{T} \dots (1-03)$$

حيث:

و: قيمة خيار الشراء؛

C_{as} : السعر السوقي للأصل تحت التعاقد spot؛

$N()$: دالة كثافة القانون الطبيعي المركز المختصر؛

P_{ex} : سعر الممارسة أو التنفيذ strike؛

e : أساس اللوغاريتم النيبيري؛

R_{sr} : معدل المردودية بدون مخاطرة؛

T : مدة حياة الخيار؛

σ^2 : تباين السعر السوقي للأصل محل التعاقد.

ما يلاحظ على هذه الصيغة أنها تحدد الفرق بين السعر السوقي للأصل محل التعاقد وسعر الممارسة بالترجيح لكيليهما باحتمال الحدوث، فبعد تحديد السعر المتوقع يتم استحداثه بدالة أسية ذات معلمتين هما معدل المردودية بدون مخاطرة ومدة حياة الخيار، على عكس الطرق التقليدية التي تعتمد على الاستحداث بمتتالية هندسية.

يمكن اشتقاق معلمات الدالة من خلال الاشتقاق بالنسبة لكل متغير

ونجد:

- "دلتا" وهو مشتق قيمة الخيار بالنسبة لسعر الأصل محل التعاقد حيث:

$$Delta = \frac{\partial V_{oa}}{\partial C_{as}} = N(d_1)$$

- "ثيتا" وهو مشتق قيمة الخيار بالنسبة للزمن حيث:

$$Theta = \frac{\partial V_{oa}}{\partial T} = C_{as} \frac{\sigma}{2\sqrt{T}} \cdot N(d_1) - P_{ex} e^{-R_{sr} \cdot T} \cdot N(d_2)$$

- "فيغا" وهو مشتق قيمة الخيار بالنسبة للتباين حيث :

$$Vega = \frac{\partial Voa}{\partial \sigma} = S \sqrt{T} N(d1)$$

- "رو" وهو مشتق قيمة الخيار بالنسبة لمعدل الفائدة حيث:

$$Rho = \frac{\partial Voa}{\partial Rsr} = T \cdot P_{ex} e^{-R_{sr} \cdot T} \cdot N(d_2)$$

- "غاما" وهو المشتق الثاني لقيمة الخيار بالنسبة لمربع سعر الأصل محل

$$Gamma = \frac{\partial Voa}{\partial Cas^2} = \frac{N(d1)}{Cas \cdot \sigma \sqrt{T}} \text{ : التعاقد حيث}$$

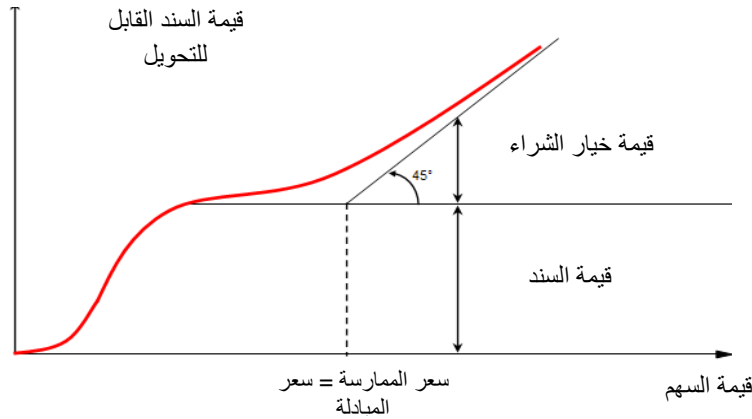
تتعلق الصيغة السابقة بتحديد قيمة خيار الشراء و يمكن عرض نفس الصيغة لتحديد قيمة خيار البيع على النحو التالي :

$$V_{Ov} = -C_{as} \cdot N(-d_1) + P_{ex} e^{-R_{sr} \cdot T} \cdot N(-d_2) \dots (1-04)$$

بعدها تم التطرق إلى قيمة الخيار و العوامل المؤثرة فيها، ثم بعد ذلك إلى التعريف بنموذج BLACK-SCHOLES الخاص بتقييم الخيارات.

يمكن تقييم الأوراق المالية المهجنة باستخدام نماذج تقييم الخيارات ونموذج بلاك سكول؛ ولتوضيح ذلك نعرض الشكل التالي؛ الذي يبرز العلاقة بين قيمة السند القابل للتحويل إلى سهم كما يلي:

الشكل (3): قيمة سند قابل للتحويل إلى سهم كدالة تابعة لقيمة السهم



Source : Pierre VERNIMMEN, Finance d'entreprise, 8^{eme} édition, édition Dalloz paris, 2009. P602.

يبدو من الشكل أن قيمة السند القابل للتحويل إلى سهم ما هي إلا قيمة خيار شراء مضافا قيمة السند، فتقييم الأوراق المالية المهجنة يعتمد في معظمه على تقييم الخيارات، والتي تعتبر موضوع يحتاج لكثير من الجهد.

ج- حدود وانتقادات نموذج

- افتراض عدم وجود توزيعات: يوجد في الواقع للتوزيعات أثر بالغ الأهمية على قيمة المؤسسة حيث خصص لها فصل كامل في هذه الدراسة.
- تجانس وثبات التباين: بعد أزمة الاثنين الاسود ظهرت نماذج تثبت عدم تجانس التباين، وتحاول نمذجة هذه المخاطرة ونجد من بينها نماذج ¹ ARCH, GARCH.
- لوغاريتم القانون الطبيعي، العديد من الدراسات تثبت عدم ذلك ².
- فرض كفاءة السوق المالي: تبقى هذه الفرضية نظرية، حيث هناك ضرائب و تكلفة للصفقات، بالرغم من أن تكاليف المعلومة تم تقديم نموذج يحويها ³.
- فرضية ثبات مدة استحقاق: إجمالي الديون يصعب أن يوجد لها تاريخ موحد؛ فقد تكون الاستدانة ذات تواريخ استحقاق متباينة أو خلال مجال محدد، حيث نكون بصدد خيار أمريكي وليس أوروبي أين يفشل النموذج للتقييم.

5- خاتمة

حاولت هذه الدراسة إبراز إسهامات نظرية الخيارات ونماذج تقييمها في تقييم عقود الخيارات بالاعتماد على نموذج Black & scholes وبعض

¹ Peijie Wang (2009), **Financial Econometrics**, Routledge, Second edition, Canada, 2009.

² Patrick NAVATTE, **Finance d'entreprise et la théorie des options**, Economica, Paris 1998

³ Bellalah M., Jacquillat B., (1995), " **Option Valuation with Information Costs: Theory and Tests**", Financial Review, August : 617-635

السيروورات العشوائية في الزمن المستمر، كما قامت بتحليل افتراضات النموذج وانتقاداته. خلصت الدراسة إلى أن نماذج تقييم الخيارات من شأنها أن تسمح في فهم و حل بعض المشاكل التسييرية لاسيما تقييم تعهدات خارج الميزانية، كما أن هذه النماذج يصعب تطبيقها على مستوى الدول النامية التي لا يوجد بها سوق مالي كفاء. كما توصي الدراسة بالبحث في نظرية الخيارات ونماذج تقييمها من أجل استعمالها في اتخاذ القرارات بالمؤسسات الوطنية والمحلية.

قائمة المراجع:

1. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، ج2، الدار الجامعية، الاسكندرية.
2. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الاسكندرية : الدار الجامعية، 2001.
3. عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية أسهم-سندات-وثائق استثمار-الخيارات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005.
4. عبد الغني دادن، علي بن الضب، تقييم المؤسسات من منظور نظرية الخيارات، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة بسكرة، الجزائر، العدد 11، 2012.
5. محمّد صالح لحدّوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأسهم والسندات، الاسكندرية، الدار الجامعية، 2004/2003.
6. محمود محمّد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، عمّان، دار الشروق، 2005.
7. هاشم فوزي دباس العابدي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق، عمان، 2007.
8. Bellalah M., Jacquillat B., (1995), " **Option Valuation**

- with Information Costs: Theory and Tests**", Financial Review, August.
9. François Eric RACICOT et Raymond THEORET, **Finance computationnelle et gestion des risques**, Presses de l'Université du Québec, 2006, CANADA, PP27-38.
 10. Jean Marcel DADBARADE, **Mathématique des marchés financiers**, 3eme édition, édition ESKA, 2005, Paris.
 11. Patrick NAVATTE, **Finance d'entreprise et la théorie des options**, Economica, Paris 1998
 12. Peijie Wang (2009), **Financial Econometrics**, Rutledge, Second edition, Canada, 2009.
 13. Robert C. Merton, **Continuous-Time Finance**, Harvard University. Available at : <http://down.cenet.org.cn/upfile/10/200941781835145.pdf>
 14. Salih N. Neftci, **Principles of Financial Engineering**, Second Edition, 2008
 15. Eales. Brian A., "**Financial Engineering**" McGraw–Hall, 2000/ 1st. ed., Macmillan press Lt., d2000

الهندسة المالية الإسلامية وإنشاء سوق المال الإسلامي في الجزائر

أ. مؤذن عمر¹

أ. بن زيدي عبد اللطيف²

الملخص:

تهدف هذه الورقة البحثية إلى إبراز دور وأهمية منتجات صناعة الهندسة المالية الإسلامية في إنشاء وتطوير السوق المالي الإسلامي في الجزائر كبديل للسوق المالي التقليدي الذي يشهد تأخر وعوائق أثرت سلبا على فعاليته رغم الإصلاحات الاقتصادية والمالية التي انتهجتها الجزائر بغية مسايرة التطورات التي شهدتها العالم و المتمثلة في موجة التحرير المالي وظهور مفهوم العولمة اللذان يعتمدان بشكل أساسي على سياسة الابتكار المالي أو ما يسمى بالهندسة المالية.

الكلمات الدالة: الهندسة المالية الإسلامية، منتجات الصناعة المالية الإسلامية، السوق المالي الإسلامي.

Abstract:

This research paper aims to highlight the role and important of Islamic Financial Engineering products industry in the establishment and development of the Islamic Financial Market in Algeria as an alternative to Traditional Financial Market that testifies the delay and obstructions effected negatively on its effectiveness despite the economic and Financial reforms persuade by Algeria in order to keep pace with the development witnessed by the world and the wave of Financial Liberation and the emergence of globalization which depend mainly on the financial innovation policy or the so called the financial engineering

Key words: Islamic Financial Engineering, products of Islamic Financial industry, Islamic Financial Market.

¹ أستاذ مؤقت، جامعة أحمد دراية - أدرار ، omar.mo85@gmail.com

² أستاذ مؤقت، جامعة أحمد دراية - أدرار ، a.latifbenzdi@gmail.com

مقدمة:

أصبح التطوير الابتكار في الأدوات المالية الإسلامية ضرورة حتمية للمصارف الإسلامية، خاصة مع تزايد الطلب على هذه المنتجات في ظل التوجه العالمي المتنامي نحو الاستثمار الاخلاقي المتوافق مع المعاملات الإسلامية التي تستبعد الربا والغرر والتعدي على أموال الناس، حيث تحتاج المصارف الإسلامية دوماً إلى الاحتفاظ بتشكيلة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية تمكنها من إدارة سيولتها بصورة مربحة، بالإضافة إلى توفيرها للمرونة المناسبة للاستجابة لمتغيرات البيئة الاقتصادية، ويستدعي ذلك بالضرورة تطوير أدوات مالية إسلامية مستحدثة تضمن لها نصيباً سوقياً يساعدها على الاستمرار بفعالية.

كما أن توفر سوق مالية إسلامية يتطلب وجود مصارف إسلامية تستفيد من نتائج الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي في إبداع وابتكار الطرق والعمليات التمويلية التي تضمن لهذه المصارف التميز في تقديم أدواتها المالية، وتحقق لها التميز على المصارف التقليدية، هذا من جهة ومن جهة أخرى ضمان تدخل فعال لها في الأسواق، وعملية إصدار مجموعة متنوعة من الأدوات المالية وتداولها في السوق المالية الإسلامية تمثل تغييراً جوهرياً في الهيكل التمويلي للمصارف الإسلامية، يمكنها من استيعاب المدخرات على مختلف رغبات أفرادها، والتوفير الملائم للاحتياجات التمويلية للمشروعات مما يساهم في تقويم مسار المصارف الإسلامية، فضلاً عن أن إصدار الصكوك الإسلامية لتوفير الاحتياجات التمويلية هو بمثابة أداة مناسبة للتكامل بين النشاط المصرفي الإسلامي والأسواق المالية، والاندماج مع السوق العالمية.

وبناء على ما سبق، يمكن طرح وصياغة الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة على النحو التالي: كيف يمكن الاستفادة من الهندسة المالية الإسلامية لدعم إنشاء سوق مالي إسلامي في الجزائر ؟

تم تقسيم الدراسة إلى المحاور التالية:

- **المحور الأول:** الهندسة المالية التقليدية والإسلامية.
- **المحور الثاني:** تحديات السوق المالي الإسلامي في الجزائر.
- **المحور الثالث:** الهندسة المالية الإسلامية وتطوير السوق المالي الإسلامي في الجزائر.

المحور الأول: الهندسة المالية التقليدية والإسلامية

من التحديات التي تواجه المؤسسات المالية المسؤولية عن بقاء النظام المالي نظام متكامل من خلال استيعاب المنتجات الحديثة في الصناعة المالية، ولا يتحقق ذلك إلا من خلال الأخذ بالهندسة المالية وابتكاراتها ومفهوم الهندسة المالية مفهوم قديم قدم التعاملات المالية، لكنه يبدو حديثاً نسبياً من حيث المصطلح و التخصص.

أولاً: الهندسة المالية التقليدية: تعرف الهندسة المالية (Financial Engineering) بأنها عملية البحث و تطوير منتجات مالية جديدة والخدمات التي من شأنها تلبية احتياجات العملاء¹، حيث تتضمن:

- ابتكار أدوات مالية جديدة مثل بطاقات الائتمان؛
- ابتكار اليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف كعمليات التبادل التجاري من خلال الشبكة العالمية و التجارة الالكترونية؛
- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية مثل إدارة السيولة أو إدارة الائتمان.

الهندسة المالية هي عملية توظيف الرياضيات المالية ومهارات النمذجة الحاسوبية، والعديد من التطبيقات، بحيث تهدف إلى التحكم بدقة في المخاطر المالية أو القضاء عليها نهائياً، ويطبق أسلوب الهندسة المالية لحل المشاكل المتعلقة بتطوير المنتجات الجديدة، تقييم الأوراق المالية المشتقة، هيكلية

¹ Giampaolo Gabbi, What is Financial Engineering? www.econ-pol.unisit.it/.../financial_engineering_part_2.

المحافظ، إدارة المخاطر و سيناريو المحاكاة.¹

وتتمثل أدوات الهندسة المالية في الأدوات المالية التقليدية والحديثة؛ حيث تشمل الأدوات المالية التقليدية كل من الأسهم والسندات، أما الأدوات المالية الحديثة فتكمن في المشتقات المالية.

ويعد الغرض الأساسي من استخدام الهندسة المالية هو التحوط من مخاطر السوق، على أساس اعتبار أن هذه الأخيرة هي من أهم المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون في الأسواق المالية.²

ثانياً: الهندسة المالية الإسلامية:

1- تعريف: يمكن تعريف الهندسة المالية الإسلامية على أنها: مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، وما يلزم ذلك من صياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل في إطار محددات وموجهات الشرع الإسلامي الحنيف.³

ويلاحظ على هذا التعريف أنه مطابق لتعريف الهندسة المالية (المشار إليه سابقاً) غير أنه أضاف عنصراً جديداً هو أنه يأخذ بعين الاعتبار ضرورة أن يكون موافقاً للشريعة الإسلامية. وهذا التعريف يشير إلى أن الهندسة المالية الإسلامية تتضمن العناصر التالية:

- ابتكار أدوات مالية جديدة.
- ابتكار اليات تمويلية جديدة.

¹ ربيع بوصبيح العائش، دور الهندسة المالية في خفض مخاطر المحافظ المالية: تحليل دور استراتيجيات الخيارات في بناء محفظة التحوط في السوق المالي القطري للفترة 2007 - 2011، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2012، ص 54.

² عبد العزيز فهمي هيكل، مقدمة في التأمين، دار النهضة العربية، 2003، بيروت، ص 747.

³ أحمد طرطار، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية العالمية، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، جامعة سطيف، الجزائر، 2009، ص ص 6-7.

- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع).
- أن تكون الابتكارات المشار إليها سابقاً، سواء في الأدوات أو العمليات التمويلية موافقة للشرع مع الابتعاد بأكبر قدر ممكن عن الاختلافات الفقهية، مما سيميزها بالمصادقية الشرعية¹.

2- مبادئ الهندسة المالية الإسلامية: من أهم المبادئ التي يجب أن تقوم عليها الهندسة المالية الإسلامية نجد:

• **الوعي (وعي بالسوق وأحواله):** ويقصد بالوعي بالسوق أن تكون الحاجات التي يتطلبها السوق معروفة لمن يقوم بالابتكار والتطوير للأدوات و الأوراق المالية، بالإضافة إلى تحقيق التراضي بين جميع الأطراف... لأن الهندسة المالية تهدف أساساً و كما أشرنا سابقاً إلى تلبية الاحتياجات المختلفة لجميع الاعوان الاقتصاديين... مع استفادة جميع هؤلاء الاعوان.

• **الإفصاح (بيان المعاملات وشفافيتها):** ويقصد بالإفصاح بيان المعاملات التي يمكن أن تؤديها تلك الأدوات التي يتم ابتكارها أو حتى تطويرها و ذلك لسد الثغرات التي يمكن أن ينفذ منها المتلاعبون أو المضاربون لاستخدام تلك الأدوات لتحقيق غايات لم تكن تهدف إليها أصلاً أو التحايل على الربا أو القمار... مع الإشارة إلى أن الالتزام بالشرعية الإسلامية أو ما اتفقنا على تسميته بميزة المصادقية الشرعية للهندسة المالية يشكل بهذا الخصوص صمام أمان بسبب انضباط قواعد الشرعية الإسلامية.

• **المقدرة والالتزام (الالتزام بالشرعية الإسلامية في التعامل):** يقصد بالمقدرة أو القدرة وجود مقدرة رأسمالية تمكن من الشراء والتعامل، وبالالتزام بالشرعية الإسلامية. وإذا كان من الممكن للهندسة المالية الإسلامية أن تشترك

¹ عبد الكريم أحمد قندوز، إدارة المخاطر في الصناعة المالية الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية، الأكاديمية للدراسات الإجتماعية والإنسانية، العدد 8، 2012، ص 17.

مع الهندسة المالية التقليدية في الوعي والإفصاح والمقدرة، فإن الالتزام بالشريعة الإسلامية يعتبر أساسا خاصا بالأولى، كما أنه ميزة لها¹.

3- أسس الهندسة المالية الإسلامية: كما تقوم الهندسة المالية الإسلامية على عدة أسس:

- **تحريم الربا:** حيث يعتبر البحث فيه مشبعا من النواحي الشرعية و مؤصلا ومسندا في كتب الفقه، لكن الغوص فيه ليس سهلا للكثيرين، خاصة غير المختصين بالعلوم الشرعية، لهذا نجد من الاقتصاديين من حاول إيجاد نماذج لإعادة تقديم الربا بأسلوب يتناسب و اللغة العلمية المعاصرة ؛
- **حرية التعاقد:** المقصود بحرية التعاقد إطلاق الحرية للناس في أن يعقدوا من العقود ما يرون، و بالشروط التي يشترطون غير مقيدين إلا بقيد واحد، وهو ألا تشتمل عقودهم على أمور قد نهى عنها الشارع؛
- **التيسير ورفع الحرج:** و تتضح أهمية هذه القاعدة في أن تقييد الناس والمتعاملين بالعقود القديمة فيه حرج و تضيق عليهم، لأنها لا تفي بكل احتياجاتهم و هي متنوعة و متزايدة. من هنا برزت ضرورة الهندسة المالية الإسلامية و أهميتها في تطوير تلك العقود كالمزج بين أكثر من عقد أو استحداث أخرى، كل ذلك في إطار موجهاً للشرع الإسلامي؛
- **التحذير من بيعتين في بيعة واحدة:** هي أهم أسس الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي و ترجع أهميتها إلى أنها هي التي تضمن بالإضافة إلى السلامة الشرعية، الكفاءة الاقتصادية للمعاملات المالية².

ثالثا: أوجه الاختلاف بين الهندسة المالية الإسلامية و التقليدية

بالرغم من اشتراك المدرستين الإسلامية والتقليدية في الحاجة للابتكار في

¹ عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مؤتمر الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، دبي 8 - 6 مارس 2006م، ص ص 08، 09.

² عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، م 20 ع 2، م ع السعودية، 2007، ص ص 29-33

وجود قيود تنظيمية، لكن الابتكار في الصناعة الإسلامية لا يؤدي إلى تجاوز الأحكام الإسلامية على النحو الذي يجري في الصناعة التقليدية. و يمكن التماس السبب في ذلك في الجوانب التالية:

1. **ضرورة الانضباط بالنظم الإسلامية:** إن حوافز الانضباط بالنظم الإسلامية أكبر من تلك المتعلقة بالنظم غير الإسلامية. فحافز التدين حافز عميق لدى المسلمين، و من شأنه أن يحد من محاولات الالتفاف على الأحكام الشرعية الصريحة. بينما نجد الهندسة التقليدية لا تملك حوافز ذاتية للالتزام بروح الأحكام واللوائح القانونية. و عليه فمجرد بروز الفرصة للربح كاف في الالتفاف عليها؛

2. **انضباط الأحكام الشرعية:** إن الأحكام الشرعية نفسها أكثر انضباطاً وأحكاماً متناسقاً من الأنظمة البشرية، و يترتب على ذلك أن المحافظة على الأحكام الشرعية أيسر من المحافظة على الأنظمة الوضعية، نظراً لتطرق الخلل و التناقض للأخيرة بما لا يسمح للمتعاملين بالمحافظة عليها، خلافاً للأحكام و القواعد الشرعية؛

3. **تحقيق مصلحة جميع المتعاملين:** إن الأحكام الشرعية تهدف إلى تحقيق مصلحة المتعاملين بها، فالالتزام يحقق هذه المصالح بما يجعل المتعاملين أكثر رضا و قناعة بها. بينما الأنظمة الوضعية لا تفرق بين المصالح الجزئية و المصالح الكلية، و بين مصالح جماعات الضغط و المصالح العامة. و تبعاً لذلك ينشأ التناحر بين مصلحة المتعاملين و بين هذه الأنظمة.

المحور الثاني: تحديات السوق المالي الإسلامي في الجزائر

تشكل الأسواق المالية قاعدة رئيسية للنمو الاقتصادي المعاصر، فبدون رواجها لا يمكن لأي اقتصاد تحريك المدخرات إلى قنوات الاستثمار بما يؤدي إلى تحقيق وظائف الأسواق المالية وأهدافها.

وفي ظروف التنمية التي تمتزج بتزايد حجم نشاط المؤسسات الاقتصادية

التي تلتزم بالعمل بأحكام الشريعة الإسلامية، تم إنشاء سوق المال الإسلامية في عدد من البلدان الإسلامية المعاصرة، مما ساعد على طرح أوراق مالية خاصة بها لتغطية احتياجات التمويل طويل الاجل. وفي هذا المحور من المداخلة سنحاول تسليط الضوء على نشأة السوق المالي الجزائري بالإضافة إلى دوافع ومتطلبات هاته السوق.

أولاً: السوق المالي ونشأته في الجزائر

1- السوق المالي:

يعرف السوق المالي بأنه مكان أو سوق، يلتقي فيه دورياً أعوان مختصون معتمدون، حيث يقومون بإبرام صفقات بالبيع و الشراء لقيم متداولة (أوراق مالية) أو أشياء غير موجودة (عقود) تحت نظر الاطراف المتعاقدة، بأسعار متفاوض عليها، والتي إما أن تكون بالتقايض (عمليات عاجلة)، أو بصفة آجلة، شريطة أن تتم كل العمليات في السوق وتحت مراقبة السلطات العمومية، ضماناً لحرية التعامل والعقلانية والالتزام بالمثل الأخلاقية، بهدف توجيه و استخدام الموارد المتاحة للمجتمع بكفاءة عالية¹.

وينقسم السوق المالي إلى سوقين أساسيين هما:

- **السوق الأولية أو أسواق الاصدار:** هي سوق الاصدارات الجديدة، التي تتكون فيها علاقة مباشرة بين مصدر الأسهم والمكتتبين الاوائل لها، سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروعات قائمة بزيادة رأسمالها، والترويج والتسويق لتلك الاصدارات (الأوراق المالية) وتغطية الاكتتابات فيها من خلال منشآت مالية مصرح لها مثل: البنوك، وذلك قصد ضمان مهمة تمويل الاقتصاد الوطني.

- **السوق الثانوي أو سوق التداول:** هو المكان المخصص لتداول

¹ جمال لعامرة، ريس حدة، تحديات السوق المالي الإسلامي، الملتقى الدولي حول : سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2006، ص 3.

الإصدارات السابقة، أو التي تم طرحها سابقاً، ومحطها استثمار قائم من قبل وليس استثماراً جديداً، ومن خلال هذا السوق يستطيع المستثمرون ولمدخرون التحول بسهولة من الأصول النقدية إلى الأصول الحقيقية والعكس، عبر تقنيات العرض والطلب في هذا السوق. ومنه فإن السوق الثانوي هو الذي يشكل موضوع السوق المالي ككل، بمعاملاته ومؤسساته وعملياته الحاضرة والآجلة¹.

وتعد من أهم مؤسسات السوق المالي التي تتولى القيام بمختلف المعاملات المالية المؤسسات التالية: شركات السمسرة في الأوراق المالية، صناديق الاستثمار، شركات إدارة وتكوين محافظ الأوراق المالية، شركات رأس المال المخاطر، شركات الترويج و التغطية للاكتتاب في الأوراق المالية، شركات المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية.

1- نشأة السوق المالي الجزائري:

تعود فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية في الجزائر إلى الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها 1987 ودخلت حيز التطبيق في 1988 بصور قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة. وقسم رأس مال المؤسسات العمومية الاجتماعي و الذي يمثل حق الملكية إلى عدد من الأسهم وزعت مابين صناديق المساهمة، و بذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم لتساير أحكام القانون التجاري لسنة 1975 المكمل لقانون عام 1988، ومنه فلا يمكن تطوير نظام شركات المساهمة بدون إنشاء سوق مالية تتبادل فيها هذه الأسهم؛ مرت بورصة الجزائر بالمرحلة التالية:

¹ أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام. الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل وإدارة. عمان، دار المسيرة، 2004/1425، ص 114.

• **المرحلة الأولى: 1990-1992:** اتخذت الحكومة في هذه المرحلة إجراءات بعد أن تحصلت معظم المؤسسات العمومية على استقلاليتها، وكذلك إنشاء صناديق المساهمة في 12 جانفي 1988 من خلال إصدار القانون رقم 88-03. ومن جملة هذه الاجراءات تم إنشاء مؤسسة تسمى شركة القيم المنقولة SVM مهمتها تشكل إلى حد كبير مهمة البورصة في الدول المتقدمة. و قد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية و قدر رأسمالها ب 320.000 دج ويديرها مجلس الإدارة المتكون من ثمانية أعضاء حيث أن كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة كما عرفت هذه المرحلة إصدار المراسيم التنفيذية التالية:

-المرسوم التنفيذي رقم 169 الصادر في 21 ماي 1991 يشمل تنظيم العمليات على القيم المنقولة.

-المرسوم التنفيذي رقم 177-91 يوضح أنواع و أشكال القيم المنقولة وكذا شروط الاصدار من طرف شركات رأس المال.

• **المرحلة الثانية 1992-1999:** لقد مرت هذه الشركة بمرحلة حرجة ناجمة عن ضعف رأسمالها الاجتماعي و الدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه، و في فيفري 1992 تم رفع رأسمالها إلى 932000 دج، كما تم تغيير اسمها وأصبحت تسمى بورصة القيم المتداولة BVM ، بالرغم من كل ما سبق غير أن البورصة لم تشتغل بالمرّة حيث اعترضت انطلاقتها جملة من الصعوبات، و قد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر في غضون عام 1993 بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 المتمم والمعدل للأمر المتضمن القانون التجاري والمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بسوق القيم المتداولة.

وبموجب هذين المرسومين التشريعيين تم تكريس انطلاق عملية تأسيس

بورصة الجزائر حيث نص المرسوم الاخير 93-10 على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تكفل بمهمة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة حيث منحها من الصلاحيات ما جعل أي نشاط بورصي مرهون بوجود هذه الهيئة.

ثانيا: السوق المالي الإسلامي و متطلبات إنشائه في الجزائر

1- السوق المالي الإسلامي:

يختلف مفهوم السوق المالي في الاسلام عن المفاهيم التقليدية السابقة الذكر، من حيث انه يهدف إلى جعل المعاملات المالية تعقد في شكل منظم، ومتفق عليه بين الاطراف المتعاملة، ووفقا لآجال مختلفة، بناء على قواعد وقيم الشريعة الإسلامية.

وتبرز أهمية وجود سوق مالي إسلامي في أن مؤسسات الوساطة المالية، ومنها أسواق المال، هي وسائل لتحقيق الكفاءة الاقتصادية، و في عصر صار تحقيق ارتفاع مستمر في مستوى معيشة جميع الافراد غاية متفق على ضرورة الوصول اليها في كل المجتمعات، تصبح لأسواق المال أهمية بالغة وتؤدي وظائف أساسية في الحياة الاقتصادية المعاصرة، فإذا كان الأمر كذلك بالنسبة للمجتمعات بشكل عام فهو بشكل أخص بالنسبة للمجتمع الإسلامي.

و يضاف إلى ذلك مساهمة تكنولوجيات الاعلام والاتصال في تطوير نشاط السوق المالي الإسلامي من خلال استعراض اتجاهات الأسواق المالية العربية و الاوربية و معاملاتها المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وفي ظل هذا النجاح يمكن أن ترتفع قدرة السوق المالي الإسلامي على تحدي مستويات المنافسة التي تفرضها الأسواق المالية المعاصرة¹.

2- متطلبات إنشاء سوق مالي إسلامي في الجزائر

¹ جمال لعامرة، رايس حدة، تحديات السوق المالي الإسلامي، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2006، ص7.

لا تتضح أهمية إقامة سوق مالي إسلامي بأقسامها المختلفة بمجرد إصدار قرار إنشاء سوق مالي إسلامي، وإنما يجب تحقيق متطلبات النجاح متمثلة باستيفاء عدة أنواع من الشروط الأساسية الواجب توفرها في كافة أطراف السوق المالي الإسلامي، وبما يراعي خصوصية كل طرف - تتمثل هذه الاطراف في: السوق، الهيئات الاشرافية، الوسطاء الماليون، الجهات المصدرة للأوراق المالية و المستثمرون -، وفي سبيل تحقيق ذلك لا بد من تحقق جملة من الشروط:

• **الشروط المهنية:** تتمثل أهم الشروط المهنية اللازم تحققها سواء في الجهة المشاركة في السوق المالي الإسلامي، أو ما يتم تداوله من أدوات تابعة لها فيما يلي:

- تحديد الأدوات المالية الإسلامية المرخص إصدارها (الأسهم الجائزة شرعا، الصكوك الإسلامية، وحدات الصناديق الاستثمارية)، تحت اشراف هيئات رقابية إشرافية شرعية.

- التأكد من التزام الاطراف المشاركين في السوق المالية بالمعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المعايير، كل بحسب موضوعه، وأن يتم الاستعانة في سبيل ذلك بالإفصاح والتقارير، وتقارير المراجعين والمدققين الشرعيين الداخليين منهم، و الخارجيين.

- تحديد معيار كفاية رأس المال للأدوات المالية التي يكون لها جانب ائتماني، بحيث تقوم الجهات المالية الاشرافية بتحديدده، وتقوم الجهات المصدرة بتطبيقه، فيجب الاتفاق على النسبة التي لا يجب أن تتجاوزها نسبة السيولة النقدية عن الأصول الحقيقية، إذ ينبغي تحديد نسب معينة و ينبغي أن يخصص لكل قطاع نسبة خاصة به مراعاة إلى أن بعض المؤسسات المالية والجهات المصدرة لأدوات المالية يكون تعاملها بالنقود أكثر كالمصارف الإسلامية، وبعضها بالحقوق غير الملموسة أكثر كالأسماء التجارية.

- أن يتم اعتماد القيمة العادلة أساساً لإصدار الأدوات والأوراق المالية؛ خاصة عند إصدار الأسهم الجديدة لزيادة رأس مال الشركة بحيث يأخذ بالاعتبار القيمة العادلة للأسهم القديمة، و القيمة السوقية سواء بعلاوة إصدار أو حسم إصدار مع الحرص على كون النسبة مقدرة تقديراً مناسباً.
- أن يتم مراعاة خصوصية الأدوات المالية إصداراً و تداولاً، ذلك لاحتتمال إمكانية كون الإصدار والتداول متعلق بالنقود والديون، أو الذهب والفضة، فلكل منها أحكامها الخاصة. فإن كانت موجودات الأدوات المالية نقوداً محضة يجب مراعاة أحكام الصرف عند تداولها، وإن كانت موجوداتها ديوناً محضة، فيجب مراعاة أحكام بيع الديون عند تداولها.
- أن يتم تداول الأدوات المالية وفق قواعد أساليب الاستثمار والتمويل الإسلامي، وبما يقلل المخاطر الناشئة عن المعاملات المالية، و بما يمنع المضاربة غير المشروعة (المقامرة)، وهذا في إطار المشتقات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية حتى تكون هذه الأدوات أدوات ملكية المقصود منها التحوط وليس المضاربة والمقامرة، بالتالي يمنع إجراء التسويات النقدية لأن فيها إشارة ودلالة على أن المقصود مضاربة قمارية ليس المقصود من المشتقات التحوط ضد المخاطر المعتبرة في الاقتصاد أو التمويل الإسلامي.
- أن يتم صياغة أنماط العلاقات بين المستثمرين و الوسطاء الماليين على أساس الوكالة بأجر حال كون الاستثمار المالي مغطى، في حين يتم اعتماد أساليب التمويل المشروعة كأسلوب المشاركة أو المرابحة أو القرض الحسن، مع الأخذ بعين الاعتبار الاداة المالية الممولة و الأصل المالي الممول حرصاً على كون بعض الأدوات و الأصول المالية لها أحكام خاصة كالذهب مثلاً.
- أن يتم وضع أسس مالية واضحة و صارمة تبين مقدار كفاية رأس المال للوسطاء الماليين المرخص لهم التعامل في السوق المالية ضماناً لحصول مقاصة مالية حقيقية في نهاية كل جلسة عمل بين الوسطاء وتحت إشراف

غرفة المقاصة في السوق بحيث يتم تغطية أثمان العمليات التي تم إجراؤها من قبل العملاء من خلال وسطائهم.

- أن يتم وضع الضوابط و القيود المالية التي تنظم سقوف تمويل الوسطاء الماليين لعملائهم في السوق.

• **الشروط الفنية:** يقصد بالشروط الفنية الاجراءات أو المتطلبات المتعلقة بالقضايا الإدارية والتنظيمية لإنجاح إصدار وتداول الأصول المالية على أنواعها المختلفة في السوق المالية الإسلامية، بحيث تتكفل بمهمة تحقيق هذه الشروط الهيئات الإدارية المشرفة على السوق المالية في ظل الاقتصاد الإسلامي.

تكون هذه الشروط محل التزام من قبل المتعاملين بالسوق المالي الإسلامي من الجهات التي تصدر عنها الأدوات المالية الإسلامية التي سوف يتم تداولها سواء كانت دولة أو شركة أو مؤسسة أو بنك أو جهة وساطة مالية، بحيث تمنع الهيئات المشرفة على السوق من إدارة و هيئات إشراف من لم يستكمل هذه الشروط العمل في السوق المالية ؛ بل يمكن إيقاع عقوبات على المتهربين من ذلك.

• **الشروط الشرعية:** إن السوق المالية الإسلامية يجب أن تتحقق فيها مجموعة من الشروط الشرعية، وفق منهج يضمن لها أن تلبي احتياجات حقيقية لاقتصاديات الدول الإسلامية، لا مجرد هيكل يمثل صدى للنموذج الغربي لأسواقهم المالية، وعيننا بوصفنا لها بأنها إسلامية ضرورة التزامها بالمنهج الشرعي في التعامل، إلا أن مجرد التزامها بهذا المنهج وحده لن يضمن لها أن تؤدي دورها بالكفاءة المطلوبة. ولذلك يجب إقرار الخطط اللازمة من أجل ترقية الاداء واصطفاء الهياكل وتطوير الإدارة والذي التمسناه من خلال

عرضنا للشروط المهنية و الفنية، فهذا أيضا مؤداه تحقيق قاعدة الاتقان المطلوبة شرعا¹.

المحور الثالث: الهندسة المالية وتطوير السوق المالي الإسلامي في الجزائر:

إن تدعيم السوق المالية الإسلامية بمنتجات ذات مصداقية شرعية وكفاءة اقتصادية من شأنه أن يتيح المجال لاستثمار فوائض الأموال المتركمة لدى المصارف الإسلامية؛ وبالتالي تشجيع الاستثمار طويل الاجل بها، وتعتبر الصكوك الاستثمارية والمشتقات المالية الإسلامية التي كانت نتاجاً لهندسة مالية متوافقة مع ضوابط المعاملات المالية في الاقتصاد الإسلامية، تعتبر من المنتجات التي يمكن من خلالها تحقيق أهداف إدارة السيولة والمخاطر لدى المصارف الإسلامية.

أولاً: الهندسة المالية وتطوير السوق المالي الإسلامي

1- مكانة الهندسة المالية في تطوير السوق المالي الإسلامي

يمكن أن تظهر مكانة الهندسة المالية في إقامة السوق المالية الإسلامية وتطويرها، وذلك من خلال الجوانب التالية:

• تحتاج السوق المالية إلى تنوع في الأوراق المالية المتداولة، ودور الهندسة المالية هو ابتكار الأدوات التي تسهل التعاملات من جهة كما تطور وتبتكر أوراق مالية تحقق الكفاءة الاقتصادية من جهة أخرى وتتوافق مع الشريعة الإسلامية.

• تحتاج السوق المالية إلى مؤسسات مالية متطورة، ودور الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي سيكون في إبداع وابتكار الطرق والعمليات التمويلية التي تضمن لهذه المؤسسات المالية القدرة التنافسية من جهة، ومن جهة أخرى

¹ رائد نصري أبو مؤنس، خديجة شوشان، الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية، المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي، متاح على:

<http://9icief.sesric.org/presentations/Day1/Session16/2-99>

ضمان تدخل فعال لهذه المؤسسات في هاته الأسواق، سواء من خلال التحوط، إدارة المخاطر.

• تطوير مؤشر إسلامي.

و تجدر الإشارة هنا إلى أنه لا يمكن اعتبار الاداة التي يتم ابتكارها أو تطويرها من خلال الهندسة المالية الإسلامية وفق المنهج الإسلامي إسلامية، إلا في حال توفر ثلاثة شروط هي:

- الالتزام بشرط المشاركة في الربح أو الخسارة، وهو شرط ضروريا غير كاف؛

- أن لا يعاد دفع الموارد المعبأة عن طريق الأوراق والأدوات المالية إلى مؤسسات و شركات تتعامل بنظام الفوائد في كل تعاملاتها، كما لا يجب استثمار الموارد النقدية للأوراق و الأدوات المالية الإسلامية في مشروعات تدر عوائد متفق عليها مقدما على سبيل التأكيد مع عدم المشاركة في مخاطرة النشاط الذي يدر هذه العوائد، فمثل هذه العوائد لا تختلف عن الفوائد ولن سميت أرباحا؛

- ضرورة استثمار المواد التمويلية للأوراق في مشروعات لها أولويات واضحة في مجال المصلحة العامة للمجتمع الإسلامي¹.

ثانيا: نماذج لمنتجات مالية إسلامية مطورة بفعل الهندسة المالية الإسلامية:

تحتوي الهندسة المالية الإسلامية على عديد النماذج والمنتجات المالية المبتكرة، التي تحتاجها المؤسسات المالية الإسلامية من جهة لزيادة تنافسيتها وضمان ديمومة نموها، فضلا عن إدارة مخاطرها و زيادة ربحيتها من جهة

¹ عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مؤتمر الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، دبي 8 - 6 مارس 2006م، ص ص18-19.

أخرى¹.

1- **الصكوك الإسلامية:** يقصد بالصكوك الإسلامية " تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول ومن ثم بيعها في الأسواق المالية مع مراعاة ضوابط التداول. أما هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية عرفتها بأنها "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك و قفل باب الاكتتاب و بدء استخدامها فيما أصدرت من أجله².

من هذا التعريف يتضح لنا الآتي:

- الصك أداة ملكية محددة لجمع الأموال من المستثمرين، ويمثل ملكية صاحبه الموثقة و الشائعة في موجودات المشروع؛
- الصك أداة ملكية لذلك فإن لأصحابه الحق في الأرباح التي يحققها المشروع (إن وجدت)، و يستلزم ذلك فصل الذمة المالية للمشروع عن الذمة المالية للهيئة المنشأة له؛
- قابلية الصك للتداول في البورصة، وهذه تمثل ميزة مفيدة جداً للمؤسسات المالية³.

• **صكوك المقارضة:** و تعرف بأنها: "الوثائق المحددة (والموحدة) القيمة والتي تصدر بأسماء مالكيها مقابل الأموال التي قدموها لصاحب مشروع

¹ مختار بونقاب، دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير منتجات المؤسسات المالية الإسلامية، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2012، ص 83

² نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية، مجلة الباحث، العدد 2011/09، الجزائر، ص 254

³ ع بدالكريم قندوز، مؤتمر الأوراق المالية و البورصات، كلية الشريعة والقانون، دبي 8 - 6 مارس 2006، ص 22

بعينه، بقصد تنفيذ المشروع واستغلاله وتحقيق الربح، مالكوها على نسبة محددة من أرباح المشروع، ولا تنتج هذه السندات (الصكوك) أي فوائد¹. (و تعتمد هذه السندات أو الصكوك في أساسها الفقهي على المضاربة، لأنها تمثل حصصاً شائعة في رأسمال المضاربة متساوية القيمة، وتتوافر فيها شروط عقد المضاربة من الإيجاب والقبول، ومعلومية رأس المال ونسبة الربح).

• **صكوك المشاركة:** وهي عبارة عن "صكوك استثمارية تمثل ملكية رأسمال المشاركة، ولا تختلف عن صكوك المقارضة إلا في تنظيم العلاقة بين جهة الإصدار الراعية للصكوك وحملة الصكوك، وقد تشكل الجهة المنوط بها الإدارة لجنة للمشاركين يرفع اليهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية. و من تطبيقات صكوك المشاركة، أن تشترك فيها الدولة أو شركة مساهمة من طرف ومالكي الصكوك من طرف آخر لتمويل شراء عقارات مثلاً تديرها جهة متخصصة و ذلك بهدف تحقيق عائد يتم توزيعه على المالكين بنسبة ما يملكه كل منهم².

• **صكوك السلم وصكوك الاستصناع:** صكوك السلم هي "صكوك تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل، والسلعة المعجلة التسليم هي من قبيل الديون العينية، لأنها موصوفة تثبت في الذمة. لا يزال في ذمة البائع، لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو للتداول في حالة إصدار الصك من قبل أحد الطرفين: البائع أو المشتري، فهي 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

¹ سامي حمودة، "الوسائل الاستثمارية للبنوك الإسلامية في حاضرها وإمكانيات المحتملة لتطويرها"، "المصارف الإسلامية"، اتحاد المصارف العربية، 1989، ص 167.

² وليد خالد الشايجي، عبد الله يوسف الحجري، "صكوك الاستثمار الشرعية"، مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة و القانون، الإمارات العربية المتحدة، مارس 2005، ص 909.

العينية، لأنها موصوفة تثبت في الذمة، إلا أنه يجوز تأجيل ثمنها، والمبيع في الحالتين لا يزال في ذمة الصانع أو البائع بالسلم، لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو التداول في حالة إصدار الصك من قبل أحد الطرفين: البائع أو المشتري¹.

• **صكوك الإجارة:** وتعرف على أنها: "صكوك متساوية القيمة تمثل أجزاء متماثلة مشاعة في ملكية أعيان معمرة مرتبطة بعقود إجارة أو تمثل عدداً متماثلاً من وحدات خدمة موصوفة تقدم من ملتزمها لحامل الصك في وقت مستقبلي. فهذه الصكوك تمثل أعيان معمرة أو ملكية خدمات مستقبلية".

• **شهادات الاستثمار الإسلامي:** تقوم هذه الشهادات على أحكام المضاربة في شكلها و جوهرها، ففي هذا النوع يكون أصحاب الودائع أو الشهادات هم أرباب المال، وتقوم الجهة المصدرة بدور المضارب مع الاتفاق على نسبة الربح و تحمل رب المال الخسارة، والمضارب يخسر عمله، تصدرها المصارف والمؤسسات المالية، ولا يقل اجلها عن عام، أو مضاعفات العام و هي نوعان: شهادات الاستثمار المخصص، وشهادات الاستثمار العام².

2- نماذج لمنتجات مالية إسلامية تصدرها هيئات سيادية

• **شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم):** شهادات مشاركة البنك المركزي (وتعرف بأنها شهادة مشاركة تمكن حاملها من مشاركة بنك السودان المركزي في ملكيته لأسهمه بالبنوك التجارية، وتنشأ الشهادة بعد حصر مساهمات بنك السودان المركزي وتحديد قيمتها ومن ثم تجزئتها إلى شهادات مشاركة بقيمة متساوية، ويستخدم بنك السودان المركزي هذه الشهادة من أجل تنظيم السيولة

¹ مداني أحمد، قندوز عبد الكريم، الأزمة المالية واستراتيجيات تطوير المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني: "الأزمة المالية الراهنة والبدايل المالية والمصرفية" المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، ص 07.

² شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي-دراسة تحليلية نقدية"، دار الفكر، دمشق، سوريا، الطبعة الأولى، 2002، ص 161.

النقدية في الاقتصاد. بدء العمل بهذه الشهادة في العام 1998م وانتهي العمل بها في العام 2004م.

• **شهادات مشاركة الحكومة (شهادة):** وهي الشهادات التي ارتبط اسمها باسم الشركة وهي عبارة عن صكوك تقوم على أساس صيغة المشاركة تصدرها وزارة المالية والاقتصاد الوطني نيابة عن حكومة السودان ويتم تسويقها عبر شركة السودان للخدمات المالية المحدودة وشركات الوكالة المعتمدة.

وتهدف شهادات شهامة إلى تحقيق الآتي:

- استقطاب المدخرات القومية وتشجيع الاستثمار.
- توفير أداة إسلامية شرعية لإدارة السيولة وإنفاذ السياسات المالية.
- تطوير أسواق رأس المال المحلية والإقليمية.
- تحقيق عائد مجزٍ للمستثمرين من خلال مشاركتهم في مكون الشراكة الذي يحتوي على أكثر الشركات كفاءة و ذات أداء مالي عال.

• **صكوك الاستثمار الحكومية (صرح):** و التي يتم إصدارها على صيغة المضاربة و هي عبارة عن صكوك مالية تقوم على مبدأ الشرع الإسلامي تصدرها وزارة المالية و الاقتصاد الوطني وتتم إدارتها وتسويقها في السوق الأولي عبر شركة السودان للخدمات المالية، وتستخدم إيرادات هذه الصكوك في تمويل مشروعات البنى التحتية وقطاعات الصحة والتعليم والمياه في ولايات السودان المختلفة. تهدف صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) إلى تحقيق الآتي:

- تجميع المدخرات القومية والإقليمية وتشجيع الاستثمار.
- إدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي عبر ما يعرف بعمليات السوق المفتوح.
- تطوير أسواق رأس المال المحلية والإقليمية.

- توظيف المدخرات في التمويل الحكومي لمقابلة الصرف على المشاريع التنموية ومشاريع البنى التحتية.

- تقليل الآثار التضخمية وذلك بتوفير تمويل مستقر وحقيقي للدولة في شكل سلع وخدمات

● **شهادات إجازة بنك السودان المركزي (شهاب):** والتي يتم إصدارها على صيغة الإجازة الإسلامية و يتم تداولها بين بنك السودان المركزي والبنوك التجارية .

و تهدف شهادات (شهاب) إلى إصدار أدوات مالية (صكوك) بغرض تمكين بنك السودان المركزي من إدارة السيولة و توفير فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الصكوك و يتحقق ذلك بتصكيك أصول البنك وعرضها للمستثمرين¹.

3- التوريق الإسلامي:

يعتبر التوريق من منتجات صناعة الهندسة المالية وهو يعتبر عملية تمويلية متطورة، وهو ما يتم في السوق المالية الإسلامية في صورة صكوك الإجازة والمشاركة والمضاربة، أما الديون فيمكن توريقها عند الانشاء ولا تتداول، وهو ما يتم في السوق المالية الإسلامية بصكوك المرابحة و السلم و الاستصناع، والتي يزيد حجم التعامل بها رغم حداثتها على 180 مليار دولار و تتوسع يوماً بعد يوم و تتعامل بها بعض الدول الغربية.

أصبح الأجواء إلى الأوريق* كأحد الابتكارات المالية التي تعمل على سد

¹ شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، التقرير السنوي، 2009.

* بدأ هذا لأشواط في البروز والتزايد مع بداية الأمانينات وبصفة خاصة مع نهاية عام 1982 بعد انفجار أزمة المديونية العالمية في الدول ثلّامية فطبقاً لخطة "برادى" في ذلك الحين و التي اقترح فيها تحويل مديونيات الدول الى سندات بدءاً بالمكسيك التي قامت بسداد الجزء الأكبر من ديونها عبر سندات ضمننتها الخزنة الأمريكية، وقام بتمويلها صندوق للأدول والبنك الأولي مقابل برنامج للإصلاح الاقتصادي تقوم بتنفيذه. وقد بدأ بروز الأوريق كظاهرة بشكل خاص بالولايات المتحدة في نهاية الأمانينات لحد إطلاق وصف " جنون الأمانينات The Frenzy of the 1980's" لإظهار تسارع البنوك على توريق ديونها.

فجوة التمويل ضرورة تتطلبها التطورات على الساحة المصرفية المحلية والدولية. والأوريق المصرفي (Securitization) هو إجراء يدرس تحت مظلة نظم التمويل المركب والأذونات المصرفية¹، وهو أداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من السيون المتجانسة والمضمونة كأصول، ووضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانيا ثم عرضه على الجمهور من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية، تقليلاً للمخاطر، وضماناً للتدفق المستمر للسيولة للأقديّة للبنك².

ثالثاً: التحديات القانونية والتنظيمية التي تواجه صناعة الصكوك الإسلامية والتوريق الإسلامي في الجزائر:

1- التحديات القانونية والتنظيمية التي تواجه صناعة الصكوك الإسلامية يشكل غياب الاطار التشريعي والقانوني الذي ينظم العمل بالصكوك الإسلامية في الجزائر عائقاً رئيسياً وتحدياً كبيراً في تفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية و خاصة في مجال تمويل الخطط التنموية للبلد، بحيث لم يتضمن القانون المصرفي الجزائري والتنظيمات التي يصدرها مجلس النقد والقرض والتشريعات الجبائية ذات الصلة بالنشاط المصرفي والمالي أحكاماً خاصة تهدف إلى مراعاة الخصوصيات والضوابط الشرعية للعمل المالي الإسلامي بشكل عام والصكوك الإسلامية بشكل خاص، باستثناء بعض المنتجات المالية الجديدة التي تنسجم موضوعياً من حيث المبدأ مع قواعد الشريعة الإسلامية دون أن يكون المقصود من وضع هذه الاحكام الخاصة مراعاة الاحكام الشرعية، والمقصود هنا منتجي الإجارة التمويلية أو ما أطلق عليه

¹ للمناقشة التفصيلية حول التمويل المركب وأدوات الائتمان ذات الصلة بالتوريق، أنظر الفصل 28 من المرجع: Caouette, John.I, Altman, and Paul Narayan, **Managing Credit Risk : The Next Graet Financial Chalange**, John Wiley and Sons, Inc, New York, 1998.

² راتول محمد، مداني أحمد، دور التوريق كأداة مالية حديثة في التمويل وتطوير البورصة في الجزائر، الملتقى الدولي الأول حول "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول للامية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2006، ص 2.

المشروع الجزائري(الاعتماد الايجاري)، و المشاركة في رأس مال الشركات ويسمى في القانون الجزائري برأس المال المخاطر، يضاف إلى هاتين الحالتين نشاط إنشاء و إدارة المحافظ الاستثمارية المنصوص عليها في المادة 73 من قانون النقد والقرض¹.

وفيما يلي أهم المواد القانونية المنظمة للنشاط المصرفي و المالي غير المنسجمة كلياً مع التوظيف الشرعي لعملية إصدار والتعامل بالصكوك الإسلامية:

• **على مستوى قانون النقد والقرض:** بالرجوع إلى القانون رقم 10/90 لسنة 1990 الأمر رقم 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003 المتعلق بالنقد والقرض نلاحظ غياب تام لعقود التمويل الإسلامية و التي تصدر الصكوك الإسلامية على أساسها.

• **على مستوى بورصة القيم المنقولة في الجزائر (بورصة الجزائر):** بالرجوع إلى التقرير السنوي لسنة 2010 ،

رفضت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB إدراج الصكوك الإسلامية تحت مسمى (السندات الإسلامية) ضمن القيم المنقولة المتداولة في السوق الجزائرية مبررة ذلك بعدم وجود سند قانوني مدني أو تجاري يحكم فكرة الملكية المقيدة (دون حق الاستعمال) وعدم وجود نظام الشركة ذات الغرض الخاص SPV التي تقوم عليها هذه الأدوات.

• **على مستوى القانون التجاري:** لا يتيح القانون التجاري إصدار صكوك الاستثمار بصفقتها تمثل حقوق ملكية متساوية القيمة ومشاعة في أعيان أو منافع أو حصص في شركات دون أن يكون لحاملها صفة المساهمين، فالقيم

¹ سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر، المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة سطيف، الجزائر، 2014، ص:17.

المنقولة التي يتيح القانون لشركات الأسهم إصدارها إما أسهم أو شهادات استثمار تمثل ملكية في رأس المال الشركة أو سندات بمختلف أنواعها تمثل ديوناً عليها، ولأن الاستثمار في الأسهم لا يتنافى مع الضوابط الشرعية، إلا أنها لا تشكل بديلاً عن صكوك المشاركة أو المضاربة وغيرها كأدوات استثمار قصيرة أو متوسطة المدى ذات سيولة ويمكن عائد أعلى، أما السندات فكونها أدوات دين فلا يمكن التعامل بها لاقتران عوائدها بمعدل الفائدة المحرمة شرعاً و عدم جواز تداولها بالقيمة السوقية حسب قانون العرض والطلب¹.

- **الحلول المقترحة:** هناك العديد من الحلول الممكن اقتراحها على الهيئات المالية المعنية في الجزائر لإصدار والتعامل بالصكوك الإسلامية، ونورد أهمها ما يلي:

- ضرورة وضع نظام قانوني وتشريعي وضريبي خاص ولوائح داخلية تنظم عملية إصدار وتداول وإطفاء الصكوك الإسلامية، إضافة إلى تنظيم وتخصيص محاكم قضائية لحماية حقوق حملة الصكوك وبما يتفق وأحكام الشريعة.

- لا بد من الاستفادة و مراقبة التجارب الدولية و تأصيل إصدار قانون للصكوك الإسلامية خاص بالجزائر؛

- التحديد الدقيق للطبيعة القانونية للصكوك كأدوات ملكية وليس دين؛

- تحديد مصادر القانون المطبق على هذه الصكوك (القانون الخاص بالصكوك ثم بالشريعة الإسلامية)، ومنحها الاختصاص القضائي للأقطاب

¹ ناصر حيدر: المتطلبات القانونية والتنظيمية والجانبية لإنشاء مؤسسات مالية إسلامية في الجزائر، بحث مقدم الى الملتقى الدولي حول: "صناعة الخدمات المالية الإسلامية وأفاق إدماجها في السوق المالي المصرفي الجزائري"، المدرسة العليا لتجارة، الجزائر، 17 أكتوبر 2011.

- المتخصصة مع ضرورة تكوينها في هذا المجال، و تضيق نطاق ضابط النظام العام في تنفيذ القرارات التحكيمية الخاصة بمنازعات الصكوك؛
- تشكيل إما هيئة حملة الصكوك في كل إصدار أو هيئة وطنية عامة (جمعية وطنية) ممولة من جزء من رسوم الاصدار لحماية مصالح حملة الصكوك على الأقل.
- ضرورة التمييز بين المنشئ (Originator) ووكيل الاصدار (Issuer) حيث أن هذا الاخير عادة ما يكون الشركة ذات الغرض الخاص SPV، والفصل بينهما في الذمة المالية ضروري حتى لا يمكن لدائني المنشئ إدخال أموال وكيل الاصدار في الضمان العام؛
- وضع إطار كامل للتشريعات القانونية للتعامل بالصكوك الإسلامية، وذلك فيما يتعلق بالتنظيم القانوني لسوق التداول بالصكوك من جميع جوانبه، مثل قواعد التعامل، تحديد الوكالات المتخصصة في التقييم، تعيين شركات سمسة وشركات وساطة متخصصة و مؤهلة في مجال التعامل بالصكوك الإسلامية في بورصة الجزائر¹.

2- التحديات القانونية والتنظيمية التي تواجه التوريق في الجزائر:

شهدت الساحة التشريعية - ولأول مرة - إصدار قانوناً خاصاً بالتوريق² سنة 2006و الذي يهدف إلى تحديد لأظام القانوني القابل للتطبيق على توريق القروض الرهنية المتعلقة بقطاع السكن، كما يسعى إلى تدعيم دور البنوك الجزائرية سواء من ناحية التمويل بتوفير المزيد من السيولة، أو مساعدتها على تحقيق المعدلات المستهدفة لكفاية رأس المال وفقاً لمعايير لجنة بازل الأولية،

¹ سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر، المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة سطيف، الجزائر، 2014، ص ص 18-19.

² قانون رقم 05-06 مؤرخ في 21 محرم عام 1427 الموافق لـ 20 فبراير سنة 2006 المتضمن توريق القروض الرهنية، الصادر في الجريدة الرسمية بتاريخ 12 مارس 2006، العدد 15.

بالإضافة إلى تنشيط سوق الأوراق المالية بتتويج الأوراق المالية المعروضة أو تحسين هيكل المعلومات.

يُعرّف القانون رقم 06-05 تألويق على أنه¹ "عملية تحويل القروض الرهنية إلى أوراق مالية، وتتم هذه العملية على مرحلتين:

- تنازل عن القروض الرهنية من قبل مؤسسة مصرفية أو مالية لفائدة مؤسسة مالية أخرى.

- قيام هذه الأخيرة بإصدار أوراق مالية قابلة للتداول في السوق ممثلة للقروض الرهنية².

الحكم الشرعي للتوريق التقليدي يدخل في باب بيع الديون فالتوريق بصورته الراهنة لا يجوز شرعاً، فهو في حقيقته بيع كالي بكالي، كما أن محفظة القروض تباع بأقل من قيمتها، وهذا يقع في دائرة الربا المحرم.

- منهج التوريق الإسلامي: يعد التوريق الإسلامي أحدث أداة مالية إسلامية، فقد تبنته عدة بنوك إسلامية كبنك قطر الإسلامي، وشركة رساميل الكويتية وغيره، وتبرز أهمية التوريق البنكي الإسلامي في أنه وحسب هيئة الراجحي المصرفية " إذا سمح بالتورق المصرفي سوف تستغني البنوك الإسلامية عن كل العقود والأدوات الإسلامية، وتكون عملية التورق* هي العملية السائدة"³.

¹ أنظر المادة 02 من القانون رقم 06-05، الجريدة الرسمية، العدد 15، ص 14.

² راتول محمد، مداني أحمد، دور التوريق كأداة مالية حديثة في التمويل وتطوير البورصة في الجزائر، الملتقى الدولي الأول حول "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول للامية"³، جامعة بسكرة، الجزائر، 2006، ص 8.

* يختلف التوريق عن التورق في هذا الأخير يقوم البنك ببيع سلعة لعميله بالأجل ويوكل العميل البنك لبيعها نقدا ويسلمه المبلغ ثم يسدد العميل ثمن الشراء على أقساط وبذلك يحصل العميل على النقد المطلوب ويحصل البنك على الربح بين شرائه السلعة نقدا وبيعها للعميل بالأجل، في أن التوريق يقوم على بيع مؤسسة مالية الديون التي لها على الغير في صورة حوالة حق لشركة توريق التي تقوم بإصدار سندات بقيمة الدين وطرحها للاكتتاب العام كل سند بقيمة اسمية معينة.

³ يوسف علي، بوزيان رحمان هاجر، التوريق والأزمة المالية العالمية، الملتقى الدولي الثاني الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، 2009، ص 13.

ولعلاج مشكل جفاف السيولة وحماية الأسواق المالية العربية من خطر الأزمات المالية الحالية والمستقبلية في حالة تطبيق التوريق الإسلامي للديون يجب تتبع طرقا عديدة. فإذا كان على المؤسسة ديون في ذمتها للغير وترغب في عدم وفائها بالتزامها نقداً لعدم توافر السيولة الكافية لذلك أو غيرها من الاسباب الأخرى يمكنها تتبع أحد الطرق التالية¹:

- تحويل تلك الديون إلى أسهم، وبخاصة عندما تقوم بإصدار جديد ضمن ما تنتيحه لوائحها وأنظمتها. فتصبح تلك الديون عبارة عن أسهم يمتلكها الدائنون وتمثل حصصاً من موجودات تلك المؤسسة، ويسري عليها ما يسري على بقية أسهم الشركة.
- إذا كانت الشركة أو المؤسسة المالية تمتلك سلعاً عينية كالسيارات أو آلات 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
- 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 معروفاً².

• ملاحظات حول التوريق في الجزائر:

¹ د. عياشي فداد، "البيع على الصفة للعين الغائبة وما يثبت في الذمة، مع الإشارة الى التطبيقات المعاصرة في المعاملات المالية"، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب، البنك الإسلامي للتنمية، البحث 56، الطبعة الأولى، 2000، ص ص 133-134.

² قندوز عبد الكريم، مداني أحمد، الأزمة المالية واستراتيجيات تطوير المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، 2009، ص 13.

- التوريق في الجزائر لا يزال يقتصر على تحويل الديون إلى سندات دون أسهم، لأن العملية الأخيرة تتطلب السوق المالية النشطة والوسطاء الفاعلة، وهي غير موجودة في الجزائر؛
- القانون الجزائري يحصر التوريق في القروض العقارية، نظرا للمخاطر الناجمة عن منح هذه القروض، مع أن التوريق يمكن الاستفادة منه في أنواع أخرى؛
- إن التوريق هو تعامل بسندات، بالإضافة إلى أنه بيع الدين للمدين (كما يحدث أحيانا في الجزائر)، فهو محرما شرعا، وبما أن بنك البركة الجزائري يمول السكن بطريقة إسلامية مثل الاستصناع أو الإيجار المنتهي بالتمليك، فقد استطاع أن يبرم اتفاقا مع شركة إعادة التمويل الرهني ينص على إعادة تمويل عملياته مقابل ضمانات تتمثل أساسا في تحويل ملكية العقار لصالح الشركة المذكورة¹.

خاتمة:

أثبتت الدراسات أن للهندسة المالية الإسلامية دورا كبيرا في انعاش الأسواق المالية الإسلامية، غير أنه ما يزال أمام الصناعة المالية الإسلامية تحد كبير يتمثل في إيجاد منهجية (إستراتيجية) واضحة في تطوير وابتكار المنتجات المالية الإسلامية، من تطوير وانعاش الأسواق المالية الإسلامية، فالكثير من المؤسسات المالية الإسلامية تعتمد إلى الان على أسلوب التقليد و المحاكاة للمنتجات المالية الإسلامية، و هو ما قد يؤدي إلى أن تتحرف هذه المؤسسات عن الطريق الأصلي الذي وجدت لانتهاجه وهو الابتعاد قدر الامكان عن التمويل القائم على الدين.

¹ سليمان ناصر، التوريق كأداة مالية لمواجهة مخاطر السيولة في البنوك، متاح حتى 2014/09/03 على

<http://www.drnaccer.net/mol taka.html>

أما بالنسبة لسوق المال في الجزائر هناك عوائق قانونية وتنظيمية وجبائية تحول دون نشر استخدام منتجات الهندسة المالية الإسلامية، وتمثل تحدياً كبيراً أمام إصدارها وتداولها وبالتالي الاستفادة منها كأدوات لتمويل التنمية الاقتصادية.

المراجع:

أولاً: المراجع بالعربية:

1. الكتب:

- أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام. الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل وإدارة. عمان: دار المسيرة، 2004/1425.

- عبد العزيز فهمي هيكل، مقدمة في التأمين، دار النهضة العربية، 2003، بيروت.

- شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي-دراسة تحليلية نقدية"، دار الفكر، دمشق، سوريا، الطبعة الأولى، 2002

2. المذكرات:

- ربيع بوصبيح العائش، دور الهندسة المالية في خفض مخاطر المحافظ المالية: تحليل دور استراتيجيات الخيارات في بناء محفظة التحوط في السوق المالي القطري للفترة 2007 - 2011 ، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2012

- مختار بونقاب، دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير منتجات المؤسسات المالية الإسلامية، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2012.

3- الملتقيات العلمية الوطنية:

- أحمد طرطار، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الازمة المالية العالمية، الملتقى الدولي حول الازمة المالية والاقتصادية العالمية، جامعة سطيف، الجزائر، 2009،
- عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مؤتمر الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، دبي 8 - 6 مارس 2006.
- جمال لعامرة، ريس حدة، تحديات السوق المالي الإسلامي، الملتقى الدولي حول : سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2006.
- رائد نصري أبو مؤنس، خديجة شوشان، الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية، المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي.
- عبد الكريم قندوز ، مؤتمر الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، دبي 8 - 6 مارس 2006م.
- سامي حمودة، "الوسائل الاستثمارية للبنوك الإسلامية في حاضرها والإمكانات المحتملة لتطورها"، "المصارف الإسلامية"، اتحاد المصارف العربية، 1989، ص167.
- د.وليد خالد الشايجي، عبد الله يوسف الحجي، "صكوك الاستثمار الشرعية"، مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة و القانون، الامارات العربية المتحدة، مارس 2005.
- مداني أحمد، قندوز عبد الكريم، الازمة المالية واستراتيجيات تطوير المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني: "الازمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية" النموذج المصرفي الإسلامي نموذجاً ، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر.

- راتول محمد، مداني أحمد، دور التّوريق كأداة مالية حديثة في التّمويل وتطوير البورصة في الجزائر، الملتقى الدّولي الأول حول "سياسات التّمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسّسات- دراسة حالة الجزائر والدّول للأمية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2006.

- سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر، المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة سطيف، الجزائر، 2014.

- ناصر حيدر، المتطلبات القانونية والتنظيمية والجباية لإنشاء مؤسسات مالية إسلامية في الجزائر، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي حول: "صناعة الخدمات المالية الإسلامية وآفاق إدماجها في السوق المالي المصرفي الجزائري"، المدرسة العليا لتجارة، الجزائر، 17 أكتوبر 2011.

- يوسفات علي، بوزيان رحمانى هاجر، التوريق والأزمة المالية العالمية، الملتقى الدولي الثاني الازمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، 2009.

4- المجالات:

- عبد الكريم أحمد قندوز، إدارة المخاطر في الصناعة المالية الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية، الاكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية - العدد - 8 - 2012

- عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، م20، ع2، السعودية، 2007

- نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية، مجلة الباحث، العدد 2011/09، الجزائر.

- عياشي فداد، "البيع على الصفة للعين الغائبة و ما يثبت في الذمة، مع الإشارة إلى التطبيقات المعاصرة في المعاملات المالية"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، البحث 56، الطبعة الأولى، 2000.

5- القوانين:

- قانون رقم 06-05 مؤرخ في 21 محرم عام 1427 الموافق لـ 20 فبراير سنة 2006 المتضمن توريق القروض الرهنية، الصادر في الجريدة الرسمية بتاريخ 12 مارس 2006 ، العدد 15.

6- التقارير:

- شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، التقرير السنوي، 2009.

7- المواقع الإلكترونية:

- <http://www.drnacer.net/moltaka.html>
- http://www.econ-pol.unisit.it/.../financial_engineering_part_2

صناعة الصكوك الإسلامية في الدول العربية: الواقع والتحديات

د. بوكار عبد العزيز¹

أ. بن عبيد عبد الباسط²

ملخص:

تعتبر صناعة التمويل بالصكوك الإسلامية أحد الحلول المبتكرة أمام الدول لامتصاص فائض السيولة، وتنفيذ العديد من مشاريع البنى التحتية التي تحتاج إلى رؤوس أموال ضخمة في العادة. فضلا عن إمكانية تمويل ميزانياتها بعيدا عن طرق التمويل التقليدية من اقتراض، إصدار سندات ربوية وإصدار نقدي.

لقد استطاعت هذه التجربة ولوج الأسواق الأجنبية، لما لها من مزايا قد لا توجد في غيرها من طرق التمويل، واستجابة لرغبات فئات واسعة من مجتمعاتها. فما هي أهم المعوقات التي تقف حاجزا أمام تطوير هذه الصناعة في الدول العربية؟

- ما هو واقع صناعة الصكوك الإسلامية في الدول العربية؟
- ما أهم التحديات التي تواجه هذه الصناعة؟

Abstract:

The industry of Islamic checks financing is considered among the innovative resolutions available to the countries in an attempt to absorb the liquidity surplus. It is also a mean to execute several infrastructural projects that need usually huge amounts of capital, and it is by then permissible to finance its budget by other channels away from the traditional ones, bonds issuing and monetary supply.

This experience went into the foreign markets as regards to its advantages not offered by other financing channels; do not

¹ أستاذ محاضر (ب)، جامعة أحمد دراية - أدرار

² أستاذ مساعد (أ)، جامعة أحمد دراية - أدرار

forget its large acceptance by population. What are the major shortcomings facing the development of this industry in the Arab countries?

-What is the reality of the Islamic Checks in the Arab countries?
What are the main challenges that confront this industry?

مقدمة:

شهدت الصيرفة الإسلامية في العقود الأخيرة من القرن الماضي تطورا سريعا تجاوز حدود الدول الإسلامية، حيث لاقت قبولا من طرف فئات عريضة من افراد ومؤسسات، ولقد تعززت هذه المكانة بعد الازمة المالية التي ضربت الاقتصاد العالمي مطلع سنة 2008 بتوفيرها لحلول ناجعة وقتها. ورغم أهمية هذه الحلول التي تتيحها الصيرفة الإسلامية في إدارة السيولة بتوفيرها لأدوات مالية ذات فعالية تجمع بين الربحية والتنويع والاستجابة لمختلف آجال الاستحقاق القصيرة و الطويلة الاجل، فهي ما تزال تعاني من ضعف الاطر الإدارية و التنظيمية لإدارة السيولة باعتبارها مؤشرا هاما على حسن اداء الصيرفة الإسلامية. إضافة تحدي ابتكار حلول جديدة وجريئة لأهم المشكلات التي يعاني منها الاقتصاد الوطني والدولي. والتوسع على هذين المستويين.

نحاول من خلال هذه الورقة الاجابة عن سؤال محوري مفاده: ما هي أهم المعوقات التي تقف حاجزا أمام تطوير صناعة الصكوك الإسلامية في الدول العربية ؟

أهداف البحث: يمكن اجمالها في النقاط التالية:

1. الوقوف على أهمية الصكوك الإسلامية باعتبارها أداة من أدوات السياسة النقدية،
2. معرفة أهم المعوقات صناعة الصكوك الإسلامية على مستوى الدول العربية.

3. أهم التحديات التي تواجه الصكوك الإسلامية في ظل المتغيرات التي يعرفها الاقتصاد العالمي.

أهمية البحث: تتبع أهمية البحث من:

1. الدور الذي أصبحت تلعبه الصكوك الإسلامية في مجالات عدة على المستوى الجزئي و على المستوى الكلي،
2. الاهتمام المتزايد على المشتقات المالية الإسلامية بما في ذلك الصكوك الإسلامية،
3. الإقبال المتزايد على الصكوك الإسلامية خارج حدود الدول الإسلامية.

حيث تم تقسيم الدراسة إلى محاور رئيسية:

1. ماهية الصكوك الإسلامية،
2. أهمية الصكوك الإسلامية على المستوى الكلي و الجزئي،
3. أنواع الصكوك الإسلامية،
4. واقع الصكوك الإسلامية على مستوى الدول العربية،
5. أهم التحديات التي تواجه صناعة الصكوك الإسلامية.

1. ماهية الصكوك الإسلامية

"الصك" كلمة فارسية معربة وتعني الكتاب الذي يكتب في المعاملات؛ وصكوك جمع صك، كما يقصد بالصك أيضا الورقة المكتوبة بدين.¹

ويقصد بالصكوك الإسلامية "تحويل مجموعة من الأصول المدارة للدخل غير السائلة الصكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول،

¹ - محمد علي القري بن عيد، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، ورقة مقدمة في الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي، الشارقة، 2009، ص 1-2

ومن ثم بيعها في الأسواق المالية مع مراعاة ضوابط التداول"¹ وقد عرفها مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأنها: "أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال إلى حصص متساوية، وذلك بإصدار صكوك مالية برأس المال على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس المال وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه"² وتعرف الصكوك الإسلامية أيضاً على أنها "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات مشروع معين أو نشاط استثماري، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك، و قفل باب الاكتتاب، و بدء استخدامها فيما أصدرت من أجله"³ وبذلك فالصكوك الإسلامية تمثل:

- حصصاً شائعة، أي أنها ملك لحاملها،
 - تحكمها قواعد و أحكام الشريعة الإسلامية،
 - قابلة للتداول من حيث المبدأ،
 - لها قيمة اسمية محددة، أي أنها تقدر بقيمة معينة معلن عنها عند إصدارها،
 - غير مضمونة، أي ان حامل الصك لا يضمن رأس المال.
- و تتسم الصكوك الإسلامية بجملة من الخصائص باعتبارها ورقة مالية شأنها شأن باقي الأوراق المالية (السندات) فكليهما أداة من أدوات توفير أو

¹ - نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية و دورها في تطوير السوق المالية الإسلامية- تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية- البحرين، مجلة الباحث- عدد 2011/9، ص254

² - شوقي جباري، أحمد طرطار ، فعالية الصكوك الإسلامية في معالجة الأزمة المالية العالمية. موقع مجلة الاقتصاد الإسلامي، (3 سبتمبر 2014 ، 10:22)

<http://www.giem.info/article/details/ID/383/print/yes/>

³ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية للمؤسسات الإسلامية البحرين، 2007، ص310

امتصاص السيولة (من أدوات السياسة النقدية)

و يحتاجان إلى سوق ثانوية لتطوير التعامل بهما، غير أن الصك الإسلامي ورقة مالية تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية في كافة مراحلها منذ إصدارها إلى غاية انتهاء آجالها ومن أهم الفروقات بين السند والصك الإسلامي نجد:

جدول رقم 01: أهم الفروقات بين الصكوك الإسلامية و السندات التقليدية

الصكوك الإسلامية	السندات التقليدية
تكون متوافقة مع أحكام و ضوابط عقود المعاملات المالية في الشريعة الإسلامية.	غير متوافقة مع أحكام و ضوابط عقود المعاملات المالية في الشريعة الإسلامية.
حصة شائعة، أو حصة في مشروع يتوقع ان يكون مدر للربح.	قروض في ذمة مصدرها تستحق السداد.
عائد الصكوك ناتجة عن ربح حقيقي، باعتبار حملة شريكا يتحمل الربح والخسارة.	يتحصل حاملها على فائدة متفق عليها.
تعتبر ورقة مالية تمثل أصولا حقيقية ملموسة.	ورقة مالية تمثل ديناً في ذمة مصدرها
تعتبر أداة من أدوات السياسة النقدية في الأنظمة المالية الإسلامية.	أداة استثمارية تمويلية للمؤسسات المالية التقليدية
لا تتسبب في التضخم، و لا تعتبر عبئاً على صاحبها.	تساهم في توليد تضخم مستمر بسبب زيادة التكاليف (فائدة)

المصدر: من اعداد الباحثين.

2. أهمية الصكوك الإسلامية:

الصكوك الإسلامية أهمية بالغة على المستوى الكلي وعلى

المستوى الجزئي، ولعل من أهمها:

2.2 على المستوى الكلي:

- تعتبر الصكوك الإسلامية من الأدوات التمويلية المهمة لتتويع

مصادر الموارد الذاتية، وتوفير السيولة للمؤسسات والحكومات

بالخصوص والتي تحتاج إلى تمويل طويل الاجل؛

- تساهم في تطوير ودعم الأسواق المالية الإسلامية؛¹

¹ - زياد الدماغ، الصكوك الإسلامية و دورها في دعم الموازنة العامة من منظور التمويل الإسلامي، مجلة

- تحقيق التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والمالي: حيث أن توريق الديون التقليدي يتسبب في زيادة الفجوة بين الاقتصاد الحقيقي و المالي، نتيجة للمضاربات التي تنجم عنها سعياً وراء أرباح خيالية (فائدة). في حين ان التصكيك الإسلامي يشترط وجود الأصل قبل عملية التصكيك، مما يحفظ لهذه الأصول قيمتها. وهو ما يتيح ربط الاقتصاد الحقيقي بالمالي¹ (النقد)؛
- تلبية احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنى التحتية ذات البعد التنموي، بعيداً عن سندات الخزينة أو الدين العام؛
- تدعم الشفافية من خلال تحسين بنية المعلومات في السوق، طالما ان عملية إصدار الصكوك تقتضي دخول العديد من المؤسسات، مما يوفر المزيد من المعلومات عن السوق².

2.3 على المستوى الجزئي:

- تساهم في ربحية المؤسسات والشركات ومراكزها المالية، ذلك ان عمليات إصدار الصكوك الإسلامية تعتبر عملية خارج الميزانية، ولا تحتاج إلى تكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها،
- تحسين القدرة الائتمانية والهيكل التمويلي للمؤسسات التي تقوم بإصدار هذه الصكوك، بحيث أنها تضمن التصنيف الائتماني للمحفظة بصورة مستقلة عن المؤسسة ذاتها، وهذا يعمل على تصنيفها الائتماني المرتفع،

الإسلام في اسيا، المجلد 8، العدد 1، يونيو 2011، ص35

¹ - عبد القادر زيتوني، التصكيك الإسلامي، ركب الصيرفة الإسلامية في ظل الأزمة العالمية، ورقة قدمت للمؤتمر العلمي: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية من منظور اقتصاد اسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، المنعقد في: 1-2 ديسمبر 2010، ص17

² - محمد تقي العثماني، الصكوك الإسلامية و تطبيقاتها المعاصرة، ورقة مقدمة في الدورة التاسع عشر لمجمع الفقه الإسلامي، الشارقة، 2009، ص2

- تقدم الصكوك الإسلامية اسلوبا جيدا لإدارة السيولة، فهي تمكن البنوك الإسلامية ان تدير سيولتها . ففي حالة التي تعاني من فائض في السيولة ستشتري هذه الصكوك، وان كانت في حاجة إلى السيولة باعتها في السوق الثانوية¹.
- كما تتيح عملية التصكيك للمؤسسات التقليل من المخاطر الائتمان بتصكيكها لجزء من أصولها، فهي بذلك تكون قد نقلت مخاطر الائتمان للغير، لان التصكيك عملية بيع حقيقي لأصول المؤسسة إلى الغير² (حملة الصكوك).

3. أنواع الصكوك الإسلامية

تتنوع اشكال الصكوك الإسلامية. فصب هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية هناك أكثر من أربعة عشر نوعا، وفي هذا الاطار سنشير إلى أهم هذه الأنواع وأكثرها انتشارا، حيث تميز بين:

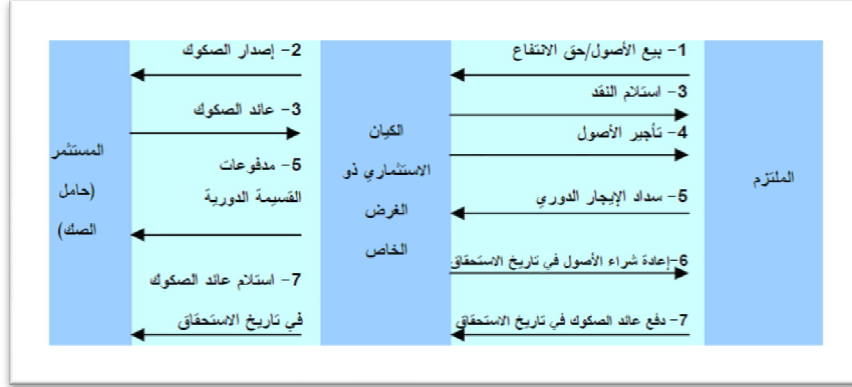
1.3 صكوك الإجارة:

هي عبارة عن وثائق متساوية القيمة تمثل حصة شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات في مشروع استثماري معين يدر دخلا، و الغرض من هذه العملية تحويل هذه الاعيان أو المنافع أو الخدمات إلى صكوك قابلة للتداول في السوق الثانوية، ويتم توزيع عائد الإجارة على الملاك حسب حصصهم. والشكل التالي يوضح مثلا مبسط لهذا النوع من التوريق الإسلامي:

¹ - زياد الدماغ، مرجع سبق ذكره، 36

² - نفس المرجع السابق، ص37

شكل رقم 01: عملية إصدار صكوك الإجارة



المصدر: صندوق النقد الدولي، نشرة صندوق النقد الدولي، 19 سبتمبر 2007، ص 3.

وتعتبر صكوك الإجارة أشهر الصكوك انتشاراً، كما أنها تتميز بقابليتها للوساطة المالية لتمويل العديد من المشاريع، فضلاً عن اتسامها بالمرونة على مستوى الاصدار والتداول.

2.3 صكوك المضاربة:

تعتبر هذه الصكوك أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال المضاربة و ذلك بإصدار صكوك ملكية رأس المال المضاربة على أساس وحدات متساوية و مسجلة بأسماء أصحابها، باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس المال المضاربة، و ما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم. وتنقسم صكوك المضاربة إلى قسمين:

1.2.3 صكوك المضاربة المطلقة: لا يخصص فيها حملة الصكوك مشروعاً معيناً، حيث يمكنهم اختيار المشروع الذي يناسبهم.

2.2.3 صكوك المضاربة المقيدة: في هذا النوع يخصص فيها حملة الصكوك مشروع بعينه، ولا يحق لهم الخروج عنه.

إضافة إلى هذين النوعين نجد صكوك المضاربة المستردة بالتدرج، وصكوك المضاربة القابلة للتحويل.

3.3 صكوك المشاركة:

هي صكوك عبارة عن "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب في إنشاء مشروع استثماري، حيث تصبح موجودات المشروع ملكا لحملة الصكوك، وتدار الصكوك على أساس عقد المشاركة بتعيين احد الشركاء لإدارتها بصيغة الوكالة بالاستثمار".¹

ومن أنواعها نجد صكوك المشاركة المستمرة والموقته، وصكوك المشاركة في مشروع معين والإدارة لمصدرها، وصكوك المشاركة في مشروع معين تكون الإدارة لجهة أخرى.

4.3 صكوك الاستصناع:

هي صكوك الهد من إصدارها جمع مبلغ معين لإنشاء عقارات أو صناعة معدات مطلوبة طرف الغير، وذلك بمبلغ يزيد عن المبلغ اللازم لصناعتها، حيث يحصل حملة الصكوك الربح المحقق من بيع المعدات أو العقار.

كما توجد أخرى من الصكوك الإسلامية، فنجد صكوك السلم، صكوك المزارعة، المساقاة، وصكوك المغارسة. و عموما فان هيكل هذه الصكوك يعتمد على شكل واحد من الأشكال الثلاثة المشروعة في التمويل الإسلامي وهي المرابحة (صكوك الدين/أوامر الشراء) والمشاركة / المضاربة (ترتيبات اقتسام الارباح) والإجارة (البيع أو إعادة التأجير)، أو مزيج مما سبق.

4. واقع الصكوك الإسلامية على مستوى الدول العربية

تمر سوق الأدوات المالية بمرحلة رواج، نظرا للحجم السيولة التي تتمتع به المؤسسات المالية الإسلامية بفضل العوائد النفطية المتراكمة في غالبية الدول النفطية. وما يلاحظ ان هنالك إقبال متزايد على صناديق التحوط

¹ - نوال بن عمارة، مرجع سبق ذكره، ص 256.

ومؤسسات الاستثمار التقليدية على الأوراق المالية الإسلامية، رغبة منها في تحصيل عوائد مرتفعة، ورغبة في تنويع استثماراتها. مما أدى إلى زيادة الإقبال على معاملات التوريق الإسلامي بمعدل أربعة اضعاف من 7.2 مليار دولار سنة 2004 إلى 27 مليار دولار في سنة 2006¹ لتراجع حجم هذه الصكوك سنة 2007 إلى حدود 33.03 مليار دولار ليتواصل هذا التراجع سنة 2008 إلى حدود 15.03 مليار دولار ويعود هذا الانخفاض إلى تأثيرات الازمة المالية على هذه الدول ليعرف ارتفاع سنة 2009 إلى حدود 24.1 مليار دولار² أي زيادة بمعدل 60% وهو ما يوضحه الجدول التالي:

جدول رقم 02: تطور حجم الصكوك الإسلامية خلال الفترة 2007-2009 على مستوى دول مختارة

(الوحدة: مليون دولار)

الدولة	2007	2008	2009
ماليزيا	13412.9	5470.4	13700
الامارات	10807.5	5300.2	3100
السعودية	5716.3	1873.2	3000
البحرين	1065	700.4	1700
إندونيسيا	92.8	663.3	1800
باكستان	524.3	470.2	400
قطر	300	300.9	-
الكويت	835	190	-
بروناي	279.3	95.1	400
المجموع	33.0331	15.0697	24.1

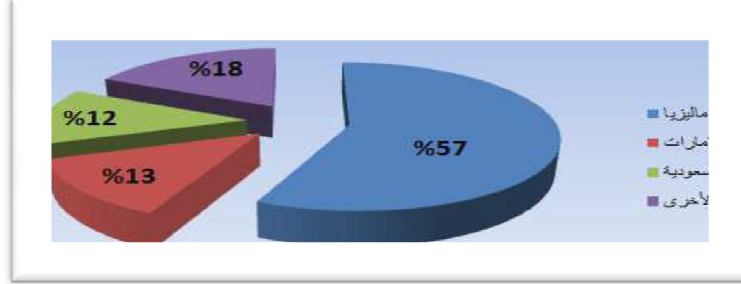
المصدر: هناء محمد هلال الحنيطي، مرجع سبق ذكره، ص 16

والشكل التالي يوضح أهم ثلاثة دول من حيث إصدار الصكوك الإسلامية، حيث تأتي ماليزيا في الصدارة ف (إ، ع، م)، فالسعودية. إذ تستحوذ هذه الدول على نحو 87% من صناعة الصكوك الإسلامية.

¹ - صندوق النقد الدولي، نشرة صندوق النقد الدولي، 19 سبتمبر 2007، ص 3

² - هناء محمد هلال الحنيطي، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية، ورقة قدمت للمؤتمر العلمي: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية من منظور اقتصاد اسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، المنعقد في: 1-2 ديسمبر 2010، ص 16

شكل رقم 02: حجم الصكوك الإسلامية حسب الدول لسنة 2009



المصدر: من اعداد الباحثين اعتمادا على معطيات الجدول رقم 02

5. أهم التحديات التي تواجه صناعة الصكوك الإسلامية

رغم الأهمية التي يمكن ان تلعبها الصكوك الإسلامية على المستوى الكلي، وتزايد الطلب على منتجات المالية الإسلامية، لم يتوافق هذا الطلب مع المعروض من هذه المنتجات خصوصا مع الدور الذي أصبحت تلعبه الخدمات، فان الدول العربية أمامها فرص كبيرة في مجال صناعة الصكوك الإسلامية و استغلال الميزة التنافسية في مثل هذه المنتجات من خلال مواجهة المشاكل التي تعترض نمو عرض المنتجات المالية الإسلامية بحزم. والتي من أهمها:

- غياب الاطار التشريعي و التنظيمي، خصوصا مع الاختلافات الشرعية حول شرعية بعض المنتجات،
- عدم تصنيف مثل هذه الأوراق من الناحية الائتمانية مما ساهم في خفض العوائد المتوقعة منها وضعف رقابة المؤسسات المالية الدولية التي تحظى بها،
- غياب سوق إسلامي على مستوى الدول العربية يضمن تسويق مثل هذه المنتجات
- نقص الكوادر البشرية التي تحمل عبء تطوير هذه الصناعة رغم الانتشار الواسع الذي عرفته الصيرفة الإسلامية.

6. نتائج وتوصيات:

يمكن لصناعة الصكوك الإسلامية ان تلعب دورا بارزا في تمويل عجز الموازنة العامة في الجزائر وفي باقي الدول العربية، بدل اللجوء إلى الاقتراض المكلف من الخارج والتخلص من عبء المديونية المعيق لعملية التنمية. من خلال إصدار صكوك إسلامية واستغلال الهندسة المالية إسلامية توفير الحلول لمشاكل التمويل و العمل على توفير المناخ المناسب للتطور مثل هذه المنتجات من خلال:

- تفعيل دور الصكوك الإسلامية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مستوى الدول العربية باعتبارها رافد من روافد التنمية،
- تفعيل دور الصكوك الإسلامية في تمويل بعض بنود الميزانية العامة للدولة، فيما يتعلق بشراء السلع (المشتريات العمومية). والمعدات عن طريق المراجعة،
- ضرورة سن القوانين المنظمة لإصدار الصكوك الإسلامية فيما يتعلق بتمويل الميزانية أو تمويل البنى التحتية،
- ضرورة العمل على تكوين الكوادر البشرية المتخصصة لدعم صناعة الصكوك الإسلامية خصوصا، ومنتجات الهندسة المالية الإسلامية عموما،
- الاستفادة من التجارب الرائدة في مجال الصكوك الإسلامية (التجربة الماليزية). واعداد مؤشر لأهم الصكوك على المستوى العربي.

قائمة المراجع:

1. زياد الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في دعم الموازنة العامة من منظور التمويل الإسلامي، مجلة الاسلام في اسيا، المجلد 8، العدد 1، يونيو 2011.
2. شوقي جباري، أحمد طرطار، فعالية الصكوك الإسلامية في معالجة الازمة المالية العالمية. موقع مجلة الاقتصاد الإسلامي، (3 سبتمبر 2014.
<http://www.giem.info/article/details/ID/383/print/yes>
3. صندوق النقد الدولي، نشرة صندوق النقد الدولي، 19 سبتمبر 2007.
4. عبد القادر زيتوني، التصكيك الإسلامي، ركب الصيرفة الإسلامية في ظل الازمة العالمية ورقة قدمت للمؤتمر العلمي: الازمة المالية والاقتصادية العالمية من منظور اقتصاد إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، المنعقد في: 1-2 ديسمبر 2010.
5. محمد تقي العثماني، الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة، ورقة مقدمة في الدورة التاسع عشر لمجمع الفقه الإسلامي، الشارقة، 2009.
6. محمد علي القرني بن عيد، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، ورقة مقدمة في الدورة التاسع عشر لمجمع الفقه الإسلامي، الشارقة، 2009،
7. نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية و دورها في تطوير السوق المالية الإسلامية- تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية- البحرين، مجلة الباحث- عدد 2011/9.
8. هناء محمد هلال الحنيطي، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية، ورقة قدمت: للمؤتمر العلمي: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية من منظور اقتصاد إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، المنعقد في: 1-2 ديسمبر 2010.

مكانة الصناديق السيادية في الصناعة المالية (مع الإشارة إلى بعض التجارب)

د. بلال بوجمعة¹

أ. حدادي عبد الغني²

الملخص:

تعتبر الصناديق السيادية ظاهرة ليست بالجديدة على مستوى المالية العالمية، حتى وإن شهدت نمواً سريعاً في نهاية القرن العشرين. كما أن ظهور الهندسة المالية بمثابة عملية تطويرية في مجال الصناعة المالية من خلال طرح الابتكارات المالية الجديدة، وفي هذا المجال تسعى الصناديق السيادية إلى توظيف أصولها في الأسواق المالية العالمية بشكل قيم منقولة بهدف الحصول على عائد أعلى مقارنة بالتوظيف التقليدي.

وهناك عدة نماذج للعمل الاستثماري لهذه الصناديق وتعتبر التجربة النرويجية، هي أهم وأنجح هذه التجارب لا من ناحية التسيير أو الإشراف أو الشفافية مقارنة بباقي التجارب في الدول العربية عموماً والجزائر خصوصاً. **الكلمات المفتاحية:** الصناديق السيادية، الهندسة المالية، الصناعة المالية، التوظيف التقليدي.

Abstract:

The Sovereign funds mechanism is not a new process of dealing even if it witnessed an increasing growth at the end of the twentieth century.

The financial engineering in this context is considered as a mean of develop the financial industry of the new financial innovations and it allows the Sovereign funds to have an bigger return of the assets than the traditional employment.

In this field, there are various models of this type of investment in which the Norwegian experience is the most

¹ أستاذ محاضر (ب)، جامعة أحمد دراية - أدرار boudjemaabellal@yahoo.fr

² أستاذ محاضر (ب)، جامعة أحمد دراية - أدرار Haddadi_ghano@yahoo.fr

efficient one in terms of management supervision and transparency.

Key words: Sovereign funds, financial engineering, financial industry, traditional employment.

المقدمة:

تعتبر الصناديق السيادية ظاهرة ليست بالجديدة على مستوى الصناعة المالية، حتى ون عرفت نموأ سريعا في نهاية القرن العشرين وبدايات الالفية الثالثة. ويعرف صندوق النقد الدولي الصناديق السيادية على أنها: صناديق أو ترتيبات للاستثمار ذات غرض خاص تملكها الحكومة العامة، وتنشئ لأغراض اقتصادية آلية، وهي صناديق تحتفظ بالأصول أو تتولى توظيفها أو إدارتها لتحقيق أهداف مالية، مستخدمة في ذلك استراتيجيات استثمارية تتضمن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية.

ومع زيادة أهمية الصناديق السيادية على مستوى الأسواق المالية عمدت اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية بدعوة من صندوق النقد الدولي في أكتوبر 2007 إلى إقامة حوار مع البلدان الاعضاء قصد وضع مجموعة من القواعد التي تحكم الممارسات في مجال إدارة الصناديق السيادية.

يعد ظهور الهندسة المالية بمثابة عملية تطويرية في مجال الصناعة المالية من خلال طرح الابتكارات المالية الجديدة، وفي هذا المجال تسعى الصناديق السيادية إلى توظيف أصولها في الأسواق المالية العالمية في شكل قيم منقولة بهدف الحصول على عائد أعلى مقارنة بالتوظيف التقليدي.

وفي الوقت الذي شكل فيه تطور الصناديق السيادية في الدول المتقدمة فرصة عظيمة لجني المزيد من المكاسب وتحقيق مستويات مرتفعة من النماء في المجال المالي، فإن الوضع مختلف في الدول النامية وفي الجزائر على وجه الخصوص، فاندماج الجزائر في هذا المجال يطرح أمامها تحديات كبرى، تتعلق أساسا بتوفر المناخ المناسب، ومن ثم نطرح التساؤل: فيما تكمن أهمية الصناديق السيادية في الصناعة المالية، وما هي أهم النماذج في هذا المجال؟

وفي محاولتنا الاجابة على الإشكالية المعروضة انتهجنا المنهج الوصفي التحليلي، وذلك بالاعتماد على البيانات المتوفرة في الاحصاءات والدراسات المهمة بالموضوع. ضمن هذا السياق سوف نعالج هذا الموضوع من خلال المحاور التالية:

1- الصناديق السيادية: المفهوم، الأنواع والتصنيف

1-1 لمحة تاريخية عن الصناديق السيادية

2-1 مفهوم الصناديق السيادية.

3-1 أنواع وتصنيفات الصناديق السيادية

2- مساهمة الصناديق السيادية في الصناعة المالية

2-1 خصائص الصناديق السيادية عن الهيئات المالية الأخرى

2-2 المخاطر المحتملة للصناديق السيادية على استقرار النظام المالي الدولي

3-2 الدور الايجابي للصناديق السيادية في النظام المالي العالمي

3- نماذج عن توظيف الصناديق السيادية لأصولها في الأسواق المالية العالمية

- توظيف الصناديق السيادية في النرويج

- توظيف الصناديق السيادية في الجزائر.

- توظيف الصناديق السيادية في الكويت.

1- الصناديق السيادية: المفهوم، الأنواع والتصنيف

1-1 لمحة تاريخية عن الصناديق السيادية:

إن بروز الصناديق السيادية ليست بالظاهرة الجديدة بل تعود نشأتها إلى خمسينات القرن الماضي، ولكنها شهدت نمواً سريعاً ومتزايداً على المستوى العالمي خلال الخمسة عشر سنة الماضية، بنهاية الالفية الثانية وبداية الالفية الثالثة، فبعد أن كانت تمثل لاعبين على أطراف الأسواق المالية العالمية، كان

انتقالها من الاطراف إلى المركز سريعاً وهاماً، مدفوعاً بالتدفق الهائل للرساميل من الغرب نحو الاقتصاديات المصدرة للسلع كالدول المنتجة للنفط والاقتصاديات الناشئة الأخرى¹، وتعتبر دولة الكويت أول من قامت بإنشاء مثل هذه الصناديق بإنشاء هيئة الاستثمار الكويتية سنة 1953 وفي سنة 1974 قامت سنغافورة بإنشاء صندوق سيادي يدعى "تيماسك" وذلك من فائض ميزانها التجاري، كما أن بعض الدول المتقدمة أو مقاطعات منها كانت من الاوائل التي أنشأتها كمقاطعة ألاسكا الأمريكية بإنشاء صندوق سيادي يسمى "صندوق ألاسكا الدائم" ومقاطعة البرتا صندوق "AHSTF" سنة 1976 وذلك من عوائد النفط. وقد عرفت تزايداً سريعاً، فمنذ سنة 2000 ظهر 20 صندوقاً وتقدر مؤسسة ستانلي مورغان* وصندوق النقد الدولي عددها إلى غاية ماي 2008 بـ 53 صندوقاً.

2-1 مفهوم الصناديق السيادية:

تدعى الصناديق السيادية بـ "صناديق الثروة السيادية"، ولا يوجد اتفاق عالمي على تعريفها وقد انعكس ذلك على تصنيف بعضها الصناديق كصناديق سيادية من عدمه* لذلك لم يتم حتى الان تحديد تعريف محدد لها، فهناك تعاريف مختلفة لها إلا أن جميعها تحتوي على قدر كبير من التداخل ومنها: تعرفها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) بأنها "وسائط استثمار مملوكة للحكومة يتم تمويلها من موجودات الصرف الاجنبي."، أما وزارة

¹ سفين بيرينت، حين يتكلم المال: صناديق الثروة السيادية العربية في خطاب سياسة العولمة، مركز كارنيغي للشرق الأوسط، 2008، ص 05.

* مؤسسة "مورغان ستانلي" مؤسسة مصرفية أمريكية من أكبر المؤسسات المتخصصة بالاستثمار في مختلف الأسواق المالية العالمية وكانت تقاريرها هي السبب الرئيسي في الضجة الكبيرة التي لحقت بالصناديق السيادية في الغرب.

* وتم وضع موقع معهد متخصص في دراسة الصناديق السيادية على الشبكة العنكبوتية وهو " www.swfinstitute.org، غير أنه يجب التعامل مع معلوماته بتمعن لأنها تتطوي على معلومات غير دقيقة وانطباعات مسبقة

الآزانة الأمريكية فتصفها بأنها: وسائط استثمار مملوكة للحكومة يتم تمويلها من موجودات الصرف الأجنبي تُدارُ بشكل مستقل عن الأحتياطات الرسمية للسلطات النقدية"

أما ترومان¹؛ فيعرف تلك الصناديق بأنها: "قنوات من الأصول الدولية وأحياناً أصول محلية، المملوكة والمدارة من حكومات لتحقيق أهداف اقتصادية ومالية متنوعة". ومعهد ماكيزي الدولي فيعرفها بأنها: "تلك الصناديق الممولة من اأحتياطات البنوك المركزية وتهدف إلى تعظيم العوائد المالية بمحددات مخاطر معينة".

ويعرفها بنك دويتشه بأنها: "وسائط مالية مملوكة للدولة، تحتفظ وتدير الموارد المالية العامة وتستثمرها في أصول متنوعة وتلك الموارد ناتجة من سيولة إضافية في القطاع العام بسبب فوائض الميزانية أو الأحتياطات الرسمية للبنوك المركزية"²

أما سفين بيرينت* فيعرفها قائلاً: "أنها أصول خاضعة للحكومة صممت أساساً للأنخراط في الاستثمارات الخارجية، ويضيف بأنها ظهرت في الأقتصاديات العربية والأقتصاديات الناشئة الأخرى". ويضيف أنها قد انتقلت بسرعة كبيرة من أطراف الأسواق المالية العالمية إلى مركزها كما استطاعت أن تنضم إلى صفوف فئات استثمارية مهمة، وأصبح مدراؤها ومسيرها أكثر حنكة كمستثمرين عالميين قادرين على إدارة محافظ مالية معقدة كل هذه الأسباب كانت سبب في قذف الصناديق السيادية في رحاب الفضاء المالي العالمي. أما صندوق النقد الدولي يعرف الصناديق السيادية بأنها³: "صناديق أو ترتيبات

¹ ماجذ عبدالله المنيف، مرجع سابق، ص 61.

² نفس المرجع، ص 62.

* خبير في قضايا السياسة العالمية والمفاوضات الدولية ولستراتيجية الشركات.

³ عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، ملتقى عالمي حول الأزمة العالمية وكيفية علاجها من المنظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، يومي 13، 14 جوان 2009، جامعة الجزائر، ص 6

للاستثمار ذات غرض خاص تملكها الحكومة العامة. وتنشئ الحكومة العامة صناديق الثروة السيادية لأغراض اقتصادية كلية، وهي صناديق تحتفظ بالأصول أو تتولى توظيفها أو إدارتها لتحقيق أهداف مالية، مستخدمة في ذلك استراتيجيات استثمارية تتضمن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية وتنشأ صناديق الثروة السيادية في العادة معتمدة على فوائض ميزان المدفوعات، أو تراكم عملات النقد الاجنبي الرسمية، أو من عوائد الخصخصة، أو فوائض المالية العامة، أو الإيرادات المتحققة من الصادرات السلعية، أو كل هذه الموارد مجتمعة."

1-3 أنواع وتصنيفات الصناديق السيادية:

هناك عدة أنواع وتصنيفات لها وفق مجالات مختلفة وهي كما يلي¹:

- 1 تقسم الصناديق السيادية حسب موارد الصندوق: وهي ذات الأصل السلعي وغير السلعي:
 - ✓ الصناديق السيادية ذات الأصل السلعي: ويقصد بها الصناديق التي تكون مواردها من بيع سلع مادية عادة مواد أولية النفط والغاز وهي نوعان صناديق لاستقرار العائدات وصناديق الادخار.
 - ✓ الصناديق السيادية ذات الأصل غير سلعي: يتم تمويلها بصورة كبيرة عبر تحويل الأصول بصورة مباشرة من الاحتياطيات من النقد الاجنبي الرسمي أو من فوائض الميزانية الحكومية، احتياطيات المعاشات أو عائدات الخصخصة.
 - ✓ تصنف الصناديق السيادية حسب مجال عمل الصندوق:
 - ✓ صناديق سيادية محلية: والتي يتركز نشاطها داخل البلد ويكون ذلك في الاقتصاديات ذات طاقة استيعابية كبيرة

¹ حدادي عبد الغني، دور الصناديق السيادية في إدارة الفوائض النفطية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة وهران، سنة 2013، ص 41-47 (بصرف)

- ✓ صناديق سيادية دولية: التي يمتد نشاطها خارج الحدود الجغرافية للبلاد وذلك لتجنب التزاحم بين الاستثمار الحكومي والاستثمار الخاص أو تجنب ما يعرف في الادييات الاقتصادية بالمرض الهولندي
- ✓ تصنيفها وفق لوظيفة الصندوق:
- ✓ صناديق ادخار: هي صناديق للاستقرار هدفها الأساسي هو التثبيت للعائدات فقط وليس لأجل الاستثمار.
- ✓ صناديق استثمار: تلك الصناديق هدفها الأساسي توظيف أصولها في الأسواق المالية العالمية في شكل قيم منقولة
- ✓ التصنيف وفقاً لدرجة الاستقلال الحكومي:
- ✓ صناديق سيادية حكومية: وهي تابعة للحكومة متمثلة في وزارة المالية والتي تقوم بتقديم تقارير دورية للبرلمان.
- ✓ صناديق سيادية مستقلة نسبياً: وهي صناديق تتمتع بالاستقلالية النسبية عن الحكومة إدارتها لا تخضع للحكومة والبنك المركزي مباشرة لكن تخضع لرقابة ومساءلة السلطة التشريعية وحتى الرأي العام.
- ✓ التصنيف تبعاً إلى مصادر دخلها إلى ما يلي:
- ✓ الصناديق الممولة عن طريق عوائد المواد الأولية: هي صناديق تكونها الدول المصدرة للمواد الأولية وأساسا النفطية أو المواد التي يتسم معظمها بقابلية النضوب.
- ✓ الصناديق الممولة بفوائض المدفوعات الجارية: بتعاطم حجم الاحتياط العالمي وامتلاك الدول النامية 5/4 منه وازنت بين الاحتفاظ بهذه الأموال كاحتياطيات أو استثمار جزء من هذه الفوائض بتحويله إلى هذه الصناديق.¹

¹ أياد حماد، إدارة الصناديق السيادية وصناديق التحوط، ماجستير إدارة أعمال، جامعة دمشق كلية الاقتصاد رسالة، 2008-2009.

✓ الصناديق الممولة بعوائد الخوصصة: دخلت الكثير من الدول في برامج واسعة لخوصصة القطاع العمومي أدت إلى حصولها على عوائد مالية ضخمة. وللحفاظ على هذه الأموال يتم تحويلها لمثل هذه الصناديق.

✓ الصناديق الممولة بفائض الميزانية: تلجأ بعض الحكومات مباشرة لما تحقق فائضا في الميزانية العامة للدولة إلى تحويل هذا الفائض لاستثماره في الأصول المالية قصد تحقيق عوائد من جهة، ولتوجيه المعطيات الاقتصادية من جهة ثانية .

✓ تصنف الصناديق السيادية وفق للوجود المؤسسي إلى:

✓ صناديق لها وجود مؤسسي: أي لها مكاتب تقوم بتسيير مواردها وتكون نيابة عن الدولة مثل مجلس الاستثمار الكويتي بلندن الذي تأسس عام 1953 وكان يضم 11 موظف ليحل محله سنة 1965 مكتب الاستثمار الكويتي الذي توظف إدارته حوالي 420 من صانعي الصفقات ومحللين اقتصاديين.

✓ صناديق سيادية ليس لها وجود مؤسسي بل تصنيفها كصناديق سيادية يعود إلى وجود فوائض مالية في هذه الدولة مثل الاحتياطات الحكومية التي تديرها مؤسسة النقد العربي السعودي (البنك المركزي السعودي) فلا يوجد إطار مؤسسي مستقل للاستثمار.

2- مساهمة الصناديق السيادية في الصناعة المالية

2-1 خصائص الصناديق السيادية عن الهيئات المالية الأخرى:

من خلال ما سبق نستنتج أن لها ثلاث مميزات:

- ذات سيادة: الصناديق السيادية تستمد أصولها من إيرادات الموارد الطبيعية كما هو الحال في الدول النفطية أو من تراكم الفوائض الخارجية والاحتياطات كما هو الحال في سنغافورة والصين
- تابع للحكومة: فالحكومة هي التي تسيير الصندوق أو ممثل عنها، وعادة هو البنك المركزي، رغم أن درجة تباين درجة العلاقة بين الصندوق السيادي والحكومة والتي تختلف من بلد لآخر¹.
- يهدف للحصول على عائد أعلى: كونه سيحقق عائدات أعلى مقارنة بالتوظيف التقليدي.
- كما أنه من خلال مقارنة أصول الصناديق السيادية ببعض المؤسسات الدولية يتضح ما يلي:2
- تمثل 6/1 من الأصول المدارة من قبل شركات التأمين التي تدير أكثر من 16 تريليون دولار.
- تمثل 7/1 من الأصول المدارة من قبل صناديق المعاشات والتي تصل إلى أكثر من 15 تريليون دولار.
- تمثل أقل من نصف الاحتياطات العالمية التي تصل إلى 07 تريليون دولار.

وهذا ما يجعل هذه الصناديق في المرتبة الرابعة من حيث الأهمية تمثل الصناديق السيادية العربية منها 47%³، كما تمثل موجودات صناديق النرويج

¹ طارق عزت رخا، دور القانون الدولي في حل مشكلات استغلال الثروة البترولية، كلية القانون جامعة خليج سرت ليبيا، دار النهضة العربية، القاهرة 1998، ص110.

² عبد المجيد قدي، مرجع سابق ص 05.

³ خالد كبي، صندوق الأجيال بحاجة الى اختبار ضغط لمعرفة قدرته على تحمل المخاطر، مجلة القيس، يوليو

وروسيا والصين 70%، 29%، 21% من الناتج المحلي الاجمالي لها على التوالي، أما صناديق السعودية والكويت والإمارات 106%، 261%، 590% من الناتج المحلي الاجمالي على التوالي. كلما ارتفعت النسبة زادت أهمية الصندوق في تمويل الانفاق العام.

2-2 المخاطر المحتملة للصناديق السيادية على استقرار النظام المالي الدولي

لقد رأى صندوق النقد الدولي أنه يمكن معالجة بعض الشواغل عن طريق تسهيل حوار منظم بين الصناديق والبلدان المتلقية للاستثمارات، ووضع طائفة من المبادئ الطوعية للصناديق، لأجل تأمين التدفقات الاستثمارية عبر الحدود بطريقة عادلة ومنفتحة، حيث قام بتشكيل ما يسمى بـ "مجموعة العمل الدولية حول الصناديق السيادية" في ماي 2008 وقامت هذه المجموعة بالتوصل إلى اتفاق تمهيدي في مدينة سانتياغو الشيلية يوم 11 أكتوبر 2008 بشأن مجموعة من المبادئ (24مبدئ) المعروفة بـ "مبادئ سانتياغو"، فهي مبادئ طوعية يدعمها الاعضاء في مجموعة العمل الدولية، إما يطبقونها بالفعل أو يطمحون إلى تطبيقها، حيث تقع ضمن منطقة رمادية من الحوكمة العالمية ولا تمثل قانون دوليا ملزما من الناحية القانونية. في حين أن الصناديق السيادية يمكن أن توفر فوائد للاقتصادات المحلية والأسواق المالية العالمية بتوفير رؤوس أموال كبيرة إلا أن لها تأثيرات وأخطار محتملة على الاستقرار المالي الدولي ومنها¹:

1- تشكيل الصناديق السيادية ودخولها الأسواق المالية العالمية خطراً على تلك الأصول، فغياب هذه الصناديق سيتم توزيع الفائض من العوائد المالية

- بين المواطنين ويترك لهم القرار في الاستهلاك أو الادخار أو الاستثمار في محافظ استثمارية آمنة.
- 2- انعدام الشفافية والتقلبات القصيرة تزعزع استقرار الأسواق وقد تضلل المستثمرون في الأسواق المالية في اتخاذ قراراتهم.
- 3- أهداف غير اقتصادية والحماية المالية: هناك بعض الأنظمة حاسمة في حماية أمنها القومي والاقتصادي وذلك بوضع حواجز على بعض الصناديق في تحركات رؤوس أموالها ولهذا قد دعت G7 و G20 ومؤسسات دولية مثل صندوق النقد الدولي ومنظمة التعاون والتنمية لتحديد أفضل الممارسات وقواعد السلوك لهذه الصناديق.
- 4- الحماية: حيث أن مسؤولين من الولايات المتحدة الأمريكية وكندا ومن أماكن أخرى قد اجتمعوا مع ممثلين للصناديق السيادية لمعرفة المزيد عن عملياتها وأهدافها لأجل تحديد لوائح صارمة لاستثماراتها وخلق مناخ استثماري جذاب فهذه الدول تسعى إلى التوفيق بين حرية الاستثمار وحماية المصالح الاستراتيجية للدول المستقبلية.
- 5- الخوف الكامن أو الظاهر لدى الأطراف التي تنفي استقلالية الصناديق عن حكوماتها، من أهداف تلك الصناديق، إضافة إلى صعودها القوي في أسواق المال، و حجم الأصول التي تمتلكها و تديرها، يكمن في الخوف من التدخل السياسي، و التدخل من أجل مصلحة الدولة الام، أو التدخل من خلال المضاربة على عملة دولة أخرى،¹ وما ينجر عن ذلك من اضطراب في العلاقات الدولية و تشويش على السوق المالي العالمي.

¹ شهرزاد زغيب، لمياء عماني، الأزمة الامالية: من المتسبب ومن المتضرر؟ بحث مقدم الى مؤتمر الأزمة المالية الدولية: تباطؤ الاقتصاد العالمي وأثاره على الاقتصاديات الأورو مغاربية خلال الفترة 11-12 أكتوبر/ 2009م المقام في جامعة بجاية - الجزائر، ص 11.

2-3 الدور الايجابي للصناديق السيادية في النظام المالي العالمي

يمكن للصناديق السيادية أن تساهم بما يلي:¹

أ- نقل المعرفة من خلال الاستثمارات: يمكن للصناديق السيادية أن تدعم استراتيجيات النمو الاقتصادي المحلي من خلال استثماراتها الدولية والمحلية. فالاستثمارات الدولية مثلاً توفر سبباً للتعاون مع إدارات الشركات المستثمر فيها والتعرف على نماذج عمل مختلفة، بالإضافة إلى إجراءات واستراتيجيات من شأنها أن تضيف إلى الخبرات المحلية. كما تساعد الاستثمارات في الشركات المتعددة الجنسيات على كسب التكنولوجيات المهمة، والمعرفة من خلال توفير الحوافز لهذه الشركات والضغط عليها من أجل زيادة القيمة محلياً ونقل المعرفة والخبرة، أما محلياً يمكن للصناديق السيادية في الدولة الام أن تبادر باستثمارات تستهدف القطاعات التي تكمل استثماراتها العالمية بهدف إطلاق عجلة النمو الاقتصادي .

ب- تعزيز الشركات الحكومية: تمثل الشركات الحكومية جزءاً كبيراً من النشاطات الاقتصادية في هذه دول، مما قد يمثل فرصة لإدارة مجموعات من الشركات المملوكة للحكومات ويساعدها في خلق تحالفات وأعمال مهمة، بالإضافة إلى وفورات الحجم.

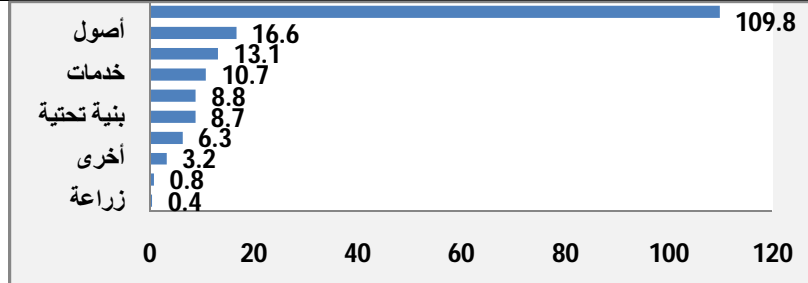
ت- التخفيف من حدة الأزمات الاقتصادية: يمكن للصناديق السيادية أن تستخدم ثروتها في المراحل التي تتميز بحركة اقتصادية ضعيفة بهدف إطلاق عجلة النمو الاقتصادي والحفاظ على تمويل الاستثمارات الاستراتيجية، فصندوق النرويج السيادي، على سبيل المثال، راح يدعم مشاريع البنية التحتية غداة الازمة الاقتصادية العالمية بهدف الحفاظ على النمو الاقتصادي للبلاد، وصندوق الاجيال القادمة الكويتي ساهم في إعادة إعمار الكويت بعد الغزو العراقي.

¹حدادي عبد الغني، مرجع سابق ص 51.

ث- تعزيز التعاون الاقليمي والدولي: على الدول المالكة للصناديق السيادية النظر في تأسيس صناديق مشتركة على المستويين الاقليمي والدولي، تتضمن فوائد الصناديق المشتركة تشارك المخاطر، وزيادة على الصعيد الدولي، يمكن للصناديق المشتركة أن تسهل الفرص الاستثمارية لدخول الأسواق وتعزيز اليات نقل المعرفة، وخير مثال على ذلك صندوق الصين ودبي الذي أعلن إنشائه في أبريل 2008 كصندوق مشترك باسم China Dubai Capital هذا الصندوق المشترك يهدف للاستثمار في البنية التحتية، وقطاع النفط، والرعاية الصحية، وغيرها من النشاطات التي من شأنها أن تخلق تحالفات بين اقتصاد الامارات العربية المتحدة والصين، مع تأمين الفرص الاستثمارية الناجحة للصين في المنطقة، بالإضافة إلى ذلك، تعزز الاستثمارات التي تخدم مجتمعات البلدان المضيفة من دون التأثير على ربحية التعاون الدولي، وتنعكس إيجابا على الدور الاقتصادي والاجتماعي للصناديق السيادية.

ج- تنفيذ الإصلاح وكسب الثقة: لا شك أن التغييرات التدريجية بهدف تحسين الحوكمة والشفافية في الصناديق السيادية مهمة، لمواجهة الاجراءات التنظيمية وتحفيز إدارة الصناديق السيادية على تبني أفضل الممارسات العالمية والمسؤولية تجاه النتائج المالية لهذه الصناديق، وعلى الرغم من أن الصناديق السيادية قد تأثرت بسبب الازمة الاقتصادية العالمية، فإن نشاطاتها الاستثمارية ستبقى بشكل عام، قوة مالية نامية.

وتتوزع استثمارات الصناديق السيادية المباشرة العالمية حسب القطاعات كالتالي:



Source: Jason Kotter, The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets, International Finance Discussion Papers Number 940 August 2008, p38.

ولقد ساهمت الصناديق السيادية في إعادة رسملة المؤسسات المالية المتعثرة خلال الازمة المالية 2008، ففي ظرف ستة أشهر استثمرت فيها الصناديق السيادية ما قيمته 76.83 مليار دولار والجدول الموالي يبين ذلك:

المبلغ مليار دولار	تاريخ المساهمة	الصندوق السيادي		البنك	
		بلده	اسمه	بلده	اسمه
2.05	2007/07/25	سنغفورة	تيمسك	بريطانية	باركلايس
3.08	2007/07/25	الصين	بنك التنمية الصيني	بريطانية	باركلايس
6.94	2008/10/31	قطر	هيئة الاستثمار القطرية	بريطانية	باركلايس
4.84	2008/10/31	قطر	هيئة الاستثمار القطرية	بريطانية	باركلايس
7.5	2007/11/26	الامارات	هيئة الاستثمار أبو ظبي	الوم !	سي تي غروب
6.9	2008/01/15	سنغفورة	شركة الاستثمار السنغفورية	الوم !	سي تي غروب
5.6	2008/01/15	الكويت	هيئة الاستثمار الكويتية	الوم !	سي تي غروب
8.71	2008/10/16	قطر	هيئة الاستثمار القطرية	سويسرا	القرض السويسري
4.4	2007/12/24	سنغفورة	تيمسك	الوم !	ميريل لينش
6.6	2008/01/15	كورية كويتية	- شركة الاستثمار الكورية - هيئة الاستثمار الكويتية	الوم !	ميريل لينش
0.6	2007/12/24	سنغفورة	تيمسك	الوم !	ميريل لينش
0.9	2008/07/28	سنغفورة	تيمسك	الوم !	ميريل لينش
5.58	2007/12/19	الصين	شركة الاستثمار الصينية	الوم !	مورغان ستانلي
9.75	2007/12/10	سنغفورة	شركة الاستثمار السنغفورية	سويسرا	يو بي إس
1.77	2007/12/10	ش.الوسط	غير معروف	سويسرا	يو بي إس
1.61	2008/10/17	ليبيا	هيئة الاستثمار الليبية	أيطاليا	يوني كريدي
76.83					المجموع

SOURCE : Banque de France, Bilan et perspectives des fonds souverains, focus, 28 Novembre 2010, p13

3- نماذج عن توظيف الصناديق السيادية لأصولها في الأسواق المالية العالمية

3-1 توظيف الصناديق السيادية في النرويج

أ- ماهية صندوق النرويجي: يرتكز اقتصاد النرويج على قطاع النفط المزدهر حيث جميع الاستثمارات مرتبطة بهذا القطاع مما جعل البلد رهين العائدات النفطية وبدأت من خلال ذلك بتطوير القطاعات الأخرى، ورفع مستواها وتأهيلها لتصبح في مستوى عالمي مثل الطاقة الكهربائية وصناعة الكيمياء والمعادن والورق والبناء وتعتبر أكبر منتج للنفط في أوروبا والثالث من حيث التصدير عالمياً بعد السعودية وروسيا، بلغت صادراتها نحو ثلاثة مليون برميل يومياً عام 2007¹ ونظراً للارتفاع الشديد في الأسعار العالمية للنفط وضمان لحقوق الأجيال القادمة كان للنرويج تجربة مع الصناديق السيادية تعد من أكثر التجارب نجاحاً من بين الدول التي استعملت هذه الصناديق حسب خبراء صندوق النقد الدولي² ويمكن تلخيص هذه التجربة عبر النقاط التالية:

ب- تعريف صندوق: يعتبر البترول جزء هاماً من اقتصاد النرويج الذي يمثل 25% من PIB من أجل تحسين إدارة الثروة من النفط وتتماشى مع استهلاك الدخل القادم من البترول، فأنشئت النرويج عام 1990 الصندوق الحكومي للبترول والذي أصبح صندوق معاشات التقاعد الحكومي (GPF-N) في 2006، ويقوم هذا الصندوق بعدة أنشطة هذه الأنشطة متنوعة جداً من استثماراته في الخارج والتي بلغت في أواخر سنة 2007 حوالي 373 مليار

¹ حسن الحلفي، النرويج بين نمو الرفاهية الاقتصادية وتحديات التلوث البيئي، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد الأكاديمية العربية المفتوحة في الدانمارك، 2008، ص 98.

² Caroline Bertin delacour " les fonds souverains ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale "Groupe Erolles ,2009 paris cedex 05-p-193.

دولار ويعتبر صندوق النرويج من أوائل الصناديق التي تكرس الشفافية ويتماشى مع قواعد الاستثمار والأخلاق.

ت- أهداف الصندوق: كانت أهداف صندوق معاشات التقاعد الحكومي تتمثل فيما يلي: الحفاظ على الثروة النفطية للمستقبل مع التوزيع العادل لها بين الأجيال.

-تحويل الثروة النفطية إلى أصول مالية من خلال استثمارها في الأسواق المالية العالمية مع الأخذ بعين الاعتبار مبدأ المخاطرة والعائد.

-حماية الموازنة العامة للدولة من التقلبات المفاجئة للمداخل النفطية والحفاظ على توزيعها على المدى البعيد.

ث- إيرادات الصندوق:

- استقبال جميع مداخيل الثروة النفطية المحولة من طرف الحكومة.

- الضرائب والأتوات وتراخيص التنقيب وفوائد المشاركة الدولة في الشركة النرويجية 'statoilhydro'

- العوائد المحققة نتيجة الاستثمار في القيم المنقولة عبر أسواق المالية العالمية.

ج- نفقات الصندوق:

- تحويل جزء من المداخل النفطية نحو الموازنة العامة للدولة "يتم تحويل نسبة 4% سنويا من المداخل البترولية نحو الموازنة العامة".

- استثمار ما تبقى من موارد في شكل أصول مالية خارج البلد

ح- دوافع استثمار أصول الصندوق في الخارج:

- الفصل بين صندوق النفط والموازنة العامة لتجنب التدخل الذي قد يحصل بينها وبين الصندوق من حيث الأهداف والوظائف.

- تجنب التأثيرات السلبية الناتجة عن ارتفاع المداخل النفطية على الاقتصاد النرويجي والمتمثلة أساسا في ارتفاع سعر صرف العملة ، وانخفاض تنافسية

القطاعات الإنتاجية داخل وخارج الوطن، وتوجيه الموارد المالية نحو القطاع النفطي وهي التأثيرات المسماة بالمرض الهولندي

- تحقيق أكبر عائد ممكن بالنظر لتتوع المحافظ المالية التي يمكن للحكومة استثمارها وتجنب انخفاض قيمة الأصول الصندوق في حالة الاحتفاظ بها على شكل سيولة نقدية

- أن الاستثمار في الأصول المالية يسمح للحكومة من الحصول على سيولة نقدية في أقل مدة ممكنة، بالنظر لسرعة تحويل هذه الأصول إلى سيولة نقدية.

خ- طريقة استثمار أصول الصندوق:

إن استثمار أصول الصندوق في الخارج يتم على النحو التالي¹:

- 60% من أصول الصندوق يتم استثمارها في شكل سندات موزعة على النحو التالي ، 35% في السوق المالي الأمريكي و 55% في الأسواق المالية الأوروبية و 10% في الأسواق المالية لآسيا وأقيونسيا.
- 40% من أصول الصندوق مستثمر في شكل أسهم موزعة على النحو التالي، 50% في الأسواق المالية الأوروبية 50% في السوق المالي الأمريكي.

إجمالاً فإن أصول الصندوق مستثمرة على شكل أسهم وسندات في 27 دولة متقدمة منها بلدان مصنفة ضمن الدول المصنعة حديثاً تم إضافتها في سنة 2001 إلى قائمة الدول التي يستثمر فيها الصندوق ولتجنب مخاطر استثمار أصول الصندوق في شكل أسهم تم تحديد نسبة 3% كحد أقصى لمساهمات الصندوق في رأس مال أي شركة كما حددت أجال السندات التي يمكن للصندوق إن يستثمر فيها بين 3 و 7 سنوات.

¹ بوفليح نبيل، فعالية صناديق الثروة السيادية كأداة لتسيير مدا خيل النفط في الدول العربية، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة حسيبة بن بوعلى - الشلف -، العدد الرابع 2010، ص 89.

د - الاشراف والرقابة على الصندوق:

وفيما يخص الرقابة على الصندوق فبالإضافة إلى الرقابة الداخلية التي يخضع لها الصندوق على المستوى الهيئة المكلفة بتسييره "البنك المركزي" والهيئة المالكة للصندوق وزارة المالية فان الصندوق يخضع إلى رقابة صارمة من البرلمان النرويجي من خلال التقارير الدورية المقدمة من طرف وزارة المالية للبرلمان الذي يعتبر الجهة الوحيدة المخول لها صلاحيات تعديل القواعد المسيرة للصندوق، كما انه لا يمكن للحكومة التصرف في موارد الصندوق دون علم البرلمان وموافقته، ولإضفاء مزيد من الشفافية على تطور وضعية الصندوق فان البنك المركزي بصفته مسير الصندوق ملزما على تقديم تقارير يتم عرضها للرأي العام عن طريق ندوات صحفية وفي الموقع الالكتروني للبنك.

3-2. توظيف الصناديق السيادية في الجزائر:

كون الجزائر من بين الدول التي تزخر بثروات طبيعية وبشرية مهمة، لكن ومع ذلك تبقى المحروقات العنصر المحوري في صادراتها، ولم تظهر انعكاسات الاعتماد على النفط إلا خلال ثمانينيات القرن الماضي، بعد النمو السريع و المتزايد لحجم الدين الداخلي، في مرحلة تميزت بضعف الادخار العمومي، و عجز في ميزانية الدولة ابتداء من سنة 1986، نتيجة الصدمة العكسية لأزمة انخفاض أسعار البترول، كل هذا جعل من مسألة استقرار سوق البترول أمراً ضرورياً وحتمياً ليس من أجل الحفاظ على هذا المورد الحيوي فحسب، بل من أجل تحقيق التنمية بمختلف أبعادها، لهذا السبب تسعى الجزائر إلى وضع خطط إستراتيجية بديلة لاستغلال الثروة البترولية، وتعتبر التجربة الجزائرية مع الصناديق السيادية (صندوق ضبط الموارد) أسلوب استثماري حكومي لتجنب آثار الاعتماد على النفط وذلك سنة 2000.

أ- ظروف ودوافع إنشاء الصندوق: لقد تم إنشاء صندوق ضبط الموارد، بموجب المادة 10 قانون المالية التكميلي لسنة 2000، والذي تتكون موارده جزئيا من فائض إيرادات الجباية البترولية الناتج عن الفارق بين السعر المرجعي المعتمد لتقدير الإيرادات والسعر المتوسط المسجل، هذه السنة التي ميزها الارتفاع الكبير في أسعار المحروقات مقارنة بالأسعار السائدة خلال الفترة السابقة لها.

وبما أن الاقتصاد الجزائري مفتوح على العالم الخارجي، فإنه يمكن إرجاع الدوافع الكامنة وراء إنشاء الصندوق إلى دوافع داخلية وأخرى خارجية، حيث تتمثل الدوافع الداخلية إلى ما يلي:

- تأثير ارتفاع قطاع المحروقات على معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي

- تأثير قطاع المحروقات على الموازنة العامة للدولة

- تأثير قطاع المحروقات على ميزان المدفوعات

أما الدوافع الخارجية تتمثل فيما يلي:

- تقلبات أسعار النفط في الأسواق العالمية

- رواج فكرة إنشاء صناديق الثروة السيادية في معظم الدول النفطية

ب- باب النفقات

حدد المشرع أوجه الاتفاق هذه في ما يلي:

- ضبط نفقات الميزانية المحددة عن طريق قانون المالية السنوي، والحد من المديونية.

- تخفيض الدين العمومي

ت- مجال عمل الصندوق

يتركز مجال عمل الصندوق أساسا داخل البلد إضافة إلى امتداد مجال عمله خارج الوطن فقط من خلال مساهمته بالتنسيق مع البنك المركزي في سداد وتخفيض المديونية العمومية الخارجية

ث - أهداف الصندوق

- تمويل عجز الميزانية العامة الدولة الناتجة عن تخفيض إيرادات الجباية البترولية أقل من تقديرات قانون المالية.
- تخفيض المديونية العمومية

3-3 التجربة الكويتية مع الصناديق السيادية:

تعد تجربة الكويت مع صناديق النفط من أكثر التجارب نجاحا.

أ - ماهية الصندوق السيادي الكويتي: كانت أولى عمليات الاستكشاف والتنقيب عن النفط سنة 1913، حيث ساهم بشكل كبير في التنمية الاقتصادية للبلاد لكن نتيجة للتقلبات الدورية التي تشهدها أسواق النفط، ورغبة للحفاظ على الاستقرار وعلى غرار العديد من الدول قامت بإنشاء صندوق ادخار أطلق عليه مصطلح "صندوق الاجيال القادمة" future "Génération Fun" سنة 1976 وذلك بسبب قلق المسؤولين من المستقبل في حال تراجع الارادات النفطية، وتم صياغة مشروع استراتيجي يقوم على حجز نسبة 10% من الايرادات النفطية وتحويلها لحساب صندوق الاجيال القادمة، حيث تجرى عمليات التحويل باستقلال عن الميزانية وكانت بداية الصندوق بتحويل 50% من موارد الصندوق السيادي المسمى صندوق الاحتياطي العام الذي قامت الكويت بإنشائه سنة 1960 والذي كان يضم جميع استثمارات الحكومة في الداخل والخارج

ب - خلفية وفلسفة صندوق:

قامت السلطات الكويتية بإنشاء "صندوق الاجيال القادمة" وهو صندوق ادخار للأجيال القادمة وكان حافزها هو الاستعداد لما بعد النفط لأنه هناك إدراك بأنه حتما سيأتي اليوم الذي ينضب فيه النفط نضوب طبيعي أو انحسار استعماله، وبالتالي كان لابد من تحويل الأصول النفطية إلى أصول استثمارية تحقق عائد جديد يضمن للكويت في المستقبل أن لا تعود مرة أخرى

إلى الفقر، وأن حقيقة كون النفط مادة نابضة تعني أن ليس من حق الجيل الحاضر أو الجيل القادم القريب أن يستأثر وحده عوائد بيع هذا الأصل الزائل، وذلك أنه ملك الاجيال القادمة أيضا بمفهومه الواسع والمتجدد، والمستمر استمرار وجوديا يرتبط بوجود الوطن والممتد في إطار الزمن.¹

تأسيس الصندوق: تم إنشاء الصندوق بناء النظام الاميري الصادر في 04 رمضان 1396 الموافق لـ 29 جوان 1976 لتتقيح الدستور وبناء على:

- المواد 21 و 61 و 140 من الدستور .

- القانون رقم 1 لسنة 1960 التي تحكم أسس إعداد الميزانية العامة ومراقبة التنفيذ من نفس الحساب الختامي المعدل بالقانون رقم 4 لسنة 1976

- بناء على اقتراح وزير المالية وبعد موافقة مجلس الوزراء، صدر

مرسوم القانون

ت- الهيئات المسؤولة عن هذا الصندوق .

تختلف الجهة المالكة للصندوق عن الجهة المسيرة له، وذلك لغرض تحسين إدارة عمليات استثمار أصول صندوق الاجيال القادمة، حيث كانت وزارة المالية هي المالكة والمسيرة للصندوق منذ نشأته ولكن بعد استحداث هيئة الاستثمار الكويتية عام 1982، تم إنشاء "مكتب لندن" الذي يقع في مدينة لندن ويدير الأموال نيابة عن دولة الكويت، وقد تم إنشاؤه سنة 1953 وحل محل وزارة المالية في إدارة هذا الصندوق. وبقيت وزارة المالية الهيئة المالكة له، تقوم فقط باختيار أفضل الاستراتيجيات لاستثمار أصول الصندوق وأماكن هذه الاستثمارات

أهداف المكتب: تهدف الهيئة إلى تحقيق عائد على استثماراتها بمعدل ثلاث

¹ - تقرير "ستاندراند اندبورز" حول التصنيف الائتماني للكويت ، أصول الصناديق السيادية للحكومة تقدر ب 345 مليار دولار - ترجمة حسين إبراهيم، متوفر على الموقع www.alrai.com ، تاريخ الاطلاع .11/09/2014

- سنوات، وذلك من خلال:1
- إدارة الجزء المعهود للمكتب من احتياطي الاجيال القادمة للدولة، بهدف المحافظة على القيمة الحقيقية لهذه الأموال.
 - اختيار الاستثمارات ومدراء الاستثمارات بحيث يتفوق أدائهم على المؤشر المحدد لكل نوع من الأصول
 - تسعى الهيئة للاستثمار لأن تصبح مؤسسة رائدة عالميا في مجال إدارة الاستثمار ملتزمة بالتحسين المستمر في طريقة أداءها للأعمال من خلال مراعاة معايير الاداء مقارنة مع تلك الخاصة بأمثالها من الهيئات الاستثمار الكبرى سواء كانت خيرية أو صناديق تقاعد في جميع أنحاء العالم، والمساهمة في تكوين رأس مال بشري في الكويت بتدريب وإعداد الشباب الموهوب الطموح ليتخصصوا في سوق الاستثمار
- ث - إيرادات الصندوق:²
- 10% تحول سنويا من مدا خيل الثروة النفطية .
 - 50% حولت في بادئ الأمر من صندوق احتياطي العام.
- ج- نفقات الصندوق:
- لقد برهنت الايام على مدى أهمية هذا الصندوق حيث واجهت الكويت أصعب تحد يمكن القول أن يواجهه الوطن، فكان هذا الاحتياطي مصدر العيش خلال فترة احتلال العراق حيث مول الصندوق عمليات تحرير الكويت، ولقد سجلت الدولة خلال غزو العراق للكويت مبلغ 23 مليار دولار من صندوق الاجيال القادمة، ليسلط الضوء على أهمية ونجاح الصندوق السيادي في خدمة أجيال الكويت الحاضرة والقادمة.

¹ جلولي سهام، واقع وآفاق صندوق ضبط الموارد في الجزائر - دراسة مقارنة مع دولة الكويت، رسالة

ماجستير غير منشورة، جامعة جامعة سعد دحلب البليدة، 2009، ص 174

² إبراهيم سيف، مجلة "الأيكونوميست"، متوفر عبر الموقع www.almajalla.com، تاريخ الاطلاع

.2014/09/11

- استثمارة المبلغ المتبقي في شكل أصول خارج الكويت.

ح- طريقة استثمار أصول الصندوق:

يستثمر الصندوق الكويتي في العديد من المجالات الاقتصادية وفي مختلف دول العالم، وازداد نشاطه الاستثماري بعد أزمة الاقتصاد العالمي من الرهن العقاري، ولقد كان آخر الصفقات الصندوق ضخ 5 مليار دولار أمريكي في كل من مجموعة ستي جروب المصرفية الألمانية وميريل لنست، ويتم استثماره على الشكل التالي:

- 7% من أسهم شركة ديملر كرايسلر الألمانية لصناعة السيارات - مرسيدس -

- كما تقدمت الهيئة العامة للاستثمار بطلب للمشاركة في الاكتتاب العام على أسهم البنك الصناعي والتجاري الصيني الذي يعتبر أكبر جهة مانحة.

- يسيطر الصندوق إضافة إلى الصندوق الاحتياطي العام على 12% من سوق الأسهم الكويتية ويبلغ مجموع استثمارات هذه الصناديق 25 مليار دولار.

وأعلنت الهيئة العامة للاستثمار الكويتية أنها قررت زيادة مساهمتها في الصناديق الاستثمارية في السوق المحلي، ودراسة فرص استثمارية في السوق المحلي ودراسة فرص استثمارية أخرى. كما أوضحت الهيئة أن أي قرار يأتي مع توافر الفرص ولأسعار المناسبة للاستثمار طويلة الأجل لأن أي قرار يتخذ لابد مع أن يركز على أسس مهنية وفنية كما أن جزء من عملها الأساسي هو دراسة الفرص الاستثمارية المتاحة والأسعار المشجعة الأسهم الجيدة في سوق الكويت للأوراق المالية وذلك ضمن إطار عملها الاستثماري ومهمتها الأساسية في إدارة احتياطي الأجيال القادمة¹.

¹ جولي سهام، واقع وآفاق صندوق ضبط الموارد في الجزائر، مرجع سابق، ص 185.

لقد قامت الكويت باستثمار أصول الصندوق في مجموعة متعددة من دول العالم، كالدول الأوروبية وأمريكا وكانت لهذه الاستراتيجية التي تتبعها الكويت خلفية و دوافع تحاول من خلالها تحقيق مجموعة من الأهداف تخدم الاقتصاد الكويتي وتحافظ على مصالح الأجيال القادمة وذلك من خلال ما يلي:

- الاستثمار في الأصول المالية يسهل على الحكومة الحصول على السيولة النقدية في أقل وقت ممكن بالنظر إلى سرعة تحول هذه الأصول إلى سيولة نقدية.

- تحقيق أكبر عائد ممكن بالنظر إلى تنوع المحافظ المالية التي يمكن للحكومة الاستثمار فيها، وتجنب في نفس الوقت انخفاض قيمة أصول الصندوق في حالة الاحتفاظ بها على شكل سيولة نقدية.

- تجنب التأثيرات السلبية في حالة ارتفاع المداخل النفطية كارتفاع سعر صرف العملة وانخفاض تنافسية القطاعات الإنتاجية داخل وخارج الوطن، وتوجه المواد الأولية نحو القطاع النفطي وهي التأثيرات المسماة بالمرض الهولندي.

- الاستفادة من تنوع احتياطات الصرف في حالة استثمارها في الخارج وبالتالي انخفاض التأثير في حالة حدوث أزمة سعر صرف أية عملة.

الخاتمة:

تبين من خلال هذه الدراسة أن الصناديق السيادية عبارة عن قنوات من الأصول الدولية وأحياناً أصول محلية، مملوكة ومدارة من حكومات لتحقيق أهداف اقتصادية ومالية متنوعة، وبالتالي تبرز أهمية توظيف الأصول المالية للصناديق السيادية في الأسواق المالية العالمية بشكل قيم منقولة بهدف الحصول على عائد أعلى مقارنة بالتوظيف التقليدي، وهذا ما يجعل هذه الصناديق في المرتبة الرابعة من حيث الأهمية، حيث تمثل موجودات صناديق النرويج وروسيا 70% و29% من الناتج المحلي الإجمالي لها على التوالي،

هذه الاسباب وغيرها كانت سبب في وضع الصناديق السيادية في رحاب الفضاء المالي العالمي.

ومن خلال مقارنة تجربة الصناديق السيادية في الجزائر مع دولتي الكويت والنرويج، إذ تعتبر الكويت من الدول السبابة التي قامت بإنشاء مثل هذه الصناديق بإنشاء صندوق أطلقت عليه اسم صندوق الاجيال القادمة سنة 1976، بالإضافة إلى النرويج التي أنشأت صندوق معاشات التقاعد الحكومي، حيث يعتبران من التجارب الناجحة في الدول النفطية، تبين ضعف التجربة بالجزائر وبغية الاستفادة من تجربتي الكويت والنرويج نوصي بما يلي:

- تمويل الصندوق باستقبال بنسبة معينة من مدا خيل الثروة النفطية.
- استثمار الأصول المالية في القيم المنقولة عبر أسواق المالية العالمية لتحقيق أكبر العوائد الممكنة.
- إخضاع الصندوق إلى رقابة كيفية تسييره، لتقييم فعاليته في تحقيق أهدافه المسطرة.
- نشر تقارير سواء كانت دورية، أو فصلية أو سنوية لتحقيق المساءلة والشفافية.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع من اللغة العربية

- سفين بيرينت، حين يتكلم المال: صناديق الثروة السيادية العربية في خطاب سياسة العولمة، مركز كارنيغي للشرق الاوسط، 2008.
- ماجد عبد الله المنيف: "صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض النفطية" ملتقى الطاقة العربي بيروت، سبتمبر 2009.
- عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة ملتقى عالمي حول الازمة العالمية وكيفية علاجها من المنظور النظام الاقتصادي الغربي

- والإسلامي، طرابلس لبنان يومي 13-14 جوان 2009 جامعة الجزائر .
- حدادي عبد الغني، دور الصناديق السيادية في إدارة الفوائض النفطية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة وهران، سنة 2013.
- أياد حماد، إدارة الصناديق السيادية وصناديق التحوط، رسالة ماجستير إدارة أعمال، جامعة دمشق كلية الاقتصاد، 2008-2009.
- طارق عزت رخا، دور القانون الدولي في حل مشكلات استغلال الثروة البترولية، كلية القانون جامعة خليج سرت ليبيا، دار النهضة العربية، القاهرة 1998.
- خالد كبي، صندوق الاجيال بحاجة إلى اختبار ضغط لمعرفة قدرته على تحمل المخاطر، مجلة القبس، يوليو 2010، العدد 35.
- بوفليح نبيل، فعالية صناديق الثروة السيادية كأداة لتسيير مدا خيل النفط في الدول العربية، مجلة الاكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة حسبية بن بوعلى - الشلف-، العدد الرابع 2010.
- تقرير "ستاندراند اندبورز " حول التصنيف الائتمائي للكويت ، أصول الصناديق السيادية للحكومة تقدر ب 345 مليار دولار - ترجمة حسين إبراهيم ، متوفر على الموقع www.alrai.com ، تاريخ الاطلاع 2014/09/11.
- جلولي سهام واقع وآفاق صندوق ضبط الموارد في الجزائر - دراسة مقارنة مع دولة الكويت، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة جامعة سعد دحلب البلية، 2009.
- إبراهيم سيف، مجلة "الايكونوميست"، متوفر على الموقع www.almajalla.com، تاريخ الاطلاع 2014/09/11.
- حسن الحلفي، النرويج بين نمو الرفاهية الاقتصادية وتحديات التلوث

البيئي، رسالة ماجستير، غير منشورة في العلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد الاكاديمية العربية المفتوحة في الدانمارك، 2008 .
- شهرزاد زغيب ولمياء عماني، مداخلة بعنوان الازمة المالية: من المتسبب ومن المتضرر؟ بحث مقدم إلى مؤتمر الازمة المالية الدولية: تباطؤ الاقتصاد العالمي وآثاره على الاقتصاديات الاورو مغاربية خلال الفترة 11-12 أكتوبر/ 2009، في جامعة بجاية - الجزائر .

ثانيا: المراجع من اللغة الأجنبية

- caroline Bertin delacour " les fonds souverains ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale "Groupe Erolles ,2009 paris cedex 05.

- tamara gomes ,the impact of sovereign wealth funds on international Financial stability, sur/ www.bank-banque-canada.ca.

- Banque de France, Bilan et perspectives des fonds souverains, focus, 28 Novembre 2010.

- Jason Kotter, The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets, International Finance Discussion Papers Number 940 August 2008

-TAMARA GOMES the impact of sovereign wealth funds on internatonal financial stability sur/www.bank-banque-canada.ca

عمليات الاندماج والاستحواذ ودورها في تحقيق ميزة تنافسية وزيادة القيمة للمساهمين - مقارنة نظرية -

د. قالون جيلالي¹

الملخص:

تعتبر عمليات الاندماج والاستحواذ كخيارات لتنفيذ إستراتيجية التوسع الخارجي للمؤسسات على اختلاف أنواعها وكذلك الحال بالنسبة للبنوك، وقد تناول هذا البحث عمليات الاندماج والاستحواذ ومدى نجاحها في إيجاد ميزة تنافسية للمؤسسات وزيادة القيمة للمساهمين.

وقد تناول البحث في البداية مفهوم عمليات الاندماج والاستحواذ، ثم تطرق إلى طرق تحقيق عمليات الاندماج، وفي نقطة ثالثة تم البحث في دواعي اللجوء إلى عمليات الاندماج والاستحواذ، أما النقطة الرابعة فتم التطرق فيها إلى العوامل التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند التفكير في عمليات الاندماج والاستحواذ، كما تطرق هذا البحث إلى تبين الانعكاسات الايجابية لعمليات الاندماج والاستحواذ على المساهمين، وفي آخر نقطة من البحث تم عرض مختلف الاسباب المحتملة لفشل عمليات الاندماج والاستحواذ. وقد خلص البحث إلى عدد من النتائج وقدم بعض التوصيات.

الكلمات المفتاحية: الاندماج، الاستحواذ، شراء الأسهم، تبادل الأسهم، الامتصاص، القيمة.

Le résumé :

Les opérations de fusions-acquisitions se considèrent comme des moyens mis en œuvre par les entreprises et les banques pour mener la stratégie de croissance externe.

Cette recherche trouve son importance dans le rôle

¹ أستاذ محاضر (١)، جامعة أحمد دراية - أدرار

grandissant des opérations de fusions – acquisitions dans la création d'un avantage concurrentiel et maximiser la valeur actionnariale.

Le premier point tente de clarifier les différentes définitions des opérations de fusions – acquisitions, le deuxième point aborde les mécanismes des opérations fusions – acquisitions, le troisième point traite les motivations des fusions acquisitions, le quatrième point met l'accent sur les facteurs doivent être pris en considération avant la mise en œuvre des fusions – acquisitions, le cinquième point démontre avantages réalisés par ces opérations, et le dernier point clarifie également les causes possibles des résultats décevants de nombreuses fusions – acquisitions.

Cette recherche se termine par une conclusion comportant des résultats et recommandations.

Les mots clés : la fusion, l'acquisition, l'achat d'action, l'échange d'action, l'absorption, la valeur.

مقدمة:

أصبحت الكثير من المؤسسات الاقتصادية في مختلف دول العالم تتجه نحو تكوين اتحادات وتكتلات بأشكالها المختلفة، وهذا بحثاً عن مزيد من القوة سواء من حيث التميز في تقديم المنتجات والخدمات للزبائن بطريقة أحسن من المنافسة، أو من حيث زيادة القيمة لحملة الأسهم من خلال النتائج الايجابية المحققة وهذا دائماً بطريقة أحسن من المنافسة، كما يمكن أن تذهب المؤسسات في هذا الاتجاه بحثاً عن التخلص من نقاط الضعف التي تعاني منها في مختلف نشاطاتها ووظائفها.

وتماشياً مع هذا الطرح، تلجأ المؤسسات والبنوك إلى عمليات الاندماج والاستحواذ كخيارات لتنفيذ إستراتيجية التوسع الخارجي. والتطبيق العملي لهذه الخيارات الاستراتيجية يؤدي حتماً إلى إعادة هيكلة تلك المؤسسات أو البنوك، أي وكأنه حدث نوع من إعادة توزيع الموارد والطاقات المختلفة بين المؤسسة التي لديها فائض والمؤسسات التي لديها احتياج، وهو ما يمكن التعبير عنه

بالتكامل، وهذا الاليات التي تبحث عن من لديه فوائض يرغب في توظيفها، ومن لديه احتياجات يرغب في تلبيتها تسمى بالهندسة المالية.

من كل ما تقدم يظهر لنا جليا أن الهندسة المالية تساهم في تنفيذ تلك الخيارات الاستراتيجية للأطراف المختلفة، وذلك بابتكار الحلول لإعادة توزيع مقدرات المؤسسات والبنوك، وإعادة هيكلة المؤسسات وتكوين كيانات قوية تتمتع بمميزات تنافسية وتعظيم عوائد المقرضين والمساهمين، فهي بذلك تقدم الحلول لكل الاطراف، حتى لتلك التي لا ترغب في الاندماج أو تقاوم محاولات الاستحواذ عليها، وعليه يمكننا القول أن الهندسة المالية هي الية تنفيذ وإيجاد حلول تساعد إدارة المؤسسات في تحقيق أهدافها.

ومن أجل توضيح معالم عمليات الاندماج أكثر وتوضيح دور الهندسة المالية في تحقيق تلك العمليات، حاولنا المشاركة في أشغال هذا المنتدى الوطني الثاني الموسوم بـ: واقع الهندسة المالية وآفاق تطبيقها بالجزائر، المنظم من طرف كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير في جامعة أدرار، بورقة بحثية تحمل في طياتها مقارنة نظرية تحت عنوان: عمليات الاندماج والاستحواذ ودورها في تحقيق ميزة تنافسية وزيادة القيمة للمساهمين؛ حيث أن إشكالية هذه الورقة البحثية تتمحور حول السؤال الرئيس التالي:

كيف يمكن للمؤسسات تحقيق ميزة تنافسية وزيادة القيمة لمساهميها باللجوء إلى عمليات الاندماج والاستحواذ ؟

للإجابة عن هذا السؤال كان لا بد من تجزئته إلى الاسئلة الفرعية التالية:

- ما مفهوم عمليات الاندماج والاستحواذ ؟
- ما هي أشكال تحقيق عمليات الاندماج والاستحواذ ؟
- لماذا يتم اللجوء إلى عمليات الاندماج والاستحواذ ؟
- ما هي النتائج الايجابية لعمليات الاندماج ؟
- هل يمكن أن تفشل عمليات الاندماج والاستحواذ ؟ وما مرد ذلك ؟

للإجابة عن هذه الأسئلة ومحاولة الاحاطة بمختلف جوانب الموضوع اتبعنا المنهج الوصفي التحليلي، وهيكلنا البحث في نقاط أساسية تدرج تحته نقاط فرعية لما يقتضيه التقريع المنهجي المطلوب وهذا كما يلي:

مقدمة: تضم توصيف مشكلة البحث والمنهج المتبع وهيكل البحث.

صلب الموضوع: يضم ست نقاط أساسية هي:

أولا . مفهوم عمليات الاندماج والاستحواذ.

ثانيا . طرق تحقيق عمليات الاندماج.

ثالثا . البحث في دواعي اللجوء إلى عمليات الاندماج والاستحواذ.

رابعا . العوامل التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند التفكير في عمليات الاندماج والاستحواذ.

خامسا . الانعكاسات الايجابية لعمليات الاندماج والاستحواذ على المساهمين،

سادسا . مختلف الاسباب المحتملة لفشل عمليات الاندماج والاستحواذ.

وفي الاخير انتهى البحث بخاتمة تحتوي على نتائج البحث وتوصياته.

أولا . مفهوم عمليات الاندماج والاستحواذ:

قبل التطرق إلى مفهوم عمليات الاندماج والاستحواذ، تجدر بنا الإشارة إلى انه لا يجب محاولة فهم معنى هذين المفهومين بصفة منفردة بل يجب النظر عليهما كآليات تنفيذ أو خيارات إستراتيجية جزئية ضمن إستراتيجية المؤسسة ككل.

وعليه فمن الاهمية بمكان الإشارة إلى أن هاتين الاليتين تختارهما المؤسسة عندما تقوم بالدخول إلى مجالات أعمال جديدة، وهذا عن طريق شراء مؤسسات أخرى وهو ما يعرف بالاستحواذ، أو عن طريق الاتحاد مع مؤسسة أخرى وهو ما يعرف بالاندماج. وهذين الخيارين الاستراتيجيين يدخلان ضمن إستراتيجية التنويع أو النمو الخارجي¹.

¹ يعبر مصطلح النمو الخارجي عن شكل من أشكال التوسع يقوم على التحكم في الأصول المنتجة والمملوكة

وعليه ووفقا لما سبق نكون قد اعتبرنا العمليتين كآليتين لتنفيذ إستراتيجية المؤسسة لتطویر الأعمال، وهي وسيلة لتحقيق الأهداف الاستراتيجية للمؤسسة.

من بين التعريفات الكثيرة لعمليات الاندماج والاستحواذ نذكر ما يلي:

- يرى السيد محمد بشير عليّة بأن الدمج (fusion) يرمي إلى تحقيق غرضين¹:

الغرض الأول: تأسيس شركة جديدة تضم كل الشركات القديمة التي كانت موجودة قبل الدمج، والتي تختفي وينتهي وجودها بعد عملية الدمج.
الغرض الثاني: زيادة رأس مال الشركة وذلك بضم وابتلاع شركة أو شركات أخرى.

يمكن التفرقة بين عملية الاندماج والاستحواذ كما يلي²:

يقصد بالاندماج (fusion) ضم مؤسستين أو أكثر معا، وتكون نتيجة الاندماج تكوين مؤسسة واحدة، وتتم هذه العملية عادة بين مؤسسات متماثلة في الحجم.

بينما تتمثل عملية الاستحواذ (التملك، الاقتناء) في قيام مؤسسة بشراء مؤسسة أخرى واحتوائها بالكامل، وتحدث هذه العملية في العادة بين مؤسسات متفاوتة الحجم.

- ويعرف الاندماج أيضا على أنه: « اتحاد شركتين أو أكثر مع بعضها مما يؤدي إلى فقدان الشركات المندمجة شخصياتها مع ظهور شركة جديدة تؤول

من طرف مؤسسات أخرى. انظر أكثر في:

LARBES Melha, « les restructurations bancaires : cas des fusion-acquisitions en Europe », mémoire de magister, Université Mouloud MAMMERRI de Tizi- ousou, 2011, p p 33-35.

¹ محمد بشير عليّة، الموسوعة الاقتصادية الحديثة، مركز النشر الجامعي؛ دار سحر للنشر، تونس، 2013، ص ص 255، 256.

² طاهر محسن منصور الغالبي، وائل محمد صبحي إدريس، الإدارة الإستراتيجية: منظور منهجي متكامل، دار وائل للنشر، عمان، 2007، ص ص 412، 413.

اليها كل أصول وممتلكات الشركة الفانية»¹.

- الاندماج هو اتحاد شركتين في شركة واحدة، ويعتبر كمظهر من مظاهر النمو الخارجي للشركة².

من خلال التعريفات السابقة، وغيرها كثير، نستنتج ما يلي:

- الاندماج يكون بين مؤسستين أو أكثر تكونان متقاربتين في الحجم، بينما الاستحواذ يتم عن طريق رغبة مؤسسة أكبر حجماً في تملك مؤسسة أقل حجماً منها*.

- بتحقيق عمليات الاندماج والاستحواذ يتشكل كيان جديد أكبر وأقوى، ويتمتع بالاستقلالية، وتزول بذلك معه الشركات المندمجة.

بالنسبة للمشرع الجزائري فقد قنن عمليات الاندماج والاستحواذ، فقد نصت المادة 744 من القانون التجاري على أن يمكن للشركة ولو في حالة تصفيتها أن تدمج في شركة أخرى أو أن تساهم في تأسيس شركة جديدة بطريقة الدمج. كما يمكن لهذه الشركات أن تقدم مالياتها لشركات موجودة، أو تساهم معها في إنشاء شركات جديدة بطريقة الاندماج والانفصال، كما سوغ إمكانية تحقيق عمليات الاندماج حتى بين شركات ذات شكل مختلف³.

¹ أرشد عبد الأمير جاسم، جليل كاظم مدلول العارضي، « إستراتيجية اندماج المصارف»، مجلة مركز دراسات الكوفة، المجلد 1، العدد 17، 2010، ص 174.

² المرجع نفسه، ص 175.

* بالرغم من وجود فرق بين مصلح الاندماج والاستحواذ كما أشرنا الى ذلك، إلا أنه في هذه الورقة البحثية لا نفرق بينهما ونتعامل معهما على أساس أنهما واحد، إلى جانب مصطلحات أخرى مثل: المزج، الاكتساب، التملك، الاقتناء.

³ الجمهورية الجزائرية، رئاسة الحكومة، الأمر رقم 75 - 59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، الذي يتضمن القانون التجاري، المعدل والمتمم، (الجريدة الرسمية)، ع 101، الصادرة بتاريخ 19 ديسمبر 1975، ص 1374.

يمكن الإشارة في هذه النقطة الى النصوص التشريعية المعدلة والمتممة للقانون التجاري كما يلي:

- المرسوم التشريعي 93 - 08 المؤرخ في 1993/04/25، الذي يعدل ويتمم الأمر 75 - 59، المؤرخ في 1975/09/26، الذي يتضمن القانون التجاري، (الجريدة الرسمية)، ع 27، الصادرة بتاريخ 27/04/1993.

- القانون 05 - 02 المؤرخ في 2005/02/06، الذي يعدل ويتمم الأمر 75 - 59، المؤرخ في

ثانيا - طرق وأساليب عمليات الاندماج والاستحواذ:

لتحقيق عمليات الاندماج يمكن أن تلجأ المؤسسات إلى إحدى الطرق التالية:

1 - الاستحواذ عن طريق شراء الأسهم:

تتم عملية الاستحواذ حسب هذا الشكل عن طريق قيام المؤسسة الدامجة أو المستحوذة بشراء أسهم المؤسسة المستهدفة، وذلك باللجوء إلى سوق الأوراق المالية (العروض العامة للتبادل)، أو عن طريق العروض العامة للشراء¹.

وفي حالة ما إذا رفض بعض المساهمين بيع أسهمهم للمؤسسة الدامجة نتحدث حينها عن حالة اندماج جزئية².

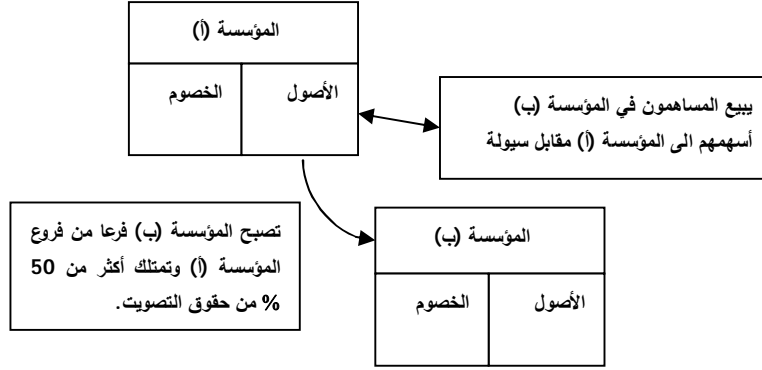
يمكن تمثيل عملية الاستحواذ بين مؤسستين عن طريق شراء الأسهم في الشكل أدناه، حيث تعتبر المؤسسة (أ) هي المؤسسة المستحوذة (وتسمى أيضا المؤسسة الدامجة، أو المبادرة)، بينما المؤسسة (ب) هي المؤسسة الهدف:

1975/09/26، الذي يتضمن القانون التجاري، (الجريدة الرسمية)، ع 11، الصادرة بتاريخ 2005/02/09.
- هناك نصوص تشريعية أخرى تمت وعدلت القانون التجاري لم نشأ ذكرها في هذه النقطة لأنها لا تتعلق بعمليات الاندماج والاستحواذ.

¹ Jonathan BERK, Peter DEMARZO, **Finance d'entreprise**, 2^{ème} édition, Nouveaux Horizons, Paris, 2011, pp 1020, 1021.

² أرشد عبد الأمير جاسم، جليل كاظم مدلول العارضي، مرجع سبق ذكره، ص 182.

الشكل (1): عملية الاستحواذ عن طريق شراء الأسهم



المصدر : Olivier MEILER, Guillaume SCHHIER, *Fusions Acquisitions: stratégie. Finance. Management*, 3^{ème} édition, DUNOD, paris, 2009, p 62.

وتجدر الإشارة في هذا الشأن بأن جوهر هذه العملية يتمثل في مدى قدرة المؤسسة المستحوذة على إقناع حملة أسهم المؤسسة المستهدفة ببيع أسهمهم، لهذا من المنطقي تماما أن تعرض أسعار مغرية بحيث تكون أعلى من القيمة الحقيقية لتلك الأسهم، ويسمى ذلك الفرق بعلاوة الاستحواذ¹.

وتحديد قيمة السعر المعروض ليس دائما بالأمر الهين؛ إذ يفترض فيه أن يراعي بعدين أساسيين هما:

البعد الأول: تقديم سعر عال بالقدر الذي يغري حملة الأسهم ويحفزهم على البيع

البعد الثاني: أن يكون السعر معقولا بالقدر الذي يمكن المؤسسة الدامجة من تحقيق عوائد على هذا الاستثمار

ولعله من المستحسن التذكير بأن عهد احترام دينك الشرطين يمكن أن يؤدي إلى فشل عملية الإندماج.

2 - الاستحواذ عن طريق مبادلة الأسهم:

حسب هذه الطريقة تقترح المؤسسة المستحوذة على حملة الأسهم في

¹ IBID, p 63.

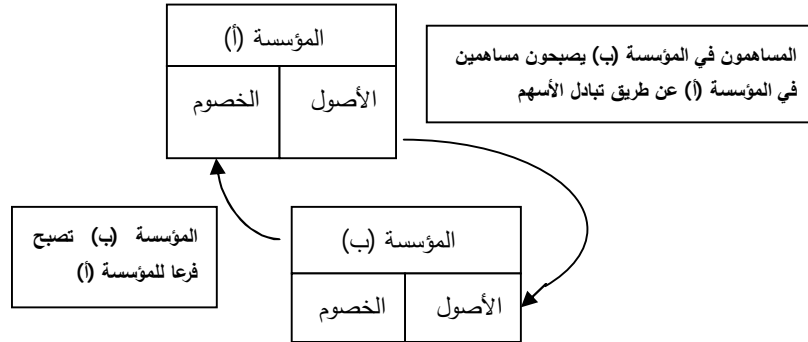
المؤسسة المستهدفة استبدال أسهمهم مقابل أسهمها، والتطبيق العملي لهذه الطريقة هو أن تقوم المؤسسة المستحوذة بطرح أسهم جديدة وتدعو لمبادلتها بأسهم المؤسسة المستهدفة¹.

وعند الانتهاء من هذه العملية ينتج لدينا ما يلي²:

- تتمكن المؤسسة المستحوذة من رفع رأسمالها
- تصبح المؤسسة المستهدفة فرعا من فروع المؤسسة المستحوذة
- يصبح المساهمون في المؤسسة المستهدفة مساهمين في المؤسسة المستحوذة

يمكن تمثيل عملية الاستحواذ بين مؤسستين عن طريق مبادلة الأسهم، بالإبقاء على نفس معطيات المثال السابق في الشكل أدناه:

الشكل (2): عملية الاندماج عن طريق مبادلة الأسهم



المصدر: Olivier MEILER, Guillaume SCHHIER, *op – cit*, p 75.

3 - الاستحواذ عن طريق الامتصاص (البيع):

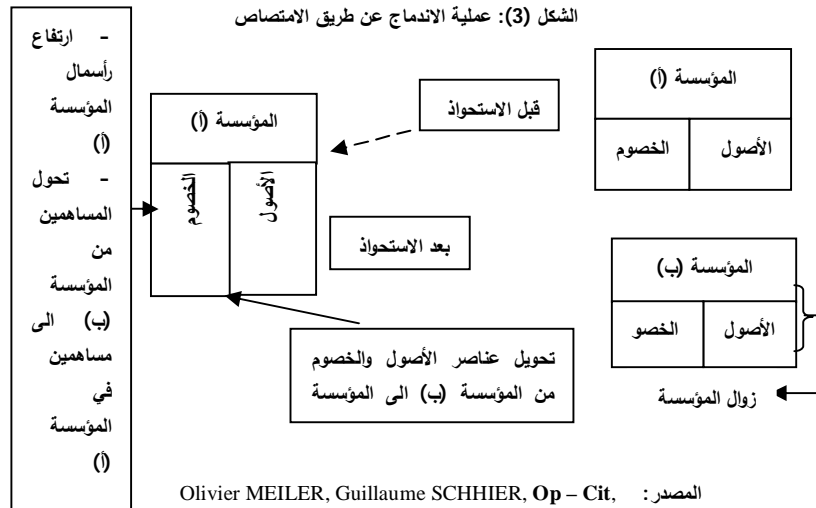
تقوم المؤسسة المستحوذة حسب هذه الطريقة بالحيازة على كل عناصر أصول وخصوم المؤسسة المستهدفة، وينتج عن هذه العملية ما يلي³:

¹ ضيف روفية، « إستراتيجية النمو المصرفي من خلال عمليات الاندماج » رسالة ماجستير، غ م، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2005/2004، ص 89.

² Olivier MEILER, Guillaume SCHIER, *op – cit*, p 74.

³ Elie COHEN, *Dictionnaire de la gestion*, Casbah Edition, Alger 1988, p 161.

- تتمكن المؤسسة المستحوذة من رفع رأس مالها
 - زوال المؤسسة المستهدفة
 - حدوث تغير ملحوظ في ميزانية المؤسسة المستحوذة بحيث تصبح تضم أصول وخصوم المؤسسة المستهدفة
 - حصول المساهمين في المؤسسة المستهدفة على أسهم جديدة تطرحها المؤسسة المستحوذة.
- يمكن تمثيل عملية الاستحواذ بين مؤسستين عن طريق الامتصاص، بالإبقاء على نفس معطيات المثال الأول في الشكل التالي:



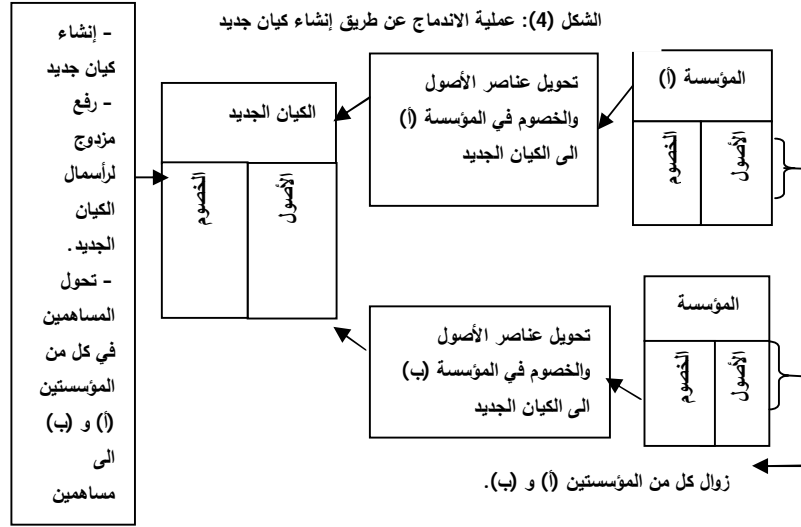
4 - الاندماج عن طريق إنشاء مؤسسة جديدة:

- حسب هذه الطريقتين تقوم مؤسستين مستقلتين أو أكثر بضم (دمج) الأصول والخصوم لكل منهما (منهم) لتكوين كيان جديد مستقل (مؤسسة ثالثة جديدة). وينتج عن هذه العملية ما يلي¹:
- زوال المؤسسات المندمجة وانحلالها في الكيان الجديد
 - يصبح المساهمون في المؤسسات المندمجة مساهمين في الكيان الجديد

¹ ضيف روفية، مرجع سبق ذكره، ص 95.

- رفع مزدوج لرأس المال الكيان الجديد

يمكن تمثيل عملية الاندماج بين مؤسستين عن طريق إنشاء كيان جديد في الشكل التالي:



وكتعليق بسيط عن أشكال الاندماج السابقة الذكر، فإنه يظهر توافر أركان الهندسة المالية في ذلك مثل: تغير شكل المؤسسات المندمجة بحيث أصبحت أكبر وأقوى وهو ما يزيد من فرص نموها ونجاحها، وكذلك تحقق الأهداف المالية لكل طرف وذلك بتحقيق مكاسب مالية، حيث أن الاطراف التي قبلت ببيع أسهمها لم تفعل ذلك إلا بعد أن ضمنت الحصول على عوائد أكثر من عوائد الأسهم الحالية¹.

ثالثاً - دوافع عمليات الاندماج والاستحواذ:

من بين الدواعي الكثيرة التي تدفع المؤسسات إلى اللجوء إلى عمليات الاندماج أو الاستحواذ كخيار إستراتيجي لتحقيق أهداف إستراتيجية التنويع

¹ محمد فتحي البدوي، « استخدام الهندسة المالية في إعادة هندسة المشروعات»، كراسات علمية، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، 2011، ص 21.

سواء بالنسبة للمؤسسات المستحوذة أو المؤسسات المستهدفة، وبصفة عامة يمكن ذكر أهم تلك الدوافع في النقاط التالية¹:

1 - العوامل (العرضية)

حسب رأي أنصار النظرية العرضية وجهة فإن دواعي الاندماج تعود إلى عوامل خارجية محضة مثل: ارتفاع حدة المنافسة في الأسواق المحلية، التغيرات التكنولوجية، التغيير في بنية المؤسسة، بالإضافة إلى ظهور أسواق جديدة واعدة.

إن اقتصار هذه النظرية في بحثها عن دواعي ظاهرة الاندماج والاستحواذ بين المؤسسات على العوامل الخارجية فقط جعلها تتعرض لمختلف الانتقادات، مثل إهمالها لرغبة ودور متخذي القرارات في إنجاز مثل هذه العمليات كجزء من عملهم في إعداد وتنفيذ إستراتيجيات مؤسساتهم.

2 - العوامل النفسية:

حسب هذه النظرية فإن تفسير دواعي اللجوء إلى عمليات الاندماج والاستحواذ يعود إلى عوامل نفسية محضة؛ أي مرتبطة بمراكز اتخاذ القرار في المؤسسات؛ أي مرتبطة بمدراء المؤسسات.

فحسب رأي هذا الطرح فإن مسيري المؤسسة يفضلون إبقاء التدفقات النقدية تحت مراقبتهم بدلا من توزيعها على المساهمين، وعليه فعملية الاندماج أو الاستحواذ تمثل فرصة كبيرة لهم لاستغلال تلك التدفقات النقدية وهو ما يعزز من دائرة سطوتهم على المؤسسة.

ويمكن تفسير هذا الاتجاه بسببين:

السبب الأول: رغبة مدراء المؤسسة في تعزيز مركز قوتهم ونفوذهم في المؤسسة وذلك بالعمل على زيادة حجم المؤسسة بغض النظر عن القيمة التي سيحصل عليها المساهمون من صفقات الاستحواذ أو الاندماج؛ فمدراء

¹ Florian FRENCH, *The social Side of Mergers and Acquisitions*, Gabler Edition Wissenschaft, Berlin, 2007, pp 29-33.

المؤسسات الكبيرة يحتلون موقع مهم ولديهم سلطة لا تقارن مع نظرائهم في المؤسسات الأقل حجماً¹.

السبب الثاني: رغبة مدراء المؤسسات في الإبقاء على التدفقات النقدية داخل المؤسسة لمباشرة عمليات الاندماج والاستحواذ لاعتقادهم بأنها ستولد لهم عوائد أكبر مقارنة مع عمليات أخرى.

يمكننا إلى حد بعيد التسليم بصحة هذه الدواعي، إلا أن الواقع أثبت أن فشل الكثير من محاولات الاندماج والاستحواذ باءت بالفشل نتيجة لرغبة المدراء (عوامل نفسية) في ذلك على حساب عوامل أخرى ذات طبيعة موضوعية.

3 - البحث عن القيمة:

يعتبر البحث عن القيمة أو إيجاد قيمة دافع قوي لإتمام عمليات الاندماج أو الاستحواذ، حيث تلجأ مؤسسة إلى الاتحاد مع مؤسسات أخرى اقتناعاً بأن ما ستحققه هاتين المؤسستين وهما مجتمعتين معا أكبر من مجموع ما تحققه كل واحدة على حدة؛ أي وكأن: $(1 + 1 < 2)$.

رابعاً - العوامل الواجب أخذها بعين الاعتبار عند تقييم جدوى عمليات الاندماج والاستحواذ:

هناك عوامل كثيرة يجب أخذها بعين الاعتبار عند التفكير في عمليات الاندماج أو الاستحواذ يمكن ذكرها باختصار كما يلي²:

- التحديد الدقيق للعوائد والمكاسب التي سيحصل عليها المساهمون والملاك في المؤسسة المستحوذة والمؤسسة الهدف،

- التقدير الدقيق للموارد التي سيتم توفيرها من وراء عمليات الاندماج

¹ ضيف روفية، مرجع سبق ذكره، ص 59.

² عبد السلام أبو قحف، أساسيات الإدارة الإستراتيجية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005/2004، ص ص 291، 292.

والاستحواذ،

- إيجاد جو من الثقة المتبادلة بين العمال وعبر كل المستويات التنظيمية للمؤسستين لضمان التعاون فيما بعد،
 - مراعاة مدى تحقق مصالح مختلف الاطراف من عمليات الاندماج حتى نصل إلى قاعدة: رابح - رابح،
 ونعتقد بدورنا بأن القيام مسبقا بشرح جدوى اللجوء إلى مثل هذا النوع من الخيارات الاستراتيجية وما يعود من منافع للجميع، ضروري جدا لتهيئة النفوس وضمان تعاون الجميع.
 ويمكن الإشارة إلى نقطة مهمة تتعلق بضرورة مراعاة مدى وجود أو إمكانية تحقق نوع من التقارب أو بين الثقافات التنظيمية للمؤسسات المندمجة؛ لأن ثقافة المؤسسات المشتركة تعتبر بمثابة اللغة المشتركة لهاته المؤسسات، وبالتالي لا يمكن التفاوض كثيرا بنجاح عمليات الاندماج في ظل وجود بون ثقافي كبير.

وتجدر بنا الإشارة في هذه النقطة إلى دور الهندسة المالية في تقييم جدوى عمليات الاندماج والاستحواذ، فالمهندس المالي يمكن أن يكلف من طرف إدارة المؤسسات التي تتوافر على سيولة وترغب في شراء مؤسسات أخرى في البحث عن المؤسسات المستهدفة، وما إذا كانت ترغب في الاندماج، أو أن حملة الأسهم فيها لهم اتجاه نحو بيع أسهمهم نتيجة عدم رضائهم على أداء الإدارة الحالية¹.

خامسا - الآثار (الانعكاسات) الايجابية لعمليات الاندماج والاستحواذ على المساهمين:

قبل توضيح كيفية مساهمة عمليات الاندماج والاستحواذ على اكتساب ميزة تنافسية وزيادة القيمة للمساهمين، نود الإشارة إلى الآثار الايجابية

¹ محمد فتحي البدوي، مرجع سبق ذكره، ص 23.

لعمليات الاندماج والاستحواذ بصفة عامة والتي يمكن اختصارها في النقاط التالية¹:

- تحقيق السرعة في التصرف؛ بمعنى سرعة الظهور في الأسواق الجديدة، أو الظهور بمنتجات جديدة،
- إمكانية التخلص من عوائق الدخل بالنسبة لقطاعات النشاط الجديدة، بالرغم من وجود منافسين في ذلك القطاع*،
- الاستفادة من تجربة ومهارة وبراءات الاختراع من المؤسسات المستهدفة والتي سبق وأنها تشغل في الميدان،
- تحقيق وفورات الحجم**،
- استخدام الرافعة المالية***

¹ Jean- Pierre HELFER, Michel KALIKA, Jaques ORSONI, **Mangement: stratégie et organisation**, 3^{ème} édition, Vuibert, Paris, 2000, p p 203, 204.

* إضافة إلى اقتصاديات الحجم التي نقصد بها: الدخل بأحجام كبيرة والا البيع بتكلفة أكبر من تلك التي يبيع بها المنافسون، نجد عوائق أخرى للدخول مثل: التميز، حيث أنه في بعض الأحيان نجد أن خصائص المنتج عامل مهم لتحديد سلوك الشراء، وبما أن محاولة تمييز منتج تكون مكلفة جدا، فإن الداخلون الجدد يتحاشون دخول السوق. وكذلك **قنوات التوزيع**؛ حيث أن صعوبة الاندماج في الجهاز التوزيعي في منطقة ما يثبط عزيمة الداخلين للمنافسين والعكس صحيح. دون نسيان أن بعض **الاستثمارات تتطلب مبالغ كبيرة** جدا لشراء المعدات أو للقيام بالأبحاث وهو ما لا يشجع المنافسين الجدد على الدخول إلى ذلك القطاع مثل القطاع الصيدلاني.

** تتحقق وفورات الحجم عندما يؤدي توسع إحدى المؤسسات أو إحدى الصناعات في إنتاجها إلى تزايد تكاليف الإنتاج بمعدل أقل من معدل تزايد الإنتاج، وبذلك تنجح التكلفة المتوسطة في الأجل الطويل إلى الانخفاض.

*** نعلم جيدا أن الأموال المقدمة من قبل المقرضين والمساهمين تستخدم في تمويل مجموع الاستخدامات أي الأصول الاقتصادية، وهذه الاستخدامات تولد بدورها نتائج ستوزع على التكاليف المالية (مكافأة القروض) والنتيجة قبل الضريبة التي تعود إلى المساهمين. ومن المفروض تكون النتيجة الاقتصادية أعلى من التكاليف المالية للاستدانة، ففي هذه الحالة تحقق المؤسسة فوائض مالية تتمثل في الفرق بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الأموال المقترضة، هذا الفائض يعود إلى المساهمين ويرفع بذلك مردودية الأموال الخاصة. انظر أكثر في: الياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي**، دار وائل، عمان، 2011، ص ص 284 - 286.

علما أن: معدل المردودية الاقتصادية = نتيجة الاستغلال بعد الضريبة / الأصول الاقتصادية، و المردودية المالية (مردودية الأموال الخاصة) = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة.

1 . إيجاد ميزة تنافسية:

يعرف (Grosse & Kujawa) الميزة التنافسية على أنها تعني مهارة المؤسسة، أو قدرتها على امتلاك ما يمكنها من التغلب على المنافسين في موقف معين¹

ويوضح تعريف (لين هادي): أن الميزة التنافسية للمؤسسة، تمكن مالكيها من إعطاء إضافة، أو قيمة مضافة، أو شيء ما، لا يقدمه المنافسون، قد يكون علامة، أو أداء جيد، أو سعر منخفض، أو عرضاً جيداً، أو خليطاً من هذه البدائل²

من خلال التعريفين السابقين يتضح لنا أن الميزة التنافسية تتحدد بمدى تمكن المؤسسة من تقديم أي شيء في السوق، ما لا يقدمه المنافسون أو يختلف عنهم. والذي من شأنه جعل المؤسسة متميزة عن باقي المنافسين.

نلاحظ بأن عمليات الاندماج تجعل المؤسسات تستفيد من المزايا التنافسية للمؤسسات المندمجة معها، أو تعزز ميزة ما موجودة ولكنها تحتاج إلى تدعيم أكثر في أي نشاط، يمكن أن يكون النشاط التمويلي واحد منها، وهو ما يبرر الاندماج في شكله المالي الذي اخترناه كموضوع لهذا البحث.

2 - إيجاد القيمة:

يمكن التحدث عن كيفية مساهمة عمليات الاندماج والاستحواذ في زيادة القيمة للمساهمين، أو إيجاد القيمة بصفة عامة للمؤسسة من عدة زوايا نختصرها كما يلي:

- **المنظور الأول:** تتحدد القيمة حسب هذا المنظور بفعل اتحاد مؤسستين معاً، وكما تم الإشارة إليه سابقاً بفعل توحيد الجهود، حيث أن القيمة المحققة

¹ جابر محمد محمد، « محددات الميزة التنافسية للصادرات الصناعية المصرية »، رسالة ماجستير غم، جامعة حلوان، كلية التجارة وإدارة الأعمال، مصر، 1990، ص23.
² المرجع نفسه، ص ص 23، 24.

من المؤسستين معا أكبر من مجموع القيمتين اللتين تحققهما كل مؤسسة على حدة. ويمكن الاستعانة في هذا الشأن بالمردودية الاقتصادية والمردودية المالية اللتين تمت الاشارة اليهما أعلاه.

- **المنظور الثاني:** يمكن للمؤسسات التي تتوافر على فوائض مالية أكثر من احتياجاتها أن تكون هي المؤسسة المبادرة أو المستحوذة، حيث يمكن أن تقوم باستثمار تلك الأموال وإيجاد قيمة ونقلها إلى المؤسسة المستهدفة وذلك عبر ثلاث طرق هي¹:

* **الاستحواذ وإعادة الهيكلة:** ينطلق خيار الاستحواذ أو الاندماج من فرضية أن المؤسسات التي تدار بفعالية وكفاءة يمكن أن تنشئ قيمة من خلال الاستحواذ على مؤسسة ضعيفة إداريا وتحسين كفاءتها.

* **نقل وتحويل الكفاءات والقدرات:** تعتقد بعض المؤسسات أنه يمكن نقل وتحويل القيمة من مؤسسة إلى أخرى، وذلك بالارتباط بمؤسسات تتوافر على مهارات منشأة للقيمة، حيث تكون هذه المهارات متعلقة بالوظائف التقليدية مثل البحث والتطوير والتسويق والإنتاج... الخ وتجدر الاشارة إلى أن هذه الوظائف يجب أن تكون ذات أهمية بالغة تمكن من الحصول على ميزة تنافسية.

* **تحقيق الحجم الاقتصادي:** والذي يحدث بفعل التكامل بين مختلف الموارد والوظائف، وهو ما من شأنه أن يسمح لكل مؤسسة باستثمار أقل في تلك الوظائف المشتركة، وتحويل الفائض في الطاقة من ذلك النشاط إلى نشاط آخر يعوز تلك الموارد.

سادسا - الاسباب المحتملة لفشل عمليات الاندماج والاستحواذ:

بالرغم من المزايا المحققة من وراء عمليات الاندماج على المؤسسات

¹ شارلز هل، جاريث جونز، (ترجمة: رفاعي محمد رفاعي، محمد سيد أحمد عبد العال)، الإدارة الإستراتيجية: مدخل متكامل، دار المريخ، الرياض، 1998، ص ص 492 - 495.

المستحوذة أو المؤسسة الهدف، إلا أن الكثير من تلك العمليات باءت بالفشل، ومرد ذلك جملة من الاسباب نذكر منها ما يلي¹:

- المغالاة في تقدير المؤسسة الهدف وبالتالي دفع قيمة أكبر من قيمتها الحقيقية في السوق، مما يصعب مهمة استرجاع تلك الأموال المستثمرة على الاقل في الاجل القصير،

- افتراض أن المنتجات ستستمر في أدائها بنفس مستوى الجودة، ونعتقد أن ذلك يوعز إلى سرعة وصول المنتج إلى مرحلة النضج بفعل البحث والتجديد المستمر،

- التعجل في إتمام إجراءات الاندماج بسرعة دون انتظار نتائج تقييم جدوى عمليات الاندماج،

- وجود تباين ثقافي منذ البداية بين المؤسستين، المؤسسة المستحوذة والمؤسسة الهدف،

- عدم التقدير الكافي لمشاكل وأعباء المؤسسة عند إتمام عمليات الاندماج والتي ستظهر تبعاتها فيما بعد.

بعد أن تطرقنا في هذه الورقة البحثية إلى مختلف النقاط التي من شأنها توضيح معنى وهدف عمليات الاندماج والاستحواذ ودور الهندسة المالية في ذلك، بقي في الاخير أن نشير إلى أن الهندسة المالية تساهم أيضا حتى في منع حدوث عمليات الاستحواذ، خاصة ذلك الشكل الذي ربما يحدث خارج رغبة إدارة المؤسسة المستهدفة، وعليه فنفهم من هذا أن الهندسة المالية مهنة هدفها الكسب فقط، والا كيف نفسر أن تفعل الشيء وتفعل ضده، فهي التي تبتكر الحلول لإنجاح عمليات الاندماج وهي التي تبتكر حلول أخرى للوقوف

¹ عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، الإدارة الإستراتيجية لمواجهة تحديات القرن الواحد والعشرين، مجموعة النيل العربية، القاهرة، ط 1، 1999، ص 170.

في وجه عمليات الاندماج العدائية التي تتم خارج رغبة الإدارة¹.
ولا ضير أن نذكر على عجلة ببعض أدوات الدفاع المبتكرة من
طرف المهندسين الماليين نذكر بعضها باختصار كما يلي²:

- **الاقراص المسمومة**: تتلخص هذه الآلية في منح الحق لحملة الأسهم
الحاليين بشراء حصص إضافية من أسهم المؤسسة بقيمة أقل من قيمتها
السوقية، فإذا قام مثلا مساهم ما من غير هؤلاء بالشراء الفعلي لعدد كبير من
الأسهم بهدف الاستحواذ، فإنه بذلك يكون قد ابتلع تلك الاقراص المسمومة
بحيث ستنتقل الثروة منه إلى بقية المساهمين؛ لأنه ليس من حقه شراء تلك
الأسهم الاضافية بالسعر المعروف، ويزداد نزيه ثروته أكثر باتجاه حملة
الأسهم خاصة إذا ما كان قد منح علاوة كبيرة لإغراء حملة الأسهم في تلك
المؤسسة ببيعها له.

- **الفارس الابيض**: بمقتضى هذه الآلية تبحث المؤسسة المستهدفة عن
مؤسسة أخرى تراها بأنها أكثر ملائمة لها لتندمج معها، قاطعة بذلك الطريق
أمام المؤسسات الأخرى التي لا ترغب في الاندماج معها.

- **العرض المضاد**: ويسمى بدفاع "باك مان" (Pacman)، ومؤداها أن
المؤسسة المستهدفة تقوم بتقديم عرض للاستحواذ على المؤسسة التي تقدمت
بعرض مماثل في البداية؛ أي وكأنه هجوم معاكس، أو اعتبار أن الهجوم خير
وسيلة للدفاع.

- **المظلات الذهبية**: وهي بنود في نص العقود يتم بموجبها تعويض مديري
المؤسسة بمبالغ سخية إذا ما تعرضوا للتسريح نتيجة للاستحواذ على تلك

¹ محمد فتحي البدوي، مرجع سبق ذكره، ص 34.

² انظر كل من:

-Jonathan BERK, Peter DEMARZO, op - cit, p p 1025 – 1027.

- محمد فتحي البدوي، مرجع سبق ذكره، ص ص 34 - 38.

المؤسسات التي يديرونها، وهو ما من شأنه أن يثبط عزيمة المستحوذ.

- **تعديلات في الهيكلة المالية:** ويكون هدفها الأساسي هو تعقيد مهمة المؤسسة المستحوذة، والتقليل من جاذبية المؤسسة المستهدفة، كالمعمل على الحصول على قروض كبيرة تثقل المؤسسة أكثر بالديون، حيث يوزع جزء منه على المساهمين الخارجيين بينما يبقى الجزء الآخر داخل المؤسسة بحوزة المساهمين الداخليين في شكل أسهم إضافية مما يزيد من حقوق تصويتهم أكثر فأكثر في الجمعية العامة.

- **أدوات أخرى:** مثل الابتزاز المالي الذي يقوم على محاولة قيام المؤسسة بشراء أسهمها بعلاوة والتي سبق وأن اشترتها هؤلاء المستثمرون، اللجوء إلى العدالة من أجل كسب الوقت والتشهير بالمؤسسة الراغبة في الاستحواذ... الخ

خاتمة:

على ضوء عرض وتحليل أهم ما جاء في محاور البحث يمكن تلخيص أهم نتائج البحث كما يلي:

- عمليات الاندماج والاستحواذ تعد خيارات إستراتيجية لتنفيذ إستراتيجية أكبر وهي إستراتيجية التوسع أو النمو الخارجي، وتظهر نتائج تحقيق هذه العمليات على إعادة الهيكلة المالية للمؤسسة المعنية، ومن هنا يظهر دور الهندسة المالية في دراسة الجدوى المالية لتلك العمليات، وبذلك فهي تقدم السند العلمي لترشيد اتخاذ القرار، لما تزخر بها أدواتها من تقنيات كمية تمتاز بالدقة والموضوعية.

- تقوم الهندسة المالية بالدور والدور المضاد له، فهي في خدمة جميع الأطراف، تساعد من يرغب في الاندماج، وتساعد من لا يرغب في ذلك، وفي كلتا الحالتين الابتكار هو شأنها.

- باللجوء إلى عمليات الاندماج والاستحواذ تتوزع مقدرات المؤسسات، فيتكامل بعضها مع بعض، وبذلك يزداد مركزها التنافسي، وتتعرز ميزتها

التنافسية، كما يمكن أن تكتسب ميزات لم تكن تتوفر عليها، وهو ما من شأنه أن يزيد من تحويل القيمة من مؤسسات إلى أخرى، ليستفيد منه المساهمون في كلتا المؤسستين المستحوذة والمستحوذ عليها.

- تطوير تطبيق الهندسة المالية وعمليات الاندماج والاستحواذ يتطلب اقتصاد حيوي وسوق مالي نشط ومنظومة قوانين مرنة تسمح باستيعاب وتأطير العدد الكبير من الآليات الجديدة؛ لأن الهندسة المالية تقوم على الحلول المبتكرة لحالات وظروف جديدة قد تكون موقفية لا تتكرر.

على ضوء نتائج البحث أعلاه يمكن تقديم التوصيات التالية:

- إقحام عنصر الهندسة المالية وعمليات الاندماج والاستحواذ في المقررات التعليمية لمادة الإدارة المالية، ولو أنها موجودة في أماكن أخرى،
- وضع برامج تدريبية في الآليات الهندسة المالية على غرار ما هو موجود في كثير من الدول، خاصة تلك التي تجمع بين الجانب التقني والجانب الفقهي، وهو ما نعني به الهندسة المالية الإسلامية.

قائمة المراجع:

أولا - باللغة العربية:

- الكتب:

- 1 - شارلز هل، جاريت جونز، (ترجمة: رفاعي محمد رفاعي، محمد سيد أحمد عبد العال)، الإدارة الاستراتيجية: مدخل متكامل، دار المريخ، الرياض، 1998.
- 2 - طاهر محسن منصور الغالبي، وائل محمد صبحي إدريس، الإدارة الاستراتيجية: منظور منهجي متكامل، دار وائل للنشر، عمان، 2007.
- 3 - عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، الإدارة الاستراتيجية لمواجهة تحديات القرن الواحد والعشرين، مجموعة النيل العربية، القاهرة، ط 1، 1999.
- 4 - عبد السلام أبو قحف، أساسيات الإدارة الاستراتيجية، الدار الجامعية،

الاسكندرية، 2005/2004،

5 - محمد بشير عليّة، الموسوعة الاقتصادية الحديثة، مركز النشر الجامعي؛ دار سحر للنشر، تونس، 2013.

- المجالات:

⁶ - أرشد عبد الامير جاسم، جليل كاظم مدلول العارضي، « إستراتيجية اندماج المصارف»، مجلة مركز دراسات الكوفة، المجلد 1، العدد 17، 2010.

7 - محمد فتحي البدوي، « استخدام الهندسة المالية في إعادة هندسة المشروعات»، كراسات علمية، المكتبة الاكاديمية، القاهرة، 2011.

- الرسائل الجامعية:

⁸ - جابر محمد محمد، « محددات الميزة التنافسية للصادرات الصناعية المصرية»، رسالة ماجستير، غم، جامعة حلوان، كلية التجارة وإدارة الأعمال، مصر، 1990.

9 - ضيف روفية، « إستراتيجية النمو المصرفي من خلال عمليات الاندماج»، رسالة ماجستير، غم، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2005/2004.

- التشريعات:

10- الأمر رقم 75 - 59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، الذي يتضمن القانون التجاري، المعدل والمتمم، (الجريدة الرسمية)، ع 101، الصادرة بتاريخ 19 ديسمبر 1975.

ثانيا - باللغة الأجنبية:

1 - Les ouvrages:

¹ - Elie COHEN, Dictionnaire de la gestion, Casbah Edition, Alger 1988.

² - Florian FRENCH, The social Side of Mergers and Acquisitions, Gabler Edition Wissenschaft, Berlin, 2007.

³ - Jean- Pierre HELFER, Michel KALIKA, Jaques ORSONI, **Mangement : stratégie et organisation**, 3^{eme} édition, Vuibert, Paris, 2000.

⁴ - Jonathan BERK, Peter DEMARZO, **Finance d'entreprise**, 2^{eme} édition, Nouveaux Horizons, Paris, 2011.

5-Olivier MEILER, Guillaume SCHHIER, **Fusions Acquisitions : stratégie. Finance. Management**, 3^{eme} édition, DUNOD, paris, 2009.

2 - Les thèses universitaires :

6 - LARBES Melha, « **les restructurations bancaires: cas des fusion-acquisitions en Europe** », mémoire de magister, Université Mouloud MAMMERI de Tizi- ouzou, 2011.

الهندسة المالية وتداعياتها على بعض المتغيرات الاقتصادية

د. تيقاوي العربي¹

د. بن الدين أحمد²

ملخص البحث:

أدى التغيير الذي حدث في البيئة المالية والاستثمارية إلى اللجوء إلى استخدام مخرجات الهندسة المالية من خلال البحث عن أدوات ومنتجات مالية تستخدم لتقديم حلول لمشاكل التمويل أو تحقيق أرباح أو لتقليل من المخاطر مع تمتعها بالتكلفة الأقل والعائد الأكبر، ولضمان نجاح ذلك يتوجب ضرورة فهم الواقع المالي من خلال معرفة أهم الاستراتيجيات التي تحافظ على التوجه المالي الجيد وتؤثر على مستويات النمو الاقتصادي واستقراره.

إن الاعتقاد السائد يتمثل في الدور الحقيقي للهندسة المالية في خلق أدوات ابتكارية مالية جديدة وأدوات لإدارة المخاطر المالية، إلا أن التطبيق الفعلي للهندسة المالية يطرح العديد من التساؤلات المتعلقة بتحقيق الدور الايجابي للهندسة المالية في تحقيق الأهداف الاقتصادية، هل تم تحقيقها أم لا؟ وما هي المخاطر الناتج عن التطبيق الخاطئ لأدوات الهندسة المالية؟
الكلمات المفتاحية: الهندسة المالية، استراتيجيات الأدوات المالية، المتغيرات الاقتصادية.

Research Summary :

Resulted in the change that has occurred in the financial environment and investment to resort to the use of the outputs of financial engineering by searching for tools and financial products used to provide solutions to the problems of funding or make a profit or to reduce risk with enjoyment at cost less and yield the greatest, and to ensure success, it is imperative the need to understand the financial realities of by knowing the most

¹ أستاذ محاضر (ب)، جامعة أحمد دراية - أدرار

² أستاذ محاضر (ب)، جامعة أحمد دراية - أدرار

important strategies that maintain a good financial orientation and affect the levels of economic growth and stability .

The prevailing belief is the real role of financial engineering in the creation of innovative tools for new financial instruments to manage financial risks, but that the actual application of financial engineering raises many questions relating to the achievement of positive role of financial engineering in achieving economic goals, you have been achieved or not? What are the risks resulting from the application of the wrong tools for financial engineering ?

Key words: financial engineering, strategies, financial instruments, economic variables.

المقدمة:

شهدت السنوات الاخير من القرن الحالي تحولات كبيرة في البيئة المالية والمصرفية ومع ما تعرفه البيئة العملية من تزايد في استخدام التقنيات الحديثة التي ساهمت بشكل أو بآخر في تحسين مجال التعامل المالي بهدف خلق ابتكارات مالية مستحدثة، وتوجه الدول إلى خلق حركية لتكامل في مجال الأسواق المالية التي أصبحت تشهد تجدد كبير في التعاملات المالية مع الإقبال الكبير على المنتجات المالية. تعد الهندسة المالية عملية تطويرية وتحفيزية لما تقوم بها المؤسسات المالية بغية تنشيط الأسواق المالية، ولتنفيذ دور السياسات الاقتصادية، وتعد بمثابة ابتكارات جديدة في المؤسسات الاستثمارية بصورة متخصصة.

وتعد إستراتيجية الهندسة المالية من أهم الاستراتيجيات المساعدة على التشغيل الفعال لمصادر واستثمارات الأموال فضلاً عن التشغيل العادي للمنتجات المالية التي تركز على بناء المنظومة المالية من خلال تحديد فرص الاستثمار وعناصر القوة الداخلية للمشروع القائمة والسعي إلى تجنب التهديدات والمخاطر المالية في الأدوات والمنتجات المالية بإتباع سياسة التحوط من المخاطر أو المجازفة أو التوريق.

ويتوفر لدى المؤسسات المالية العديد من الأدوات المالية الكفيلة

بتنشيط الجانب المالي، كما تسهم في تفعيل السياسات النقدية والمالية وتأثر الهندسة المالية على بعض المتغيرات الاقتصادية التي يجب على المؤسسات المالية أن تضع استراتيجيات بديلة في حل حدوث تطبيق خاطئ للهندسة المالية.

إشكالية البحث:

نقدم من خلال هذا الورقة محاولة بحثية لمعرفة الاطار العلمي المتعلق بالهندسة المالية ومختلف أدواتها وتوضيح طبيعة وشكل هذه الأدوات ومختلف الاستراتيجية المناسبة لها ودورها في تحسين الصناعة المصرفية مع التركيز على معرفة أهم انعكاساتها على السياسات الاقتصادية والمتغيرات الاقتصادية الأخرى من حيث مستويات النمو ومعدلات الاستقرار... الخ، ومن خلال ذلك يمكن طرح التساؤل التالي:

ما مدى تأثير صناعة الابتكار والإبداع المالي على بعض المتغيرات الاقتصادية؟

وتتدرج تحت هذه الإشكالية التساؤلات الفرعية التالية:

- ما الاطار التعريفي للهندسة المالية والعوامل التي ساعدت على ظهورها كحل استراتيجي للعمل المصرفي؟
- ما أهم الأدوات المالية الحديثة التي تعد ابتكاراً أو إبداعاً مالياً جديداً وفق المتغيرات البيئية الحديثة؟
- ما أهم الاستراتيجيات المتبعة نحو بناء منتجات مالية حديثة؟
- ما تداعيات الهندسة المالية على أهم المتغيرات الاقتصادية؟

أهداف البحث:

ونهدف من هذا الموضوع معرفة الآثار الاقتصادية للهندسة المالية على المعالم الاقتصادية الكبرى وإبراز أهم الأدوات المالية المبتكرة، التي أدت إلى التأثير بشكل مباشر على التوازن الاقتصادي. ومن أهم الأهداف الجزئية

التي يسعى البحث إلى الوصول تتمثل في ما يلي:

- التعرف على الاطار النظري لموضوع الهندسة المالية وبيئتها المصرفية؟
- إبراز وتوضيح أهم الأدوات المالية التي تعد ابتكار مالياً في ظل التغيرات البيئية المصرفية والعالمية.
- الاشارة إلى جل الاستراتيجيات المالية المنتهجة في العمل المصرفي في جانب الابتكارات المالية وطرق حمايتها.
- التوصل إلى معرفة أهم السلبيات التي تعيق التطور الاقتصادي للدولة الناتج عن استخدامات الهندسة المالية.

خطة البحث:

قسمت خطة هذا البحث حسب اشكاليته وأهدافه إلى النقاط التالية:

المبحث الأول: التأصيل النظري للهندسة المالية.

المبحث الثاني: إستراتيجية الهندسة المالية.

المبحث الثالث: آثار الهندسة المالية على المتغيرات الاقتصادية.

المبحث الأول: التأصيل النظري للهندسة المالية.

يعتبر مفهوم الهندسة المالية من المفاهيم المتجددة في مجال التعاملات المالية الرامية إلى صناعة مصرفية جديدة تتماشى ومتطلبات متعاملها الماليين، لقد تعددت وجهات النظر لدى الباحثين لكن معظم تشير إلى فكرة تطوير وتحسين النماذج والنظريات المتعلقة بالمنتجات المالية، تلعب الهندسة المالية دوراً محورياً في تطوير المنتجات والأدوات المالية المقدمة من قبل المؤسسات المالية، ولقد أصبحت تركز بشكل كبير على تقديم مساعدة فعالة لتحقيق أهداف ذات بعد استراتيجي.

1- مفاهيم نظرية للهندسة المالية:

تعددت وجهات النظر في توضيح مقاصد ومعالم هذا الموضوع لكن

تهدف جميعها إلى توضيح المقصد الحقيقي من الهندسة المالية، ومن أهم وجهات النظر في هذا ما يلي:

1- **نظرة الإدارة المالية للمؤسسة المستفيد من المنتجات المالية:** تعتبر بمثابة مصادر مالية لتحقيق غاية العمليات المالية في المؤسسة من خلال تعظيم قيمة المؤسسة، الإدارة الجيدة للمحفظة المالية للمؤسسة، الحصول على مصادر تمويلية جديدة، معرفة الاستراتيجيات المناسبة لضمان سياسة مالية جيدة للمؤسسة، السعي إلى تحقيق مصالح كل المؤسسة والعميل والمورد أثناء عمليات البيع والشراء وإبرام الصفقات.

2- **نظرة المستوحاة من السوق المالية:** ينظر إلى الهندسة المالية في الأسواق المالية على أنها أداة تستخدم أثناء القيام بتحليل البيانات المالية حتى تضمن الفهم الجيد للمحلل المالي في السوق المالية لفهم الواقع المالي المعاش من قبل المؤسسة وتعتبر الورقة المهمة في تسيير تجارة العملات والأسهم مع ضرورة الاعتماد على المعلومات الدقيقة والجيدة والقابلة للفهم حتى يمكن التجاوب معها ضمن معطيات السوق المالية للمسير المالي.

3- **النظرة الشائعة لمصطلح الهندسة المالية:** تركز هذه النظرة على سياسة البحث عن أهم المنتجات المالية الحديثة الكفيلة بتحقيق غايات المؤسسات المالية وإيجاد الأدوات المالية المناسبة ومعرفة سياسات المحافظة والاستثمار وطرق التقليل من المخاطر المصاحبة لها.

ومن أهم هذا التعاريف الأخرى التي أشارت إلى مفهوم الهندسة المالية نورد بعضها على سبيل المثال لا الحصر:

- تتضمن الهندسة المالية وفق نظرة الجمعية الدولية للمهندسين الماليين التطوير والتطبيق المبتكر للنظرية المالية والأدوات المالية لإيجاد حلول للمشكلات المالية المعقدة ولاستغلال الفرص المالية في

الأسواق باعتبار الهندسة المالية مهنة وليست أداة، ويشير في هذا الصدد إلى أن الهندسة المالية تعني التطوير والتطبيق المبتكر للنظرية المالية والأدوات المالية لإيجاد حلول للمشاكل المالية المعقدة ولاستغلال الفرص المالية.¹

- تعني الهندسة المالية " تصميم وتطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة، وتقديم حلول خلاقة ومبدعة للمشكلات المالية"².

- أشار (الجلي) على أنها " توليد أدوات وأوراق مالية جديدة، لمقابلة طالبي التمويل أو احتياجات المستثمرين المتجددة لأدوات التمويل التي تعجز الطرق الحالية عن الإيفاء بها"³.

انطلاقاً من ذلك يتبين أن الهندسة المالية تعنى التطبيق الفعلي لعملية إيجاد حلول للمشكلات المالية من خلال تصميم وتطوير وتنفيذ منتجات وأدوات مالية مبتكرة، ويشترط في ذلك تقديم منتجات مالية تحقق مستوى جيد من الكفاءة والفعالية لم تحققه الأدوات المتداولة، فالهندسة المالية تعد أحد أدوات الإدارة المالية التي تركز على المعرفة في الجانب المالي وعلى القدرة على إيجاد الحلول لخلق منتجات مالية جديدة. يتحدد الاطار العام للهندسة المالية بثلاثة مجالات رئيسية وهي:⁴

- ابتكار أدوات مالية جديدة من خلال تقديم أنواع جديدة ومبتكرة من السندات أو الأسهم الممتازة والعادية وعقود المبادلة التي تغطي احتياجات منظمات الأعمال.

¹ إبراهيم سامي سويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، السعودية، الطبعة الأولى، 2007، ص 49

² منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر " الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات"، دار المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 14

³ هاشم فوزي، دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008، ص 22

⁴ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 15

- ابتكار عمليات مالية جديدة من شأنها أن تخفض تكاليف المعاملات والتداول الإلكتروني للأوراق المالية.
- ابتكار حلول خلاقية مبدعة للمشاكل المالية التي تواجه مؤسسات الأعمال كإنشاء استراتيجيات لإدارة المخاطر، أو أنماط جديدة لإعادة هيكلة مؤسسات الأعمال للتغلب على مشكلات القائمة... الخ.

2- العوامل المساعدة على بروز الهندسة المالية:

ومن أهم العوامل التي ساعدت على ظهور الهندسة المالية:

- تعدد احتياجات المستثمرين وطالبي التمويل في السوق المالية أدى إلى عدم قدرة الوسطاء المالية على تقديم خدمات مالية تمتاز بالكفاءة والفاعلية، مما أدى إلى ظهور احتياجات أخرى دعت إلى البحث عن تطوير وابتكار وإبداع وسائل جديدة لمقابلة هذه الاحتياجات.
- الحاجة إلى الفعالية والكفاءة في السوق المالية لمعرفة مدى قدرتها على مقابلة احتياجات العملاء الماليين لتحقيق الفعالية، ومعرفة المدى الذي تستطيع فيه الأسواق مقابلة تلك الاحتياجات بتكلفة أقل وبعوائد كبيرة.
- تطور تقنيات الحاسوب قد أثرت على القطاع المالي بتجدد المفاهيم العامة للوظيفة النقود، وطرق علم التحويلات النقدية مع العملاء، ساعد هذا على توحيد الأسواق المالية تنعدم فيه الحواجز الزمنية والمكانية.
- زيادة تقلب الأسعار من خلال السلوكيات السياسية أو الاقتصادية مما أدى إلى وجود بيئة غير مستقرة بصورة تنعكس على المتعاملين الماليين من خلال التفكير في سياسة الحماسة أو التحوط أو التفكير في تحقيق الربح.

3- أهداف الهندسة المالية:

- ومن أهم الأهداف التي تسعى إليها الهندسة المالية الموافقة لمبتغيات المدير المالي والمتماشية مع البيئة المصرفية المحيطة ما يلي:¹
- رسم سياسات مالية جيدة وابتكار منتجات وأدوات مالية جديدة تسمح بتلبية الاحتياجات القائمة.
 - خلق استراتيجيات مرنة لضمان سرعة تكيف خصائص وطرق عمل الأدوات المالية وتحقيق الابتكار والتجديد لتماشي ومتغيرات أسواق رأس المال.
 - خلق منافسة مالية لتحسين قدرة المؤسسات على استخدام الأموال بكفاءة فائقة لاختيار أفضل المصادر التمويلية لتحقيق فرص استثمارية جديدة لضمان قدرة جيدة على التنافس، ويعتبر الفشل المالي أو التعثر المالي من الاختلالات التمويلية التي تسبب انهيار المشاريع والخروج من الأسواق بسبب عدم الاهتمام بالقدرة على التنافس.
 - ضمان الأدوات المالية المساعدة على خلق تمويل للمؤسسات بما يضمن لها تحريك عجلة الانتاج من خلال الاختيار السليم لطرق التمويل بأقل تكلفة ومخاطر.²

المبحث الثاني: إستراتيجية الهندسة المالية (الأدوات، الاستراتيجيات)

تشكل التقلبات غير المتوقعة خطراً على مؤسسات الأعمال لذلك عمدت المؤسسات المالية إلى ابتكار وتطوير منتجات ومشتقات مالية جديدة تمكنها من إدارة مختلف المخاطر التي يمكن أن تتعرض إليها، وتعد المشتقات

¹ فريد النجار، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 37

² المانسيح رايح أمين، الهندسة المالية وأثرها على الأزمة المالية العالمية 2007، مذكرة تدخل ضمن نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر3، 2010/2011، غير منشورة،

المالية أحيانا سبب في خلق المخاطر، حيث تعرف على أنها " عقود فرعية تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية كالأوراق المالية أو العملات الأجنبية، وينشأ عن العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة أو جديدة"¹. ومن خلال ذلك تعد المشتقات المالية عقود مالية فرعية مشتقة من عقود أساسية، بحيث ينشأ عنها أدوات مالية مستحدثة قيمتها مشتقة من الأدوات الأساسية.

1- أدوات الهندسة المالية:

هناك ثلاثة أدوات أساسية يمكن من خلالها أن تتم عملية اشتقاق الأصول الأساسية مبينة فيما يلي:

- 1-1- **العقود المستقبلية:** تعرف على أنها " اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في مستقبل بسعر معين... ويتم تداول العقود المستقبلية في البورصات، ومن أجل جعل التداول ممكن تحدد البورصة سمات معيارية معينة للعقد"².
- 1-2- **عقود الخيارات:** هو ذلك العقد الذي يعطي لحامله الحق في أن يبيع أو يشتري أصولا (أوراق المالية أو غيرها من السلع) بثمن محدد مسبقا وفي تاريخ معين أو خلال فترة محددة.³
- 1-3- **عقود المبادلات:** وتسمى أيضا بالمقايضات وهي التزام تعاقدية يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو موجود معين مقابل

¹ بن سنجور، حمود وآخرون. الصناعة المصرفية العربية وعالم التمويل الحديث، اتحاد المصارف العربية، 1995، ص 85.

² طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم - إدارة المخاطر، المحاسبية)، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص 16.

³ - F-QUITTARD PINON, MARCHES DES CAPITAUX ET THEORIE FINANCIERE, 2^{EME} EDITION, ECONOMICA. 1998, P : 259.

تدفق نقدي أو موجود آخر، بموجب شروط تنفيذ معينة يتفق عليها عند التعاقد.¹

2- أغراض استخدام أدوات الهندسة المالية:

2-1- التحوط:

يعرف التحوط بأنها مختلف الاجراءات التي تتخذ لحماية المال من التقلب غير المتوقع وغير المرغوب للعائد"، ويقصد بها الخطر المالي، ويشير عموماً إلى تجنب المخاطر قدر الامكان، وتستخدم أدوات الهندسة المالية لتحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الفائدة أو أسعار الأوراق المالية دون أن يكون لها أثر كبير على العوائد، ويتمثل الهدف العام من سياسة التحوط في عملية الحفاظ على القيمة السوقية لموجود معين أو تثبيت الكلفة القائمة لالتزام معين الحد من الخسائر التي تنطوي عليها مخاطر الاستثمار خلال مدة محددة، وبالتالي إستراتيجية التحوط تعتبر من الأساليب التي يمكن لمستخدميها من حماية نفسه من انخفاض القيمة السوقية لاستثماراته وترتبط فكرة التغطية ارتباطاً وثيقاً بما يسمى بحق الاختيار الذي يعطى لحامله الحق في شراء أو بيع عدد معين من الأوراق المالية وربما العملات خلال مدة معينة في المستقبل بسعر متفق عليه.

2-2- المجازفة:

إن سياسة التحوط لا تكفي عند عملية التحوط من المخاطر الناتجة عن الهندسة المالية وإن تهدف كذلك إلى انتهاء سياسة المضاربة من أجل تحقيق أرباح والاستفادة من فوارق الأسعار وتعرف المجازفة" بيع وشراء لا بقصد قبض الأرباح الدورية الارادية، بل بقصد جني ربح رأسمالي من الفروق الطبيعية التي تحدث في الأسعار". وتعتبر المضاربة في المشتقات المالية احد الاستراتيجيات المناسبة لذلك على أساس درجة الرفع المالي حيث أن تغيير

¹ هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص 86.

صغير في السعر يؤدي إلى تغير كبير في قيمة العقد المضاربة من أجله وتستخدم في حالة الصعود أو هبوط الأسعار.

ومن أهم الخصائص التي يتميز بها المضاربين ما يلي:

- 1- استعدادهم لتحمل المخاطر؛
- 2- الغرض من التعامل المالي هو تحقيق الربح العالي؛
- 3- أساس المضاربة عندهم هو الاعتماد على تنبؤاتهم؛
- 4- يركزون في استخداماتهم على الفترات القصيرة؛

2-3- التوريق:

يعد التوريق من أنواع الابتكارات المالية ويمثل طريقة للبحث عن السيولة من خلال إصدار أوراق قابلة للتبادل وتعد من أحدث التقنيات المستخدمة في تجميع مجموعة من الديون بالمؤسسة ووضعها في صورة دين واحد مدعم ائتمانياً ثم عرضها لاكتتاب في شكل أوراق مالية لتقليل للمخاطر ولضمان توفر السيولة النقدية، وبالتالي العمل على تحويل الدين الأساسي إلى مقرضين آخرين وبالتالي يعد التوريق من أهم أدوات سوق رأس المال.

أن الهدف الأساسي لإستراتيجية التوريق تتمثل في التطوير الدائم للنظام المالي عموماً والنظام البنكي خصوصاً من خلال الأفكار التالية:

- وسيلة لإعادة تمويل التي عادة ما تكون صعبة؛
- تساهم في تحسين النسب المالية للبنك بصفة عامة؛
- تخفض من أخطار تسيير الميزانية مثل خطر الإفلاس وخطر تقلبات أسعار الفائدة وأخطار السيولة.

المبحث الثالث: آثار الهندسة المالية على المتغيرات الاقتصادية.

رغم مرور أكثر من ربع قرن على التعامل بأدوات الهندسة المالية، إلا أن المختصون والمتعاملون لا زالوا ينقسمون وبصورة واضحة إلى فريقين متعاكسين، ففي حين يصر الفريق الأول على الحذر من التعامل بهذه الأدوات

الجديدة وعدم التعامل بها إطلاقاً بسبب المخاطر الكبيرة التي تصاحبها، أما الفريق الآخر أكثر تفاؤلاً، حيث يرى بأن هذه التقنية من خلال ما توفره من أدوات تعد مفتاحاً لحل العديد من المشاكل والمصاعب التي تواجه المتعاملين في الأسواق المالية عن طريق إمكانية استعمالها في إدارة المخاطرة بصورة فعالة نظراً للمرونة العالية والتنوع الكبير فيها، ومن أبرز هذه الفوائد نذكر ما يلي:¹

- أن التعامل بأدوات الهندسة المالية التقليدية يكزن أقل تكلفة من التعامل بالموجودات الأساسية كالأسهم والسندات، ...الخ.
 - يمكن للمؤسسات المالية و المصرفية والمستثمرين عموماً التحوط من المخاطر المحتملة وذلك باستخدام أموال أقل مما لو اشترت موجودات نظهر في الميزانية.
 - تقليل التكاليف للمصدرين والمستثمرين وترفع من العوائد وتوسع مجموعة بدائل التمويل والاستثمار ونقل مخاطر الخسارة إذا ما أحسنت إدارة مخاطرها.
 - تدعيم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية والمصرفية لزيائنها ونسأهم في بناء محافظ مالية أكثر تنوعاً .
- يشار في الغالب إلى أن مستوى تأثير الهندسة المالية على المتغيرات الاقتصادية حسب مدى التأثير بسياسة الابداع الابتكار المالي المطبق في البيئة المحيطة بالمؤسسة فصناعة المنتجات المالية يقوم على أساس البيئة التنافسية والحاجات المتعددة، وتعد السياسة النقدية من أهم السياسات الاقتصادية تأثر بذلك، وكذا الاستقرار والنمو الاقتصادي وبعض الآثار الأخرى التي يتم توضيحها من خلال الآتي:

¹هاشم فوزي دباس العبادي ، الهندسة المالية و أدواتها، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 110.

1- أثر الهندسة المالية على السياسات الاقتصادية:

يشار إلى ذلك من خلال الابداع المالي وعلاقة بالسياسة النقدية، الاستقرار والنمو الاقتصادي حسب الاتي:

1-1- أثر الابتكار المالي على السياسة النقدية:

إن السبب الرئيس الذي أدى إلى زيادة مستويات الابتكار المالي هو التقدم التقني بالإضافة إلى مختلف الأدوات والخدمات المالية التي طرح في الأسواق والأشكال الجديدة للأسواق وللنظم، ولكي يكون الابتكار جيد يجب أن يقدم مخرجات مالية منخفضة التكلفة والمخاطر من جهة ويقدم خدمات مالية محسنة تعمل على تلبية الحاجيات الخاصة للمتعاملين الماليين. يعتبر "مينسكي" من الأوائل الذين اهتموا بموضوع تأثير الابتكارات المالية على السياسات النقدية، حيث بين أن تؤدي إلى ضعف أثرها الاقتصادي وذلك للاعتبارات التالية:

- تعد نسبة الاحتياطي الزامية أو معدل الفائدة من أهم الأدوات للسياسة النقدية تصبح هذه الأدوات عديمة الفائدة والسبب في ذلك يعود إلى قدرة المؤسسات المالية على ابتكار أدوات مالية تمكنها من تجاوز قيود السياسة النقدية فقد لجأ هذه المؤسسات إلى استخدام عملية "إعادة الشراء" محل مشكلة الاحتياطي الالزامي، حيث يبيع البنك سندات حكومية بثمان محدد على أن يشتريها من البائع نفسه بثمان أعلى، ومن ثم لا يحتاج عند ممارستها إلى حجز احتياطي الزامي مقابل السيولة التي يحصل عليها.¹

- يمكن للبنوك اللجوء إلى سياسة الاقتراض من سوق العملات الأجنبية أو اللجوء إلى الأدوات المالية الأخرى التي تمكنها من الحصول على السيولة

¹ صالح صالح، عبد الحليم غربي، دور المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، مداخلة ضمن فعاليات الملتقى الدولي الثاني بخميس مليانة حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية (النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً)، أيام 5-6 ماي 2009، ص ص 12، 13.

- دون القيام بحجز احتياطي الزامي مما يبين نقص فاعلية السياسة النقدية ومن ثم ضعف أثرها الاقتصادي.
- تطور الأدوات الائتامية التمولية أدى إلى تراجع الدور التقليدي للبنوك وهو قبول الودائع تحت الطلب ثم إقراضها لأجال مختلفة، وكذلك تراجع الفوارق بين المؤسسات المالية المختلفة.
 - تخلق الابتكار المالية صعوبة في مراقبة كل ما يحيط بها وتوقع نتائج ذلك والسبب في ذلك يعود إلى الابتكارات المالية التي تعد عملية مستمر وبالتالي يضاف إليها عنصر عدم الثبات على البيئة الاقتصادية التي تعمل فيها البنوك المركزية حسب التغيرات التي تنجر عن الابتكارات المالية.
 - نتج عن مختلف التطورات التي مست الابتكارات المالية من تغير للطريقة التي يتأثر بها الاقتصاد وخاصة السياسة النقدية، حيث أدت إلى التأثير على مدلول ومحتوى المؤشرات إلى يستخدمها البنك المركزي لعملية الرقابة أو لأجل القرارات الخاصة بالسياسة النقدية.
 - الابتكار المالي سلاح نافع لما يعمل على تحقيق المصالح المشروعة على أساس نهج يرفع من مستوى الكفاءة الاقتصادية والإنتاجية ومن ثم مستوى الرفاهة الاجتماعي أما إذا استغل فقط لتحقيق الربحية جراء التجديد من المنتجات المالية يؤدي إلى عدم استقرار الأسواق المالية دون مقابل لتحقيق الرفاه الاجتماعي.
 - يظهر الأثر السلبي للابتكارات المالية لما تتبنى البنوك المركزية سياسات تدعم هذا النوع من التعاملات المالية مما يزيد من كفاءة النظام المالي ما يسهل من عمل السياسة النقدية لكنه يعيق البيئة المصرفية التي تعمل فيها السياسة النقدية.

2 - أثر الابتكار المالي على الاستقرار والنمو الاقتصادي:

يمكن اعتبار الابتكار المالي سبب من أسباب عدم الاستقرار الاقتصادي ذلك انه يتميز بالتغير والتجديد والاستحداث في المنتجات المالية في حين أن السياسات الاقتصادية تهدف إلى ضبط التعاملات وتحقيق الاستقرار ومن ثم فالابتكار المالي سبب لحدوث قدر من عدم الاستقرار، وبالتالي يجب على اقتصاديات الدولة أن تركز على تحقيق المصالح المشروعة لتحقيق مستوى من الرفاهية بدل من التركيز على تحقيق الربح فق لتتجه بذلك الهندسة المالية إلى الدور السلبي الذي يؤثر على اقتصاد الدول وعلى استقرارها.

أما بالنسبة إلى النمو الاقتصادي فان الابتكار المالي يزيد من مستوى كفاءة النظام المالي، وبالتالي له تأثير كبير على عمل الاقتصاد بشكل عام ومن أهم المبادئ التي يمكن التركيز عليها لتحقيق نمو اقتصادي جيد هي:¹

- إيجاد وتطوير مجموعة متنوعة من الأدوات المالية المستحدثة التي يمكن عن طريق هندستها بتوليفات معينة لبناء مراكز التعرض للمخاطر وادارتها بأفضل صورة ممكنة.
- تقليل تكاليف إجراء التعاملات المالية الابتكارية من خلال إيجاد تعاملات معينة وخلق مراكز كبيرة الحجم بتكلفة اقل نسبياً إذا أن كلفة المنتجات المالية تكون اقل من المنتجات المالية التقليدية.
- تعزيز فرص تحقيق الارباح من خلال إيجاد أدوات مالية جديدة يمكن استعمالها في عمليات الاستثمار والمضاربة والتحوط وبصيغ مختلفة تعد بإمكانيات كبيرة لتحقيق الارباح التي قد تصل إلى قيمة المبالغ المستثمرة.

¹ هاشم فوزي، دباس العبادي، مرجع سابق، ص 33

- تحسين سيولة السوق المالية بصورة عامة والمتعاملين بأدوات الهندسة المالية بصورة خاصة من خلال إفساح المجال للتعامل مع مجموعة واسعة من المنتجات الجديدة التي تتميز بالسيولة العالية نسبياً سواء كانت في الأسواق النظامية أو الأسواق النقدية.

3- أثر الهندسة المالية على وضعية المؤسسات المالية:

- تعرف المؤسسة المالية على أنها مؤسسات وسيطة تقوم باستثمار ودائع الافراد والمؤسسات في شكل استثمارات أو استقراضها، ويظهر أثر الابتكار المالي على المؤسسات المالية من خلال:
 - أدى الابتكار المالي إلى تضيق الفجوة بين المؤسسات المالية والقضاء على الفوارق بينها ويتأكد ذلك من خلال التطور لمستمر في جانب التكنولوجيا أدى إلى التأثير على تطور الأدوات الاليات التمويلية مما أدى إلى خلق اندماجات بين المؤسسات المالية وذوبان الفوارق بين المؤسسات قبل الاندماج.
 - ساعد سياسة الابتكار المالي في تجاوز القيود التنظيمية التي فرضت على المصارف وصارت البنوك تعتمد على أنشطة مالية جديدة كالخدمات المالية مقابل رسوم مقطوعة أو بطاقات الائتمان... الخ، كما ساهمت العولمة في تسارع ظهور المنتجات المالية نظراً لعالمية الأسواق والتحرير لأسواق رأس المال وسهولة انتقال الأموال... الخ.

4- أثر الهندسة المالية على الأسواق المالية:

- يظهر اثر الهندسة المالية من خلال الابتكارات المالية التي غيرت من وضعية الأسواق المالية ويمكن توضيح ذلك من خلال الاتي:
 - سمحت الابتكارات المالية بتقسيم الأسواق المالية إلى أسواق رأس المال وأسواق النقد حسب نوعية وطبيعة الأوراق المالية وتواريخ استحقاقها.

- نتيجة للتطور التكنولوجي والحركية التي تميزت بها أسواق رأس المال نتج عنها ظهور العديد من أدوات الاستثمار المختلفة، حيث أن سوق الائتمان كان شبه معدوم لكنه شهد نمو كبير في السنوات الاخيرة، وبالتالي تغير معالم الأسواق المالية وتضاعف حجم المشتقات المالية بأكثر من ستة مرات بالمقارنة بين سنة 1998 و2005 ووصولاً إلى 600 تريليون دولار سنة 2008.¹

- فتح الهندسة المالية أمام المستثمرين المتاجرة في الأوراق المالية المتنوعة في الأسواق المحلية والدولية، ويفسر ذلك على أساس اتجاه المستثمرين نحو تشكيل محافظة استثمارية دولية انطلاقاً من دوافع عديدة كالمقارنة بين حجم سوق رأس المال المحلية وسوق رأس المال الأجنبية، واكتشف المستثمرين أن معدل العائد على الأوراق المالية غير المحلية أعلى من عائد الأوراق المحلية وذلك بسبب معدلات النمو المختلفة بين الدول، كون المحافظ الاستثمارية تتميز بالتنوع لتقليل المخاطر من خلال انتقاء الأصول ذات معاملات ارتباط ضعيفة.

5 - أثر الهندسة المالية على نمو الدين:

إن المتتبع لأسواق الهندسة المالية يلاحظ أنها ساهمت في نمو الدين العام أو ما يصطلح عليه المليون بالرافعة (الرفع المالي)، أن هذا التوسع في الدين يعني أمرين مهمين هما:

- إمكانية الحصول على كل ما تريده وفي وقت قصير .
 - تستطيع الحصول على ما تريده من دون مقابل تقريباً .
- لقد كان الابداع المالي سبباً في حدوث ذلك وتوسع هذين النوعين من خلال ابتكار أدوات مالية جديدة نجحت في كسر حواجز الحيطة والحكمة.

¹ صالح صالح، عبد الحليم عربي، مرجع سابق، ص 13
405

استنتاجات البحث:

- 1- تعد الهندسة المالية كأداة مناسبة لإيجاد حلول مبتكرة وأدوات مالية جديدة تجمع بين اعتبارات الكفاءة الاقتصادية والفاعلية.
- 2- تعتمد صناعة المالية على مجموعة من المدخلات المالية كالتصميم الابتكار والتطوير والتركييب لتكون مخرجاتها استراتيجيات وأدوات ومنتجات مالية جديدة تسمح بتمويل وإدارة المخاطر المالية لاستثمارات.
- 3- إن السوق المالية وما تشتمل عليه من أدوات مالية لا زالت بحاجة إلى الابتكار والإبداع من أجل أن تقوم بتحقيق مستويات جيدة في الجانب الاقتصادي.
- 4- تحتاج المؤسسات المالية دوماً إلى الاحتفاظ بتشكيلة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية تمكنها من إدارة سيولتها بصورة مربحة، لتحقيق مستوى رفاهية مقبول.
- 5- توصلت الدراسة إلى أنه من الممكن قيام سوق مالية تهتم بتحفيز السياسة النقدية بما يناسب تحقيق مستويات من النمو الاقتصادي والاستقرار.

توصيات البحث:

- 1- الاستفادة من المفاهيم النظرية المندرجة في الدراسة الحالية وما توصلت اليه من استنتاجات لتطبيقها في الأسواق المالية وغيرها.
- 2- ضرورة الاهتمام بالهندسة المالية باعتبارها السبيل الوحيد للقضاء على تحديات الهندسة المالية ولابتكار منتجات وأدوات مالية مستحدثة لا تخل بالقواعد العامة لسير السياسة النقدية للدول.
- 3- الاهتمام بالاختيار الاحسن لسياسة التحوط المناسبة من مخاطر الأصول المالية لتجنب المخاطر المصاحبة لذلك.

- 4- توصي الدراسة بإنشاء استثمارات وطنية تركز على جمع الأموال الفائضة عن الحاجة والعمل على توجيهها إلى الاستثمار الأفضل والعمل على تحويطها ضد المخاطر المالية المختلفة.

قائمة المراجع:

- 1- إبراهيم سامي سويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، السعودية، الطبعة الأولى، 2007.
- 2- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر "الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات"، دار المعارف، الاسكندرية، 1999.
- 3- هاشم فوزي، دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الاردن، 2008.
- 4- فريد النجار، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009
المانسب رابح أمين، الهندسة المالية وأثرها على الازمة المالية العالمية 2007، مذكرة تدخل ضمن نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2010/2011، غير منشورة.
- 5- بن سنجور، حمود وآخرون. الصناعة المصرفية العربية وعالم التمويل الحديث، اتحاد المصارف العربية، 1995.
- 6- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم - إدارة المخاطر، المحاسبة)، الدار الجامعية، مصر، 2003.
- 7- هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية و أدواتها، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الاردن.
- 8- صالح صالح، عبد الحليم غربي، دور المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي

الثاني بخميس مليانة حول الازمة المالية الراهنة والبدائل المالية
والمصرفية، أيام 5-6 ماي 2009.

F- QUITTARD PINON, MARCHES DES CAPITAUX - ET
THEORIE FINANCIERE, 2^{EME} EDITION, ECONOMICA. 1998.

صناعة التوريق كآلية لتسيير المخاطر المالي مع الإشارة إلى تجربة الجزائر

أ. بوشري عبد الغني¹

أ. منصوري حاج موسى²

ملخص:

ظهرت تقنية التوريق منذ الثمانيات من القرن الماضي، نتيجة التحرير المالي، وتعد هذه التقنية أحد الابتكارات التي لفتت رواجاً في المؤسسات المالية، خاصة البنوك التجارية.

ويعد التوريق أحد الأساليب التمويلية التي تعتمد على تحويل الأصول غير السائلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية. وقد استعملت أيضاً للتحوط أو التقليل من المخاطر المالية، حتى أصبحت كصناعة قائمة بذاتها في مجال تسيير المخاطر المالية.

الكلمات المفتاحية: التوريق، المخاطر المالية، تسيير المخاطر المالية، تجربة الجزائر.

Abstract

Securitization technology has emerged since the eighties of the last century, as a result of financial liberalization. This technique is one of the innovations, which reportedly has been popular in the financial institutions, private commercial banks.

Securitization is a financing method, converting illiquid assets, into tradable in the financial markets securities. And used to hedge or minimize financial risks, even as an industry has become a stand-alone in the field of financial risk going.

Keywords: Securitization, Financial Risk, Management of financial risks, Experience Algeria

¹ أستاذ مساعد (١)، جامعة أحمد دراية - أدرار

² أستاذ مساعد (١)، المركز الجامعي تلمسان

المقدمة:

تعتبر تقنية التوريق من الموضوعات الحديثة في مجال الهندسة المالية، حتى أضحت صناعة قائمة بذاتها، تتعامل به جل المؤسسات المالية التقليدية، سعياً منها لتفادي المخاطر، وتوفير السيولة في آن واحد. لضمان الاستمرار والبقاء في السوق.

فصناعة التوريق منذ الثمانينات من القرن العشرين، كانت حلاً لهذه المؤسسات المالية التقليدية، خاصة البنوك التجارية. مما سمح لها بتسيير مخاطرها المالية والتوجه نحو السوق، لاسترداد أصولها. لكن الإفراط في هذه الصناعة نتج عنه اختلالات على مستوى النظام المالي. والإشكالية التي يمكن طرحها: كيف يمكن لصناعة التوريق أن تكون كوسيلة لتسيير المخاطر المالية؟

تحاول هذه الورقة البحثية الوقوف على مفهوم التوريق أو ما يصطلح عليه بالتسديد، وإبراز أساليبه، وضوابط عملية التوريق. ثم نتطرق إلى المخاطر المالية التي تواجه البنوك التجارية، بالإضافة إلى المخاطر المحتملة من عملية التوريق. وأخيراً نشير إلى تجربة التوريق في الجزائر. يتم تقسيم البحث إلى ثلاث محاور أساسية:

أولاً: نشأة عملية توريق الدين.

ثانياً: أساسيات حول تسيير المخاطر.

ثالثاً: تجربة التوريق في الجزائر.

أولاً : نشأة عملية توريق الدين:

كانت بداية عملية توريق الدين في أثناء الازمة الاقتصادية عام 1929-1930 عندما لجأت بريطانيا وفرنسا بأخذ معظم مستحقاتها المالية مواد خاماً أو اسهماً أو سندات. وبعد الحرب العالمية الثانية التي انتهت عام 1945 فرضت الدولتان الكبيرتان في العالم في ذلك الوقت - الاتحاد السوفيتي

والولايات المتحدة الأمريكية - شروطهما على الدول المنهزم ومنها تسوية الديون التي فرضت على كل من المانيا الشرقية وألمانيا الغربية، وذلك بمبادلة الديون المستحقة بأسهم وسندات وأصول عقارية. ومنذ ذلك التاريخ أخذت بعض الدول بتسوية ديون المستحقة على الغير بواسطة توريق الدين.

هذا على صعيد الدول، كذلك عرف توريق الدين على مستوى الشركات، حيث سويت الديون بمبادلتها بأسهم، وتطور توريق الدين ليصبح إحدى صور الاندماج، عن طريق قيام الشركة الدائنة بأخذ كامل اسهم الشركة مدينة لها⁽¹⁾. ومع بداية الثمانينات، ظهرت أزمة المديونية الخارجية لمعظم الدول النامية حيث بدأ تعثر هذه الدول في دفع ديونها وأعباء هذه الديون في مواعيد استحقاقها وبدأت محاولات اللجوء لجدولة الديون وهو ما وكنه انحسار سريع في مد الاقراض المباشر من المصارف التقليدية لمشروعات التنمية على مستوى العالم، حيث استشعرت كثير من هذه المصارف الخطر المحدق الذي يهددها بالإفلاس، وعلى الرغم من ذلك، فقد ظهرت في ذلك الوقت توجهات أمريكية جديدة تمثلت في دعوة وزير الخزانة الأمريكي السابق "جيمس بيكر" كلا من البنك الدولي والبنك الأمريكي الدولي للتنمية بزيادة القروض المقدمة لـ 15 دولة مدينة بنسبة 50% خلال ثلاثة سنوات تبدأ من عام 1975 علاوة على تقديم البنوك التجارية قروضا تجارية لتلك الدول في حدود 20 مليار دولار خلال نفس الفترة شريطة ان تقوم هذه الدول بإتباع خطة للإصلاح الاقتصادي الشامل وقد تلا ذلك مبادرة وزير الخزانة الأمريكي التالي "نيكولاي برادي" التي قرر فيها ضرورة تخفيض الديون الخارجية لـ 29 دولة مصنفة "ذات مديونية مرتفعة" بنحو 20% من إجمالي المستحق عليها على ان تستخدم موارد صندوق النقد والبنك الدوليين في تقديم تمويل يتراوح بين 20-

¹ منى خالد فرحات، توريق الدين التقليدي والإسلامي (دراسة مقارنة)، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 29، العدد الأول 2013، ص 224.

25 مليار دولار لدعم عملية التخفيض هذه ولضمان سداد اقساط الديون والفوائد سواء عن طريق مبادلة الديون القديمة بسندات ذات قيمة اسمية أعلى أو بسندات بقيمتها الاسمية ولكن بأسعار فائدة منخفضة⁽¹⁾.

ومع بداية عقد التسعينات ظهرت طفرة حقيقية في عمليات البنوك التجارية والتي كانت وليدة عوامل كثيرة متضافرة وفرت لها الطمأنينة في استمرار دورها الخاص بمنح الائتمان قصير ومتوسط وطويل الاجل دون مخاطر حقيقية من فقدان السيولة النقدية، وتمثلت هذه العوامل - بشكل مجمل - في انحسار مد الايديولوجية الشيوعية وما ترتب على ذلك من ظهور التوجه نحو تخصيص وحدات القطاع العام، وزوال الحواجز الجغرافية بين المصارف والبورصات على مستوى العالم، وإلغاء الرقابة على النقد الاجنبي، وتحرير أسعار الفائدة المصرفية وخفض الضرائب على الخدمات والعمليات المصرفية بشكل عام، وتحرير أسعار الصرف، وإزالة معظم القيود على تدفقات رؤوس الأموال من المصارف المالكية للفوائض إلى المشروعات المتطلعة إليها Deregulation وهو ما أطلق عليه - بحق اصطلاح " عولمة الأسواق " Globalization of "Markets".

ويمثل ذلك التوجه الملفت خاصة على الصعيد المصرفي الدولي لتحويل قروض النمو المباشرة للدول والمشروعات إلى أوراق مالية قابلة للتداول في البورصات العالمية أهمية كبيرة كأداة مصرفية حديثة تؤمن السيولة ومنح الائتمان مع خفض حجم مخاطر التعثر أو الافلاس، ويزداد هذا التوجه الجديد رسوخا في الممارسات المصرفية تزايداً مناظراً لتوافر العوامل الميسرة لمنح الائتمان سالفه الذكر. ويطلق على هذه الآلية المصرفية الواعدة تعبير " توريق الديون "⁽²⁾.

¹ فؤاد محمد محيسن، الشركة ذات الغرض الخاص، اجتماع خبراء "اليات ومتطلبات اصدار الصكوك"، الاكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان 21 مارس 2013، ص 12.

² حسين فتحي عثمان، التوريق المصرفي للديون الممارسة والإطار القانوني، الدليل الالكتروني للقانون العربي،

وقد ساهم التوريق في تعميق وتكريس الاتجاه العام الذي انتهجته المؤسسات المالية، وبالأخص البنوك التجارية، في نشاطها وهو الاتجاه نحو السوق، فعملية التوريق تعني بالنسبة لها، إنشاء أصول مالية (قروض) ضمن نشاط وساطة ميزانية، ثم نقل هذه الأصول إلى السوق عن طريق تقنية التوريق، لتصبح أوراق مالية متداولة تمنح للبنوك حرية كبيرة كون الضوابط القانونية التي تحكم السوق المالية اقل صرامة من تلك التي تحكم النشاط البنكي. والنتيجة هي إعادة هيكلة النشاط المصرفي ضمن ثلاث مجموعات من المهن املتها الاهمية المتزايدة لتقنية التوريق هي:

- منح القروض ضمن مهنة بنك التجزئة Distribution de crédit.
- توريق القروض باللجوء إلى الهندسة المالية من خلال مهنة بنك الاستثمار Montage financier.
- التكفل بتوزيع الأوراق المالية الناتجة عن عملية التوريق والاحتفاظ ببعضها من خلال مهنة إدارة الأصول Le placement.⁽¹⁾

1- تعريف التوريق :

من الناحية اللغوية : كلمة التوريق هي ترجمة لمصطلح اقتصادي حديث Sécuritézation الذي يعني : " جعل الدين المؤجل في ذمة الغير في الفترة ما بين ثبوته في الذمة وحلول أجله".

أما البعد القانوني فيتمحور في بيان الطبيعة القانونية للتحويل ويمكن تحويل الموجودات باستبدال الدين وهي الطريقة الوحيدة التي بموجبها التحويل الحقيقي لكل من الحقوق والالتزامات الأصلية بأخرى جديدة كما أنها الآلية

ص 03، متاح على: www.arablawinfo.com

¹ بن نعمون حمادو، طبيعة الاصلاحات المالية والمصرفية في اعقاب الأزمة المالية 2008، ورقة علمية مقدمة الى الملتقى الدولي حول : الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية، أيام 20-21 أكتوبر 2009، جامعة سطيف، ص 08.

ذاتها التي تستعمل في بيع الذمم المدينة الناتجة عن البطاقات الائتمانية المخصصة للبيع من المحلات وشركات الطيران والفنادق وسداد المبيعات لمخازن التجزئة وتكمن الصعوبة الرئيسية في هذا الاسلوب في أنه يتطلب الموافقة المسبقة لكل الاطراف ذات الصلة بالقرض على إمكانية تحويله كليا أو جزئيا إلى ورقة مالية من أجل تمكين المشتري لاحقا من الاستفادة من خاصية التحويل هذه⁽¹⁾.

واعتمدت البنوك التجارية على نشاط التوريد كأحد الاليات التمويلية الحديثة وذلك لاعتبارات متعددة أهمها :

- استحواذ البنوك على معظم الأصول المالية (المرهونة) في أسواق المال مما يتيح لها الفرصة عن غيرها للدخول في هذا النشاط .
- قابلية الأصول الضامنة (الرهونات) والديون الأصلية التحول إلى أوراق مالية وخاصة السندات .
- توافق أنشطة التوريد مع الأساليب الأخرى للتمويل والاستثمار في البنوك من حيث :
- ابتكار معايير جديدة لرأس المال المؤسس على الخطر .
- إتمام عمليات التحويل المباشر للأوراق المالية المطروحة على المستثمرين دون حدوث تدخل من البنك.
- انضمام واتحاد ديون عملاء البنك في دين واحد مشترك يطرح في صورة أوراق مالية على جمهور المستثمرين بعوائد مجزية.
- تزايد معدلات دوران أنشطة التمويل والاستثمار بالبنوك مع زيادة الارباح الصافية مما استدعى انتباه البنوك إلى إعادة النظر في

¹ بن رجم محمد خميسي، التوريد ووقعه على الأزمات المالية، مجلة ابحاث اقتصادية وادارية، العدد الثامن، ديسمبر 2010، جامعة بسكرة، ص 55.

خططها التمويلية ومحافظها الاستثمارية واستراتيجيتها التجارية لتتلاءم مع تزايد وتنافس البنوك في أسواق المال المناظرة.

- ارتفاع كفاءة إدارة وتوظيف أموال البنوك بالشكل الذي يحقق أهدافها مما يتيح لها الفرصة في الدخول في نشاط التوريد بصورة ملائمة⁽¹⁾.

2- **أنواع عملية التوريد:** تتحدد أنواع التوريد من خلال المعايير التالية :

وفق لنوع الضمان وينقسم إلى:

- **التوريد بضمان أصول ثابتة:** هو إصدار أوراق مالية مضمونة بالتدفقات المالية الناتجة عن حزمة الأصول الثابتة مثل الرهن العقاري.

- **التوريد بضمان متحصلات مستقبلية "آجلة":** هي الأصول التي تضمن ان تدر عائدا مستقبليا لفترات طويلة ومنتظمة مثل بيع عقود النفط.

ووفقا لطبيعة التوريد ينقسم بدوره إلى:

- **أوراق مالية مشتركة أو صكوك مشاركة:** هو انتقال الأصول من خلال بيع حقيقي مقابل شهادات لنقل الملكية، لإعادة بيعها وتوزيع التدفقات المالية وفقا لحصص محددة وهنا تكون الأوراق المالية معبرا لتحقيق الهدف.

- **هيكل الدين أو هيكل انتقال المدفوعات:** هو انتقال الأصول بكفاءة في صورة إدارة مديونية وإصدار أوراق مالية سندات تختلف فيما بينها

¹ شيماء إبراهيم محمد نواره، الإفصاح عن توريد الديون في البنوك التجارية المصرية في ضوء معايير المحاسبة الدولية، مذكرة ماجستير، تخصص محاسبة جامعة قناة السويس ، مصر، 2007، ص 18.

وفقا لدرجة التصنيف وسرعة الدفع وإمكانية فصل مدفوعات الأصل عن الفائدة.

ووفقا لنوع الأوراق المالية المصدرة من قبل شركات التوريق:

- التوريق من خلال إصدار سندات مضمونة بالعقار.
- التوريق من خلال قيام شركة التوريق بإصدار أسهم ممتازة قابلة للاستدعاء.
- التوريق من خلال إصدار أوراق مالية ناقلة للتدفقات النقدية لمحفظه القروض⁽¹⁾.

3- أطراف عملية التوريق:

تشارك في عملية التوريق عدة أطراف ترتبط بعلاقات قانونية تنظم عمل كل طرف وتحدد المسؤوليات تتمثل في:

- **مصدر الصك الاستثماري (المصدر الأصلي)** وهو من يستخدم حصيلة الاكتتاب وقد يكون شركة أو فردا أو حكومة أو مؤسسة مالية، وقد ينوب عن المصدر في تنظيم عملية الاصدار مؤسسة مالية ذات غرض خاص SPV مقابل أجر أو عمولة تحددتها نشرة الاصدار.
- **وكيل الاصدار (Special Purpose Vehicle)** : وهو مؤسسة مالية وسيطة ذات غرض خاص SPV تتولى عملية الاصدار، وتقوم باتخاذ جميع إجراءات التوريق نيابة عن المصدر مقابل اجر أو

¹ راتول محمد، معزوز لقمان، عملية توريق الدين كأداة مالية مستحدثة ودورها في صناعة وانتشار الأزمات المالية، ورقة مقدمة الى الملتقى الدولي الخامس حول : الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات الدولية، ص 07.

عمولة تحددها نشرة الاصدار، وتكون العلاقة بين المصدر على أساس عقد الوكالة بأجر .

- **المستثمر:** قد يكون بنكاً أو مؤسسة مالية محلية أو عالمية كبرى ذات ملاءمة مالية عالية، إذ إن هذه المؤسسات قد تتمتع بمعدلات سيولة مرتفعة غير مستغلة، مما يشجعها على الدخول في عمليات توريق بهدف استغلال هذه السيولة الفائضة في عمليات تحقق عوائد مرتفعة نسبياً مقارنة بالعائد على الفرص الاستثمارية المتاحة في أسواق المال العالمية.

- مزود خدمات الضمان: هو المؤسسة المالية الوسيطة التي تتولى حماية مصالح حملة الصكوك والإشراف على مدير الاصدار، وتحفظ بالوثائق والضمانات، وذلك على أساس عقد الوكالة بأجر تحدد نشر الاصدار .

- وكالة التصنيف العالمية: تقوم هذه الوكالات بدور أساسي في تصنيف الاصدارات المالية التي تطرح في أسواق رأس المال، وتحديد السعر العادل لأوراق المالية المصدرة، وأهم هذه الوكالات (1) .Fitch, Standard&Poor Moody's,

4- أساليب التوريق :

تتم عملية التوريق بأحد الأساليب الثلاثة الآتية:

- **استبدال الدين (حوالة الحق):** يسمح هذا الاسلوب باستبدال الحقوق والالتزامات الأصلية بأخرى جديدة، لكنه يتطلب الحصول على موافقة

¹ اسراء يوسف ذنون، المحاسبة عن عمليات التوريق (التسنيد) وفق المعايير المحاسبية الإسلامية والدولية ودورها في نشوء الأزمة المالية الأخيرة. ورقة علمية متاح على :

<http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&ald=72873>

الاطراف جميعها ذات الصلة بالقرض على امكان تحويله كلياً أو جزئياً إلى ورقة مالية.

- التجديد أو الاستبدال أو التنازل : يتم التنازل عن الأصول (المبيعة أو المؤجرة) لصالح الدائنين، وتدفع الاقساط للدائن الأصلي، الذي يحول هذه الاقساط إلى مشتري الذمم المدينة، أو يسددها ضمن سلسلة من الحوالات متفق عليها عند التعاقد على التوريق، ويسترد المبلغ من المدينين⁽¹⁾.

- المشاركة الجزئية : هو ثالث الأساليب المعروفة لنقل الأصول من المؤسسة البادئة للتوريق المصدر SPV، وربما الاكثر شهرة كمصطلح مصرفي، وان لم يكن له أي مدلول قانوني إلا في القانونين الانكليزي والأمريكي. ويستخدم لوصف ترتيب تمويلي Funding Arrangement يتم ما بين المؤسسة المالية البادئة للتوريق ومؤسسة مالية أخرى يطلق عليها المؤسسة المشاركة والمؤسسة المالية القائمة ممثلة في المصدر SPV. وبمقتضى هذا الترتيب تقوم المؤسسة المالية المشاركة بتقديم مبلغ من المال للمؤسسة البادئة بالتوريق مقابل صكوك مديونية، على ان تسترد المؤسسة المالية المشاركة أموالها مع العوائد - فقط عندما يحين موعد الوفاء بمبلغ مناظر - يشمل اصل المبلغ المقدم من المؤسسة المشاركة وعوائده، من المدين في هذه الصكوك (غالبا يكون مدينا للمؤسسة البادئة للتوريق)، حيث يقوم المدين بتسليم المبلغ وعوائده للمؤسسة البادئة للتوريق، ومن ثم تقوم المؤسسة بدورها بالوفاء للمؤسسة المالية المشاركة. وفي إطار الآلية المذكورة، لا تملك "المؤسسة المالية

¹ منى خالد فرحات، توريق الدين التقليدي والإسلامي (دراسة مقارنة)، مرجع سابق، ص 226.

المشاركة" حق الرجوع على "المؤسسة المالية البادئة للتوريد" نظراً لأن الأخيرة ليست مسؤولة عن المبلغ المتفق على أدائه للمؤسسة المشاركة في حال عدم تسلمه من المدين.

5- ضوابط التوريد :

- لكي يتم التوريد بشكل سليم لابد من توافر الضوابط التالية:
- وجود أصل مملوك للمنشأة البادئة للتوريد، والأصل في الاصطلاح المحاسبي هو الشيء القادر على توليد تدفقات نقدية في المستقبل بمفرده أو بالاشتراك مع موجودات أخرى والذي تم اكتساب الحق فيه نتيجة عمليات أو أحداث في الماضي، وهذا الأصل في التوريد حسب نشأته وتطبيقه في المؤسسات التقليدية هي القروض وخاصة قروض الرهن العقاري وبطاقات الائتمان والسيارات.
- أن يكون الأصل المراد توريقه يدر دخلاً بصفة منفردة وليس بالاشتراك مع الأصول الأخرى في المنشأة وأن يكون هذا الدخل محددًا ومستمرًا بصفة منتظمة ذلك أن الأصول التي تقتنيها المنشآت منها ما يدر دخلاً بمفرده مثل القروض التي تدر فوائد محددة، وكذا الأصول المؤجرة، أما باقي الأصول من أصول ثابتة ومخزون سلعي فلا تدر دخلاً بمفردها بل بالاشتراك مع الموجودات الأخرى، وبالتالي لا تصلح للتوريد.
- أن تتمتع الأصول المراد توريقها بالجاذبية بالنسبة للمستثمر وهذا يتطلب في الديون التي هي أصل التوريد السجل الائتماني الجيد للمقترضين بالانتظام في السداد ووجود ضمانات عينية مثل الرهن أو شخصية مثل الضامنون من مؤسسات متخصصة وشركات التأمين.
- وجود دخل مستمر ومنتظم للأوراق المالية طوال مدة برنامج التوريد.
- وجود تشريعات قانونية وجهات رسمية لضبط عملية التوريد وحفظ حقوق المتعاملين فيه.

- عادة ما تكون الأصول محل التوريق موزعة على ملتزمين عديدين فإذا كانت قروضا أو ديونا كما في النظام التقليدي فإن المدينين بها آلاف الافراد وهنا يلزم تجميع الديون المتشابهة من حيث العائد والأقساط ومواعيد الاستحقاق في حزمة أو مجموعة واحدة لتوريقها .
- يلزم أن تكون مبالغ الأصول المطلوب توريقها كبيرة بحيث يمكن تقسيمها وإصدار أوراق مالية بقيمتها وطرحها للاكتتاب العام، إذ لو كانت المبالغ صغيرة فإنه لا يمكن تقسيمها.
- أن تكون مدة استحقاقها بتحويلها إلى نقدية بالتحصل أو التصفية طويلة حتى يمكن تسويق الأوراق المالية، وبالتالي فالأصول قصيرة الاجل لا تصلح للتوريق⁽¹⁾.

6- دوافع عمليات التوريق :

- توجد مجموعة من المنافع الاقتصادية يوفرها التوريق بالنسبة للبنوك من أهمها :
- 1- رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها، عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرة أخرى، مما يساعد على توسيع حجم الأعمال للمؤسسات بدون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية.
 - 2- تسهيل تدفق التمويل لعمليات الائتمان بضمان الرهونات العقارية، وبشروط وأسعار أفضل وفترات سداد أطول.
 - 3- انحسار احتمالات تعرض المستثمرين للأخطار المالية، وانعاش سوق القروض الراكدة.

¹ محمد عبد الحليم عمر، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، منظمة المؤتمر الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر، الشارقة، الامارات العربية المتحدة، ص 06.

- 4- تنشيط السوق الأولية في بعض القطاعات الاقتصادية، مثل العقارات والسيارات.
- 5- تنشيط سوق المال من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة، وتنويع المعروض فيها من منتجات مالية، وتنشيط سوق تداول السندات.
- 6- توفير العملات الأجنبية في حالة التوريد عبر الحدود، فيما لو أمكن التعامل مع إحدى المؤسسات المهمة بتحويلات العاملين في الخارج، أو بطاقات الائتمان وغيرها.
- 7- التوريد أداة تساعد على الشفافية، وتحسين بنية المعلومات في السوق، لأنه يتطلب العديد من الاجراءات، ودخول العديد من المؤسسات في عملية الاقراض، مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق⁽¹⁾.

كما أن اللجوء إلى توريق الدين يخفض تكاليف الاقتراض، ويشجع المصارف على التوسع في منح القروض ذات معدلات الفائدة الثابتة، وهو النوع الذي يفضله المدينون، إذ أن منح القروض ذات معدلات الفائدة المتغيرة تعرضهم لخطر معدل الفائدة، مما ينشط السوق الثانوي⁽²⁾.

ثانياً: أساسيات حول تسيير المخاطر:

المعنى الاقتصادي للمخاطرة: تعرف كلمة مخاطرة بأنها إمكانية حدوث شيء خطير أو غير مرغوب فيه، وهي في نفس الوقت تعني الشيء الذي يمكن أن يسبب الخطر نفسه. وهي "الحالة التي تتضمن احتمال الانحراف عن الطريق الذي يوصل إلى نتيجة متوقعة أو مأمولة"⁽³⁾.

¹ عمار بوطكوك، دور التوريد في نشاط البنك حالة بنك التنمية المحلية، مذكرة ماجستير، تخصص بنوك وتأمينات، جامعة قسنطينة، 2008، ص 15.

² منى خالد فرحات، توريق الدين التقليدي والإسلامي (دراسة مقارنة)، مرجع سابق، ص 231.

³ بلعزوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد السابع،

أما تسيير (إدارة) المخاطر عبارة عن منهج أو مدخل علمي للتعامل مع المخاطر البحتة عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة وتصميم وتنفيذ إجراءات من شأنها أن تقلل من إمكانية حدوث الخسارة أو الاثر المالي للخسائر التي تقع، إلى الحد الأدنى. ويعرفها البعض بأنها: " عملية الاخذ بالمخاطر المحسوبة، وهي وسيلة نظامية لتحديد المخاطر وترتيب أولوياتها وتطبيق الاستراتيجيات للتقليل من المخاطر. هذه الوسيلة تتضمن كل من الوقاية من المخاطر المحتملة، والاكتشاف المبكر للمشاكل الفعلية"⁽¹⁾.

1- أنواع المخاطر التي تتعرض لها البنوك:

يمكن تقسيم المخاطر التي تتعرض اليها البنوك إلى نوعين، مخاطر مالية ومخاطر التشغيل :

أ- المخاطر المالية: وتشتمل على مخاطر الائتمان،

ومخاطر السوق، ومخاطر السيولة:

✓ مخاطر السوق : هي المخاطر الحالية أو المستقبلية

التي يمكن أن تؤثر على إيرادات البنك ورأسماله والناجمة عن التقلبات في أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأوراق المالية والسلع⁽²⁾.

✓ المخاطر الائتمانية : يرتبط هذا النوع من المخاطر بجودة

الأصول واحتمالات العجز عن السداد. وهناك صعوبة كبيرة

2010، ص 331.

¹ عبد الكريم أحمد قندوز، إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية : مدخل الهندسة المالية، مجلة الاكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، السعودية، العدد التاسع، 2012، ص 13.

² نصر عبد الكريم، مصطفى أبو صلاح، المخاطر التشغيلية حسب متطلبات بازل II: دراسة لطبيعتها وسبل إدارتها في حالة البنوك العاملة في فلسطين، مقدمة في المؤتمر العلمي الخامس، جامعة فيلادلفيا الاردنية في الفترة من 4-5 جويلية 2007 ، ص 11.

تواجه عملية تقييم نوعية الأصول بسبب أن المعلومات المتاحة والمنشورة نادرة ومحدودة، وكلما استحوذ البنك على احد الأصول المربحة فانه يتحمل مخاطرة عدم السداد أو التعثر البنكي، والمتمثل بعجز المقترضين عن سداد أصل المبلغ إضافة إلى الفوائد في تواريخ الاستحقاق وحسب الشروط المتفق عليها⁽¹⁾.

✓ **مخاطر السيولة:** هي المخاطر التي قد تؤدي إلى تحقيق خسائر نتيجة عدم مقدرة البنك على الوفاء بالتزاماته في تاريخ الاستحقاق بسبب عدم قدرة البنك على توفير التمويل اللازم أو الأصول السائلة لمقابلة هذه الالتزامات بأقل خسائر ممكنة. وتعتبر إدارة السيولة في البنوك أمراً في غاية الأهمية وينطوي على مخاطر عالية لأن الفشل في المحافظة على مستويات سيولة ملائمة قد يؤدي إلى انهيار البنك وفشله كمؤسسة مالية⁽²⁾.

✓ **مخاطر التشغيل:** تعتبر مخاطر التشغيل في المصارف من المواضيع الحديثة نسبياً. وعملية قياسها له أهمية كبيرة للمصرف. وتنتج عن احتمال الخسارة مع عمليات رقابة النظم المحاسبية وعمليات الدخول على النظام بطريقة غير مصرح بها لاستخدام قنوات اتصال مختلفة ومنها شبكة الانترنت. إضافة لاحتمال التعرض لمخاطر العمليات من الداخل من

¹ محمد داود عثمان، أثر مخففات مخاطر الائتمان دراسة تطبيقية على قطاع البنوك التجارية،

أطروحة دكتوراه، تخصص مصارف، الاكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 2008، ص 16.

² نصر عبد الكريم، مصطفى أبو صلاح، المخاطر التشغيلية حسب متطلبات بازل II، مرجع سابق، ص 12.

الذين لديهم صلاحية الاطلاع على البيانات ونظام الحاسب الالى الخاص بالمصرف.

✓ و قد الزم بازل2 من خلال مخاطر التشغيل الاحتفاظ برأسمال لمواجهة تلك المخاطر حيث تم تعريفها بأنها مخاطر الخسائر التي تنشأ عن عدم كفاءة أو فشل العمليات الداخلية و الافراد والنظم أو تنشأ نتيجة أحداث خارجية⁽¹⁾.

2- المخاطر المحتملة في عملية التوريق: يوجد مخاطر محتملة

في عملية التوريق منها :

✓ مخاطر إفسار المتدخلين: إن إفسار متدخل ضامن في عملية التوريق هو أمر وارد، مما يعد خطرا حقيقيا بالنسبة للقروض المتنازل عنها، التي يتم عادة تغطيتها عن طريق تشكيل ضمانات متنوعة. وتطرح هنا إشكالية كيفية استعمال هذه الضمانات عند حدوث أي خلل قد ينتج عن إفسار مقترض رئيسي، خاصة إذا كان هذا المقترض بصدد إجراء تصفية قضائية، فبإمكان الضامن استغلال هذا الطرف ولا يقوم بالدفع.

✓ المخاطر المرتبطة بتراكم وظائف المتدخلين: يبقى البنك المتنازل مسؤولا عن القروض المتنازل عنها والتي تصبح ملكا للصندوق المشترك حتى بعد توريقها، كما يمكنه الجمع بين وظائف كل من المسير ومقرض السيولة وكذلك الضامن للعمليات المنفذة من قبل المقترضين.

✓ مخاطر اختلال وتيرة التدفقات النقدية: إن آجال استحقاق الحصص المصدرة لا يوافق عمليا البرنامج الزمني لاهتلاك

¹علي بدران، الإدارة الحديثة للمخاطر المصرفية في ظل بازل 2، مقال متاح على الموقع التالي:
<http://www.lacpa.org.lb/Includes/Images/Docs/TC/newsletter23/3%20Idara%20Hadissa.pdf>

القروض المتنازل عنها لذلك يجب أن تسمح تدفقات القروض بضمان التسديدات لحاملي الحصص. كما أن لمكافأة تدخلات شركة التسيير والضامن وجهة الإيداع اثر على وتيرة التدفقات الناتجة عن المقترضين⁽¹⁾.

ثالثا: تجربة التوريد في الجزائر

1- شركة إعادة التمويل الرهنى (SRH) (21)

تأسست شركة إعادة التمويل الرهنى في 27 نوفمبر 1997، كمؤسسة مالية ذات طابع اقتصادي عمومي. لقد تم تزويد هذه الشركة ذات الأسهم برأس مال اجتماعي ابتدائي بقيمة 3.290.000.000 د.ج، رفع إلى 4.165.000.000 د.ج في عام 2003. رأس مالها الحالي محرر كليا و مكتتب و مكون من 833 سهم بقيمة 5.000.000 د.ج. أسهم شركة إعادة التمويل الرهنى موزعة على ملاكها التسعة حسب التوزيع التالي:

- الخزينة العمومية 254 : سهم أي 1270 مليون د.ج
- البنك الوطني الجزائري 109 : سهم أي 546 مليون د.ج
- البنك الخارجي الجزائري 109 : سهم أي 546 مليون د.ج
- القرض الشعبي الجزائري 109 : سهم أي 546 مليون د.ج
- الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط 76 : سهم أي 380 مليون د.ج
- البنك الجزائري للتنمية الريفية 50 : سهم أي 250 مليون د.ج
- الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين 50 سهم أي 250 مليون د.ج

¹ بوعكاز نوال، دور الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمة المالية، مذكرة ماجستير، تخصص دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة سطيف، 2011، ص 141.

- الشركة الجزائرية للتأمين 50 : سهم أي 250 مليون د.ج
- الشركة الجزائرية للتأمينات 26 : سهم أي 130 مليون د.ج
- و تهدف شركة إعادة التمويل الرهنى إلى:
- ترقية نظام تمويل السكن على المديين المتوسط والطويل .
- تشجيع المنافسة بين المؤسسات المالية من أجل منح القروض السكنية .
- تمديد الاستحقاقات المتعلقة باسترداد الفوائد والمبالغ الأصلية للقروض الممنوحة .

2- آلية عمل شركة إعادة التمويل الرهنى (SRH) في الجزائر:

تعمل شركة إعادة التمويل الرهنى على توفير السيولة للبنوك والمؤسسات المالية الممولة للمشاريع عن طريق إعادة تمويل القروض الممنوحة للمتعاملين في الترقية العقارية، وبالتالي تحفيز البنوك والمؤسسات المالية على تشجيع المنافسة بينها لترقية نظام تمويل السكن وتطوير سوق الرهن، والية عمل هذه الشركة يتمثل في أنها تقوم بإعادة تمويل القروض والديون الممنوحة من البنوك والمؤسسات المالية وتحل محل هذه البنوك في أخذ الرهن المقيّد العقار محل التمويل لتستعمله كضمان لها في استيفاء ديونها، ويشترط ان يكون الضامن مقيدا ومشهرا وفقا لأحكام القانون حتى ينتج آثاره وتستفي منه شركة إعادة التمويل الرهنى حقوقها بالقدر المطلوب.

- وبعد صدور قانون التوريد في الجزائر سنة 2006 أصبحت شركة إعادة التمويل الرهنى تمويل البنوك في ظل التوريد العقاري وفق شكلين:
- إعادة التمويل دون حق الرجوع: وهنا تقوم شركة إعادة التمويل الرهنى بتمويل البنك مقابل ان يقوم هذا الاخير بتحويل الضمانات المقدمة له إلى الشركة.

- إعادة تمويل مع حق الرجوع: تقوم شركة إعادة التمويل الرهنى بتمويل البنك على شكل القرض مقابل سند لأمر دون تحويل لأي ضمانات⁽¹⁾.
- ويمكن تلخيص القانون المتعلق بتوريق القروض الرهينة في الجزائر، فيما يلي:
- يهدف هذا القانون لتحديد الاطار القانوني لتحويل القروض الرهنية إلى أوراق مالية.
- يقتصر دور المؤسسات المتنازل عنها في الذمة المالية لمؤسسة التوريق بمجرد ان تصبح عملية التوريق فعلية مع ضرورة نقل الضمانات والتأمينات المتعلقة بالقروض لمؤسسة التوريق.
- رغم وجود هذا النص القانوني إلا أن التطبيق الفعلي لتقنية توريق القروض ما يزال يندرج ضمن المشاريع المستقبلية لمؤسسة إعادة التمويل الرهنى.

¹ شريط عابد، بنية صابرينة، بلجيلالي فتيحة، التوريق: الحل البديل لإنعاش قطاع السكن في الجزائر، ورقة بحثية مقدمة الى الملتقى الدولي الأول حول: أزمة السكن في الدول العربية واقع وآفاق يومي 9 و 10 ماي 2012، ص 13.

الخاتمة:

بعد تطرقنا إلى تقنية التوريق، التي أصبحت صناعة قائمة بذاتها، حيث نجد أن المؤسسات المالية التقليدية، خاصة البنوك التجارية، كان لها اثر ايجابي، في استخدامها لهذه التقنية، مما ساعدها على الخروج من المخاطر التي تواجهها، بالأخص مخاطر السيولة. والتي تسعى البنوك التجارية المحافظة بقدر الامكان على الملاءة، لتوفير خدمة مريحة لعملائها. إلا أن هذه البنوك التجارية، اتخذت صناعة التوريق، كذريعة للتملص من ضعف وعدم قدرة عملائها-المدينين- وطرحها في شكل أوراق مالية متداولة في سوق رأس المال. ومع انتشار الواسع و المفرط لهذه الصناعة أدت إلى نتائج كارثية على مستوى النظام المالي. وأدى إلى فقدان الثقة بين الوحدات الاقتصادية. فهل يمكن أن يكون التصكيك الإسلامي البديل الامثل لمعالجة هذه الاختلالات والأزمات التي يواجهها النظام الرأسمالي.

من خلال ما تم استعراضه يمكن أن نستنتج ما يلي:

- استعملت تقنية التوريق في بداياتها، من أجل إعادة التمويل، والحصول على السيولة، واستغللتها بعض المؤسسات المالية، للتملص من السلطات الرقابية؛
- الانتشار الواسع لصناعة التوريق، كان سبب في نشوء الاختلالات و الأزمات المالية، وخير دليل على ذلك أزمة الرهون العقارية 2008؛
- أصبحت تقنية التوريق كوسيلة للقمار والمتاجرة بالهوامش.
- التوصيات المقترحة:
- تدريب كوادر البنوك، مما يسمح لهم بالتحكم الجيد في تقنية التوريق؛
- الاستفادة من تجارب الدول التي اهتمت بالهندسة المالية الإسلامية كبديل للهندسة المالية التقليدية؛

- تطبيق الحوكمة على المؤسسات المالية، مع تكريس المبادئ والقيم الأخلاقية في المعاملات المالية.

قائمة المراجع:

- 1- اسراء يوسف ذنون، المحاسبة عن عمليات التوريد (التسنيدي) وفق المعايير المحاسبية الإسلامية والدولية ودورها في نشوء الازمة المالية الأخيرة. ورقة علمية متاح على :
<http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&ald=72>
- 2- بلعزوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد السابع، 2010.
- 3- بوعكاز نوال، دور الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الازمة المالية، مذكرة ماجستير، تخصص دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة سطيف، 2011.
- 4- بن رجم محمد خميسي، التوريد ووقعه على الأزمات المالية، مجلة ابحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثامن، ديسمبر 2010، جامعة بسكرة.
- 5- بن نعمون حمادو، طبيعة الإصلاحات المالية والمصرفية في اعقاب الأزمة المالية 2008، ورقة علمية مقدمة إلى الملتقى الدولي حول: الازمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، أيام 20-21 أكتوبر 2009، جامعة سطيف.
- 6- حسين فتحي عثمان، التوريد المصرفي للديون الممارسة والإطار القانوني، الدليل الإلكتروني للقانون العربي، متاح على:

www.arablawinfo.com

- 7- راتول محمد، معزوز لقمان، عملية توريق الدين كأداة مالية مستحدثة ودورها في صناعة وانتشار الأزمات المالية، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي الخامس حول : الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات الدولية.
- 8- شيماء إبراهيم محمد نواره، الإفصاح عن توريق الديون في البنوك التجارية المصرية في ضوء معايير المحاسبة الدولية، مذكرة ماجستير، تخصص محاسبة جامعة قناة السويس ، مصر، 2007.
- 9- فؤاد محمد محيسن، الشركة ذات الغرض الخاص، اجتماع خبراء "اليات ومتطلبات إصدار الصكوك"، الاكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان 21 مارس 2013.
- 10- علي بدران، الإدارة الحديثة للمخاطر المصرفية في ظل بازل 2، مقال متاح على الموقع التالي:
<http://www.lacpa.org.lb/Includes/Images/Docs/T/C/newsletter23/3%20Idara%20Hadissa.pdf>
- 11- شريط عابد، بنية صابرينة، بلجيلالي فتيحة، التوريق: الحل البديل لإنعاش قطاع السكن في الجزائر، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول حول: أزمة السكن في الدول العربية واقع وآفاق يومي 9 و10 ماي 2012.
- 12- عبد الكريم أحمد قندوز، إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية : مدخل الهندسة المالية، مجلة الاكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، السعودية، العدد التاسع، 2012.

L'Intégration Economique

Numéro 04 ISSN: 2335 - 1608 Décembre 2014

Revue scientifique approuvée spécialisée dans les
études économiques et administratives
Editée par le Laboratoire de L'Intégration Economique
Algéro-Africaine
Université Ahmed DRAIA - Adrar

Numéro Spécial:

Communications du 2^{ème} Colloque National sur:
Réalité de l'ingénierie Financière et les Perspectives de son
Application en Algérie, Organisé par le département des
sciences commerciales en Collaboration avec le Laboratoire de
L'Intégration Economique Algéro-Africaine, Les 28 & 29 Octobre
2014.

Faculté des sciences économiques, commerciales et des sciences de
gestion
Université Ahmed DRAIA - Adrar

Dépôt Légal : 4037 - 2013

Comités de la Revue

Président d'Honneur de la Revue :

Pr. HAMLIL Salah (Recteur de l'Université d'Adrar)

Directeur de la Revue :

Pr. BEN ABDELFATTAH Dahmane (Directeur du Laboratoire)

Vice Directeur de la Revue :

Dr. YOUSFAT Ali

Rédacteur en chef :

Dr. KALOUNE Djilali

Comité de Rédaction :

Dr. BEN DINE Mhamed

Dr. SEDDIKI Ahmed

Mr. HOUTIA Amar

Mr. HALLALI Ahmed

Mr. MOSTEFAOUI Sofiane

Comité Scientifique :

Pr. AKACEM Kada, U. d'Alger 3

Pr. KEDDI Abdelmadjid, U. d'Alger 3

Pr. YUCEFI Rachid, U. de Mostaganem

Pr. BEN TAHAR Hocine, U. de Khenchela

Pr. ANNABI Benaïssa, ESC d'Alger

Pr. MEFTAHA Salah, U. de Biskra

Pr. KOUIDRI Mohammed, U. de Laghouat

Pr. FARHI Mohammed, U. de Laghouat

Pr. BERRAG Mohamed, ESC d'Alger

Pr. BEN MOUSSA Kamel, U. d'Alger 3

Pr. AMAROUICHE Ahcene, U. de Bouira

Pr. ZAÏRI Belkacem, U. d'Oran

Pr. BEN BOUZIANE Mohamed, U. de Tlemcen

Pr. BEN ABDELFATTAH Dahmane, U. Ahmed DRAIA - Adrar

Pr. KOURTEL Farid, U. de Skikda

Pr. SOUAR Youcef, U. de Saida

Pr. BOUKEMICHE Laala, U. Ahmed DRAIA - Adrar

Dr. ALLAH Mourad, U. de Djelfa

Dr. AKACEM Omar, U. Ahmed DRAIA - Adrar

Dr. YOUSFAT Ali, U. Ahmed DRAIA - Adrar

Dr. BEN LARIA Hocine, U. Ahmed DRAIA - Adrar

Dr. BOUAZZA Abdelkader, U. Ahmed DRAIA - Adrar

Dr. GUEZIEL Miloud, U. de Ghardaïa

Dr. HARROUCHI Djalloul, U. Ahmed DRAIA - Adrar

Dr. MAKHLOUFI Abdesslem, U. de Béchar

Dr. AKACEM Hasna, U. Ahmed DRAIA - Adrar

Dr. NACER Soulimane, U. d'Ouargla

Dr. BOUKAR Abdelaziz, U. Ahmed DRAIA - Adrar

Dr. MERIZAK Admane, ESC d'Alger

Dr. SAOUS Cheikh, U. Ahmed DRAIA - Adrar

Dr. MESSITPHA Abdellatif, U. de Ghardaïa

Dr. BOUTIBA Fayçal, U. de Saida

Dr. BELARABI Abdelkader, U. de Saida

Dr. SIDAMOR Zeyneb, U. Ahmed DRAIA - Adrar

Dr. BELLAL Boudjemaa, U. Ahmed DRAIA - Adrar

Dr. BELOUAFI Mahammed, U. Ahmed DRAIA - Adrar

Pour correspondance :

L'adresse postale : Université Ahmed DRAIA - Adrar, Rue 11 Décembre 1960 Adrar (01000).

Email: revue.integration@univ-adrar.dz

Site web: <http://ieaa.univ-adrar.dz>

Règles de publication

La revue de l'intégration économique s'intéresse aux participations scientifiques distinguées des chercheurs du pays ou de l'étranger dans le domaine des sciences économiques et administratives.

La publication de l'article ne peut être retenue que si ce dernier respecte les notes suivantes :

- Le travail doit être inédit, objectif et non publié auparavant dans aucune autre revue avec engagement sur l'honneur.
- Les articles doivent être certifiés par des experts.
- Les articles doivent être présentés sur CD accompagnés de 3 copies, ainsi que deux résumés dont un en langue arabe et l'autre en langue française ou anglaise.
- Les articles doivent être accompagnés des CV des auteurs, de leur n° de téléphone et E-mail.
- L'article doit être rédigé dans un style scientifique.
- Le nombre des pages ne peut être inférieur à 10 pages et ne peut excéder 20.
- Type et taille de police : Simplified Arabic et 14 pour les articles rédigés en langue Arabe, Times New Roman et 12 pour les articles rédigés en langues étrangères.
- Les références doivent figurer au bas de pages et recommencer à chaque page, les versets du coran doivent porter le numéro de la sourate et le numéro du verset, la référence de la source des hadiths cités doit être complète.
- la mise en page : format du papier (A4), l'espacement entre les lignes de texte : 1 cm. Les autres marges : 5 cm.
- la bibliographie doit figurer à la fin de l'article.

Les opinions exprimées dans cette revue sont celles des auteurs et ne reflètent pas nécessairement celles de la revue.

Table des matières

Comités de la revue.....		A
Règles de publication.....		B
Tables des matières.....		C

01	Mr. MOKHEFI Amine Mr. BENZIDANE El Hadj	Innovation financière et globalisation des risques : Palier les faiblesses des modèles	01-12
02	Dr. AKACEM Omar Mr. MOSTEFAOUI Sofiane	The financial derivatives and the banking system: The level of risk and the state of correlation	13-22

Innovation financière et globalisation des risques Palier les faiblesses des modèles

Mr. MOKHEFI Amine¹
Mr. BENZIDANE El Hadj²

Résumé

Cette étude a eu pour objectif de démontrer comment l'innovation excessive dans les dérivés de crédit, encouragée par des stratégies plus risquées et par une avidité, pour des rendements supérieurs, ont générées une amplification de risques. Les moyens mis en place pour gérer ces risques étaient excessivement simplificateurs et donnaient une illusion de mesure de risques. En second lieu, cette recherche vise à examiner les voies possibles de solution qui permettront de garantir, dans l'avenir, un meilleur cadre de contrôle et de mesure des risques bancaires³.

المخلص

يهدف هذا المقال إلى تحقيق غايتين:

أولاهما، إظهار الابتكار في المشتقات الائتمانية المفرطة، الناجم عن الطمع المتزايد في العوائد العالية، والذي تسبب في كثير من الأحيان إلى مخاطر جمة. هذه المخاطر ناتجة في حقيقتها عن عدم معرفة مصداقية تلك الأدوات المستعملة، والتي كانت جد بسيطة من حيث قيمتها. مما جعل مستعملها يقعون في أخطاء القياس.

ثانيهما: البحث في السبل الكفيلة لضمان أدوات القياس، و الحد من الأخطاء المرتكبة.

¹ Maitre de conférences A, Université de Mostaganem.

² Maitre de conférences A, Université de Mostaganem.

³ Au cours de nos recherches sur l'état de l'innovation financière et globalisation des risques, nous nous sommes penchés sur les écrits, études de cas, qui abordent les problèmes associés à cette approche. A cet effet, cette étude est tirée et fondée sur un ensemble de données, d'analyses et d'étude de Mr. Ntwali Therry Krlvin, « L'utilisation des modèles pour mesurer les risques bancaires conduit 'elle à un accroissement des risques ? ».

إن هذه الدراسة قد وقفت على معالجة مصداقية أدوات قياس المخاطر؛ والنتيجة المتوصل إليها تتمثل في أن البنوك قد فشلت بصفة عامة في ضبط لإطار الإداري الفعال الذي يضمن الرقابة الفعالة للحد من هذه المخاطر المرتبطة بالمشتقات الائتمانية.

Introduction :

Nous cherchant, à travers la première partie à mettre en relief le caractère amplificateur des innovations financières, tout en mettant l'accent sur les causes pour lesquelles les banques n'ont pas employées des moyens et des processus de contrôle des risques adaptés à la complexité des dérivés de crédit.

Après avoir souligné les travers de l'innovation financière et l'utilisation excessive des outils de gestion des risques et comment ceux-ci ont généré la crise financière, nous étalerons, à travers la deuxième partie, sur les différentes solutions envisageables qui permettraient de garantir une meilleure équilibre du système financier.

Section 1 : l'accroissement des risques et validation des modèles

Nous tenterons de démontrer dans cette section que l'emploi des dérivés de crédits, de plus en plus alambiqués, a amplifié les risques liés à leur maniement, et que également, les modèles employés pour mesurer ces risques - la VAR¹ et le système de notation - ont surtout contribué à créer une illusion de contrôle et de mesure.

1. L'évaluation des risques

Au-delà des risques de marché et de crédit, l'utilisation des dérivés de crédit engendre de facto un problème d'asymétrie d'information, un risque d'aléa moral, une analyse superficielle des risques ou encore un risque de contrepartie.

Les dérivés de crédit se démarquent par le caractère ambivalent ainsi, il y a lieu d'adapter les procédures aux défis que pose ce système de gestion de risques de crédit. Ces outils ont largement été employés dans les salles de marchés, mis en

¹ Value at risk.

place afin de se prémunir contre le risque de crédit ou comme manœuvre pour bénéficier d'un financement. D'un autre côté, il s'agissait d'outils largement pratiqués par une panoplie d'investisseurs et obéissant à des régulations et des niveaux de fonds propres différents.

Mais il faut accepter, de nos jours, que les problèmes générés par ces dérivés ont été dissimulés et accentués par le caractère complexe de ces produits. En effet, il faut encore ajouter les risques de modèle et les risques de montage aux différents problèmes allant de l'asymétrie d'informations, au risque d'une analyse superficielle des risques.

A cet effet, il apparaît capital que l'usage des dérivés de crédit soit emmitoufflé d'un certain nombre de prophylaxies afin d'empêcher une dispersion hasardeuse des risques hors de la sphère bancaire.

1.1. Risques liés au montage

Ce sont des risques spécifiques, qui s'ajoute aux risques habituels et « modélisables » liés aux sous-jacents. Ils sont relativement visibles et aisément discernable lorsque ces risques existent dans les structures simples.

Il ne s'agit pas du tout d'un risque résiduel, mais, il y a lieu de souligner que ce risque doit être mené avec réflexion, pour au moins trois motifs :

1.1.1. Multiplicité d'intervenants

Les agences de notations, les rehausseurs de crédits jouent aussi un rôle décisif dans la transaction à côté des principales parties contractantes tiers. La définition juridique des responsabilités de chacune des parties a pour éviter tout risque opérationnel dans l'exécution du contrat.

1.1.2. Examiner la solvabilité de la contrepartie

Dans ce cas, il y a lieu de s'assurer de la qualité, la solvabilité des contreparties et mener le cas échéant un suivi régulier de leur qualité de débiteur et chercher la clarté du statut juridique de l'entité indépendante (SPV).

1.1.3. Définir l'événement de crédit

Une source de conflits entre les différentes parties est due essentiellement à la définition de l'événement de crédit qui,

lorsque des structures de dérivés de crédits se superposent, devient de plus en plus floue.

Les risques de montage a pris une importance capitale au fur et à mesure de la complexité des CDO, et ce, dû à l'absence de contrat standardisé et surtout le manque d'une «centrale d'achats» ou clearing house qui n'a pas facilité la gestion de ce problème.

A préciser que ce risque a largement été ignoré par les outils et les processus de mesure des risques employés habituellement par les banques.

1.2. Risques de modèles

Enfin, une exposition aux risques d'une valorisation incorrecte et d'une couverture imparfaite étaient le résultat évident de cette complexification dû fait que la banque sous-estimait la probabilité de l'événement de crédit et des risques.

L'éventail des structures et des actifs sous-jacents n'a cessé de s'élargir en complexité depuis l'apparition des premiers CDO, à la fin des années quatre-vingt aux États-Unis. Leur performance repose pour l'essentiel sur l'estimation correcte ainsi que de la corrélation des probabilités de défaut associées à chacun des titres dans le sous-jacent

A vrai dire, il faut reconnaître que en fonction des nombreuses difficultés apparus, les banques ne se sont pas facilités la tâche en voulant bien gérer.

Un autre problème d'ordre pratique concernait particulièrement la difficulté à quantifier et à cartographier le marché des CDO qui reposait pratiquement que sur des données jeunes qui n'avaient pas encore fait leurs preuves.

2. L'illusion de contrôle et de mesure des risques

A l'heure actuelle, On comprend mieux l'époque de l'échec des banques à mettre en place des outils adéquat pour évaluer et gérer les risques liés aux dérivés de crédit.

Car, l'usage des dérivés de crédit a généré les risques suivants :

- Les risques liés à une asymétrie d'information ;
- Les risques d'aléa moral ;
- Les risques de contrepartie ;

- Les risques de montage et de modèle ;
- Et enfin les risques habituels que sont les risques de marché ou de crédit.

En observant plus attentivement, on se rend vite compte que les banques avaient mis en place un dispositif d'outils d'évaluation qui étaient largement en dessous des défis qu'ils leur étaient soumis par les risques que posaient les dérivés de crédit et les modèles, d'où l'échec des modèles à évaluer ces risques.

3. Validation des modèles et processus de contrôle

Cet échec des modèles à évaluer l'étendue des risques des banques est associé à l'ignorance de la notion de la validation des modèles, assurance de leurs expositions aux risques des dérivés de crédit. Par ailleurs, nous constatons que ceux-ci à surtout soulevé des problèmes de trois natures différentes, à savoir :

- Ignorance des risques ;
- Transformation au niveau de la nature de certains risques ;
- Traitement superficielle des risques liés aux montages.

A cet effet, la question qu'on peut se poser, est pourquoi toutes les procédures de contrôle et les tests de validation mis en œuvre par les banques n'ont pas détecté les problèmes à temps et limité les dangers.

Il apparaît donc que l'échec des modèles employés par les banques dans l'estimation des risques reflète un réel problème lié au processus du travail.

3.1. Validation et compétence du Back Office

Les banques ont mis en point une panoplie de tests pour évaluer la robustesse des mesures des risques qu'elles extraient de leurs modèles. Le stress testing est le plus utilisé dans le monde financier.

Le stress testing est un test idéal pour évaluer la vulnérabilité d'une institution ou d'un modèle et permet

d'identifier les risques cachés en modifiant les hypothèses sur lesquelles les mesures de risques sont basées¹.

Il existe deux façons d'implémenter²:

3.1.1. L'analyse de Scénario

Il s'agit d'imaginer des scénarii pertinents et d'évaluer dans chaque type de scénario le degré de gravité infligé à la banque et comment les mesures mis en point permettront d'anticiper ces Scénarii.

3.1.2. Approche mécanique (factor push)

Il s'agit dans cette situation de déterminer et modifier les facteurs de risques pertinents à un niveau jugé suffisamment critique.

Mais, malheureusement, le développement des dérivés de plus en plus effréné ne s'est pas traduit par une meilleure allocation des ressources dans les back offices.

Cette asymétrie entre la croissance des CDO et les ressources affectées au back office a largement contribué à sous-estimer le problème du risque des modèles et l'évaluation des risques liés au montage :

*"Lack of recognition for required growth in supporting resources: There does not appear to have been investment in type of in control support and infrastructure commensurate with the increase in volumes, revenues, complexity of the fixed Income strategic objectives. The systems infrastructure was not capable of capturing the complexities associated with some of the more complex Fixed Income products."*³

On peut soulever un autre problème de compétence. En effet, la plupart des cadres qui ont été désignés pour encadrer ces nouvelles stratégies étaient, pour l'essentiel, des commerciales mais aucune expérience dans le domaine de gestion des risques.

3.2. Processus opérationnel

¹Dowd, K., « **Measuring Market Risk** », 2^{ème} édition, John Wiley & Sons, Londres, 2005, p 293.

²Dowd, K., « **Measuring Market Risk** », Op-Cit, p 296.

³UBS (18 avril 2008), « **Shareholder Report on UBS's on UBS Write-Down** », Zurich 2008, p 9.

Le risque opérationnel est un risque à ne pas négliger dans les banques, mais malheureusement, sa gestion s'est également caractérisée par un certain laxisme dans le contrôle et une faible attention en comparaison avec celle qui était accordée à l'analyse des profits.

Section 2 : palier les faiblesses des outils de mesure des risques

L'objectif de cette partie n'est pas de proposer la solution optimale, car, les remèdes soulevés ne permettront pas d'endiguer complètement le problème lié à l'usage des modèles dans les entreprises bancaires ni éliminer le risque d'une crise systémique. Néanmoins, nous cherchons à travers cette section d'examiner et d'envisager des solutions sur le plan réglementaire et modélisation et, d'envisager leur mise en pratique opérationnelle et déterminer leurs limites.

Le premier titre examinera la première solution qui se base sur le retour d'une régulation forte dans le système bancaire et financier, et que nous qualifions délibérément « l'école du régulateur omniscient »; Le titre suivant portera sur la seconde école qui envisage l'imposition d'une prime de risque aux banques par l'état qui sera toujours amené à jouer le rôle de prêteur de dernier ressort. Nous qualifions cette solution « d'école de la prime de risque ».

1. L'école du régulateur omniscient

Il n'est pas évident de convaincre l'ensemble des acteurs que la régulation soit une nécessité pour la prévention contre les risques systémiques futurs des banques. Par ailleurs, Nous tenterons cependant de démontrer que la régulation peut jouer un garde-fou important à la stabilité du système financier en raison :

- Du recul de la régulation ;
- De l'incapacité des banques à s'autoréguler ;
- De l'incapacité des modèles à prévoir un risque systémique.

Le meilleur résultat obtenu à ce jour est celui proposé par le groupe de travail De La rosière¹. Les propositions faites par ce groupe ont pour objectif de :

- Corriger les faiblesses de la régulation actuelle ;
- Renforcer la régulation auprès des institutions ;
- Une régulation basée sur l'interaction entre les contrôles macro et micro prudentiel ;
- Coordonner l'ensemble des actions menées par les régulateurs nationaux.

Cependant, la prétention de cette théorie soulève deux risques majeurs liés à l'application d'une réglementation supplémentaire et le fait que régulateur omniscient relève du mythe.

2. Ecole de la prime de risque

Les états devront toujours secourir les banques dû à leurs caractères, Or, c'est la une situation qui fait naître un problème d'aléa moral : donc, comme dans n'importe quel contrat d'assurance, il est légitime que l'état exige de la banque en fonction de la taille et du profil du risque une prime d'assurance qui alimente un fonds de garantie bancaire², ceci aurait l'avantage de pousser les banques à mieux gérer leurs risques.

A cet effet, en cas de difficultés pour une banque, ce système de prime de risque permettrait de lui assurer les liquidités nécessaires pour faire face à la crise sans devoir imposer la note aux contribuables.

Par ailleurs, pour rendre le système efficace, on peut aussi imaginer un système d'appel de marge jusqu'à ce que les critères du régulateur soient respectés, ce qui met la banque dans l'obligation de mettre en place des outils et des méthodes adéquats pour évaluer et limiter ses risques.

Mais, ce remède peut avoir des effets pro-cycliques, car :

¹ La Commission Européenne a chargé De La rosière en octobre 2008 de diriger un groupe de travail en vue de conseiller la commissions quant aux prochaines régulations européennes du marché financier européen.

² Professeur André Farber de la Solvay Brussels Scholl of Economics and Management ; Propos recueillis par le journal le Soir (Belgique), 25 avril 2009.

- Les banques se verront obligées, en cas de crise généralisée, de payer une marge supplémentaire alors qu'elles n'en ont pas les moyens. Donc, elles seront dans l'obligation de se débarrasser des actifs plus ou moins liquides ce qui engendre une baisse généralisée des marchés ;
- En raison de l'obligation de respecter le ratio de fonds propre, des problèmes de mise en place de cette prime de risque peuvent survenir pour les banques. Autrement-dis, les banques seront alors dans un cadre d'une double imposition.

Conclusion

Ce modeste travail a démontré le degré de la corrélation entre les innovations financières et les risques. Par ailleurs, l'étude de l'environnement bancaire indique clairement que ces institutions en décidant d'investir massivement dans les dérivés de crédit ont pris un risque stratégique.

Il y a lieu par conséquent :

- D'examiner le cadre des erreurs stratégiques ;
- D'examiner les solutions mises en place pour garantir la bonne gestion des risques stratégiques

Bibliographie

Ouvrages

- Bernard P., Joulia V., Julien-Laferriere B., Tardits J., « **Mesure et Contrôle des Risques de Marché** », Edition Economica, Paris, 1996.
- Bernard, P., Joulia, V., Julien-Laferriere, B., Tardits, J., « **Mesure et Contrôle des Risques de Marché** », Economica, Paris, 1996.
- Bernard. Barthélémy, « **Gestion des risques méthodes d'optimisation globale** », édition d'organisation, Paris 2000.
- Darmon. J, « **Stratégies bancaires et gestion de bilan** », Economica, Paris, 1998.
- De Carmoy, H., « **Stratégie bancaire : Le refus de la dérive** », PUF, 1988.

- De Coussergue. Sylvie, « **Gestion de la banque du diagnostic à la stratégie** », Dunod, Paris, 2002.
- De Coussergue. Sylvie, « **Gestion de la banque** », Edition Dunod, Paris, 1992.
- De Coussergue. Sylvie, « **La banque : structures, marchés** », gestion, Dalloz, 1996.
- De Coussergue. Sylvie, « **La banque** », Edition mémentos, France, 1998.
- De Servigny, « **Le risque de crédit nouveaux enjeux bancaires** », Ed. DUNOD, Paris, 2003.
- Demazy, M., « **Value-at-Risk et contrôle prudentiel des banques** », Bruylant-Academia, Bruxelles, 2001.
- Desmicht François, « **Pratique de l'activité bancaire** », Dunod, 2004.
- Dowd, K, « **Measuring Market Risk** », 2 d'édition, John Wiley & Sons, Londres, 2005.
- Esch L., Kiffer R., Lopez T., « **Asset&Risk Management** », Edition De Boeck &Larciers.a., Bruxelles, 2003.
- Esch L., Kiffer R., Lopez T., « **Value atRisk : Vers un Risk Management modern** », Edition De Boeck &Larciers.a., Bruxelles, 1997.
- Frédéric Bernard, Rémi Gayraud, Laurent Rousseau, « **contrôle interne** », édition Maxima, Paris2006.
- Garsuault P &Priami S, « **La banque : fonctionnement et stratégies** », Economica, 1997.
- Gautier J.P.louisot, « **diagnostic des risques** », Afnor 2004.
- GiannelloniJean-luc&Vernette Eric, « **Etudes de marché** », 1997.
- Gilbert de Marschal, « **La cartographie des risques** », édition Afnor, Saint-Denis 2003.
- Hassid Olivier, « **La gestion des risques** », édition Dunod, paris 2005.
- Heffernan, S., « **Modern Banking**, John Wiley & Sons », John Wiley & Sons, Londres, 2005.

- Loning Hélène, « **Le contrôle de gestion : organisation et mise en œuvre** », Dunod, 2003.
- M. Penchel, « **The Management of Environnserstal Credit Risks** », Imperial College of Science, Technology and Medicine, University of London, septembre 1996.
- M. Rozenbaum, « **Analyse et gestion du risque bancaire** », Edition ESKA Banque Mondiale, Paris 2004, Traduit de: *analyzing&managingbankingrisk*, écrit par H.V. GREUNING et S.B. BRATANOVIC.
- Michel Izard., « **Déontologie** », EncyclopediaUniversalis France, Paris, 1985.
- Mikdashi, Z., « **Les banques à l'ère de la mondialisation** », Pearson Education, 2005.
- Mohamed Hamzaoui, « **Audit, gestion des risques d'entreprise et contrôle interne** », Pearson Education France, paris 2005.
- Naas Abdelkrim, « **Le système bancaire algérien : de la décolonisation à l'économie de marché** », Maisonneuve & Larose, 2003.
- Ntwali Therry Krlvin, « **L'utilisation des modèles pour mesurer les risues bancaires conduit 'elle à un accroissement des risques ?** », sous la direction du professeur Eric De Kenleneer, Solvary Brussels Shcool Of Economies and Management, ULB, 2008-2009.
- Vernimmen Pierre, « **Finance d'entreprise** », Dalloz, 2005.
- W. McDonough, Président du Federal Reserve Bank of New York, « **Risks and Challenges in the Financial Market Place** », Centre d'études monétaires et bancaires, Genève, 14 mars 1995.

Textes réglementaires

- Circulaire n° 2006-19 relative au contrôle interne (Tunis) ressources permanentes.
- Loi 90-10 du 14 avril 1990 relative à la monnaie et au crédit.

- L'Ordonnance 03-11 du 26 Août 2003 relative à la monnaie et au crédit.
- Le règlement 04-01 du 04 mars 2004 relatif au capital minimum des banques, établissements financiers, succursales de banques et établissements financiers étrangers exerçant en Algérie.
- Omur, S., « **Un modèle de la performance des banques : Banque OPERA** », N°06, Université de Galatasaray, Papiers Gregor, 2002.
- Pascal Dumontier, Denis Dupré, « **Pilotage bancaire : les normes IAS et la réglementation Bâle II** », édition Revue Banque, Paris, Mars 2005.
- Paulin Arthur & Ginies Marie-Lorène, « **Les métiers de la banque, finance, assurance** », Jeunes éditions, 2003.
- Ph. Auherger, rapport d'information n' 2940, Paris. 27 juin 1996.
- Price Waterhouse Coopers, « **L'art de la gestion des risques** », Baume-les-Dames, avril 2001.
- Quemaed J-L et Golitin V., « **Le risque de taux d'intérêt dans le système bancaire français** », Revue de la stabilité financière (Banque de France), n° 6, Juin 2005.
- Rankin, G., « **Barclays Additions : un compte courant qui innove** », la lettre de l'EFMA, N°145, 1997.
- Rapport de l'Association des Banques Britanniques
- Rapport de la Commission Chargée d'Examiner la Crise Bancaire et Financière, Rapport préliminaire du collège des experts, 1ère partie : Constatations, 10 avril 2009.
- Règlement n° 02/03 relatif au contrôle interne des banques et institutions financières.
- Règlement 02-03 du 14/11/2002 portant sur le contrôle interne des banques et établissements financiers.
- Règlement 04-01 du 14/03/2004 relatif au capital minimum des banques et établissements financiers.

The financial derivatives and the banking system The level of risk and the state of correlation

Dr. AKACEM Omar¹
Mr. MOSTEFAOUI Sofiane²

Abstract:

The financial transactions witnessed an explosion and huge dealings with financial derivatives. The sense of these assets comes from the dependence of their values on the principal ones (the original asset: bond, equity, exchange rate...). The objective behind the emergence and the wide uses of them is to hedge the financial securities against risks and reduce the volatility of their revenues. This paper attempts to shed light on the impact of the financial derivatives on the safety and soundness of the banking system by analyzing the determinants of this impact and the sensitiveness of the banking system to risks associated by the usage of the financial derivatives.

Key words: financial derivatives, risks, banking system

ملخص:

شهدت المبادلات المالية تطورا ملحوظا بالتعامل مع المشتقات المالية. الهدف الأساسي من استعمال هذه الأخيرة هو التحوط من مخاطر تقلبات أسعار الأوراق المالية. تهدف هذه الورقة البحثية إلى تحليل أثر المشتقات المالية على سلامة وصلابة الجهاز البنكي من خلال دراسة مركبات حساسية هذا الجهاز من الاستعمال الواسع للمشتقات المالية .

الكلمات المفتاحية: المشتقات المالية، الخطر، الجهاز البنكي

1. Derivatives:

Derivatives are defined as contracts of values derived from the level and magnitude of the notional securities: exchange rate, bond, equity, and price³. Derivatives are different according to the specificities of the original financial security and its level of business transaction. For instance, the literature

¹ Doctor of Economics, Ahmed DRAIA – Adrar University

² Teacher of Economics, Ahmed DRAIA – Adrar University

³ See Gorton G. and Rosen R, **Banks and Derivatives**, 1995, p. 319

cited the following ones: options, swaps, futures and forwards. The objective of the adoption of this channel of financial industry is to hedge, transfer risks and reduces the inherent volatility of the financial assets. In this context, Julian Walmsley noted that¹:

Risk transferring innovations are new instruments or techniques that allow investors or traders to transfer the price or credit risks in financial positions.... They include interest rate and foreign exchange futures and options, currency and interest rate swaps, and a host of other futures and options contracts enabling the hedging of various price risks. Probably the two biggest factors in developing these markets were the breakdown of fixed exchange rates, and the emergence of floating currencies in the mid- 1 970s, coupled with the adoption by the Federal Reserve of its New Economic Policy in October 1979, which led to unprecedented in stability of interest rate.

The deeper insight of the observation gives rise to ask these instruments hedge questions about the ability of the banking system to evaluate fairly the risks of their operations even if there. Hence, the focus on the factors conducting the occurrence and the unmatched risks is of paramount importance in order to conceive the suitable strategy of hedging. The framework is about assessing the internal and the external aspects of the economic transaction requirements (internal: type of the principal security, maturity, and the psychology of the financial agent – external: prices and conditions of the market). Regardless of the perceived benefits of these instruments with an appropriate strategy adoption, another controversy may state that the wide scope of the derivatives is not due to the sophistication and the soundness of the banking system but stems undeniably from its inability to secure the financial assets as an institution (the organizational analysis of the banking institutions) and its inefficiency to perform reasonably the financial intermediation process (the economical analysis of the banking institutions).

¹ See Michael Carter in **Financial Innovation and Financial Fragility**, 1989, p. 785

Distant from these clashing views, other factors influence the smoothing of the financial derivatives in favor of the intents of the banking institution. These factors are: the level of speculation, the sensitiveness towards risks and the social development of the financial system.

2. The level of speculation:

The magnitude of speculation of the financial agents manipulates the ways by which the derivatives assume risks. The correlation between the two is positive as the increase of the financial agents' speculation and taking high risks positions lead to high probability of risk default even if the derivative is used strategically (the story of S&P500 and the mortgages in 1989). If S denotes speculation and V is the vulnerability of the banking institution drawn from the increasing risk taking behavior, we state the positive relationship along the period of the transaction as: $(\delta V / \delta S) > 0$ and the suitable financial strategy in this case is to minimize the vulnerability of the banking institution via the efficient and reasonable uses of the derivatives:

Min $(V_{t,D}) / t$: time horizon, D: derivatives

Under the constraint of the speculative behaviors S , and the proper strategy is shaped by these two borders, and when a bank is judged as a good strategically position taker, this means implicitly that the derivatives had a positive strategy consequence to overcome the turbulence comes from the herd and crazy speculators.

In addition, the level of speculation considered as a determinant of the impact between the banking institution and the derivatives is a fertile soil of raising questions about the sensitiveness of the vulnerability or the soundness of the banking institution to the wide or narrow uses of the derivatives: to what extent it is considered as strategically useful for banks to use derivatives as a mean to lessen the negative impacts of the mad speculators?

This issue shows up the importance of the elasticity notion as the latter measures not just in terms of quantities but in qualities also the degree of variability between two interdependent factors:

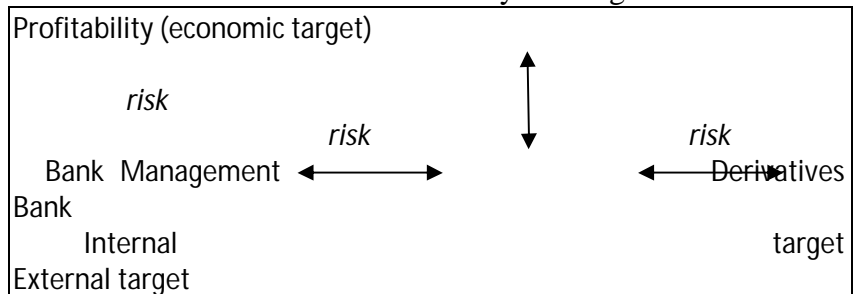
$$e(V, D) = \frac{dV/V}{dD/D}$$

This elasticity must be positive if the banking institution wants to use the derivative as a strategic mean, and the optimum point is that which realizes the target of the bank in terms of profitability, management (ensuring high level of micro-governance and gaining a fair market share).

3. The sensitiveness towards risks:

As the financial derivatives are coppers of risks, it is necessary to analyze the width of this copper and its ability to support much risks emanating from markets and instruments. Markets are origins of unexpected behaviors (speculation) and facts (prices instability). To sustain the rational conduct of these economic entities vis -a- vis the factors cited above, it should maintain a board inside the bank that takes into account the evolving trend of the exogenous factor (prices of the assets) and the inside one which is about the corporate efficiency of the bank to deal with the amount, quality and the uncertainty of prices. These two factors are important to assert how far the derivative is practical to maintain the good organization of banks.

Consider the market prices of the original instruments by IP, so the bank intends to decrease the volatility of these prices not by an exit strategy but by an offensive one via the channel of the derivatives. The practical and technical approach available to the bankers is to search for the focal point that links the three targets simultaneously: the bank profitability, the bank management, the bank market share as it is shown by the diagram below:



Source: conceived by the researchers

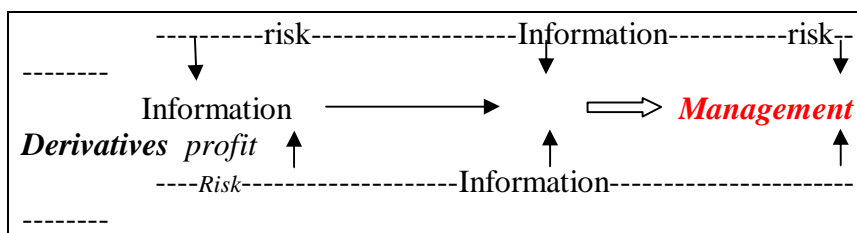
3.1. Risk inherent to profitability: this risk is about the contribution of dealing with derivatives to increase the net worth of the bank assets. In this vein lies the idea of the effective management of the risk (technical and organizational aspect) associated with the economic target of the bank institution (economic one). Derivatives in general must take as instruments a position which provides a reasonable attitude in the eyes of the borrowers (institutions or corporations). Indeed, profitability in its economic sense is generated and distributed along the time period of the business operation. This span is extremely exposed to different, huge and variable flow of information; here the role of derivatives is to ensure the efficient management of the information variability towards the service of the economic target (profit).

Assuming that I denotes the information, P the profit, then the bank wants to reach the optimum of the below system:

$P = \xi(I)$ by considering that the derivative is an endogenous variable. The efficient management of the bank is to reach a point in which:

$$\frac{\partial I}{\partial D} = 0$$

This point means that the bank is able to monitor the information and exploit it in servicing the profit target as shown by the below exhibit:



Source: conceived by the researchers

3.2. Risk inherent to bank management¹:

Banks are economic institutions of vital role in the economy. They represent the indirect finance in which the borrower meets

¹ See Alibert, R. Z., **Financial Innovation and the boundaries of banking**, 1987, p. 69

the lender via an intermediary. The latter accomplishes two functions: Pooling and reducing risks and it achieves two targets: Profit and high level of management. How can the derivative contribute in improving the managerial target of the bank?

The story background of the issue is that the bank behaves cautiously when it manages its assets and liabilities. The quality as well the quantity considerations of the derivative dealing are important because it is not just the quantity, which influences the livelihood of the banking institution but also the quality. The latter has an obvious impact on the banking management in terms of durability and soundness. The durability means that the banks preserves and improves instantly its management techniques while soundness refers to the outstanding position of the bank in the market. Suppose that the quantity of the derivative is Q_v , the quality is K_v , the banking management has as proxy IT (level and the sophistication of the technology used, then the objective of the bank is to reduce the risk of the derivative (the risk of quantity and the quality) to increase the level of the technology used:

$$P = \xi(Q_v, K_v) \text{-----(01)}$$

$$IT = f(D) \text{-----(02)}$$

The bank now tries to resolve the system:

$$\frac{\partial IT}{\partial Q_v} = 0$$

$$\frac{\partial IT}{\partial K_v} = 0$$

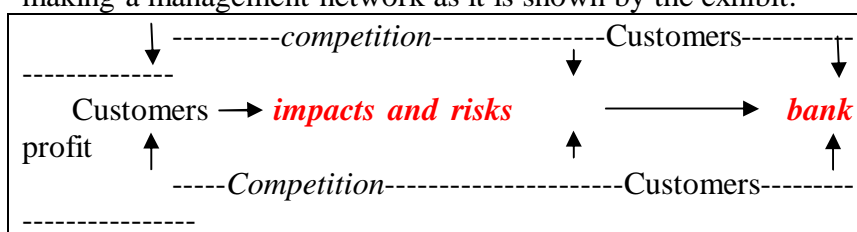
Under: Mini Risk (Q_v, K_v)

3.3. Risk inherent to bank marketing¹:

Banks perform their function in an environment characterized by turbulence and myopia (high level of uncertainty). As any other economic entity, bank works hard to catch and maintain a respected market share. This market is constituted by different kinds of customers (borrowers, lenders, shareholders,

¹ See Arnould, W. A., Boot and Anjan, V. T, **Banking Scope and Financial Innovation**, 1997, pp. 1121-1125

speculators..). The strategy of the bank in this situation is to run the customers in the favor of the general objective (profit) by making a management network as it is shown by the exhibit:



Source: conceived by the researchers

Suppose that M is the market share of the bank measured by its customers, R is the risk, so the bank is intended to manage the following system:

$$M = \xi(D) \text{-----} (01)$$

$$R = f(D) \text{-----} (02)$$

$$\frac{\partial R}{\partial D} = 0 \text{-----} (03)$$

$$\frac{\partial M}{\partial D} = 0 \text{-----} (04)$$

4. The social development of the financial system¹:

The financial system is the blood of the business climate. It is nurtured by the different customers and the particularities of the environment in which the bank runs the operations. In this context, bank takes into account the determinants and the variability of the environment. The determinants are diverse: a customer, market, events, opportunities and each one of these four determinants shows a high or low rate of variability. Henceforth, it is strategically vital to analyze scrupulously the risks within each one of the determinants and their evolution. Risks of customers refer to entry and exit strategies to deal with banks: whenever the customer finds that it is not profitable for him to deal with the bank, he adopts automatically an exit strategy (shareholder for example). The market in its turn has a specific risk represented both by the price of the different

¹ See Mishkin F.S , **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, 2004, pp. 181-185

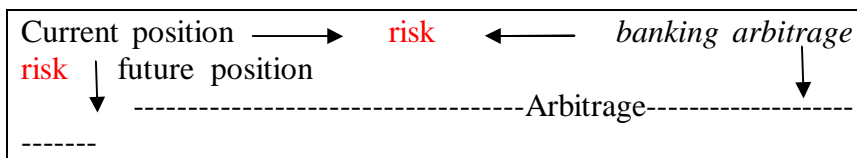
financial securities and the development level of the transactions. In addition, events show an unpredictable future as they are usually the ground for harsh crises. In time of these events, the conductors of the smoothly behavior of markets vanish and the general rules of profitability, demand and supply and efficiency leave their places to the uncertainty (to forecast the future), ambiguity (to define prices) and pessimism (strong belief in the failure of the banking system. Moreover, the opportunities are to a large extent the reverse of the negative effects (favorable investment channels, level of population consumerism). The bank here is at the core of different factors:



Source: conceived by the researchers

4.1. Risk of the entry and exit strategy:

Customers are economic agent rational means that they exploit the advantages and try to deal efficiently with the shortcomings. This rule is applied by the customers of the banking institution as they engage only when the opportunity is available. This availability in the scope of derivatives comes from the arbitrage between the current and the future periods. As far as there are positive correlations between the prices or revenues of the current period and the future one, this offers a good signal to the investor or speculator to engage in purchasing or selling a derivative and takes either an immediate or postponed benefit. This sense means implicitly that the bank monitors and analyzes the risk of the arbitrage between current and future contracts as the following:



Source: conceived by the researchers

4.2. Risk of unpredictability¹:

The risk of unpredictability is another risk among those facing the banking institution in an attempt to create a strong position towards the derivatives. The strategy here is to adopt the derivative as a mean of signalling that forecasts and predicts the prices of different securities so the difference between the prices would be adaptable to the bank targets. Suppose that the current price of a security is CP, therefore the strategy adopted is to resolve the following system:

$$R = \xi(CP, D) \dots \dots \dots (01)$$

$$P = f(CP, D) \dots \dots \dots (02)$$

$$CP = F(D) \dots \dots \dots (03)$$

$$\frac{\partial CP}{\partial D} = 0$$

Conclusion:

This paper shows the state of correlation between the technique of the derivatives and the health of the banking system. The former could be used as a real and true instrument to improve the efficiency and the governance of the bank if the risk of dealing is well understood and managed. This process needs the clear positioning of it and the comprehension of its impacts' channels. The study paves reasonably the way for further researches about the network effect of the derivatives on the banking management both on the theoretical and empirical dimensions.

References:

3. Alibert, R. Z. (1987) '**Financial Innovation and the boundaries of banking**', *Managerial and Decision Economics*, Vol. 8, No. 1: 67-73.
4. Arnould, W. A., Boot and Anjan, V. T. (1997) '**Banking Scope and Financial Innovation**', *The Review of Financial Studies*, Vol. 10, No. 4: 1099-1131.

¹ See Henry. T. C., Hu in Swaps, **The Modern Process of Financial Innovation and the Vulnerability of a Regulatory Paradigm** 1989 p 343

5. Carter. M. (1989) '**Financial Innovation and Financial Fragility**, *Journal of Economic Issues*, Vol. 23, No.3: 779-793.
6. Gorton. G. and Rosen, R. (1995) '**Banks and Derivatives**', *NBER Macroeconomics Annual*, Vol. 10: 299-339.
7. Henry. T. C., Hu. (1989) 'Swaps, **The Modern Process of Financial Innovation and the Vulnerability of a Regulatory Paradigm**, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 138, No. 2: 333-345.
8. Mishkin. F.S. (2004) **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, 7th edition (The Addison-Wesley series in Economics).