

الجمهورية الجزائرية
الديمقراطية الشعبية

المركز الوطني للتقنية
معهد العلوم الاقتصادية والعلوم التطبيقية

الملتقى

الدولي الثاني

يومي 5-6 ماي 2009

2

الأزمة العالمية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية

المنظم بالمصرفية الإسلامية نموذجاً

الأدوات المالية الإسلامية بين محدودية التعامل و إمكانيات التطور في السوق المالية الإسلامية

أ. عبد القادر خداوي مصطفى

ISMOUNIR@yahoo.fr

أ. بزيرية محمد

zarhits@yahoo.fr

المركز الجامعي بخميس مليانة

الملخص:

لقد تعرضت المصارف الإسلامية في بدايتها لبعض المشاكل المالية و الهزات الإدارية ولكنها إستطاعت تخطيها و ذلك بفضل الله ثم بولاء عملائها الذين وقفوا إلى جانبها إيماناً منهم بصحة مبادئها ، وقد كانت أدوات الصيرفة الإسلامية في بدايتها بسيطة ابتعدت عن التعقيد و التركيب فخلت من الهندسة المالية فإستخدمت في جانب التمويل عقد المشاركة ثم أداة المراجعة للأمر بالشراء ، و قد بقي الابتكار في أدوات الصيرفة الإسلامية يراوح مكانه حتى عام 2001 حيث بدأت طفرة غير مسبوقة في نمو الصيرفة الإسلامية مما إس تدعى إعادة إكتشاف التراث الفقهي مرة أخرى لإبتكار أدوات تمويل و إستثمار تستجيب لحاجات العملاء و تطلعاتهم ، كما أدى دخول المصارف التقليدية مجال الصيرفة الإسلامية عبر المنتجات الإسلامية إلى إشتداد التنافس بين المصارف و من ثم الحاجة إلى التمييز و السبق للقدرة على الصمود في سوق سريع النمو ، و هذا التنافس أظهر قدرة الصيرفة الإسلامية على توليد الأدوات و أنها مجال خصب للإبداع و الابتكار و ظهرت أدوات التمويل المركبة التي هي هدف دراستنا و بالتالي تهدف هذه الدراسة إلى محاولة توضيح ماهية الأدوات المالية الإسلامية و إمكانيات تطويرها في السوق المالية الإسلامية دون الدخول في تفصيلات فقهية متعمقة.

The summary:

Indeed the Islamic banks have resisted some monetary problems in her beginning and the administrative concussions but it was able its overstepping while that are by virtue of God devotedly its stooges who were on their side by believing in from them by the health of her principles , and the Islamic exchange tools in her beginning were simple I/she/you kept away from the Gongorism and the assembling then she was free from the monetary engineering then I/she/you employed in comparison with

financing agreement of the sharer then tool of the resale with specification of gain for to the order of by the purchase Indeed he has remained innovatio in tools of the Islamic exchange he goes to his place in the evening so that in the year 2001 where an unprecedented jump began with the Islamic exchange growth from what he called for return of a discovery my the science of religious law other time innovatio tools of a financing and an investment she/you complies with the request of stooge's need and their looking forwards as the entry of the traditional banks of the Islamic exchange field conveyed the Islamic products crossing to aggravation of the competition between the banks and from that time on the hadji is to distinction and coming ahead of for reach on steadfastness in He marketed quick of the growth , and this competition an ability noon of the Islamic exchange is on a midwifery of the tools and that fertile field for creation and innovatioand assembled tools of the financing appeared she is aim of our study and consequently this study aims at trier of a monetary tool essence clarification muhammadans are like possibilities of a development in financial market muhammadan is without entering cuts juristic well-versed

وبناء على ما سبق سوف تشتمل هذه الدراسة على الباحث التالية:

المبحث الأول: السوق المالية الإسلامية

المبحث الثاني: تطور التعامل بالأدوات المالية الإسلامية في الأسواق المالية الإسلامية

المبحث الثالث : المشتقات المالية و إمكانية تطويرها و تداولها في السوق المالية الإسلامية

مقدمة :

تحتاج المؤسسات المالية الإسلامية دوما إلى الاحتفاظ بتشكيلة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية تمكنها من إدارة سيولتها بصورة مرحة ، بالإضافة إلى توفيرها للمرونة المناسبة للاستجابة لمتغيرات البيئة الاقتصادية . وقد بينت الممارسة المصرفية التقليدية أن الاعتماد علي منتج وحيد (مثل الفرق بين الفائدة المدينة والدائنة) يعتبر غير كافي للتأقلم مع تطلعات العملاء المتنامية ، حيث ظلت المؤسسات المالية ولفترة طويلة حبيسة أدوات محدودة تستلزم معها بالضرورة أن تتطور لملائمة المستجدات ومن هنا تبرز أهمية الهندسة المالية كأداة مناسبة لإيجاد حلول مبتكرة وأدوات مالية جديدة تجمع بين موجهات الشرع الحنيف واعتبارات الكفاءة الاقتصادية وفي هذه الفترة بالذات والتي شهد فيها العالم تغيرات جذرية هائلة تمثلت في تغير أسلوب إدارة الموارد الاقتصادية إلى النمط

الاقتصادى الحر ، إلى جانب ترابط أسواق التمويل الدولية بفعل ثورة الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات ، فإن ذلك يفرض ضغوطاً تنافسية حادة تكون غير متكافئة بالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية ، وبالذات في أسواق التمويل والخدمات المصرفية والمالية ويستدعي ذلك بالضرورة تطوير منتجات مالية إسلامية مستحدثة تضمن للمؤسسات قدراً من المرونة ونصيبياً سوقياً وافراً يساعدها على الاستمرار بفعالية .

المبحث الأول : السوق المالية الإسلامية:

المطلب الأول : تعريف السوق المالية الإسلامية

السوق المالية إحدى أجهزة الوساطة المالية الهامة في الاقتصاديات المعاصرة ، لأن هذا الجهاز يوفر للمستثمر الضمان والسيولة والربحية ، والتوازن بين هذه الأهداف هي طموح أي مستثمر ، ولهذا السبب اهتم الباحثين في الاقتصاد الإسلامى بهذه الأسواق وذلك من خلال استحداث أدوات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ، لكي يتسنى لجمهور المتعاملين المسلمين التعامل بهذه السوق بدلاً من حرمانهم من فوائدها ومميزاتها ، ونعرض فيما يلي أهم مبادئ هذه الأسواق وأدواتها المستخدمة فيها :

المطلب الثانى : مبادئ السوق المالية الإسلامية

الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية : بشكل عام تدخل الإسلام بميكل السوق حيث حرم كل عقد يؤدي إلى الربا والظلم والغرر والغبن والتدليس ، وفلسفة الإسلام في ذلك أنها شروط أساسية للمنافسة الكفؤة الشريفة ، وبطبيعة الحال ينطبق هذا المبدأ على السوق المالية الإسلامية ، أي السوق المنضبطة بالضوابط الشرعية ، ولم يتدخل الإسلام بآلية 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 الإسترباح 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 الإسلام قد حرم الاحتكار فقال عليه الصلاة والسلام " المحتكر ملعون والجالب مرزوق " .

- المساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية : إن من شروط تحقيق قيمة مضافة في الاقتصاد أن تكون الاستثمارات فيه حقيقية ، وهذا ما تتميز به الأسواق المالية الإسلامية كما ذكرنا آنفاً ، وهذا مبدأ مهم من مبادئ الاقتصاد الإسلامى ، حيث انه لا يوجد تناقض بين الأهداف الكلية للمجتمع في التنمية الاقتصادية وآلية تعامل الأفراد في السوق الإسلامية .

المطلب الثالث : خصائص السوق المالية الإسلامية :

من أهم خصائص السوق المالية الإسلامية مايلي :

1- إنها سوق تقل فيها المضاربة على أسعار الأوراق المالية بدرجة كبيرة ، و ذلك بسبب المنع الشرعي لكثير من المعاملات التي تعتبر مجالا لعمليات المضاربة ، و بسبب تدخل السياسة المالية المعتمدة على الزكاة ، و التي تفرض عبئا مرتفعا على المتاجرة بالأدوات المالية و المعاملات ، بينما تفرض عبئا بسيطا على الإمتلاك الطويل الأجل للأدوات المالية بدافع الإستثمار

2- إنها سوق تهتم بالسوقين الأولية و الثانوية بشكل متكافئ، و تعتبر أن معيار كفاءة الأسواق المالية هو تمويلها للمشروعات المنتجة الجديدة ، و لتركز على حجم التداول على كم موجود أصلا في الأدوات المالية ، بإعتباره المؤشر الأساسي لتقدير مدى كفاءة السوق المالية

3- أنها سوق لا تكون أدوات الدين هي الغالب في تعاملاتها ، و إنما تشجع و تحفز على تداول أدوات الملكية بشكل واسع ، و تستحدث من الصيغ الإستثمارية كل مايخدم عملية التبادل الحقيقي للسلع و الخدمات

المطلب الرابع: أنواع الأدوات المالية الإسلامية المتاحة في ظل الأسواق الحالية

تعريف الصك : الصك أداة ملكية محددة لجمع الأموال من المستثمرين ، ويمثل ملكية صاحبه الموثقة والشائعة في موجودات المشروع لذلك فان لأصحابه الحق في الأرباح (أن وجدت) التي يحققها المشروع ، ويستلزم ذلك ضرورة فصل الذمة المالية للمشروع عن الذمة المالية للجهة المنشئة له كما أن للصك قابلية للتداول في البورصة ، وهذه تمثل ميزة مفيدة جدا للمؤسسات المالية تساعد في إدارة سيولتها عبر أدوات سوق النقد .

مجالات إستصدار الصكوك :

أولا : صكوك الصناديق الاستثمارية : يعرف الصندوق الاستثماري بأنه تجميع للأموال عبر الاكتتاب في صكوكه بغرض استثمارها في مجال استثماري معرف بدقة في نشرة الإصدار . وتتعدد مجالات استخدامها حيث يمكن أن تشمل كافة فروع الاقتصاد ، وبالطبع منها المجالات المالية . تصدر الصناديق بآجال وأحجام معينة (الصناديق المغلقة) ، أو بآجال وأحجام غير محددة (الصناديق المفتوحة) . تكيف شرعيا علي أساس صيغة المضاربة المقيدة . وهذه الصناديق تمثل الصيغة الأم لكل أنواع الصكوك الأخرى التي يتم تداولها في سوق النقد الإسلامي .

ثانياً : صكوك الإجارة : الإجارة عبارة عن عقد بموجبه يقوم المؤجر المالك للعين المعينة بإيجارها لطرف (أطراف) آخر مقابل مصروفات ايجارية محددة يتم الاتفاق عليها في عقد الإجارة . وبالتالي فان محل العلاقة ليست دائنيه ومديونية بين المؤجر والمستأجر ، وإنما هي علاقة شراء وبيع لمنافع الأصل محل الإجارة وتأسيسا علي ذلك ، فان صكوك الإجارة عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة تصدر ممثلة لقيمة العين المؤجرة تتيح لحاملها فرص الحصول علي دخل الإيجار بمقدار المساهمة التي دفعا حامل الصك قياسا علي نظرائه الآخرين . تعتبر صكوك الإجارة اقل خطورة عند مقارنتها ببقية أدوات الملكية الأخرى كالأسهم مثلا ، وذلك لانه يمكن التنبؤ بدقة بعوائد الورقة المالية محل الإجارة وذلك لسهولة معرفة إيرادات ومصروفات العين المؤجرة وعلي هذا تتعدد أنواع صكوك الإجارة

بحسب العين المؤجرة فيمكن أن تكون مثلاً في مجال صناعة الطائرات ، العقارات السكنية ، المصانع ، أنواع المنقولات المختلفة ، وغيرها .

ثالثاً : صكوك المقارضة (المضاربة) : صيغة المضاربة أو المقارضة تعني اتفاقية بين طرفين بموجبها يقدم أحد الأطراف رأس المال ، ويسمي رب المال بينما يقدمك الآخر العمل علي أن يتم تقسيم الأرباح الناتجة عن هذا المشروع وفقاً لنسب يتراضي عليها الطرفان ابتداءً وفي مجلسي العقد وهي في ذلك تختلف عن الربا في كون أن العائد غير محدد سلفاً كنسبة من رأس المال ، وإنما نسبة من الأرباح وبالتالي فهي متغيرة وقد لا تتحقق وصكوك المضاربة عبارة عن تقسيم رأس المال إلى حصص متساوية فبدلاً من تقديمه بواسطة طرف واحد يتعدد مقدموه .

رابعاً : صكوك المشاركة : صكوك المشاركة تعتمد بصورة أساسية علي عقد المشاركة الجائز شرعاً ، وهي مشابهة كثيراً لصكوك المقارضة أو المضاربة السابق شرحها ، ولكن الاختلاف الأساسي يتمثل في ان صكوك المضاربة أن المال كله من طرف (أو مجموعة أطراف) بينما في صكوك المشاركة نجد أن الجهة الوسيطة (التي تصدر الصكوك للمستثمرين) تعتبر شريكاً لمجموعة المستثمرين حملة الصكوك في وعاء الشراكة وبصورة مشابهة لما هو عليه الحال في شركة المساهمة العامة . والمثال الواضح لها شهادات المشاركة الحكومية (شهامة) والمتمثلة في مشاركة الجمهور للحكومة في مؤسساتها الراجعة عبر حملهم لشهادات شهامة . وأيضا شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم) والتي تعتبر أحد أدوات إدارة السيولة عبر سياسات السوق المفتوحة ، ومستندة علي ملكية الدولة الجزئية أو الكلية في بعض المؤسسات المصرفية الراجعة .

خامساً صكوك المراجعة : المراجعة كصيغة إسلامية تعني بيع سلعة معلومة بسعر يغطي التكاليف زائد هامش ربح يتفق عليه بين البائع (البنك مثلاً) والمشتري . إن إمكانية استصدار صكوك مراجعة فقط ممكنة في حالة السوق الأولي وبالذات في حالة كبر قيمة الأصل أو المشروع محل المراجعة (طائرة مثلاً أو مشروع تنموي كبير) بينما تداولها في السوق الثانوي يعتبر مخالفاً للشريعة لان بيع المراجعة قد يكون مؤجلاً ، وبالتالي فانه يعتبر ديناً ، وبيع الدين لا يجوزهُ الفقهاء . ولكن توجد بعض الآراء الفقهية التي تجوز تداول صكوك المراجعة ولكن ضمن وعاء غالبية من الأصول الأخرى ، كتعاقدات الإجارة أو المشاركة أو المقارضة مثلاً .

سادساً : عمليات التصكيك للأصول (التوريق) : تمثل عمليات التوريق للأصول المختلفة التي تتمتع بها المؤسسات المالية الإسلامية أحد الأدوات المالية الهامة قصيرة الأجل والتي يمكن الاستفادة منها علي مستوي إدارة المطلوبات والموجودات بصورة مثلي . ويقصد بالتصكيك هنا عملية تحويل جزء أو مجموعة من الأصول - غير السائلة والمدرة لدخل يمكن التنبؤ به - التي تمتلكها المؤسسة إلى أوراق مالية قائمة علي الشراكة في منافع هذه الأصول خلال فترة معينة . وعبر التوريق يمكن للمؤسسات المالية ولوج سوق النقد بصورة للاستفادة منه في توفير السيولة إلى جانب إدارة المخاطر بصورة التي تمكنها من تحقيق أهدافها بدقة كما توجد أنواع أخرى من الصكوك

مثل صكوك الاستصناع ، وصكوك السلم ، كما يمكن أن تعتبر الاشتقاقات من صيغ التمويل القائمة كالمراجحة والمشاركة والمضاربة وغيرها مجالات رحبة من فنون الهندسة المالية الإسلامية تلائم مستجدات البيئة الاستثمارية المتغيرة باستمرار.

خصائص الصكوك : هناك خصائص ميزت الصكوك عن غيرها من أدوات الاستثمار وساهمت في انتشارها هذا الانتشار الواسع ولعل من أهم هذه الخصائص:

1- أنها وثائق تصدر باسم مالكيها بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكيها فيما تمثله من حقوق في الأصول والمنافع الصادرة مقابلها.

2- تمثل حصة شائعة في ملكية أصول أو منافع أو خدمات يتعين توفيرها، ولا تمثل ديناً على مصدرها لحاملي الصكوك.

3- أنها تصدر بعقد شرعي بضوابط شرعية بين طرفيها وآلية إصدارها وتداولها والعائد عليها.

4- يكون تداول الصكوك بناء على الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها. مخاطر الصكوك: وعلى الرغم من هذه الخصائص إلا أنه يجب الأخذ بعين الاعتبار اختلاف الصكوك عن سندات الدين التقليدية، وأن هذا الاختلاف ينتج عنه مخاطر يجب دراستها وقياسها بطريقة علمية دقيقة ومن ثم السعي لتغطية هذه المخاطر بالوسائل المناسبة التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية.

وتتفاوت المخاطر التي تتعرض لها الصكوك بتفاوت أنواعها ومصادرها، فمخاطر صكوك المراجحة تختلف عن صكوك المشاركة وصكوك الاستصناع عن الإجارة وهكذا... ويمكن اجمال المخاطر بالنقاط التالية:

أولاً : مخالفة الشريعة الإسلامية

حيث أن الصكوك أداة مالية بنيت على أحكام الشريعة الإسلامية فإن مخالفتها لتلك الأحكام في أي فترة من عمر الصك تؤدي إلى أضرار تختلف باختلاف المخالفة ودرجة خطورتها، فمن بطلان للصك بالكلية إلى فساد بعض الشروط؛ فمثلاً عندما تكون مكونات الصك ديون مرابحات وأصولاً مؤجرة فيجب أن لا تزيد نسبة الديون على 33% من مكونات الصك طوال عمر الصك حتى يجوز تداوله. وفي حال زادت الديون على هذه النسبة فإن الصك لا يجوز تداوله وبالتالي يصبح الصك ضعيف السيولة، أو أن يكون تملك أصول صكوك الإجارة تملكاً صورياً. ولا شك أن هذه الصورية تبطل عقد التملك، وبالتالي فما بني على باطل فهو باطل فيبطل الصك. وصور المخالفة للشريعة الإسلامية كثيرة ولا يمكن حصرها فكل هيكل من هياكل الصكوك له ضوابطه الشرعية التي تعتبر مخالفتها من المخاطر التي يجب دراسة إمكانية وقوعها وكيفية الحد منها وطرق معالجتها.

ثانيا: المخاطر التشغيلية: حيث أن هياكل الصكوك الإسلامية التي يجوز تداولها يجب أن تكون قائمة على أصول، وأن العائد على هذه الصكوك ناتج عن هذه الأصول. فإن المخاطر التشغيلية لهذه الأصول يجب أن تدرس بعناية؛ فمثلا نعلم أن العائد الايجاري في صكوك الإجارة هو عائد الصك فلو تعطلت منافع العين المؤجرة المكونة لصك الإجارة فلا يجب على المستأجر دفع الأجرة وبالتالي لن يعود للصك أي عائد. ومن هنا يتبين لنا أن صكوك الإجارة القائمة على العقار أقل تعرضا لمخاطر فقدان العائد بسبب تعطل المنفعة من الصكوك القائمة على المركبات أو المصانع أو الطائرات أو البواخر. كما أن المخاطر المحتملة الناتجة عن تملك هذه الأصول يتحملها حملة الصكوك مثل الأضرار البيئية الناتجة عن المصانع أو البواخر وغيرها من المخاطر التي تتعلق بكل أصل على حدة.

ثالثا: المخاطر القانونية: نظرا لأن الكثير من النظم والتشريعات في كثير من الدول هي أنظمة وضعية (أي من صنع البشر) مما يجعلها في الكثير من موادها تخالف أحكام الشريعة الإسلامية، فقد يحدث تعارض بين هذه الأنظمة وأحكام الشريعة الإسلامية. كما أنه يتم إهمال تطبيق أحكام الشريعة الإسلامية عند التحاكم.

المبحث الثاني : تطور التعامل بالأدوات المالية الإسلامية في الأسواق المالية الإسلامية

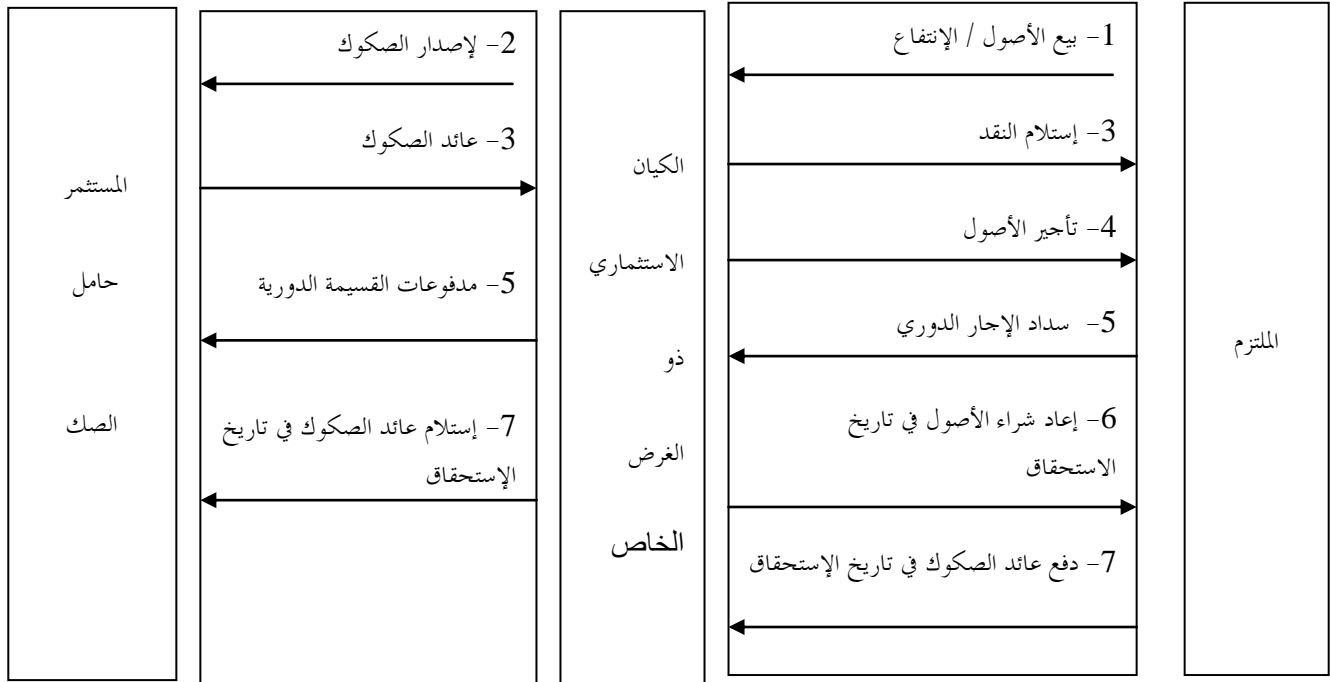
تشهد سوق الأدوات المالية الإسلامية رواجاً واسعاً في الوقت الحاضر و نظراً لفيض السيولة الذي أغرقت به المؤسسات المالية الإسلامية بفضل الطفرة النفطية الجارية ، تسعى هذه المؤسسات سعياً متزايداً إلى العثور على فرص لتوظيف رأسمالها الفائض في إستثمارات تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية ، و بالمثل هناك إقبال متزايد من صناديق التحوط و مؤسسات الإستثمار التقليدي على الأوراق المالية الإسلامية سعياً لزيادة العائد و تنوع الإستثمارات ، و أدى ذلك إلى طفرة في معاملات التوريق الإسلامي تخضت عن زيادة إصدارات الصكوك (أي الأوراق المالية غير ربوية القائمة على المبادئ الإسلامية) بمقدار أربعة أضعاف أي من 7.2 مليار دولار في عام 2004 إلى 26.8 مليار دولار في عام 2006

ومن بين أشكال التوريق المختلفة في التمويل الإسلامي و الأكثر شيوعاً ما يعرف باسم الصكوك المعرفة سابقاً حيث تعمل هذه الأدوات المالية على نحو شبيه بالأوراق المالية التقليدية المضمونة بأصول و لكنها مهيكلة بما يتلائم مع مبادئ التمويل الإسلامي التي تحظر أحكامها تلقي فوائد و دفعها و تنص و جوب أن يكون الدخل في شكل أرباح تتحقق من عمل يتم فيه إقتسام المخاطر و ليس في شكل عائد مضمون ، و من 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

و رغم أن هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات الإسلامية أقرت 14 نوعاً من الصكوك ، فإن هيكل هذه الصكوك يعتمد على شكل واحد من الأشكال الثلاثة المشروعة في التمويل الإسلامي ، وهي المراجعة (سندات الدين المخلفة / أوامر الشراء) و المشاركة / المضاربة (ترتيبات إقتسام الأرباح) و الإجارة أو مزيج مما سبق

و يصور الرسم البياني مثلا بسيطا لمثل هذا النوع من التوريق - و هو في هذه الحالة الإجارة التي ترتبط في العادة بمشاريع التأجير (غالبا للمعدات أو العقارات) و بموجب هذا الترتيب يقوم مصدر الأصول ببيعها لأحد الكيانات الإستثمارية ذات الغرض الخاص ثم يعيد إستجارها لمدة أسبوع

الشكل الثاني: هيكل بسيط يوضح صكوك الإجارة عمليا



عندما يجل موعد إستحقاق الصكوك ، يعيد الملتزم شراء الأصل المعني ، و قد أسهم قبول هذه الهياكل

الإستثمارية إسهما كبيرا في تطور أسواق رأس المال المحلية

وتعد الصكوك الإسلامية من أفضل أدوات التمويل للمشروعات لأنها تقوم على أساس المشاركة في الأرباح بنسب ثابتة و معدة مقارنة بالعائد الذي يدفع على وسائل التمويل الأخرى بما فيها القروض المصرفية و إصدار الأسهم الجديدة و قد لاحتلت الصكوك الإسلامية الصدارة كقناة استثمارية أساسية خصوصا بالنسبة للمؤسسات المالية الكبرى التي تبحث عن أدوات للاستثمار تتوافق مع الشريعة الإسلامية ، و تلي الصكوك احتياجات المقترضين الذين يصدرونها للحصول على التمويل اللازم لمشروعاتهم الجديدة كما تشكل للمقرضين أداة استثمار جديدة تؤمن عائدا ماليا مناسباً بأقل درجة من المخاطرة.

وتعتبر الصكوك الإسلامية هي البديل الإسلامي للسندات وتصدر مقابل أصول غالبا ما تكون عقارية أو أوراق مالية ذات عائد ويمكن أن تداول الصكوك من قبل الجهات المالية التي أصدرتها ويمكن أيضا تحويلها إلى أسهم ، ويرجع التوسع الكبير الذي تشهده أسواق الصكوك الإسلامية إلى وجود سيولة كبيرة لدى البنوك وشركات الإستثمار الذين يرغبون في الاستثمار في أدوات استثمارية تتوافق مع الشريعة الإسلامية ، و الجدير بالذكر أن نسبة كبيرة من هذه المؤسسات توجد في أوروبا وشرق آسيا ، وقد تم إصدار عدة صكوك إسلامية من قبل مؤسسات

غربية ، مثل السندات التي أصدرتها الحكومة في ألمانيا عام 2004 مستهدفة أسواق الشرق الأوسط بشكل خاص ، إلى جانب إصدار أول صكوك أمريكية عام 2006 لتمويل مشروعات حقول الغاز، وقد كان الدافع وراء الصكوك في البداية هو الطلب من جانب مسلمي العالم على الاستثمارات الإسلامية ، ولكنها الآن أصبحت أداة استثمار تقليدية تجذب المستثمرين من مختلف أنحاء العالم .

وتنمو سوق الصكوك الإسلامية بنسبة 45% سنويا ، وبلغت قيمة السندات الإسلامية الصادرة في النصف الأول من عام 2007 نحو 24.5 مليار دولار أي ما يقارب إصدارات عام 2006 بأكله والتي بلغت 26.8 مليار دولار ، ومن المتوقع نمو حجم إصدارات الصكوك الإسلامية إلى أكثر من 100 مليار دولار بنهاية عام 2007 .

حجم تداول الصكوك : حققت الصكوك الإسلامية قفزات نوعية من حيث العوائد، وحازت على اهتمام السوق الإسلامي والغربي، وأحيطت هذه الإصدارات برقابة شرعية تضمن سلامة الإجراء والتنفيذ من حيث موافقتها لأحكام الشريعة الإسلامية السمحة، ولم تؤثر أزمة الائتمان العالمي على إصدارات الصكوك فقد توقع تقرير حديث لوكالة موديز العالمية للتقييم الائتماني نمو حجم إصدارات الصكوك بين 30 و 35% خلال هذا العام (2008) ، وأكد التقرير أن إجمالي إصدارات الصكوك في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا وآسيا سجلت نموا بمعدل 71% في العام 2007 حيث وصلت إلى 32.65 مليار دولار ، كذلك ارتفع عدد الصكوك من 109 عام 2006 إلى 119 عام 2007، كما زاد متوسط حجم الصفقات إلى 269.8 مليار دولار 2007 من 175 مليون دولار 2006 (مبين بالجدول أدناه)

السنة	2006	2007
حجم التداول	غير متوفر	32.65 مليار \$
عدد الصكوك	109	119
متوسط حجم الصفقات	175 مليون \$	269.8 مليار \$

المصدر : (IFIS)

تتم إصدار الحصة الأكبر من الصكوك في قطاع الخدمات المالية، وبلغت 31% من الحجم الإجمالي، وتلتها العقارات بنسبة 25% والطاقة والخدمات بنسبة 12%. وجاءت صكوك المشاركة بالمرتبة الأولى من حيث حجم الإصدار (12.9 مليار دولار) تلتها صكوك الإجارة (10.13 مليار دولار) ، بينما جاءت صكوك الإجارة في المقدمة للصفقات المصدرة (54 إصدار) مقارنة بصكوك المشاركة (22 إصدار)

بالنسبة للدول فقد أظهرت باكستان أسرع نمو لسوق الصكوك عام 2007 حيث بلغ عدد إصدار الصكوك 20 بينما كان عدد إصداراتها عام 2006 لا يزيد على 4. كذلك هناك زيادة كبيرة في عدد الصكوك بلغت قيمتها حوالي مليار دولار.

أما في جنوب شرقي آسيا فقد كان هناك انخفاض في إصدار «الصكوك» وهذا ناجم بالدرجة الأولى عن انخفاض في إصدار الشركات الماليزية لهذا النوع من الأوراق المالية الإسلامية وعلى الرغم من ذلك تبقى ماليزيا البلد الأول في إصدار الصكوك من حيث الكم والقيمة حيث بلغت قيمتها في عام 2007 هناك حوالي 25 مليار \$

السنة	2006	2005	2004	2002	2000
صكوك الشركات	24526.32	11358.89	5731.19	179.9	336.3
صكوك ذات السيادة	2271.6	706.5	1479.35	800	0
الإصدار الإجمالي للصكوك	26797.92	1206.39	7210.54	979.9	336.3
نسبة النمو المثوية	122.11	67.33	484.43	25.63	

. المصدر: (IFIS)

ويبين الجدول أعلاه النمو في إصدار الصكوك من عام 2000 وحتى 2006. و في عام 2000 كان الحجم الإجمالي للصكوك 336 مليون دولار أمريكي فقط مع عدم وجود صكوك ذات سيادة في السوق. و أن حجم إجمالي الصكوك الذي صدرت في عام 2001 كان فقط 336 مليون دولار أمريكي، و في فترة قصيرة فقط (من ست سنوات) فإن الحجم الإجمالي للصكوك قد تجاوز 27 مليار دولار والنمو الذي تحقق في عام 2003 كان الأكثر بنسبة 483% و في عام 2006 أيضا كان إجمالي النمو الذي حققته الصكوك هو 122%.

أما في الدول العربية و خاصة الخليجية فقد أكد التقرير أن إجمالي إصدارات دول مجلس التعاون الخليجي من الصكوك وصل إلى 19 مليار دولار خلال عام 2007، وكانت دولة الإمارات المستحوذة على النسبة الأكثر (58% من إجمالي الإصدارات) تلتها السعودية (30%) ثم البحرين (6%) والكويت (4%) وأخيرا قطر 2%

أما من حيث عدد الإصدارات فقد بلغت عدد الإصدارات 50 إصدارا كان للبحرين النصيب الأكبر منها (28 إصدار) تلتها الإمارات (12 إصدار) ثم السعودية (5 إصدارات) فالكويت (4) وأخيرا قطر إصدار واحد. ويؤكد خبراء ومتخصصون في مجال التمويل الإسلامي أن دولة الإمارات نجحت خلال فترة قصيرة لا تتجاوز السنوات الست في إحداث تحولات مهمة في سوق إصدارات الصكوك العالمية مكنتها من اعتلاء عرش هذه الصناعة خلال

العام 2007 بوصفها مركزاً عالمياً لإصدارات الصكوك الإسلامية، وانتزاعها عرش الصدارة من ماليزيا صاحبة السبق في مجال التمويل الإسلامي.

ومن أهم العوائق التي تواجه الصكوك الإسلامية ، غياب الإطار التشريعي الواضح والمنظم لعملية إصدار وإدارة الصكوك ، فضلاً عن غياب المعايير الشرعية التي تتفق عليها الهيئات الشرعية في مؤسسات التمويل ، إلى جانب عدم وجود سوق ثانوية فعالة لتداول هذه الصكوك وإقتصار التداول في مجمله بين البنوك وعدد قليل من المؤسسات الاستثمارية .

ومن العرض السابق للأدوات المحتملة استيعابها بواسطة الأسواق المالية الإسلامية، يتضح أن المؤسسات المالية لها فرصة الاستفادة من المزايا الهائلة التي يوفرها سوق النقد . والتجربة الإسلامية العملية لهذه الصكوك قد أثبتت نجاحاً هائلاً في كثير من البلدان الإسلامية كالسودان وإيران وباكستان وماليزيا وغيرها من البلدان. والجدي بالذكر أن هندسة هذه الأدوات تختلف من مؤسسة إلى أخرى ومن مجال تطبيق إلى آخر ، وبسبب المستجدات المختلفة والمتغيرة فإن الفقهاء الماليين ورجالات الهندسة المالية الإسلامية في تحد مستمر لمواكبة المستجدات وارضاء لتطلعات المستثمرين الماليين ، وبالطبع دون الإخلال بالموجهات الشرعية .

المبحث الثالث: المشتقات المالية وإمكانية تطويرها و تداولها في السوق المالية الإسلامية

لقد كانت المبتكرات المالية القوة الدافعة و السبب الرئيسي لتحقيق هدف زيادة الكفاءة الإقتصادية للنظام المالي الدولي ، حيث إن هذه المبتكرات المتمثلة في المشتقات المالية القابلة للتسويق يمكنها زيادة الكفاءة الإقتصادية عن طريق توسيع الفرص الإستثمارية في مشاركة المخاطر و تخفيض تكاليف المعاملات و تكاليف الحصول على المعلومات و عمولات الوساطة و السمسرة ، وقد كان أكبر التوفير هو في تكلفة المعاملات ، حيث بلغت $1/10$ إلى $1/20$ من تكاليف المعاملات النقدية لشراء الأوراق المالية موضع التعامل و يتوقع أن تنخفض هذه التكلفة أكثر في المستقبل نتيجة للتطور التقني في مجال الحسابات الآلية ، وبزيادة المعارف في تطبيق هذه المشتقات ، وذلك بزيادة فهم و إدراك كل من المنتج و المستعمل لهذه المشتقات لطبيعتها و فوائدها و أخطارها و تقدم المشتقات المالية أدوات فعالة لإدارة المخاطر العامة من تقلبات أسعار الفائدة و سعر صرف العملات و أسعار السلع و أسعار الأسهم ، و بإستخدام الهندسة المالية يمكن للمشتقات المالية ربط النظام المالي لدولة ما بالنظام الدولي لنقل و تداول مخاطر رؤوس الأموال و هذا ما يسمح للشركات و الحكومة في هذه الدولة بإستقطاب رؤوس الأموال من السوق المالي الدولي و الحصول على إحتياجاتها التمويلية و تتمثل المشتقات المالية أساساً في :

عقود الخيارات والمستقبليات في الأسواق المالية

سبقت الإشارة إلى أن أدوات السوق المالية كثيرة ومتنوعة وربما يصعب حصرها ، غير أن من أهم هذه

الأدوات والتي لم تتطرق إليها البحوث الاقتصادية الإسلامية ، عقود الخيارات والمستقبليات والعقود الآجلة ، وفيما يلي عرض تفصيلي لهذه الأدوات ، وذلك من أجل محاولة تقييمها فقهيًا ومن ثم محاولة تطويرها بما يتفق والشريعة الإسلامية، وذلك في المطالب التالية:

المطلب الأول: عقود الخيارات

تعتبر أسواق الإختيار إحدى صور أسواق العقود المستقبلية ، و يوجد بالولايات المتحدة الأمريكية ستة أسواق إختيار من أبرزها بورصة شيكاغو التي تتميز بأنها الوحيدة التي تتعامل فقط في الإختيار ، و نظرا لعدم السماح بوجود سوق غير منظمة للإختيار فقد أنشأ الإتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية بورصة مستقلة للإختيار تحمل اسمه و يتداول في تلك الأسواق ما يسمى بالإختيار و هو واحد من الأدوات التي يستخدمها المستثمرين للحماية من مخاطر تغير الأوراق المالية كما يستخدمها المضاربين بهدف تحقيق الأرباح

وقد ازداد التعامل بعقود الخيارات في الولايات المتحدة حتى أصبحت تزيد على مليون عقد يوميا تتضمن مئات البلايين من الدولارات ، و لم ينتشر التعامل بها خارج الولايات المتحدة إلا في عقد الثمانينات حيث أصبحت متداولة في أكثر من أربعين سوقاً على مستوى العالم

الفرع الأول: أنواع الخيارات

تتعد الخيارات باعتبارات عديدة وأنواع وأشكال عديدة ، فهناك خيارات التعهدات والمؤشرات وخيارات خاصة ببعض الشركات أو المؤسسات أو العملات غير أنه يكاد يتفق الباحثون في هذا المجال على أن هناك نوعين من الخيارات يعتبران الأهم والأكثر انتشاراً في التعامل في الأسواق المالية وهما:

1- خيار الطلب أو الشراء (Call option)

وهو اتفاق يعطى حامله الحق (وليس الإجبار) في شراء سهم معين أو أية أوراق مالية أخرى بسعر محدد خلال فترة محددة غالباً ما تكون تسعين يوماً. ويسمى السعر المتفق عليه بين الطرفين بالسعر الضارب ويفهم من هذا التعريف أن هذا الخيار يعطى المشتري الحق في تنفيذ الشراء أو إلغائه خلال فترة محددة أما البائع فلا يجوز له التراجع عن الصفقة مادام قد قبض ثمن الخيار وهو ما يعرف بالعمولة. فالمشتري حصل على الأمان ضد انخفاض قيمة الصفقة ، والبائع حصل على العمولة الإضافية لقيمة الصفقة وقت العقد إذا ما أتم المشتري الشراء.

2- خيار العرض أو الدفع (put option) :وهو اتفاق يعطى مشتري هذا الخيار- وهو مالك

الأوراق المالية- الحق في بيع عدد معين من الأسهم أو الأوراق المالية الأخرى بسعر معين خلال فترة محددة ، وليس عليه إجبار بالبيع فهو بالخيار ، أما قابض ثمن الخيار فهو مجبر على الشراء إذا ما قرر مشتري هذا الحق البيع بالسعر المتفق عليه خلال الفترة المحددة.

وفهم من التعريف السابق أن مشتري هذا الحق هو صاحب الأسهم أو الأوراق المالية الأخرى وأنه

ىرغب ببىعها، ولكنه ىخشى هبوء أسعارها، فىقوم بشراء حق خيار البىع إذا ما كان السعر مرءبأ له ، وىكون بالخيار ولىس علىه إءبار، أما قابض ءمن الخيار، وهو الذى سىقوم بشراء الأسهم أو الأوراق المالمىة الأءرى إذا ما قرر الطرف الأول ذلك، فهو مءبر على الشراء ءلال الفءرة المءفق علىها لأنه قبض ءمن الخيار.

وىتم تنفيذ الخىارات بطرقىن هما :

1 الخىار الأمريكى: ىمءل الإءءبار الإمرىكى إءفاقا يعطى لطرف ما الحق فى بىع أو شراء عءء من الأسهم أو السءءاء و ربما العملاء من طرف لآءر بسعر مءفق علىه مسبقا على أن ىتم التنفيذ فى أى وقت ءلال الفءرة اللى ءمءء منذ إبرام الإءفاق ءتى ءارىء مءءء لإنهائه .

2 الخىار الأوروبى: فلا ىءءلف إلا فى أن التنفيذ لا ىتم سوى فى ءارىء المءءء لآءنهائه ءسب نص

الإءفاق

الفرء ءانى :ءكم الشرع فى عقود الخىارات : عقود الإءءبار مءرمة شرعا لما ىلى :

- 1 حق الإءءبار مالا ولا ءقا مءءلعا بمال فلم ىءوز بىعه
- 2 -ما ىءضمنه بىع عقد الإءءبار من آكل المال بالباطل فىما إذا لم ىءهىء لمشءرىه إستعماله بسبب عءم ءءىر الأسعار فى صالحه
- 3 ىن ءءامل فى عقود الإءءبار قائم على العرر
- 4 ىن ءءامل فى عقود الإءءبار قائم على القمار و المىسر بالنسبة لمشءرى عقد الإءءبار و باءعه على السواء فى ءءالات اللى ءءهى بالنسوءة النقءىة بىن الطرفىن
- 5 عقد الإءءبار ىءءل فى بىع الإنسان ما لا ىملك إذا كان مءرر الإءءبار إءءبار الشراء لا ىملك الأسهم أو السلعة اللى إءزم ببىعها

المطلب ءانى :العقوء الآءلة

العقء الآءل عبارة عن إءفاقىة بىن شءصىن لءسلىم أصل مءىن فى وقت لآءق مسءقبلاً وىسعر مءءء ىسمى سعر ءننفلءء، وىءءءء فى العقود عادة مواصفاء الأصل كءرءة الآوءة أو ءننصف والكمىة وطرىقة ءسلىم ومكان ءسلىم والسعر وطرىقة السءاء ءىء ىتم ءفاوء على ءمىع هءه الأمور بىن الباء والمشءرى. وقد ءسءءم العقود الآءلة للوقاىة من ءءلب الأسعار السوءىة للسلع أو لآءونات ءزانة أو السءءاء أو القروض أو ءتى أسعار الفاءءة، وعندها ءسمى العقود الآءلة لأسعار الفاءءة ،فىامكان المسءءم الذى ىرىء ءءصول على قرص مءىن مءلاً أن ىقوم بشراء عقد آءل لأسعار فاءءة بمءءل فاءءة ءابء مءبأ، وأن ىلزم الطرف الآءر بالءننفلءء ءلال فءرة مءءءة فى العءء، وبذلك ىضمن ءمماىة نفسه من مءاطر ارءفاع سعر الفاءءة كما ءسءءم العقود الآءلة لءقلىل ءظر ءءبءب أسعار صرف العملاء ، وذلك بإبرام العقود الآءلة لأسعار الصرف فى الأسواق العالمىة . فإذا قام (أ) ببىع بضاعة على ءءاب إلى (ب) فى ءولة آءرى على أن ىقبض

ثمنها بعد ستة شهور مثلاً بالعملة الأجنبية، وتوقع (أ) أن تنخفض قيمة العملة الأجنبية مستقبلاً فإن بإمكانه أن يبيع العملات الأجنبية هذه من خلال السوق بسعر صرف يتم الاتفاق عليه آنياً على أن يتم التسليم بعد ستة شهور ، وبذلك فإن أي انخفاض بالعملة الأجنبية لن يؤثر على صافي المبلغ الذي سوف يقبضه بعملته المحلية . وفي العادة فإن الصحف والمجلات العالمية تنشر معلومات تفصيلية عن أسعار العقود الآجلة والمستقبلية للعملات بتواريخ متعددة قد تمتد من شهر إلى 12 شهراً.

حكمها الفقهي:

و يراد بالمعاملات الآجلة في بورصات الأوراق المالية كما سبق ذكره بيع أوراق مالية مؤجلة بثمن وُجِّل الحكم الفقهي للمعاملات الآجلة أنها محرمة شرعاً و ذلك لما يأتي :

- 1 - مافيها من إشتراط تأجيل تسليم المبيع المبيع المعين و هو هنا الأسهم و هو محرم شرعاً
 - 2 - مافيها من تأجيل الثمن و المثمن ، و هو بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه
- أن غالب التعاملات في المعاملات الآجلة يجري على المكشوف و هو داخل في بيع الإنسان ماليس عنده

المطلب الثالث: عقود المستقبلات Future contracts

وهي عبوة عن اتفاقات بين مستثمرين ومؤسسات مقاصة لاستلام أو تسليم أصل معين في وقت لاحق مستقبلاً وبسعر محدد سلفاً. وتكون العقود المستقبلية نمطية موحدة من حيث تواريخ الاستحقاق ، ويتم تداولها بوحدات نقدية موحدة أو بمضاعفاتها، فمثلاً يتم تداول العقود المستقبلية في الولايات المتحدة بوحدات نقدية 100,000 دولار أو مضاعفاتها. وتكون العقود بين مؤسسة المقاصة والبائع وبين مؤسسة المقاصة والمشتري ، ويحتفظ عادة بسجلات تبين أوضاع المتعاملين في نهاية كل يوم ، لأن أسعار العقود المستقبلية تتغير بشكل دائم، فإذا كانت تحركات الأسعار قد أدت إلى زيادة حقوق الملكية في العقد فإن هذه الزيادة تسجل لصالح المتعامل ويستلمها نقداً، وبذلك يتحقق الربح والخسارة يومياً عند ارتفاع أو انخفاض الأسعار.

وتغطي الأرباح والخسائر اليومية من الهوامش التي يكون المشتري قد دفعها منذ البداية ، وهي نوعان : هامش ابتدائي لضمان تنفيذ الشروط، وهامش تغطية الخسائر لتغطية أية خسائر مبدئية تنتج عن تحركات أسعار البورصة، فإذا وصل الانخفاض في تحركات الأسعار إلى أقل من هامش تغطية الخسائر المدفوع فإن مؤسسة التقاص تطلب من المشتري دفع هامش إضافي لكي يتم تعويض هذا الانخفاض في الأسعار

ويوجد لكل بورصة مستقبلات مؤسسة تسوية أو تقاص ، تقوم بضمان كل عقد يتم تداوله داخل البورصة، بما يحافظ على المصداقية المالية للبورصة ، ويقوم مشتري وبتابع العقد المستقبلي بالاتفاق على سعر العقد المعني من خلال مزاد تنافسي يتم في البورصة ، ويكون سعر المزااد أكثر شفافية بحيث يستطيع كل المشتري رؤية كل البائعين على كل سعر، إن الهامش بين أفضل سعر للشراء وأفضل سعر للبيع عادة ما يكون ضيقاً لمعظم المستقبلات المالية، يستثنى من ذلك مستقبلات العملة.

وتتغير الأسعار عادة وفقا لعوامل العرض والطلب ، ويستطيع أي شخص التعامل بالمستقبليات، وذلك من خلال أحد السماسرة (تجار المستقبليات بالعمولة) والذي يكون في العادة أحد أعضاء بورصة المستقبليات ، ومع ذلك فإن معظم التعامل بالمستقبليات المالية يتم بواسطة البنوك أو المؤسسات المالية المتخصصة.

المطلب الثالث : العقود المستقبلية و حكمها الفقهي :

العقود المستقبلية هي عقود يتم فيها الإتفاق على الشيء المبيع و سعره و كميته عند إبرام العقد على أن يتم التسليم و دفع الثمن في المستقبل ، فالعقد المستقبلي عقد على شيء معين أو موصوف في الذمة مؤجل بثمن مؤجل

حكمها الفقهي :

أولاً: الحكم الفقهي على العقود المستقبلية للسلع :

لا يجوز إبرام العقود المستقبلية على السلع و ذلك لما يأتي:

- 1- ما في هذه العقود من تأجيل الثمن و المثلن و هذا لا يجوز
- 2- ما في العقود من ربا المجمع على تحريمه وهو ربا النسيئة و ذلك في حالة العقود المستقبلية على الذهب و الفضة

ثانيا : الحكم الفقهي في العقود المستقبلية على الأوراق المالية :

أ - العقود المستقبلية على الأسهم : لايجوز إبرام العقود المستقبلية على الأسهم و ذلك للأدلة التالية :

- 1- مما في العقود المستقبلية من تأجيل تسليم الأسهم و في ذلك تأجيل المبيع المعين و هو غير جائز شرعا
 - 2- في العقود المستقبلية يتم تأجيل الثمن و المثلن و هذا لا يجوز لأنه من بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه
 - 3- لا يملك البائع في الغالب الأسهم التي أبرم عليها عقدا مستقبليا فيكون بائعا لما هو مملوك لغيره
- ب- الحكم الفقهي في العقود المستقبلية على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت و تعرف أيضا بالعقود المستقبلية على أسعار الفائدة و الحكم الفقهي لها هو التحريم و ذلك لما يأتي:
- 1- ما في ذلك من بيع الدين لغير من هو عليه بثمن مؤجل وهو غير جائز لما فيه من بيع الدين بالدين المنهى عنه
 - 2- الدين الذي تمثله هذه الأوراق من النقود و إذ بيعت بنقود كما هو الحال في العقود المستقبلية كان ذلك صرفا لم تتوفر فيه شروطه فكان حراما

ثالثا الحكم الفقهي على للعقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم :و حكمه التحريم و ذلك لما يأتي

- 1 - ما في هذه العقود من وقوع العقد ما ليس بحال ولا يؤول إلى المال ، و ذلك لا يجوز لأن مؤشرات الأسهم أرقام مجردة يقع العقد عليها و ليس على الأسهم المثلة في تلك المؤشرات
- 2 - ما في هذه العقود من الرهان المحرم بإجماع المسلمين لأن حقيقتها هي المراهنة من حيث بلوغها رقما معيناً أو عدمه على أن يدفع من يخسر الرهان إلى الطرف الآخر الفرق بين الرقم المعين المراهن عليه المسمى بسعر التنفيذ و بين الرقم الذي يصل إليه المؤشر فعلا في الأجل المضروب

ربعا : الحكم الفقهي للعقود المستقبلية على العملات الأجنبية : هي محرمة شرعا لما يأتي من أنها

- 1 - فيها يتم تأجيل تسليم الثمن و المثلن و هذا لا يجوز لأنه من بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه
- 2 - ما في هذه العقود من ربا و هو ربا النسيئة
- 3 - ما في هذه العقود من قمار إذا كانت تنتهي بالتسوية النقدية و المحاسبة على فروق الأسعار دون أن يكون التسليم و التسلم منويا للمتعاقدين

المطلب الرابع :إمكانية قيام سوق مالية للمشتقات المالية

حرصا على سلامة عقود الخيارات والعقود الآجلة والمستقبلية من الناحية الشرعية ، وبعدها عن المخالفات أو الشبهات، فإن اقتراح سوق مؤسسة مالية إسلامية خاصة بهذه العقود في المرحلة الأولى له ما يبرره ، ويمكن أن تقوم هذه السوق في البداية بدور تأمين و ضمان للمتعاملين ، فالبنسبة لمالك الأسهم الذي يشتري خيار البيع ويدفع العمولة فإنه يؤمن أسهمه من انخفاض أسعارها ، أما طالب خيار شراء للأسهم فإنه أشبه ببيع العريون — كما تقدم — وهذه أغراض مشروعة يمكن لهذه السوق أن تقوم بها وتؤمن للطرفين ، وولكن ضمن ضوابط أخرى كما سيأتي بيانه.

كما يمكن لهذه السوق ضمان سلامة تنفيذ العقود الآجلة والمستقبلية من خلال قيامها بدور الوسيط بين البائعين والمشتريين لعقود السلم وعقود الاستصناع التي هي أقرب ما تكون للعقود الآجلة والمستقبلية . وهي بذلك تخدم فئة التجار والمستثمرين الذين يطلبون شراء السلع المؤجلة بالا سترخاص (من خلال عقد السلم) أو يطلبون سلعا مصنعة من خلال عقد الاستصناع ، كما تخدم فئة المزارعين والتجار أو الصناع وذلك بضمان تأمين محاصيلهم أو مصنوعاتهم أو بضائعهم بأسعار معقولة .

وظائف السوق المالية الإسلامية المقترحة:

- 1 - تقوم هذه السوق بإصدار عقود الخيارات وتنظيمها، على شكل عقود نمطية، كأن يمثل كل عقد مائة سهم مثلا بسعر محدد يسلم خلال فترة محددة (90 يوم مثلا).
- 2 - تقوم بدور بيوت التسوية أو المقاصة في بورصات العقود المعاصرة.

- 3 - تقوم بإصدار عقود آجلة نمطية تمثل عددا من السلع الهامة والأساسية.
- 4 - تقوم بإصدار عقود مستقبلية صناعية تمثل أغلب السلع التي يتم الاتفاق على تصنيعها في الإقتصاديات المعاصرة.
- 5 - تقوم بتلقي طلبات الشراء وبيع عقود الخيارات والعقود الآجلة بأنواعها المختلفة ، كما تقوم بمقابلة هذه الطلبات مع بعضها، أو تقوم بنفسها بتنفيذ الشراء أو البيع.
- 6 -تقوم بتقديم استشارات فنية للمستثمرين.
- 7 -تمثل ملتقى للبائعين والمشتريين للعقود المؤجلة والمستقبليات والخيارات بحيث يسهل الاتصال والتفاوض بما يؤدي إلى تحديد أسعار أكثر عدالة.

8 - آلية عمل السوق:

تعتبر هذه السوق أشبه بشركة تأمين إسلامية للأسهم والأوراق المالية والخيارات والعقود الآجلة والمستقبليات، ويتم تداول العقود الآجلة والمستقبليات في إطار الضوابط الشرعية التي تحكم عقود السلم والاستصناع، وذلك كما يلي:

عقود خيار الشراء:

تتلقى طلبات شراء عقود آجلة ومستقبلية وعقود خيار شراء أسهم بتواريخ معينة وأسعار محددة ، فتحصل على عمولات من طالي الشراء أو الراغبين في شراء عقود خيار شراء الأسهم، ويكون الأمر كالتالي:

بالنسبة لطالب الشراء: فإنه يحجز عددا من الأسهم لدى المؤسسة خلال فترة معينة، بحيث يتمكن من شراء هذه الأسهم في الوقت الذي يختاره من هذه الفترة بالسعر المحدد في بداية العقد، مقابل العمولة التي يدفعها ، فتكون المؤسسة ملزمة بالبيع بالسعر المتفق عليه مهما بلغ السعر وقت التنفيذ ، ويكون طالب الشراء بالخيار، فإذا ارتفع سعر الأسهم فمن مصلحته أن يقوم بالشراء، لأنه سيدفع السعر المتفق عليه منذ البداية والذي هو أقل من السعر الحالي، أما إذا انخفض سعر الأسهم فليس من مصلحة طالب الشراء تنفيذ طلبه، وفي هذه الحالة تنحصر خسارته في العمولة فقط.

أما بالنسبة للمؤسسة فإنها سوف تلتزم بالبيع في حالة ارتفاع سعر الأسهم مهما بلغ الارتفاع ، أو أنها ستلزم عميلا كان قد التزم بنفسه بالشراء، وفي هذه الحالة فإن هذا العميل سوف تلحق به الخسارة، لأنه سوف يبيع بأقل من السعر الحقيقي، ولكن لا ينبغي أن ننسى أن هذا العميل كان قد اشترى هذه الأسهم بسعر أقل من السعر الحالي غالبا، وبالتالي فليس هناك خسارة.

أما إذا كانت المؤسسة هي التي التزمت بالبيع، فإنها ستقوم بتعويض الخسارة من العمولات التي تتقاضها خيارات الشراء والدفع وغيرها.

ويمكن أن يأخذ هذا البيع صفة بيع العربون — كما بينا سابقا — فإذا رأى المستثمر أن من مصلحته أن

يشتري الأسهم في وقت محدد أمضى العقد بالشراء، وإذا رأى العكس تنازل عما دفعه ثمنا لعقد الخيار (العربون).
أما في حالة خيار البيع (الدفع):

فيكون لمالك الأسهم الحق بالبيع إذا شاء، مقابل عمولة يدفعها للمؤسسة، وتكون المؤسسة ملزمة بالشراء إذا رغب البائع خلال الفترة المتفق عليها مهما بلغ سعر الأسهم. وتكون المؤسسة ملتزمة بالشراء بنفسها أن ييجاد مشترين مقابل أجر أو عمولة، فهي تتلقى طلبت الشراء وتقوم بمقابلتها بطلبات البيع، فإذا تقابلت في الأنواع والأسعار فلا مشكلة، وإذا لم تتقابل فلا بد أن تقوم المؤسسة بنفسها بالشراء أو البيع، وهي إما أن تكسب أو تخسر، فإذا كسبت فلا مشكلة، أما إذا خسرت فإنها تعوض خسائرها من عدة طرق:
العمليات الراجعة.

العمولات.

يمكن أن تتقاضى رسوم إصدار لعقود خيار الشراء ذات النمط المحدد.

يمكن أن تتقاضى نسبة للتأمين التكافلي، للصفقات الكبيرة، من المشترين والبائعين

غير أن عدد الطالبين لشراء العقود يمكن أن يزيد عن عدد الطالبين للبيع، أو العكس وفي هذه الحالات فإن المؤسسة يمكن أن تحقق أرباحا كبيرة، أو خسائر كبيرة، وبالتالي فهي بحاجة دائما إلى مصادر تعويضية إضافية، مثل رسوم إصدار أو رسوم تأمين تكافلي، ولتلافي الخسائر الكبيرة يمكن للمؤسسة أن تضع بندا في العقود، يعفيها من تحمل الخسارة إذا زادت عن حد معين.

ضوابط احترازية: بعض الضوابط الاحترازية لتفادي عنصر المقامرة في عقود الخيارات بشكل خاص مثل:

أن تتعامل هذه المؤسسة مع مالكي الأسهم الحقيقيين، وأن تودع الأسهم لدى المؤسسة عند بداية العقد أو ما يثبت وجودها وملكيته.

أن يمارس أسلوب الخيار الأوروبي فقط، أي ينفذ الخيار في آخر يوم من م دته، وذلك لتقليل فرص الاستفادة من التقلبات اليومية.

أن تنتهي مدة الخيار مع بداية أول ساعة في آخر يوم من أيام العقد، وذلك لتلافي الارتفاع بسبب تزايد الطلبات.

ويمكن إضافة ضوابط أخرى احترازية خاصة بالعقود الآجلة والمستقبليات مثل:

- أن يتم التأكد من تسليم السلع أو الأوراق المالية التي تمثلها العقود الآجلة.

- أن يتم تسليم رأس المال النقدي في مجلس العقد، كما هي شروط السلم.

- أن يتم التأكد من هوية المتعاملين بهذه العقود، وأنهم يقومون بالتجارة حقيقة وليس بشكل وهمي.

المطلب الخامس: شروط تطوير المشتقات المالية لكي تتماشى مع النظام المالي الإسلامي

لكي يستطيع النظام المالي الإسلامي الاستفادة من مميزات و الفوائد للمشتقات المالية السابقة الذكر هذه الفوائد المتمثلة أساسا في التوفير الكبير في تكاليف المعاملات، و في إدارة المخاطر العامة و السيطرة عليها، و في التكامل

مع المنظومة المالية الدولية و الإستفادة من فرص إستثمار الأموال الإسلامية ، و من فرص التمويل المتاحة في سوق رأس المال العالمي ، يجب على هذه المشتقات أن تتوفر فيها الشروط التالية :

- 1- يجب أن تكون المشتقات متوافقة مع الشريعة الإسلامية
 - 2- يجب أن تحقق الفوائد و المنافع للمشتقات المالية التقليدية
 - 3- يجب أن تكون قابلة للتداول في أسواق المال الدولية
- إن تحقيق المتطلبات السابقة يتطلب تفهما عميقا لأهمية إدارة المخاطر في ظل الظروف الإقتصادية المعاصرة و التي لا يمكن للمعاملات الإسلامية أن تكون في معزل عنها ، و ذلك من قبل الفقهاء المعاصرين و المؤسسات المالية الإسلامية و هي الجهة المخولة لها تقديم هذه الأدوات و من قبل المؤسسات و الأفراد المستخدمين لها و كذا من قبل السلطات المالية و النقدية في الدول الإسلامية
- و يجب على المؤسسات المالية الإسلامية و السلطات النقدية في الدول الإسلامية أن تؤسس و حدات للبحث و التطوير و ذلك لتحقيق الأهداف التالية :

- أ - إستحداث مشتقات مالية تحقق المتطلبات التالية أو تطوير المشتقات السابقة في ظل العقود والضوابط الشرعية.
- ب- تطوير وسائل و معايير فعالة لقياس المخاطر التي تخفف أو تنشأ بإستخدام المشتقات المالية الإسلامية
- ج - سيؤدي إستخدام المشتقات المالية الإسلامية إلى تغيرات حركية للقطاع المالي و النقدي مما يتطلب من السلطات المالية و النقدية أن تتبنى ضوابط و سياسات إستقرار فعالة تتماشى مع المرونة المتزايدة للمؤسسات المالية و مقدرتها على الحركة عبر النظام المالي الدولي ، و لكي تتماشى أيضا مع التغير الدناميكي للمشتقات المالية

الخلاصة:

لقد اقترح كثير من الباحثين أدوات مالية إسلامية عديدة ، يمكن تداولها في السوق المالي ، أما العقود الآجلة و عقود الخيار و المستقبلات ، فلا زالت بعيدة عن مجال البحث ، رغم ما تمثله هذه العقود من أهمية كبيرة في الاقتصاديات المعاصرة.. حيث يعتبرها البعض من أفضل ما أبدعه و ابتكره العقل البشري..

وقد حاولت هذه الدراسة إضافة هذه العقود إلى الأدوات التي يمكن تداولها في السوق المالية الإسلامية ، و ذلك بعد تطويرها في ظل العقود والضوابط الشرعية.

فعقود الخيارات يمكن تطويرها إسلاميا في ظل الأحكام الشرعية لبيع العربون و التأمين و الالتزام و الكفالة و الحقوق المعنوية.. أما العقود الآجلة فهي أشبه ما تكون بعقد السلم.. بينما يمكن الاستفادة من عقد الاستصناع لتطوير عقود المستقبلات و ذلك لاتحاد هذه العقود في عدم اشتراط تسليم الثمن النقدي في مجلس العقد و إمكانية إصدارات سندات استصناع..

إن السوق المالية الإسلامية بما تشتمل عليه من أدوات مالية إسلامية لا زالت بحاجة إلى الابتكار و الإبداع من أجل أن تقوم بالدور الاقتصادي المؤمل منها ، والذي يمكن أن يساهم في تخفيف التبعية الاقتصادية للأسواق المالية في الدول الغربية.

وحتى تستمر الصيرفة الإسلامية في ابتكار وتطوير أدواتها لا بد لها من :
أولاً: خلق البيئة المناسبة داخل المؤسسات المالية للتطوير والابتكار عبر تحفيز الموظفين على الابتكار والتطوير
بمكافأة كل من يأتي بفكرة أو يبتكر أداة تستفيد منها المؤسسة المالية وحفظ الحقوق الأدبية لصاحب الفكرة أو
الابتكار

ثانياً: تبني المؤسسات المالية لمبدأ الحماية الفكرية لمنتجاتها المبتكرة وذلك حتى تستفيد منها مادياً مما يشجعها على
التطوير والابتكار حيث أنها تقوم بتحمل تكاليف التطوير الباهظة ومخاطر تطبيق الأداة للتحقق من جدواها وبعد
نجاح الأداة المطورة أو المبتكرة من هذه المؤسسة أو تلك نجد أن المؤسسات المالية الأخرى تسارع إلى تطبيقها
والاستفادة منها دون تحمل تكاليف التطوير أو مخاطر التطبيق في مرحلة الاختبار وهذا مما يثبط عزائم المؤسسات
المالية عن محاولة التطوير والابتكار إلا للحاجة الملحة
ثالثاً: إنشاء مركز لتطوير المنتجات والأدوات المالية الإسلامية تشترك في رأسماله جميع المؤسسات المالية الإسلامية
والنوافذ الإسلامية

المراجع :

- 1/ منير إبراهيم هندي : الأوراق المالية و أسواق المال- منشأة المعارف-الإسكندرية-2007
- 2/ أحمد سليمان خصاونة-المصارف الإسلامية-عالم الكتب الحديث للنشر و التوزيع-عمان -الأردن -2008
- 3- نشرة صندوق النقد الدولي - الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية - سبتمبر 2007
- 4- الصناعة المالية الإسلامية : السعي لأدوات مالية متوافقة للشريعة WWW.ANNABAA.ORG
الإسلامية
- 5-زايد عبد السلام : الهندسة المالية مدخل لتطوير الصناعة المالية الإسلامية -مجلة علوم إنسانية - العدد 38
السنة 2008
- 6-محمود أحمد الجمل -إشراك المصارف الإسلامية في معاملات السوق المفتوحة للبنوك المركزية-مجلة جامعة عبد
العزیز للإقتصاد الإسلامي -المجلد 15 -السنة 2003
- 7عبد الرحيم الساعاتي : نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية- مجلة جامعة عبد العزيز للإقتصاد
الإسلامي -المجلد 11 -السنة 1999
- 8-كمال توفيق حطاب -نحو سوق مالية إسلامية-المؤتمر العالمي الثالث للإقتصاد الإسلامي -جامعة أم القرى
- 9- تقرير المجلس العام للبنوك و المؤسسات المالية الإسلامية: الصكوك الإسلامية مالها و ماعليها

WWW.cibafi.ORG