

بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول:

منتجات وتطبيقات الابتكار و الهندسة المالية

بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية

يومي 5 و 6 ماي 2014م الموافق لـ: 5 و 6 رجب 1435هـ

بعنوان:

إشكالية استخدام المشتقات المالية كأداة للحد من المخاطر في ظل الأزمات دراسة مقارنة بين المشتقات المالية التقليدية و الصكوك الإسلامية

أ. ل. عايـبـ و لـيـ

أ. بخاري لولو

جامعة برج بوعريـجـ

الملخص

يعد استخدام المشتقات المالية في مجال تغطية من المخاطر أحد أهم الخصائص المميزة للأسواق المالية العالمية في الآونة الأخيرة حيث أن تطور هذه المشتقات كان من ناحية حجم التداول بالإضافة إلى أنواع المشتقات التي تختلف بين مشتقات متداولة على مستوى السوق المنظمة، و التي تتميز بوجود غرفة المقاصة التي تسهر على السير الحسن للعمليات و مشتقات متداولة على مستوى السوق غير المنظمة، و التي تتميز بعقود على مقاس كل متعامل في غياب هيئة تحكم التعامل في هذه السوق، و هذا ما جعل من الأولى المكان الأنسب للتغطية من المخاطر، و جعل من الثانية المكان المفضل للمضاربين للقيام بمضارباتهم، و في هذا الإطار سعت هذه المداخلة الى ابراز و تحليل هيكل التعامل في السوق المنظمة و السوق غير المنظمة التي كانت لصالح هذه الأخيرة و هذا ما جعل المشتقات المالية تتحول عن وظيفتها الأساسية و المتمثلة في التغطية من المخاطر، الى وظيفة أخرى تتمثل في المضاربة و التي كانت السبب الرئيس في تحول المشتقات المالية الى مصدر للمخاطرة و أدت الى حدوث ازمات مالية حادة لازال الاقتصاد العالمي يعاني من ويلاتها إلى حد الآن، و في ظل هذه الظروف برزت أدوات الهندسة المالية الإسلامية ممثلة أساسا في الصكوك الإسلامية كأداة تستخدم في إدارة المخاطر حيث أخذت حيزا معتبرا في النظام المالي العالمي، و هذا ما جعل هذه المداخلة تركز على الصكوك الإسلامية و أهميتها في النظام المالي العالمي و كيف تكيفت مع الأزمات المالية .

Resume :

One of the dominant features of financial markets over the past decade has been the fantastic development of products not only in terms of volume but also in terms of types of contracts. Derivatives have also been much stronger than conventional financial transactions , which themselves exceed the growth or production of merchandise trade expansion. According to a census of the Bank for International Settlements and the information professional organizations, outstanding nominal derivatives of any kind products (including operations and derivatives traders on goods) reached about 84,000 billion, which is higher than the total market capitalization broadly in major developed countries amount. It is almost three times the global gross domestic product (GDP)

In other side Islamic finance has realized a great development in finance and investments fields, which lead to increase interest in the Islamic financial products in the banking activities and the different economic transactions, so that we find Sukuk one of the most important products, this latter has a great importance in the international financial markets, as it becomes a competitor to the traditional securities and it is available for all, individuals, companies and governments across the world, and like other securities, it confronts different risks, also it is affected by the Universal environment, in this respect this paper will treat financial engineering which used to manage Islamic sukuk risks and the effects of the last finance crisis on Islamic sukuk market , and this can be seen as follows: what is the financial engineering, the different kinds of Islamic sukuk, sukuk's risks, managing sukuk's risks and finally the effect of the financial crisis on the sukuk market.

مقدمة

لقد أدت التطورات الحاصلة في الميدان الاقتصادي، و المالي في الربع الأخير من القرن الماضي إلى تزايد حدة المخاطر التي أثرت بشكل كبير على البنوك و من بين أهم هذه المخاطر، نجد مخاطر معدلات الفائدة و مخاطر معدلات الصرف، و تماشيا مع هذا التطور و جب إيجاد صيغ جديدة و استراتيجيات تسمح بالحماية و التغطية ضد التغيرات غير المرغوب فيها لأسعار الأصول المالية، و يتحقق هذا عن طريق عدة تقنيات تتمثل خاصة في العقود المستقبلية، المبادلات و الاختيارات، و يتداول كل نوع من الأدوات السابقة في أسواق مستقلة عن الأخرى و مع تزايد أهمية الأدوات المالية المشتقة أولى الأخصائيون عناية كبيرة لدراسة هذه الأدوات بشكل يسمح بالتحكم في استعمالها لتحقيق الهدف الذي طورت من أجله ، ألا وهو التغطية ضد المخاطر بالإضافة إلى الدور الاستثماري الذي تلعبه، و إذا كانت التغطية هي أهم عملية يقوم بها المتعاملون على مستوى أسواق الأدوات المالية المشتقة، فإن هناك عمليات يسعى من خلالها المتعامل إلى المخاطرة بمعنى يتحمل المخاطرة من أجل تحقيق أرباح مع احتمال حدوث خسائر في حالة عدم حدوث توقعات المتعامل، و هذا ما أدى الى مساهمة هذه المشتقات المالية في استحداث ازمات مالية عديدة كان آخرها أزمة الرهن العقاري و أزمة الديون السيادية، و بالتالي فإن الشيء الملاحظ أن هناك سوء استخدام لهذه المشتقات المالية جعلها تتحول من أداة للتغطية من المخاطر الى مسبب أساسي للالزمات المالية.

و تماشيا مع هذا التطور حققت الصيرفة الإسلامية نموا كبيرا في مجالات التمويل والاستثمار، مما أدى إلى زيادة الاهتمام بالمنتجات المالية الإسلامية في العمليات المصرفية والمعاملات الاقتصادية المختلفة حيث برزت الصكوك الإسلامية كواحدة من أهم هذه المنتجات، والتي استطاعت أن تجد لها موطئ قدم في الأسواق المالية الدولية، كما أضحت تنافس السندات التقليدية ومتاحة في الوقت نفسه للجميع أفرادا وشركات وحكومات في القارات الخمس، إلا أنها كغيرها من الأوراق المالية تواجه مخاطر مختلفة وتتأثر بالمناخ الاقتصادي العالمي انطلاقا مما سبق يمكننا صياغة اشكالية هذه المداخلة في التساؤل التالي:

كيف يتم استخدام المشتقات المالية سواء كانت تقليدية أو إسلامية في إدارة المخاطر؟ و ماهي الأسباب و العوامل التي أدت إلى انتقال دور هذه المشتقات من التحوط من المخاطرة إلى السعي إليها و التي كانت أحد أهم أسباب الأزمات المالية الأخيرة؟

١- إدارة مخاطر المعدل باستخدام المشتقات المالية

١ - المشتقات المالية في اطار السوق المنظمة

الأول: تحقيق العوائد من فروقات الأسعار عند تقلبها في فترات قصيرة ؛

الثاني: التحوط من تقلبات السوق وبالتالي تستخدم الخيارات لتجاوز أو لتخفيف مخاطر السوق.

وتتولى مؤسسات متخصصة في الأسواق المالية دور صمام الأمان للعقود المعنية ففي الولايات المتحدة التي نظم أهم أسواق الخيارات العالمية مثل سوق خيارات مجلس شيكاغو وسوق الأسهم الأمريكية، هناك مؤسسة تصفية الخيارات التي تتوسط في إنجاز مهمات السوق الثانوية لخيارات الشراء والبيع حيث يقوم ممثلو المشتريين والبائعين بعد التفاوض مع السماسرة بالتعامل المباشر مع مؤسسة تصفية الخيارات لاستلام أو تسليم حصص الأسهم ولإنجاز النشاطات الأخرى المتعلقة بتنفيذ العقود المتفق عليها.³

أ- محددات قيمة عقد الخيار

توجد عدة محددات لقيمة عقد الخيار هي:

- **سعر الأصل المعني - le cours de sous jacent** :- فكلما ارتفع سعر السوق لهذا الأصل زادت إمكانية تحقيق أرباح أكبر مما يستلزم مكافأة كبيرة؛
- **سعر التنفيذ:** كلما ارتفع سعر التنفيذ انخفضت قيمة المكافأة المطلوبة، وذلك أن أرباح حامل عقد الخيار تقل نسبيا؛
- **تذبذب سعر الأصل المعني:** ترتفع قيمة عقد اختيار الشراء كلما كانت درجة تذبذب سعر الأصل المعني كبيرة، وذلك لزيادة احتمال تحقيق أرباح، كذلك قيمة اختيار البيع ترتفع بارتفاع درجة تذبذب سعر الأصل المعني.⁴

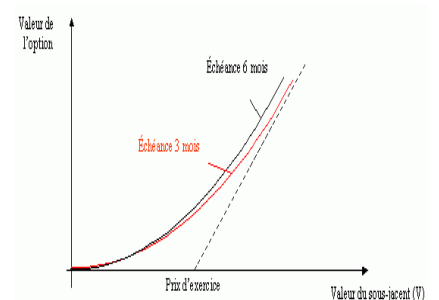
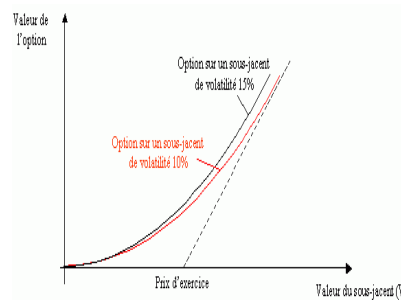
الشكل -1-

الشكل -2-

علاقة قيمة عقد الاختيار بمدة حياة العقد

علاقة سعر عقد الاختيار بتذبذب سعر

الأصل المعني



قيمة الأصل : **Valeur de sous jacent** قيمة عقد الاختيار : **Valeur de l'option**

سعر التنفيذ : **Prix de l'exercice** المعني

- من جهة أخرى فإن المستثمر سوف يتخلى على الفوائد أو العوائد الناتجة عن الأصل المعني. يمكننا إستنتاج الصيغة التالية التي توضح العلاقة بين العقد المستقبلي و السعر الحاضر:

Prix du contrat à terme / (1+r) = prix comptant – VP (DC)

حيث:

r : معدل الفائدة بدون مخاطرة للفترة؛

$VP(DC)$: العوائد أو الفوائد المتخلي عنها .

2- المشتقات المالية في اطار السوق غير المنظمة

النوع الثاني لأسواق الأدوات المالية المشتقة هي السوق غير المنظمة، حيث تعد هذه السوق على القياس بمعنى العقود الآجلة تكون حسب طلب المتعاملين و لا تتمتع بميزة الترميط، و تضم هذه السوق جميع المعاملات التي لا تتم على مستوى السوق المنظمة، و يتم التعامل دون المرور على غرفة المقاصة وبالتالي فإن درجة المخاطرة المتعلقة بالسيولة تكون كبيرة مع درجة مخاطرة كبيرة و شفافية متغيرة.

2-1- العقود الاجلة

تعرف العقود الآجلة على أنها عقود مشتقة بسيطة أي أنها اتفاق على شراء وبيع أصل في وقت مستقبلي معين مقابل سعر معين، ويكون العقد عادة بين مؤسستين ماليتين أو مؤسسة مالية وأحد عملائها من المنشآت ولا يتم تداوله في البورصة عادة.

ويتخذ أحد الطرفين في العقد الآجل مركزا طويلا ويوافق على شراء الأصل محل العقد في تاريخ مستقبلي يتم الاتفاق عليه، بينما يتخذ الطرف الآخر مركزا قصيرا ويوافق على بيع الأصل في نفس التاريخ مقابل نفس السعر وتتم تسوية العقد الآجل عند استحقاقه حين يقوم حائز المركز القصير بتسليم الأصل إلى حائز المركز الطويل مقابل مبلغ نقدي مساو لسعر التسليم ومن المتغيرات الرئيسية التي تحدد قيمة أي عقد آجل في وقت ما، السعر السوقي للأصل.

تتشابه العقود المستقبلية مع العقود الآجلة لدرجة كبيرة، بل أن الكثير يعتبر العقود المستقبلية نوع من العقود الآجلة ولكنها نمطية وتتداول في بورصات منظمة.

ويوجد اختلافان أساسيان بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية هما:

الأول: تتمتع العقود المستقبلية بمخاطر سيولة أقل وذلك لأنها تتداول في بورصات منظمة. وتتمتع العقود المستقبلية بشروط وخواص نمطية مثل جودة وكمية الأصل محل العقد وتواريخ انتهاء صلاحية العقد، وهذه النمطية أو المعيارية تسمح للعقود المستقبلية بأن تتداول في الأسواق

3-2- التدخلات على مستوى أسواق المشتقات المالية

يرتبط مفهوم تدخل متعامل على مستوى أسواق المشتقات بمفهوم الوضعية التي تشكل من كمية الأصول التي يجوز عليها المتعامل بالإضافة إلى الكمية التي سيبيعها منقوصا منها الكمية

$$Q = Q_{ap} + Q_{av} - Q_{aa}$$

التي سيشتريها.

Q: وضعية المتعامل في الأصل المالي؛

Qap: كمية الأصل المالي

المملكة؛

Q_{av} : كمية الأصل المالي المتاحة للبيع

Qaa: كمية الأصل المالي المتاحة للشراء.

نقول عن متعامل أن وضعيته طويلة أو مفتوحة إذا كانت أكبر من الصفر، و نقول أن وضعيته قصيرة أو مغلقة إذا كانت أقل من الصفر، وإذا كانت معدومة فالمتعامل لا يملك أية وضعية، و تتحدد نتيجة التدخل على مستوى سوق المشتقات حسب التغيرات في الأسعار و هذا ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول 1

الوضعيات المختلفة التي يكون عليها المتعامل في سوق المشتقات

$dP < 0$ التغير في الأسعار	$dP > 0$ التغير في الأسعار	$Position$
- خسارة- $R < 0$	- ربح- $R > 0$	$Q > 0$
- ربح- $R > 0$	- خسارة- $R < 0$	$Q < 0$
$R = 0$	$0 = R$	$Q = 0$

أ- عمليات التغطية

توجه عمليات التغطية لضمان المتعاملين ضد المخاطر التي يتعرضون لها في السوق حيث أن المتعامل الذي يتعرض لمخاطرة و لتكن على سبيل المثال سندات بمعدل ثابت و يتوقع أن تنخفض معدلات الفائدة فإن عمليات التغطية تسعى لإلغاء هذه المخاطرة و ذلك باستعمال المبادلات حيث أن المعدل الثابت سيعوض بمعدل متغير. استعمال هذا النوع من العمليات يتطلب توفر أربعة عناصر أساسية :

السوق، فلا هم يمتلكون الأصل الذي يرمون عليه عقد بيع ولا هم يرغبون في امتلاكه، أما الدافع في تعاملاتهم في تلك الأسواق هو إغتنام الفرص لتحقيق الأرباح، فلو أن تنبؤاتهم تشير إلى أن أسعار العقود المستقبلية على أصل ما بتاريخ تسليم ما ستكون أقل من السعر الذي سيكون عليه الأصل محل التعاقد في السوق الحاضر في نفس تاريخ تنفيذ العقد المستقبلي، فسوف يسعون إلى شراء تلك العقود، أي يأخذون مركزا طويلا عليها، أما إذا كانت توقعاتهم تشير إلى أن أسعار العقود المستقبلية في تاريخ التسليم سوف تكون أعلى من السعر الذي يكون عليه الأصل في السوق الحاضر في ذات التاريخ، فسوف يأخذون مركزا قصيرا، أي يبيعون عقودا مستقبلية.¹¹

يمكن أن يأخذ المضارب مركزا طويلا أو مركزا قصيرا في سوق العقود.

- إستراتيجية المركز الطويل يميل المضاربون إلى أخذ مركز طويل على عقد لسعة أو أصل مالي معين، عندما تشير التوقعات إلى حركة صعودية في أسعار العقود على تلك السلعة.
- إستراتيجية المركز القصير يسعى المضارب إلى أخذ مركز قصير أي بيع عقد على أصل مالي، عندما يتوقع اتجاه أسعارها نحو الهبوط، وإذا ما تحققت توقعاته فيمكنه إقفال مركزه بشراء عقد مماثل.¹²

انطلاقا من التحليل اسابق نلاحظ ان المشتقات المالية يمكن استخدامها في التغطية من المخاطر و ذلك من خلال عمليات التغطية على مستوى السوق المنظمة، كما يمكن استخدامها في تحقيق ارباح غير محدودة من خلال عمليات المضاربة على مستوى السوق غير المنظمة، اذا علمنا ان هذه السوق تحمل المستثمر تكاليف اقل بالمقارنة مع السوق المنظمة، لذلك لا بد من دراسة تحليلية لحجم التداول على مستوى السوق المنظمة و على مستوى السوق غير المنظمة لمعرفة ما هي التدخلات الاكثر انتشارا التغطية او المضاربة، كما يجب دراسة هيكل المشتقات المستخدمة في كل من السوق المنظمة و السوق غير المنظمة.

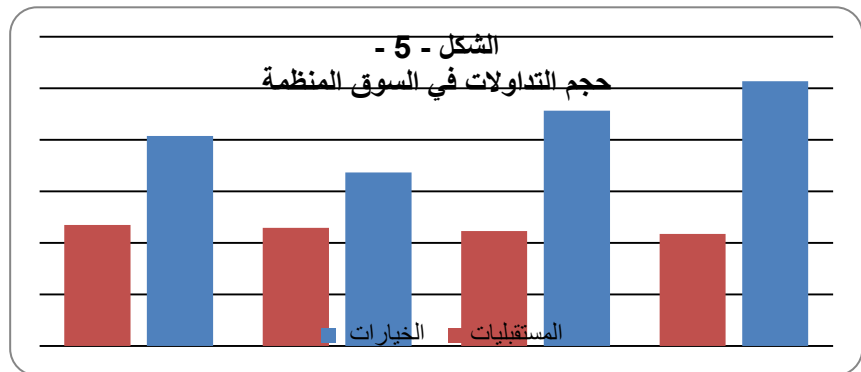
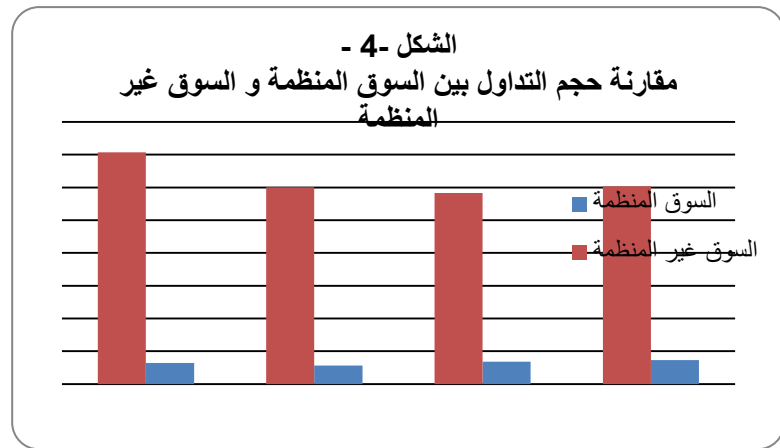
II - المشتقات المالية بين التغطية و المضاربة

يتضح من خلال ما سبق أن الوظائف الأساسية للمشتقات المالية هي التغطية من المخاطر التي يتعرض لها المتعاملين في السوق المالي، و المضاربة التي يسعى لها هؤلاء المتعاملون لتحقيق إرباح، فما هو حجم عمليات التغطية و المضاربة في السوق المالي على المستوى العالمي؟

2-1- دراسة تحليلية لحجم التداول في السوق المنظمة

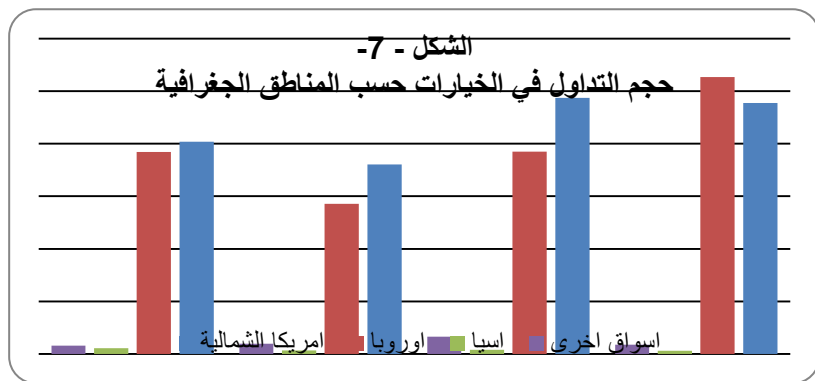
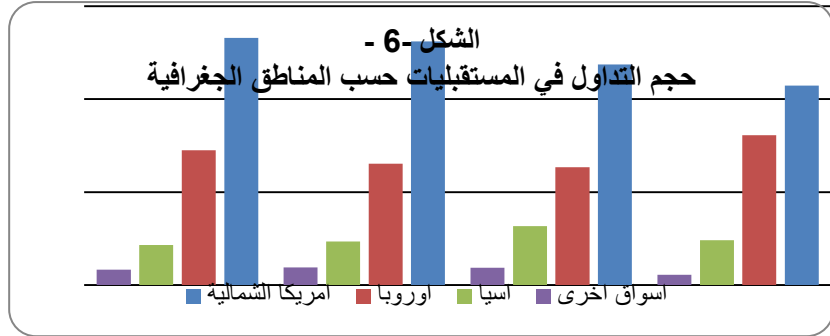
تتسم التعاملات في السوق المنظمة كما رأينا بتوحيد شروط التعامل في عقود المشتقات كتلك المتعلقة بالتسليم والتسوية والحد الأقصى- لعدد عقود المضاربة الذي يمكن أن يحوزه العميل الواحد بالنسبة لكل أصل¹³ إضافة إلى أن السوق المنظمة تكون مجهزة بغرفة

مقاصة تسمح بتنظيم سيولة العقود 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 طرف متعاملين معتمدين تحكمهم قواعد التداول المحددة من طرف هذه البورصة. و من ملاحظ أن المتدخلين على مستوى السوق المنظمة يسعون للتغطية من المخاطر وذلك لوجود غرفة المقاصة التي تسيّر هذه السوق، و إذا قارنا حجم التداول في السوق المنظمة و السوق غير المنظمة نلاحظ أن هناك فارقاً شاسعاً بينهما حيث أن جل المستثمرين يفضلون التعامل على مستوى السوق المنظمة لغياب التعقيدات الإدارية و التكاليف الإضافية و سعياً منهم لمضاربة و تحقيق أرباح إضافية و هذا ما يوضحه الشكل -4-

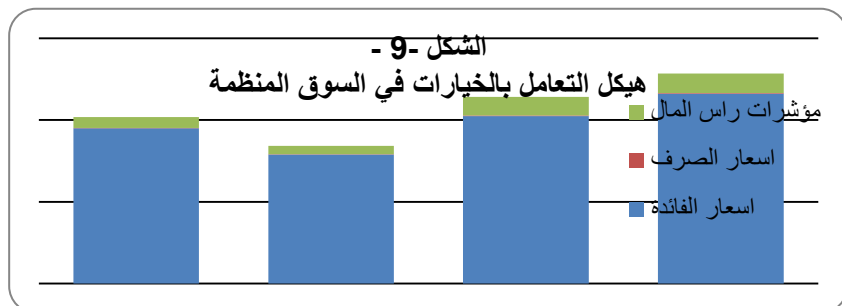
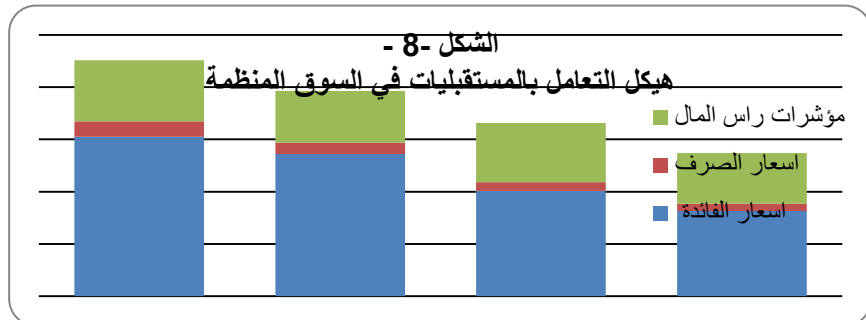


و من خلال تحليل المنحنى 5 نلاحظ أن النسبة الكبيرة في التعاملات على مستوى السوق المنظمة تكون لصالح عقود الخيار و ذلك للمزايا التي تمنحها للمستثمر الذي يرغب في التغطية من المخاطرة و المتمثلة في الحرية في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد بالإضافة إلى إمكانية تحقيقه أرباحاً غير محدودة، وإذا قمنا بتحليل التوزيع الجغرافي الذي يوضح حجم التعاملات بالمشتقات المالية المتداولة في السوق المنظمة سواء كانت مستقبليات أو خيارات نلاحظ من خلال المنحنى 6- و

7- ان النسبة الكبيرة للتداول كانت لصالح أسواق أمريكا الشمالية و أوروبا مع نسب منخفضة لأسواق آسيا.



و عند تحليلنا لهيكل التعامل في السوق المنظمة نلاحظ من خلال الشكل 8 و 9 أن النسبة الكبيرة للتعامل في الخيارات تهدف للتغطية من مخاطر أسعار الفائدة تليها في ذلك التغطية من مخاطر إعادة تسعير رأس المال و تأتي في المرتبة الأخيرة المخاطر الناتجة عن أسعار الصرف، و هنا تبرز أهمية التأثيرات التي تمارسها تغيرات أسعار الفائدة و أسعار الصرف على المتعاملين في سوق رأس المال.

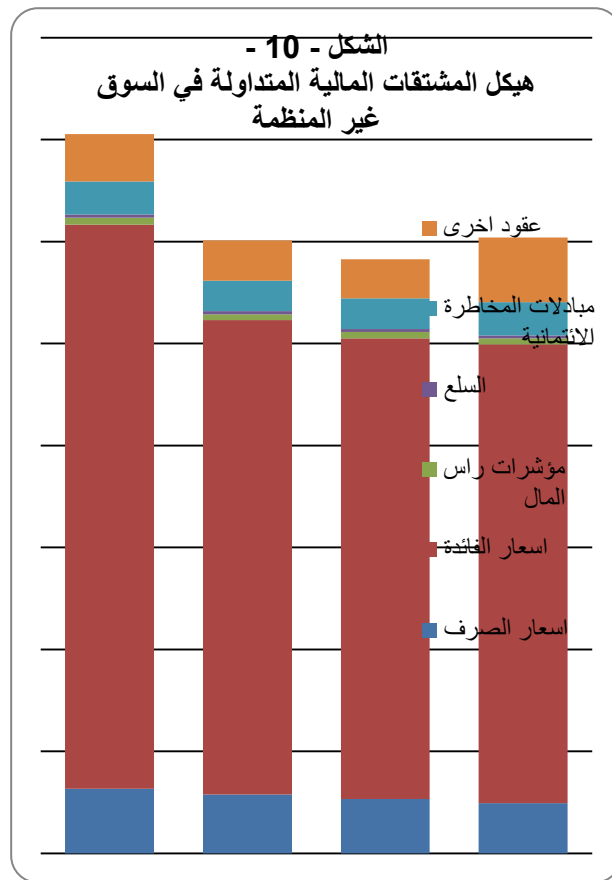


2-2-دراسة تحليلية لحجم التداول في السوق غير المنظمة

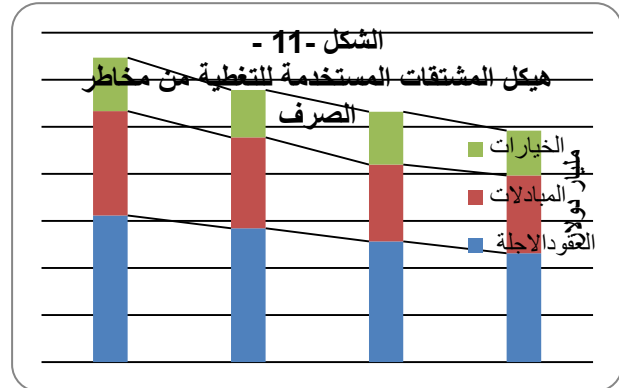
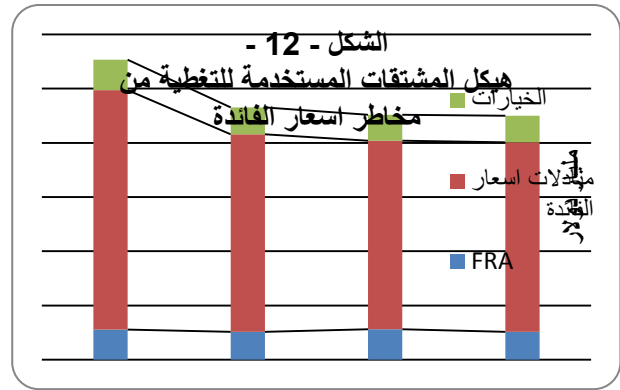
على عكس الأسواق المنظمة، السوق غير المنظمة تحكمها عمليات غير منظمة، هذه العمليات التي تتم على مقصورة الأسواق غير المنظمة، هي الأكثر تغييرا للنظام المالي الدولي، بالنظر لكونها لا تخضع لأي رقابة، ولأي هامش ضمان ولا تملك غرفة مقاصة، وتداول أيضا في مقصورتها العقود المستقبلية والعقود الآجلة ومنتجات أخرى أكثر تعقيدا والخيارات والمبادلات،... و العمليات في هذه السوق ليست نمطية، بل يتخذ قرارها بشكل مشترك بالاتفاق بين الطرفين المعنيين، بمعنى أنها مهيكلة حسب إرادة الطرفين المعنيين. ويعتبر ذلك إيجابيا بالنسبة للمتدخل الذي حددت العملية على مقاسه، في حين يعتبر ذلك سلبية عامة تتميز بها هذه الأسواق.

وانطلاقا من الشكل

10 نلاحظ ان هناك عدة مشتقات مالية متداولة على مستوى السوق غير المنظمة فمنها ما يتعلق بأسعار الفائدة و منها ما يتعلق بأسعار الصرف و منها ما يتعلق بالمخاطرة الائتمانية و مؤشرات راس المال، بالإضافة الى السلع كالذهب الى أخرى و من الملاحظ ان النسبة الكبيرة من



التعامل كانت لصالح المخاطر الناتجة عن تقلبات أسعار الفائدة و أسعار الصرف على غرار السوق المنظمة، و هذا ما يبرز أهمية هذه المخاطر في السوق العالمية، وإذا قمنا بتحليل أنواع المشتقات المالية المستخدمة في التغطية من مخاطر أسعار الفائدة و أسعار الصرف نلاحظ أن هناك عدة أنواع كما هو موضح في الشكلين 11-12-12-



حيث نلاحظ من خلال الشكل 11 ان العقود الاجلة - *forward* - و المبادلات *swaps* - تعتبران الاداتان الاكثر استخداما للتغطية من مخاطر الصرف ثم تأتي بدرجة اقل الخيارات المتداولة على مستوى السوق غير المنظمة، أما بالنسبة لمخاطر أسعار الفائدة فنلاحظ ان النسبة الكبيرة كانت لصالح مبادلات أسعار الفائدة و تأتي بعده *FRA*¹⁴.

2-3- المشتقات المالية كمصدر للمخاطرة

رغم أن التعامل في أدوات المشتقات المالية، يستهدف الحد من مخاطر التقلبات في معدلات العائد و أسعار الصرف وأسعار السلع. إلا أنه بحكم طبيعة تلك الأدوات إذ هي ترتبط بالتوقعات فهي كذلك تتضمن احتمالات الربح والخسارة، حيث أنها في حد ذاتها تتضمن مخاطر تؤدي في بعض الأحيان إلى خسائر هائلة و غير محتملة، مما يتسبب في خلق الأزمات، و ما يكرس هذا الطرح ما لاحظناه من خلال المقارنة التي كانت بين حجم التداول في السوق المنظمة و حجم التداول في السوق غير المنظمة، حيث ان حجم التداول في هذه الاخير اكبر بكثير من حجم التداول في السوق المنظمة، وهذا يعني ان عمليات المضاربة على مستوى السوق غير المنظمة اكبر بكثير من عمليات التغطية على مستوى السوق المنظمة، و هذا ما يؤدي الى استحداث الازمات المالية و الازمات المصرفية، و بالتالي اصبحت المشتقات المالية مصدر

1-1- الإطار النظري للصكوك الإسلامية

الصكوك جمع صك انتشر استعمال هذا المصطلح في المجتمعات الإسلامية خلال القرون الوسطى كأوراق تمثل التزامات مالية على أصحابها ناتجة عن المعاملات التجارية المختلفة.¹⁶

استطاع الفقهاء المعاصرون إيجاد بديل عن السندات الربوية بما سموه (سندات المقارضة) القائمة على أساس شركة المضاربة أو القراض، والشركة المتناقصة، فهي تعتمد في التمويل على تقديم الأموال من أرباب المال، ويكون العمل بصفة المضاربة من مؤسسة، ويكون الربح بينهما بحسب الاتفاق، والخسارة على صاحب رأس المال، أي يتم عقد المضاربة بين حاملي السندات ومصدرها، ويمكن تداول هذه الصكوك بعد بدء عمل المشروع، فيجوز إن كانت نسبة الأعيان والمنافع التي هي موجودات المؤسسة هي الغالبة على النقود، بنسبة 51٪ كما نص على ذلك قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته الرابعة رقم 30 (4/5).¹⁷ وقد امتد إصدار هذه الصكوك إلى باقي صيغ التمويل الإسلامية المعروفة.

التسديد أو التصكيك المقبول شرعاً هو تحويل الموجودات العينية أو المنافع إلى صكوك قابلة للتداول، ويحتاج بعض القيود والإجراءات لتحقيق الضوابط الشرعية التي تقوم على أساس ملكية المستثمر أصولاً دارة للدخل الذي يمثل عائد السند، كما أن هناك آلية مقبولة شرعاً من شأنها توفير التحوط (الحماية والأمان) للعميل دون الضمان الممنوع شرعاً في المشاركات.¹⁸

1-2- أنواع الصكوك الإسلامية:

تتنوع الصكوك الإسلامية إلى صكوك الإجارة والسلم والاستصناع والمضاربة والمشاركة... إلخ.

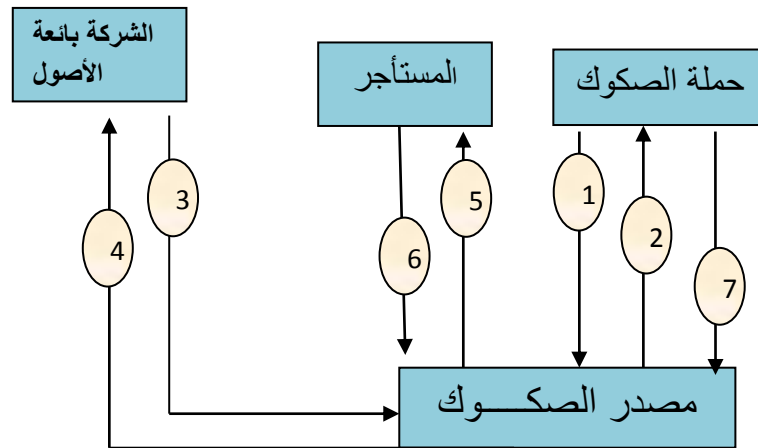
أ- صكوك الإجارة:

يعرفها بعض الباحثين بأنه " وضع موجودات دارة للدخل كضمان أو أساس، مقابل إصدار صكوك تعتبر في ذاتها أصولاً مالية"، فالغرض إذن من صكوك الإجارة تحويل الأعيان والمنافع التي يتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية (سندات) يمكن أن تجرى عليها عمليات التبادل والتداول فيسوق ثانوية وعلى ذلك يمكن تعريفها بأنها سندات (وثائق) ذات قيمة متساوية تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع مؤجرة، كإيجار قطعة أرض أو إيجار تجهيزات معينة كالطائرات والبواخر، ويمكن أن يكون هذا العائد ثابتاً أو متغيراً.¹⁹

تتميز هذه الصكوك بمجموعة من الخصائص مما يجعلها أساساً مهماً في السوق التمويلية الإسلامية، وأهم هذه الخصائص:

- خضوعها لعوامل السوق: تتأثر قيمتها السوقية بعوامل العرض والطلب فيه، بحيث إذا ارتفعت القيمة السوقية لتلك الأعيان، فإن قيمة الصكوك ترتفع تبعاً لذلك، وتهبط قيمتها إذا انخفضت القيمة السوقية للأعيان التي تمثلها.
- مرونتها: إذ لا يخفى أن هذه الصكوك تتمتع بمرونة كبيرة، سواء من حيث المشروعات التي يمكن تمويلها بها، أم من حيث الجهات المستفيدة من التمويل، أم من حيث الوساطة المالية المتضمنة فيها، أم من حيث الخيارات المتعددة التي تتاح لطالب التمويل، أم من حيث أنواع الأملاك والمشروعات التي يمكن تمويلها... إلخ.
- استقرار السعر وثبات العائد: عند مقارنة صكوك الإجارة بغيرها من الأوراق المالية يظهر بجلاء أن معظم صور هذه الصكوك تتمتع بدرجة عالية من الاستقرار في السعر والثبات في العائد، وبدرجة عالية من العلم المسبق بمقدار ذلك العائد وقت شراء الصك.²⁰

الشكل رقم 13 : هيكل صكوك الإجارة.²¹



1 استلام صكوك 2 نقود 3 شراء أصول 4 نقود 5 تأجير الأصول 6 عوائد 7 التوزيعات الدورية لحملة الصكوك

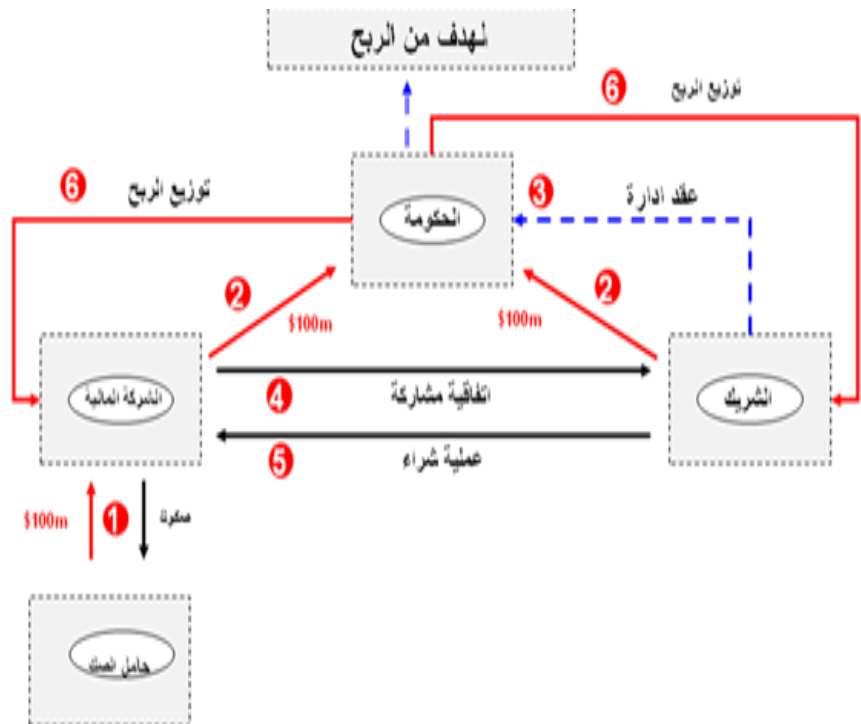
ب- صكوك المشاركة:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.²² يتم احتساب أرباح كل شركة أو مؤسسة من المكون وفق نسبة صافي ملكية الحكومة المخصصة لهذا الغرض وتوزع الأرباح على مالكي الصكوك والشهادات بنسبة حصصهم في متوسط صافي حقوق الملكية للمكون وذلك على مدى فترة الشراكة.

أما عن أهم خصائص هذه الصكوك فتتمثل في:

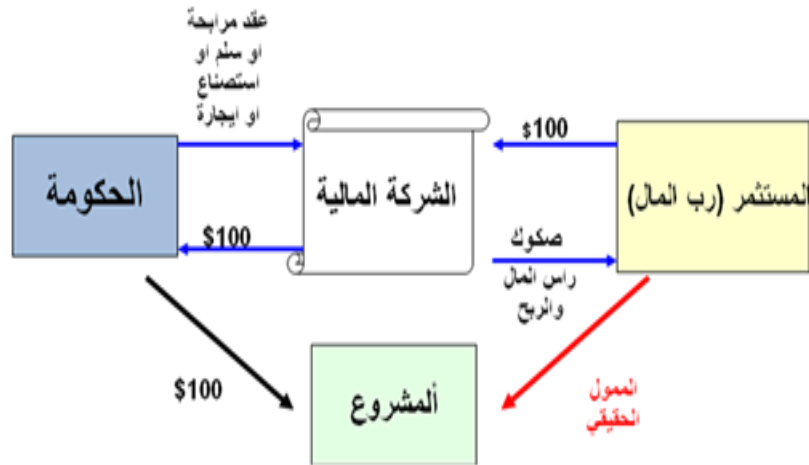
- شرعية وتفي بكافة متطلبات العقود الشرعية.
- ذات مخاطر استثمارية متدنية لأنها مسنودة بأصول اقتصادية تتميز بربحية عالية وإدارة كفؤة وتنوع في قطاعات اقتصادية مختلفة.
- ذات ربحية عالية مقارنة بأوجه الاستثمار الأخرى المتاحة.
- يمكن تسيلها في أي لحظة في السوق المالي.
- يمكن استخدامها في تسوية المعاملات المالية كوسيلة دفع مضمونة السداد.²³

الشكل رقم 14 : هيكل صكوك المشاركة



- يمكن إصدار هذه الصكوك لتشمل كافة القطاعات الزراعية والصناعية والخدمية والعقارية وغيرها.
- سهولة الرقابة عليها من الجهات المستفيدة من التمويل لارتباطها بموجودات عينيه.

الشكل رقم 14 : هيكل صكوك المضاربة.



1-3- مخاطر الصكوك الإسلامية:

يرتبط العمل المصرفي الإسلامي بالمخاطر أكثر مما عليه في المصارف التقليدية وذلك لأن العمل المصرفي قائم على المشاركة في الربح أي العائد والخسارة أي المخاطرة، بينما يقوم الاستثمار والتمويل المصرفي التقليدي على الفائدة ذات العائد المضمون بغض النظر عن نتائج محل الاستثمار. ويمكن تقسيم المخاطر التي تواجه الصكوك الإسلامية إلى :

- أ- مخاطر السوق تعتبر الأدوات و الأصول التي يتم تداولها في السوق مصدرا لهذا النوع من المخاطر التي تأتي إما لأسباب متعلقة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية أو نتيجة أحوال المنشآت الاقتصادية، فمخاطر السوق العامة تكون نتيجة التغير العام في الأسعار وفي السياسات على مستوى الاقتصاد ككل، أما مخاطر السوق الخاصة فتنشأ عندما يكون هناك تغير في أسعار أصول وأدوات متداولة بعينها نتيجة ظروف خاصة بها، ويمكن تقسيم مخاطر السوق إلى : مخاطر أسعار الأسهم، مخاطر أسعار الفائدة مخاطر أسعار الصرف، مخاطر أسعار السلع.²⁷
- ب- مخاطر أسعار الفائدة: تنشأ هذه المخاطر نتيجة التغيرات في مستوى أسعار الفائدة في السوق بصفة عامة، وكقاعدة عامة فإنه مع بقاء العوامل الأخرى على حالها، كلما ارتفعت مستويات أسعار الفائدة في السوق انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة.

لا تتأثر الصكوك الإسلامية مباشرة بسعر الفائدة لكونها لا تتعامل به إلا أنها قد تتأثر بسعر الفائدة إذا اتخذت سعراً مرجعياً في التمويل بالمربحة كالليبور مثلاً (LIBOR)²⁸، كما أن سعر الفائدة يقوم عليه النظام المصرفي في غالبية الدول الإسلامية، فإنه بلا شك يؤثر على الصكوك الإسلامية خاصة إذا لم يكن للوازع الديني دور في توجيه المستثمرين.

ت- مخاطر أسعار الأسهم: تنشأ هذه المخاطر نتيجة تقلبات أسعار الأوراق المالية في أسواق رأس المال سواء كانت هذه التقلبات بفعل عوامل حقيقية أو عوامل مصطنعة وغير أخلاقية، كالإشاعات والاحتكار والمقامرة والبيع والشراء الصوري ونحو ذلك وهو ما يؤثر على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية.

ث- مخاطر أسعار الصرف: تنشأ هذه المخاطر في سوق النقد نتيجة تقلبات سعر صرف العملات في المعاملات الآجلة ففي حالة شراء سلع بعملة أجنبية أو انخفاض سعر تلك العملة الأجنبية مقابل العملات الأخرى، كما أن مخاطر سعر الصرف قد تظهر أيضاً عند إصدار الصكوك بعملة معينة واستثمار حصيلتها بعملات أخرى، أو إذا كانت المنشأة المصدرة للصكوك تحتفظ بمواقع مفتوحة تجاه بعض العملات الأجنبية أو التزامات الدفع خاصة في عمليات المراجعات والتجارة الدولية.

ج- مخاطر أسعار السلع (الأصول الحقيقية): هذه المخاطر مرتبطة بطبيعة الصكوك الإسلامية من حيث كونها تمثل حصة شائعة في ملكية أصول، ونظراً لأن الأصول الحقيقية من سلع وخدمات تباع في الأسواق، فإنها قد تتعرض للنقص في قيمتها بفعل عوامل العرض والطلب أو السياسات الاقتصادية الحكومية وغيرها من عوامل السوق.

ح- مخاطر الائتمان: هي المخاطر التي ترتبط بالطرف الآخر (contre partie) في العقد أي قدرته على الوفاء بالتزاماته كاملة في موعدها كما هو منصوص عليه في العقد، ويرد حدوث المخاطر الائتمانية في الدفتر التجاري للمصرف، ففي الدفتر المصرفي تظهر المخاطرة الائتمانية في حالة القرض عندما يعجز الطرف الآخر عن الوفاء بشروط القرض كاملة وفي موعدها.²⁹

في الصكوك الإسلامية يمكن أن ينشأ هذا الخطر نتيجة سوء اختيار العميل سواء بعدم وفائه بالتزامات العمل المسند إليه بالنسبة لاستثمارات الصكوك المختلفة أو عدم رغبته في استلام السلعة المشتراة ورجوعه عن وعده - في حالة اعتبار الوعد غير ملزم -، أو عدم الالتزام بتوريد السلع المتفق عليها بالنسبة لاستثمارات صكوك السلم.

خ- مخاطر السيولة: يكون سببها عدم قدرة البنك على تنفيذ التزاماته حال تحققها دون حدوث خسارة غير مقبولة. وتتضمن أيضاً عدم القدرة على معالجة تراجع مصادر الأموال غير

المخطط لها، وضعف الإدارة في تحديد التغييرات في ظروف السوق التي يكون لها تأثير كبير على قدرة المصرف لتسجيل قيمة الصكوك بشكل سريع وبأقل خسارة من القيمة.³⁰

2- إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية:

تعتبر سياسات إدارة المخاطر عن الأساليب و الإجراءات المتخذة لمواجهة ومعالجة الخطر، ويمكن كذلك أن نعرفها بأنها عملية قياس أو تحديد أو تقييم الخطر الذي تتعرض لها و يمكن أن تتعرض له المنظمة.

2-1- خطوات إدارة المخاطر:

- تحديد المخاطر: تعتبر هذه الخطوة أول الاجراءات لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، فكما جاء في السابق يواجه كل نوع من الصكوك جملة من المخاطر كخطر سعر الفائدة، خطر السيولة، خطر التشغيل....إلخ.
- قياس المخاطر: الخطوة الثانية في إدارة المخاطر الصكوك الإسلامية هي قياسها، إن كل نوع من المخاطر يجب أن ينظر إليه بإبعاده الثلاثة: حجمه ومدته واحتمالية الحدوث لهذه المخاطر ويعتبر الوقت المناسب الذي يتم فيه القياس ذو أهمية بالنسبة لإدارة المخاطر.
- دراسة اختيار البدائل المناسبة للتعامل مع المخاطر: وذلك من خلال دراسة البدائل اللازمة للتعامل مع كل نوع من أنواع مخاطر الصكوك الإسلامية ، واتخاذ القرار اللازم باختيار البديل المناسب سواء بتجنب تلك المخاطر، أو توزيعها، أو قبولها والتعامل معها خاصة في حالة وجود إدارة جيدة لإدارة المخاطر، وعلى أية حال فإن المقارنة بين المنافع والتكاليف من جراء تلك المخاطر هو المعيار الملائم في إتباع الأسلوب المناسب في التعامل مع المخاطر فينبغي أن تفوق المنافع التكاليف المترتبة على مخاطر الصكوك الإسلامية.³¹
- تنفيذ القرار: وذلك من خلال وضع الآليات اللازمة لتنفيذ البديل الملائم للتعامل مع المخاطر موضع التنفيذ.

2-2- الآليات المستخدمة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية:

يمكن للجهة المصدرة للصلوك أن تتبع مجموعة من التقنيات والإجراءات وذلك بهدف تقليل هذه المخاطر أو تجنبها:

- أ- إتباع سياسة التنوع: يؤكد هذا المبدأ ضرورة قيام المستثمر بتنوع موجوداته من خلال مسكه لنوعين أو أكثر من المشاريع مثلا، على مبدأ (لا تضع كل البيض في سلة واحدة)، فالمستثمر الناجح يسعى للحصول على أكبر عائد ممكن بأقل مخاطرة ممكنة ولا يمكن أن يحصل على ذلك إلا بتطبيق فكرة التنوع، وبالنسبة للصكوك الإسلامية فإن التنوع قد يكون حسب القطاعات، وبالتالي فإن إصدار الصكوك الإسلامية ليشمل جميع القطاعات الاقتصادية سوف يقلل من المخاطر التي تتعرض لها هذه القطاعات تبعا للدورات الاقتصادية كما يمكن إصدار

هذه الصكوك ضمن آجال مختلفة (قصيرة، متوسطة، طويلة الأجل) وهذا من أجل مواجهة مخاطر التضخم، فكما هو معلوم كلما زاد أجل هذه الصكوك كانت أكثر عرضة لمخاطر التضخم، كما يمكن أن يكون التنوع في استخدام صيغ التمويل (صكوك المضاربة صكوك المربحة، صكوك السلم، صكوك الاستصناع.... إلخ)، التنوع في اختيار العملاء والشركاء أو ما يعرف بنسبة توزيع المخاطر حيث تسمح هذه النسبة بمعرفة مستوى التعهدات مع مستفيد واحد أو مجموعة من المستفيدين التي لا تتجاوز حد أقصى وهذا لتجنب أي تركيز للأخطار مع نفس الربون.³²

ب- الرقابة المالية: تتطلب حماية حقوق الصكوك الإسلامية توفير الرقابة، ويقصد بها الإشراف والفحص والمراجعة من جانب سلطة أعلى لها، وذلك للتأكد من حسن استخدام الأموال في الأغراض المخصص لها، وأن الإيرادات تحصل طبق النظم المعمول بها وللتأكد من سلامة تحديد نتائج الأعمال والمراكز المالية وتحسين معدلات الأداء والكشف عن المخالفات والانحرافات وبحث الأسباب التي أدت على حدوثها واقتراح وسائل علاجها لتفادي تكرارها مستقبلاً.

ت- استخدام تقنيات الرهن والكفالة:

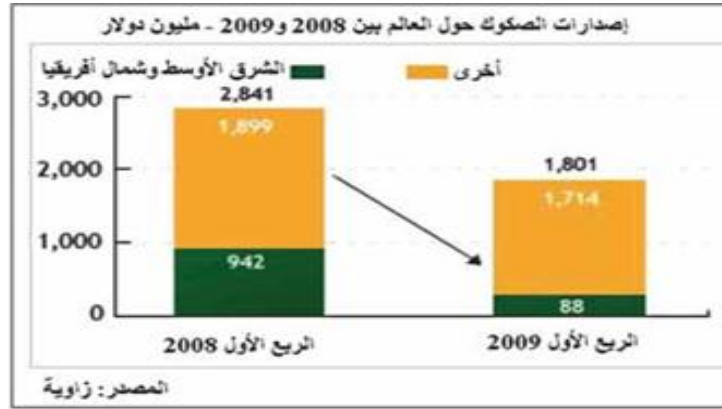
- الرهن: وهو حبس شيء بحق يمكن استيفاءه منه، أو جعل شيء مالي محبوساً وثيقة بحق مثل تقديم المدين حلياً أو ساعة أو عقاراً رهناً للدائن المرتهن، وهو مشروع في الإسلام لقوله تعالى: "فرهان مقبوضة" (البقرة 2-283)، ولأن "النبي اشترى من يهودي طعاماً إلى أجل، ورهنه درعاً من حديد"³³. ويشترط في المرهون ستة شروط: أن يكون متقوماً، موجوداً وقت التعاقد، أن يكون مملوكاً بنفسه للراهن، أن يكون معلوماً، أن يكون مقدور التسليم، وأن يكون المرهون مقبوضاً في الدائن المرتهن، أو عند شخص مؤتمن وهو المسمى بالعدل.³⁴

تسمح هذه الآلية بتخفيض مخاطر الصكوك الائتمانية خاصة، فيمكن للدائن أن يشترط على المدين تفويضه ببيع الرهن عند حلول أجل الدين للاستيفاء من ثمنه.

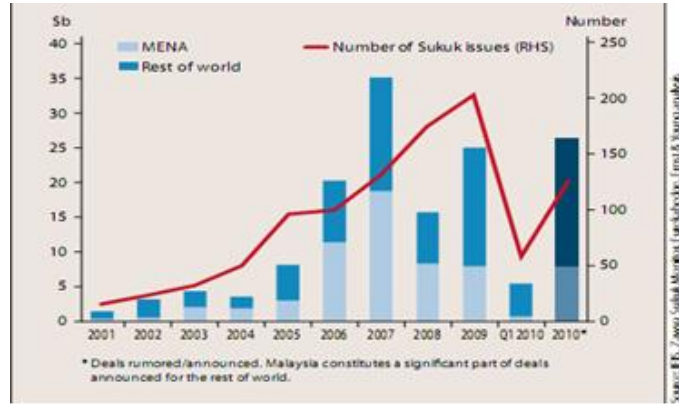
- الكفالة: هي ضم ذمة إلى ذمة في المطالبة مطلقاً، أيضم ذمة الكفيل إلى ذمة الأصيل في المطالبة بنفس أو دين أو عين، أي أن يلتزم طرف بتحمل عبء عن طرف آخر على سبيل التبرع، وكفالة الشخص الملية وسيلة ناجحة في تخفيض مخاطر توظيف حصيلة الصكوك الإسلامية، خاصة المخاطر الائتمانية ومخاطر المخالفات الشرعية ومخاطر الأصول وعوائدها.

ث- التأمين التبادلي: تتيح هذه الآلية الحماية من المخاطر الائتمانية للصكوك فقد يلجأ البنك الإسلامي إلى الاقتراح على المدين للبنك بالاشتراك في صندوق التأمين التبادلي الموجود داخل البنك، على أن يسدد المشترك نسبة معينة في الدين المؤمن عليه في حساب خاص لهذه الغاية على سبيل التبرع مقابل حصول المشترك على تعويض عند التعرض لخطر من الأخطار كالإعسار مثلاً.

الشكل رقم 15 : إصدارات الصكوك حول العالم بين 2008 و 2009 مليون دولار



الشكل رقم (16): تطور إصدارات الصكوك الإسلامية



قامت كل من ماليزيا والإمارات العربية المتحدة في 2007 بإصدار سندات إسلامية قيمتها 13.4 مليار دولار، و 10.8 مليارات دولار على التوالي، تراجعت هذه الإصدارات إلى 5.4 مليارات دولار في الأولى، و 5.3 مليارات في الثانية سنة 2008.

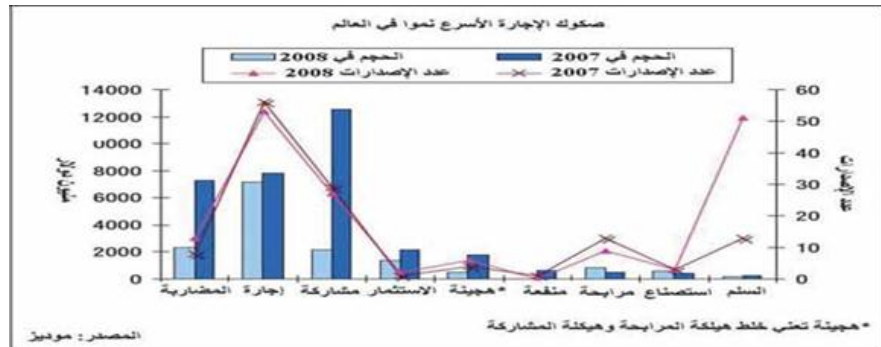
بدأت إصدارات الصكوك تسجل مسارا تصاعديا في الأشهر الأولى من عام 2009 م فعلى الرغم من انخفاض حجم الإصدارات في الربع الأول من سنة 2009 37٪ مقارنة مع الفترة نفسها في 2008، أي من 2.84 مليار دولار إلى 1.8 مليار، إلا أن هذا الحجم تضاعف مقارنة مع الربع الأخير من 2008. ففي شهر جانفي 2009 لم يتعد حجم الصكوك المصدرة 95 مليون دولار. بعدها ارتفع هذا المبلغ إلى 695 مليون دولار في فبراير، ليصل إلى 1.01 مليار في شهر مارس من نفس السنة.³⁷

لم يشهد الربع الأول من 2009 أي إصدار للصكوك في دول مجلس التعاون الخليجي أو حتى في دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، سوى الصكوك التي يصدرها دوريا مصرف البحرين المركزي، لسحب السيولة من القطاع المصرفي التي تغطت بشكل كبير من قبل البنوك المحلية.

وبلغت قيمة الصكوك البحرينية المصدرة في أول 3 أشهر من العام الجاري 88 مليون دولار فقط، واحتلت 4.9٪ من إجمالي السندات الإسلامية المصدرة حول العالم. وقد احتلت ماليزيا المركز الأول عالميا من حيث حجم الصكوك المصدرة في الربع الأول التي بلغ إجماليها 980 مليون دولار، تبتها اندونيسيا في المركز الثاني التي أصدرت صكوكا بقيمة 539 مليون دولار. كانت الصكوك المطروحة منذ بداية 2009 هي بالعملات المحلية على حساب تراجع الصكوك المصدرة بالدولار الأمريكي. وتعود أسباب ذلك إلى تزايد اهتمام الحكومات نفسها بإصدار الصكوك مقارنة مع شركات القطاع الخاص. إذ شكلت السندات الإسلامية السيادية، أي المطروحة من قبل الحكومات، في 2008 ما نسبته 44٪ من إجمالي السوق، بعد أن كانت 36٪ في 2007. ومن المتوقع أن تستمر هذه الحصة في النمو نظرا للأزمة الائتمانية التي تمر بها الشركات الخاصة والمؤسسات المالية. فالمستثمرون باتوا أقل ثقة بالقطاع الخاص، بعد أن شهدت بعض شركاته تعثرا في سداد التزاماتها المالية.

ارتفع حجم الصكوك المصدرة وفق هيكله المربحة 60٪ في 2008، شهدت صكوك المشاركة والمضاربة هبوطا بالأحجام بلغ 83٪ و 68٪ على التوالي في العام الماضي. أما هيكله الإجارة فشهدت تراجعاً بسيطاً بلغ 8٪ بسبب الأزمة المالية العالمية. وفي الربع الأول من 2009، شهدت صكوك الإجارة انتعاشاً جديداً لتشكل 50٪ من إجمالي الإصدارات. وقد طُرح اثنان من أكبر 5 إصدارات على أساس هيكله الإجارة. (اندونيسيا صاحبة أكبر إصدار للصكوك في العالم خلال الربع الأول من 2009 وحجمه 474 مليون دولار فضلت هيكله الإجارة). وهكذا فعلت أيضا حكومة باكستان في مارس الماضي عندما أصدرت رابع أكبر إصدار بقيمة 192 مليون دولار.

الشكل رقم 17: تطور إصدارات الصكوك الإسلامية حسب النوع



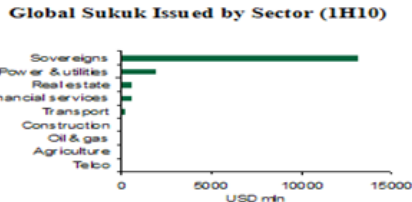
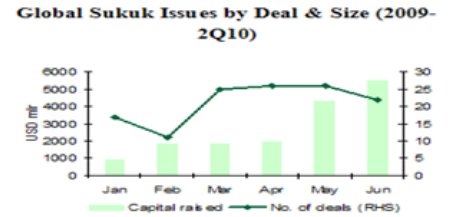
من المتوقع أن يشهد سوق الصكوك الإسلامية انتعاشاً في سنة 2010، حيث من المرتقب أن يصل مجموع الإصدارات إلى 30 مليار دولار، تم إصدار 16.5 مليار دولار خلال السداسي الأول من هذه السنة.

الشكل 18 دراسة تحليلية للصكوك المصدرة سنة 2009 و الربع الأول والثاني 2010

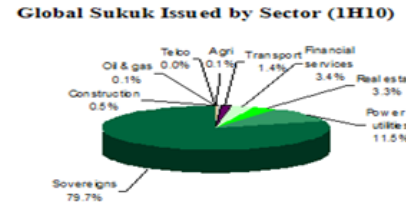
الصكوك المصدرة حسب القطاعات خلال السداسي الأول من 2010



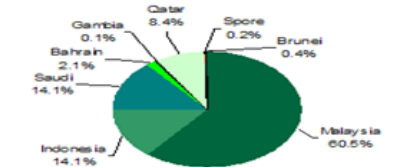
Source: Zawya, S&P, KFHR



Source: Zawya, S&P, KFHR

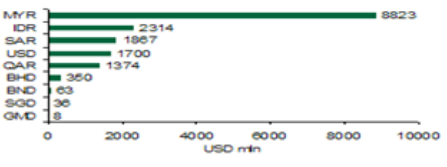


Global Sukuk Issued by Country (1H10)



Source: Zawya, S&P, KFHR

Global Sukuk Issued by Currency (1H10)



من المرتقب أن يتعافى سوق الصكوك الإسلامية من آثار الأزمة الاقتصادية سنة 2010، وذلك لعدة عوامل منها المشاريع والبرامج الاتفاقية الضخمة التي أطلقتها الحكومات والتي ستعتمد بشكل كبير على التمويل بالصكوك الإسلامية، بالإضافة إلى التحسن الكبير الذي شهدته الصناديق السيادية، وعودة الحركة الاقتصادية لدى القطاع الخاص.

بقيت ماليزيا مترتبة على سوق الصكوك الإسلامية سنة 2010، وذلك بنسبة 60.5% من إجمالي الإصدارات في السداسي الأول من سنة 2010 متبوعة بكل من السعودية واندونيسيا بنسبة 14.1% لكل منهما.

أما بالنسبة لعملات الإصدار فقد بقي الرينغيت الماليزي مهيمناً على سوق الإصدار بنسبة 53.4% متبوعاً بالدولار الأمريكي بنسبة 10.3% ثم الريال القطري بنسبة 8.3%.

7. توفر الهندسة المالية مجموعة من التقنيات والآليات لإدارة ومواجهة هذه المخاطر كسياسة التنويع، تقنيات الرهن والكفالة، التأمين التبادلي، التحوط باستخدام المشتقات الإسلامية، الرقابة المالية وغيرها من التقنيات التي يمكن اللجوء إليها حسب الحاجة إليها.
8. واجه سوق الصكوك الإسلامية كغيره من أسواق الدين صعوبات نتيجة الأزمة المالية سنة 2007، وهذا ما أثر على تراجع معدل نمو سوق الصكوك الإسلامية لأول مرة منذ سنة 2001، حيث تم تسجيل تراجع في معدل نمو الصكوك سنتي 2008 و 2009.
9. عرفت سنة 2010 استعادة سوق الصكوك الإسلامية عافيتها، وذلك بعد عودة معدل نمو الإصدار للارتفاع كما كان قبل الأزمة متجاوزا معدل نمو 70٪، ويتوقع أن يحافظ سوق الصكوك الإسلامية على هذه الديناميكية خصوصا بعد اعتزام دخول لاعبين جدد إلى سوق الصكوك الإسلامية ونية الدول الخليجية وبعض الدول الآسيوية استخدام الصكوك في برامجها التنموية الضخمة.
10. تتربع ماليزيا على سوق الصكوك الإسلامية باحتكارها لأكثر من 60٪ من إجمالي الإصدارات في العالم، أما من حيث أكثر أنواع الصكوك انتشارا، تعتبر صكوك الإجارة الأسرع نموا مقارنة بالصكوك الأخرى.

التوصيات

- 1- لا بد أن تحافظ المصارف و المؤسسات الأخرى على دورها في التغطية من المخاطرة، و ان تباعد عن دور المضارب.
- 2- لا بد من الدراسة المتعمقة للمخاطرة المرتبطة بأدوات المشتقات، من خلال أساليب القياس و التنبؤ بهذه المخاطر ومحاولة إدارتها.
- 3- على المصارف أن تتفهم كذلك المتطلبات الرقابية لنشاط المشتقات، بما في ذلك المتطلبات الحالية التي يجب الوفاء بها، بل كذلك متابعة المستجدات في هذا الخصوص. إذ من المحتمل أن تفرض على المصرف نسب جديدة من رأس المال إذا ما تعاملت بالمشتقات، ضمن التوجيهات القائمة لترجيح المخاطر، هذا إلى جانب ضرورة عدم تجاوز السقوف الاقراضية خاصة في المصارف الصغيرة.

الهوامش و الإحالات :

¹ Sylvie de COUSSENGUES, *gestion de la banque*, DUNOD, paris, 1996, p.98-99

² JL GOURLAOUAN, *les nouveaux instruments financiers*, VUIBERT, France, 1989

³ هوشيار كاكاملولا، الاستثمارات و الأسواق المالية، دار الصفاء، الأردن، ط 1، 2003،

ص، 161

⁴ Pierre VERNIMMEN, *finance d'entreprise*, DALLOZ, France, 2005, p.534

⁵ Patrick NAVATTE, *instruments et marchés financiers*, collection de gestion, France, 1992, p. 85

⁶ طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص، 12

⁷ Charles Henri d'arcimoles, *finance appliquée*, France, vuibert, 1995, p.117

⁸ Cours, *marchés financiers*, cellin jullin, université de Grenoble, 2004.2005

⁹ La comptabilité des produits dérivés : mémoire DESS , université de paris 5, 1999-2000. p 22.

¹⁰ منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق و المنشأة المالية، منشأة المعارف، مصر، 2002، ص، 687

¹¹ طارق عبد العال حماد، المرجع السابق، ص 645-646

¹² سحنون محمود، مخاطر المشتقات المالية و مساهمتها في خلق الأزمات، كلية العلوم الاقتصادية و

علوم التسيير / جامعة منتوري

¹³ سيد طه بدوي، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية و الآجلة من الوجهة القانونية، دار

النهضة العربية، 2001، ص 466

¹⁴ FORWARD RATE AGREEMENT

¹⁵ سحنون محمود، مرجع سابق

¹⁶ Muhammad Ayub, *Securitization sukuk and fund management potential to be realized by Islamic financial institutions*, NIBAF, working paper, Karachi, 2005, p 349.

¹⁷ وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر، دمشق، 2002، ص 226.

¹⁸ عبد الستار أبو غدة، المصرفية الإسلامية خصائصها وآلياتها، وتطويرها، المؤتمر الأول

للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دمشق، 2006، ص 13.

¹⁹ Ali Arsalan Tarik, *managing financial risks of sukuk structures*, A dissertation submitted in partial fulfilment of the requirements for the degree of Masters of Science at Loughborough University, UK. 2004, p 20.

²⁰ نزيه حماد، في فقه المعاملات المالية والمصرفية المعاصرة، دار القلم، دمشق، 2007، ص 319-

321

²¹ Dubai International Financial Centre, *Sukuk Guidebook*, Dubai, November 2009, p 14

²² أشرف محمد دوابه، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية. المجلة المصرية للدراسات التجارية،

كلية التجارة، جامعة المنصورة، 2010، ص 09.

²³ ردمان عبد القوي، الأدوات المالية الإسلامية الحديثة المعتمدة من المصرفية الإسلامية"، المؤتمر الثالث للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في سورية، دمشق، 2009، ص 17.

²⁴ عبد الستار أبو غدة، مرجع سابق، ص 21.

²⁵ أنظر: *Muhammad Ayub, op-cit, p 353-354*.

²⁶ لمزيد من التفصيل أنظر: محمد عبد الكريم زعير، الرقابة الشرعية على معاملات الاستصناع في البنوك الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، بنك دبي الإسلامي، العدد 16.

²⁷ طارق الله خان، حبيب أحمد، إدارة المخاطر: تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، ورقة مناسبات 5، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 2003، ص 30-31.

²⁸ لمزيد من التفصيل أنظر. *Ali Arsalan Tarik, op-cit, p 43-44*.

²⁹ طارق الله خان، حبيب أحمد، إدارة المخاطر: تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، ورقة مناسبات 5، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 2003، ص 31-32.

³⁰ بن عزوز بن علي، إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية مدخل للهندسة المالية، ملتقى

الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية، 5-6-ابريل 2012، ص 6

³¹ أشرف محمد دوابه، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، المجلة المصرية للدراسات التجارية، كلية التجارة، جامعة المنصورة، 2010، ص 17.

³² عبد الناصر يراني، المخاطرة في الاقتصاد الإسلامي، رسالة ماجستير في الاقتصاد الإسلامي،

جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 2006، ص 126-127.

³³ رواه البخاري ومسلم عن عائشة رضي الله عنها.

³⁴ وهبة الزحيلي، مرجع سابق، ص 83-84.

³⁵ يمكن الرجوع إلى: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية،

معياري رقم 1، البحرين، 2008، ص 4-5.

³⁶ أنظر: *BANK NEGARA MALYSIA WWW. BNM.GOV*.

³⁷ أنظر ردمان، مرجع سابق، ص 40.

³⁸ *From : Kuait finance house, 2010, www.zawya.com*