

المؤتمر العالمي الحادي عشر لعلماء الشريعة في المالكة الإسلامية



سوف رأس المال الإسلامي والمصرفية الإسلامية: تقوية القضايا العالقة

ISLAMIC CAPITAL MARKET & ISLAMIC BANKING: AN APPRAISAL OF UNRESOLVED ISSUES

الابتكار في الاستثمار وتطوير المنتجات المالية الإسلامية

الأستاذ المشارك الدكتور سعيد بوهرارة



الراعي الرسمي



BANK NEGARA MALAYSIA
CENTRAL BANK OF MALAYSIA

الجهة المنظمة

ISRA الأاديمية العالمية للبحوث الشرعية
International Shariah Research Academy for Islamic Finance



سأهم في التمويل الجهة المدعوة

MALAYSIA
WORLD'S ISLAMIC FINANCE
MARKETPLACE



Member of MBSB Group of Companies
Your Financial Provider

الابتكار في الاستثمار وتطوير المنتجات المالية الإسلامية

الأستاذ المشارك الدكتور سعيد بوهاوة

مقدمة

لا شك أن الدعوة إلى الابتكار في الاستثمار وتطوير المنتجات المالية الإسلامية الموجودة، دعوة أصيلة مرغوب فيها تتبناها كل المصارف المركزية والمؤسسات الداعمة للمالية الإسلامية وتندرج ضمن أولوياتها. ذلك لأنها دعوة تستجيب للتحديات العالمية التي تواجه المالية الإسلامية لاسيما تلك المتعلقة بإدارة السيولة، وتنوع الاستثمار وتطوير أدوات استثمارية فعالية تنافس تلك التي تقدمها المؤسسات التقليدية. وقد حاولت الجهات الإشرافية والمؤسسات الداعمة وعلماء الشريعة بالتعاون مع خبراء المالية الإسلامية تطوير بعض المنتجات حتى تسهم في تغطية هذه الفجوة، فقدموا منتجات مبتكرة متنوعة بعضها تم تطبيقها في جل المؤسسات المالية الإسلامية وبعضها الآخر خصص لمؤسسة مالية بعينها كالمصارف الإسلامية وشركات التكافل وسوق الأوراق المالية الإسلامية. وفي الآتي تعريف بمفهوم الابتكار، ثم عرض لمنتجات تم تطويرها للاستجابة للتحديات التي تواجهها المؤسسات الإسلامية، يردف بتقويم عام لهذين المنتجين.

المحور الأول: مفهوم الابتكار

أولاً: الابتكار في اللغة والاصطلاح المالي

أ- الابتكار لغة:

كلمة إبتكار مشتقة من: بكر وبكر وبكور، وقد وردت في حديث النبي صلى الله عليه وسلم حيث جاء فيه (لَا يَزَالُ النَّاسُ بِخَيْرٍ مَا بَكَرُوا بِصَلَاةِ الْمَغْرِبِ) وفي حديث آخر: (مَنْ بَكَرَ يَوْمَ الْجُمُعَةِ وَابْتَكَرَ فَلَهُ كَذَا) فمعنى بَكَرَ: خرج إلى المسجد باكراً، ومعنى ابْتَكَرَ: أدرك أول الحُطْبَةِ، وقال الأصمعي: "نَارٌ بَكَرَتْ: لم تُقْتَبَسْ من نارٍ، وحاجة بَكَرَ

طلبت حديثاً". والكلمة فيها معنى التقدم في الوقت والمبادر إلى الشيء، وفيها كذلك معنى استحداث شيء جديد سواء لم يقتبس من شيء سابق أو اقتبس منه ولكن زيد فيه ما لم يكن في السابق.

والابتكار في المعنى الاصطلاحي يختلف بحسب الموضوع محل البحث. فالابتكار الذهني الأدبي يختلف في معناه عن الابتكار العمراني والابتكار التقني وغيرها من الابتكارات.

ب- الابتكار في الاصطلاح المالي

1 - الابتكار في الاصطلاح المالي العام

ثمة تعريفات كثيرة للابتكار في الاصطلاح المالي العام، منها التعريف الذي ورد في تقرير المنتدى الاقتصادي العالمي World Economic Forum لسنة ٢٠١٢م حول "إعادة النظر في الابتكار المالي: التقليل من المخرجات السلبية وتثبيت المزايا الايجابية" Rethinking Financial Innovation: Reducing Negative Outcomes While Retaining The Benefits، فقد تم تعريف الابتكار بأنه: "فعل يتم من خلاله استحداث أدوات مالية جديدة وتكنولوجيا ومؤسسات وأسواق وطرق إجرائية ونماذج أعمال وتعميمها، كما يتناول التطبيق الجديد للأفكار الموجودة ضمن سياق أسواق مختلفة". (World Economic Forum, 2012) وعرفها "فرام و وايت" بأنها: "أي جديد يسهم في خفض التكاليف، والمخاطر أو يقدم منتجاً أو خدمة أو أداة مطورة تلي متطلبات المشاركين بطريقة أفضل" <http://www.bis.org/ifc/publ/ifcb31ai.pdf> (frame & White, 2002) **و عرف بأنها: "تحويل فكرة إلى حل**

يضيف قيمة من وجهة نظر العميل/الزبون". <http://sumo.ly/qAmw> via @ideatovalue

2 - الابتكار من منظور المالية الإسلامية

ثمة بحوث حاولت تناول الابتكار في الإطار المالية الإسلامي استند جلها إلى تعريفاته في الإطار المالي العام مع إضافة قيد الالتزام بالشريعة الإسلامية. وما يكن استخلاصه من هذه التعريفات أن الابتكار المالي هو تقديم مقارنة تمويلية جديدة تؤطرها كلية الشريعة الإسلامية بهدف تحقيق خطوة متقدمة عن تلك التي توفرها التمويلات السائدة، وبمستوى أفضل من الكفاءة والفاعلية، وذلك باستحداث أدوات مالية جديدة، وآليات تمويل جديدة من شأنها تخفيض التكاليف الإجرائية لأعمال قائمة، وابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية مثل إدارة المخاطر وإدارة السيولة، وقد يكون الابتكار من خلال التطبيق المتقدم للعقود المسماة ضمن السياقات المختلفة، أو من خلال تركيبة تحقق قيمة مضافة.

المحور الثاني: أمثلة الابتكار في الاستثمار وتطوير المنتجات المالية وإيجابياته وسلبياته

أولاً: أمثلة الابتكار في الاستثمار وتطوير المنتجات المالية

ثمة أمثلة كثيرة ذكرت حول الابتكارات المالية وهي متوزعة بحسب عناصر الابتكار، ومن بين هذه الأمثلة:

- الابتكار في الأدوات المالية الجديدة بطاقات الائتمان وبطاقات الحسم الفوري والدفع الإلكتروني والدفع عن طريق الباي بال وغيرها من طرق الدفع.
 - ابتكار آليات تمويل جديدة فمن أمثلتها تقديم خدمات مالية من خلال التكنولوجيا المالية Fintech، وتقليل الفروع البنكية أو ما يسمى branchless banking وكذا المنصات والمحركات المالية الإلكترونية .electronic platforms and engines
 - ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية فمن أمثلتها السياسات والتدابير المساعدة على جودة وفعالية إدارة المخاطر، وكذا إدارة السيولة من خلال ضبط الإطار القانوني والرقابي وتحديث الطرق الإجرائية لإدارة هذه السيولة. كل هذا بهدف تحقيق خطوة متقدمة عن تلك التي توفرها التمويلات السائدة، وبمستوى أفضل من الكفاءة والفاعلية المالية.
- وقد أحصى بعض الخبراء الابتكارات المالية المنجزة على مر التاريخ ووضعها في الجدول الآتي:

Table 2: Examples of Financial Innovation over the Centuries¹⁷

Year	Innovation	Description	Year	Innovation	Description
9000 BC onwards	Medium of exchange	Bartering of produce and cattle	1950s	Repurchase agreements grow	Repo market expands from late 1950s onwards
5000 BC	Shell money	Spondylus shells traded in south-eastern Europe	1960	Automated teller machines (ATMs)	US patent filed for early cash dispenser
4000 - 2500 BC	Credit	Mesopotamian tablets record ancient loans and interest paid	1961	Reverse mortgage	Former Maine bank CEO's idea helps senior citizens access housing equity
2500 BC	Insurance	Babylonian goods transport insurance	1968	Securitization (originate to distribute)	Ginnie Mae guarantees first mortgage pass-through security
1700 - 1100 BC	Annuities (first recorded)	First purchased by Egyptian prince	Late 1960s	ATMs operational	Cash dispensers deployed in London and elsewhere
1000 BC	Metal money and coins	Early Chinese "tool money" and primitive coins	1971	Floating exchange rates	United States abandons fixed exchange rate system
700 - 800 BC	Modern coinage	Coinage takes modern form in Lydia, western Turkey	1971	Money market mutual funds	Bruce R. Bent and Henry B. R. Brown set up first money market fund in United States
321 - 185 BC	Bills of exchange	Early bills of exchange, promissory notes, Mauryan Empire, India	1972	Debit cards	City National Bank of Cleveland issues ATM account debit card
2nd - 3rd century AD	Annuities (widespread)	Annuities common in Roman Empire	1970 - 1972	Foreign currency futures	Development of FX futures in New York and Chicago
806-1023	Representative money	Banknotes and paper money appear in China	1973	Black-Scholes model	Nobel prize winning option-pricing model helps launch modern derivatives industry
14th century	Bonds	War as the "father of the bond market" in Renaissance Italy	1973	Point of sale terminals	IBM launches POS terminals linked to mainframe store computer
14th - 15th century	Reinsurance	Early marine reinsurance	1974	Automated clearing houses (ACH)	Electronic payments process replaces paper cheques for routine payments
1602	Publicly listed stock	Dutch East India Company on Amsterdam Stock Exchange	1974	IRA accounts	United States introduces individual retirement arrangements
1609	Standardized currency	Issued by Amsterdam Exchange (Wisselbank)	1975	Interest rate futures	Introduction of interest rate futures in the United States
1656	Fractional reserve banking (fiat money)	Innovation attributed to Swedish Riksbank	1976	Modern micro-finance	Muhammad Yunus begins research leading to first micro-finance bank in 1983
1688	Insurance brokerage	Edward Lloyd's London coffee house, centre for marine insurance	1978	401(k)	401(k) plan in the US encourages tax-friendly retirement savings in stocks and bonds
18th century	Options	First call options on some Dutch stocks	1981	CHIPS (same day settlement)	Clearing House Interbank Payments System - a settlement wire transfer system for the banking industry
1710	Futures	Japanese rice futures market	1982	Consumer online stock trading	First full-service consumer trading system connects traders around the world
1742	Monopoly on issuing banknotes	Bank of England	1982	Stock index futures	Kansas City Board of Trade introduces stock index futures
1744	Insurance fund	Modern insurance industry with statistical basis begins in Scotland	1987	Automated underwriting	Allfinanz begins automation of life insurance industry underwriting process
1773	Check clearing house	London bankers introduce clearing house	1988	International capital requirements for banks	Basel Accord (Basel I)
1774	Mutual funds	Early closed-end mutual fund set up by Dutch merchant	1989	Exchange traded funds	First ETF launched in Canada
1829	Deposit insurance	New York first state to establish bank-obligation insurance programme (circulating notes and deposits)	1992	Insurance-linked securities	Life insurers transfer risk while releasing its value to the open market through asset-backed notes
1874	Standardized futures exchange	Chicago introduces standardized futures contract and clearing house	1992	Public-private partnerships	UK government launches programme of public-private investment partnerships
1880s	Workers' insurance and the welfare state	Otto von Bismarck supports insurance and pensions for German workers	1994	Credit default swap	JP Morgan structures one of the first credit default swaps
1913	Federal Reserve System	Woodrow Wilson signs US Federal Reserve Act	1994	Value at Risk	JP Morgan publishes VaR methodology
1933	First national deposit insurance scheme	US creates Federal Deposit Insurance Corporation in response to bank failures	1996	Weather derivatives	Electric power company contract contains first weather derivative deal
1938	Secondary mortgage market	Fannie Mae establishes secondary market for US mortgages	1999	Online payment service	PayPal launches online payments
1946	Venture capital	Private equity firms established in United States	2004	Usage-based insurance	Pay-As-You-Drive car insurance
1949	Hedge funds	Absolute return or "hedged fund" created by Alfred Winslow Jones	2004	Longevity bonds and swaps	First longevity bond announced
1950	Early credit card	Diners Club International launches first multi-purpose charge card			
1958	Modern credit card	Bank of America launches credit card with revolving credit line			

Oliver Wyman Research

ثانياً: إيجابيات الابتكار المالي وسلبياته

إن من أبرز ما دافع به المناصرون للابتكار المالي والمغلبون لإيجابياته؛ وجود هذا النظام المالي واستمراره إلى غاية اللحظة، ذلك لأنه لو كانت سلبيات الابتكار المالي طاغية لما استطاع هذا النظام أن يصمد إلى الآن. ومن الأمور الإيجابية للابتكار المالي التي تناولها المعاصرون، استحداث أسواق ضخمة للاستثمار، وإدارة السيولة، وتخفيف مخاطر

الاستثمار، وتوفير فرص أكثر. وإيجابياته في المنظور الإسلامي واضحة حيث مكنت المؤسسات المالية أن تستوعب شريحة كبيرة من طالب التمويل والاستثمار من خلال تنوع الأدوات المالية والمنتجات المالية، واستحداث عقود جديدة غير العقود المسماة، وكذا تنوع الأسواق التي استوعبها هذا التمويل.

أما سلبيات الابتكار المالي، فبعض المعاصرين يرون بأن العالم سيكون أفضل لو ما ظهرت هذه الابتكارات المالية، وأنه يكون أفضل بدون ديون، وتأمين سيارات، ومشتقات مالية غير متصلة بالاقتصاد الحقيقي، ومضاربات في أسهم وعمليات، وتلاعب في الأسواق المالية مما كان سببا في نظر المتشائمين من هذا الابتكار في الأزمات المتتالية، كان آخرها الأزمة المالية العالمية لسنة ٢٠٠٧، ٢٠٠٨ م. وقد تصدى المنتدى الاقتصادي العالمي لهذه الانتقادات وثنى بعضها، وعليه راح ينظر في تقريره لإعادة النظر في الابتكار المالي: التقليل من المخرجات السلبية، والحفاظ على المزايا الإيجابية *Rethinking Financial Innovation Reducing Negative Outcomes While Retaining The Benefit*، وقد قدموا فيها مقترحات من شأنها تجاوز سلبيات هذا الابتكار. ومن أبرز سلبيات الابتكار المالي في المنظور الإسلامي، ابتناؤه على الربا، والمضاربة السلبية المؤدية إلى المقامرة من خلال المعوضة على المخاطر وليس السلع أو الخدمات، وكذا التلاعب الذي شهدته المؤسسات المالية التقليدية من خلال إعمالها لأحدث الوسائل المبتكرة لتمير هذا التلاعب، مما كانت له آثار اقتصادية عالمية واضحة منها ارتفاع المديونية، والالتجاء إلى الاقتصادي الوهمي بدل الاقتصاد الحقيقي.

المحور الثالث: مقارنة الابتكار في الاستثمار وتطوير المنتجات المالية الإسلامية

ثمة دوافع كثيرة للابتكار في المعاملات الإسلامية عموماً والمعاملات المالية الإسلامية على وجه الخصوص. وهذه الدوافع تستند إلى عموم القواعد الكلية التي تشجع الابداع في المعاملات المالية الإسلامية ضمن عموم القواعد المؤيدة للاجتهاد، والقاعدة الكلية التي تجعل الأصل في المعاملات الإباحة والحل، ومن ثم تجعل الإتيان بالجديد المبتكر مبدأً إسلامياً أصيلاً، وكذا الكليات المتعلقة بمقاصد الشريعة التي تروم حفظ المال من خلال تنميته وحسن استثماره وإدارته. أما الدوافع الواقعية المحفزة للابتكار في الاستثمار وتطوير المنتجات المالية لاسيما تلك المتعلقة بسوق الأوراق المالية، فيمكن تقسيمها إلى دوافع عامة، ودوافع خاصة بماليزيا.

أما الدوافع العامة، فتزايد الطلبات الموجهة للمؤسسات المالية الإسلامية بإيجاد أدوات مبتكرة لإدارة السيولة بين المؤسسات المالية، وتنوع الأدوات المالية من خلال التقليل من أعمال العقود المبنية على المدائنة المبنية على نقل المخاطر، والمقدمة للجدار الائتمانية على جدوى الاستثمار، والمناداة بإعمال الاستثمار الحقيقي القائم على اعتبار القيمة المضافة والمشاركة في المخاطر. وقد تبلورت هذه الانتقادات في مؤتمرات وندوات كثيرة منها حلقة النقاش الذي عقدته هيئة سوق الأوراق المالية الماليزية بالاشتراك مع مركز أكسفورد للدراسات الإسلامية في مارس سنة ٢٠١٢م بعنوان: حلول لإدارة السيولة، تركز فيها النقاش حول الأدوات المقترحة لتطوير منتجات تشاركية. وحلقة النقاش التي عقدته اسرا بالتنسيق مع المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب وجامعة دورهام سنة ٢٠١٤م، ومؤتمرات أخرى. وبالنسبة للكتابات، فهي كثيرة كذلك من أهمها مشروع إسرا المشترك مع قسم تطوير المنتجات التابع للبنك الإسلامي للتنمية، بعنوان:؟؟؟ والبحث المشترك مع الجامعة للعالمية للمالية الإسلامية INCEIF بعنوان:؟؟؟ وكتابات الأستاذ الدكتور عباس ميراخور والأستاذ الدكتور إرتي باكستاني، والأستاذ الدكتور أبي الله حشمت وغيرهم.

أما الدوافع الخاصة بماليزية، فأهمها تداعيات تقسيم الودائع إلى ودائع جارية وحساب الاستثمار حيث فرق قانون المالية الإسلامية الماليزي بوضوح بين الوديعة الجارية والحساب الاستثماري حيث عرف الأولى بأنه: "الوديعة الإسلامية هي المبلغ الذي تم قبوله أو دفعه وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية على أن يتم سدادها بالكامل... أين يجب على المصرف أن يضمنها، ولا يجوز له أن يضمن أي عائد سواء كان الضمان مباشراً أو غير مباشر" (قانون الخدمات المالية الإسلامية الماليزية ٢٠١٣م) وعرف الحساب الاستثماري بأنه: "الحساب الذي يتم فيه دفع المال وقبوله لأغراض استثمارية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، بما في ذلك مخصصات التمويل على اعتبار أنه لا يوجد أي التزام صريح أو ضمني لسداد الأموال بالكامل أو سداد الأرباح، وعليه فإن الأرباح أو الأرباح والخسائر، يجب أن تكون مشتركة بين الشخص الذي دفع المال والشخص الذي قبله، بمقابل أو من دون مقابل" (قانون الخدمات المالية الإسلامية ٢٠١٣م).

فهذه الدوافع مجتمعة حفزت على ابتكار بدائل للاستثمار وتطوير المنتجات المالية الإسلامية. والمحور التالي عرض مختصر لبعض البدائل المبتكرة لتطوير المنتجات المالية الإسلامية لخدمة الاستثمار، ويعقب عرضها تقويم عام لهذه البدائل.

المحور الرابع: تطبيقات الابتكار في الاستثمار وتطوير المنتجات الإسلامية

أولاً: تطبيقات الابتكار في بورصة لندن للمعادن وبورصة سوق السلع الماليزية

ثمة جهات دولية أسهمت في تقديم منتجات لإدارة السيولة في المؤسسات المالية الإسلامية من خلال منتج التورق، بعضها تم تأسيسها في الدول الإسلامية وبعضها تم الاستعانة بها لإدارة السيولة الإسلامية بالرغم من أنها مؤسسة غير إسلامية النشأة، وأهم هذه الجهات سوق/بورصة لندن للمعادن London Metal Exchange LME، وبورصة زيت النخيل الماليزية. وفي الآتي عرض مختصر لهتين المنصتين يليق تقويم مختصر لهما:

أ . بورصة لندن للمعادن London Metal Exchange LME

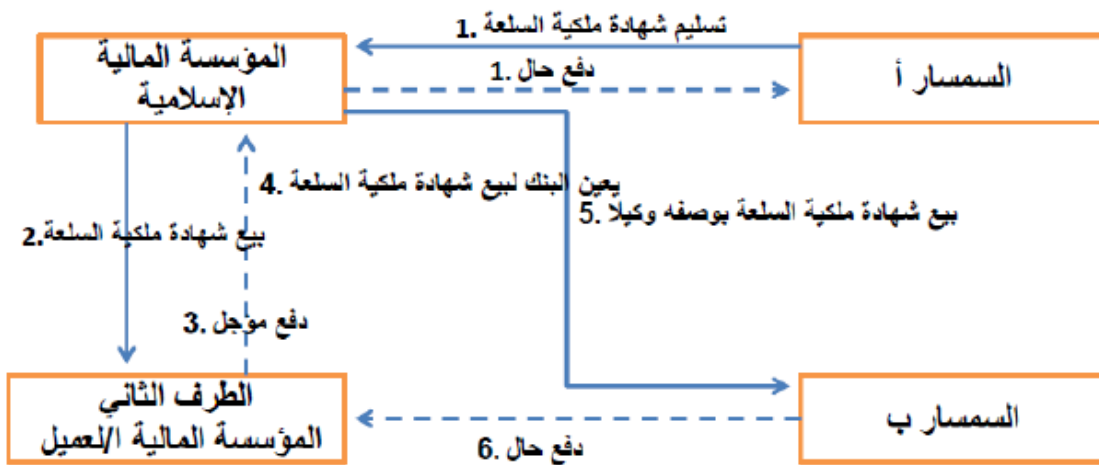
بورصة لندن للمعادن، وإن تأسست ابتداءً لتجارة المعادن، وإجراء عمليات تحوط وإدارة المخاطر للمؤسسات المالية التقليدية، غير أنها مثلت أولى المؤسسات لتنفيذ عقود التورق بغرض إدارة السيولة للمؤسسات المالية الإسلامية. والمؤسسة كما جاء في موقعها الإلكتروني: " مركز عالمي لتجارة المعادن الصناعية حيث يتم من خلال منصتها التعامل بأكثر من 82٪ من العقود التجارية الآجلة للمعادن غير الحديدية. وقد قدر حجم بورصة لندن في عام 2014 بما يعادل: 15 ترليون دولار صفقات حكومي، و4 مليار طن من المعادن، و177 مليون قطعة. وبورصة لندن للمعادن عضو في مجموعة بورصة هونج كونج، وهي تجمع المشاركين من صناعة المعادن والمجتمع المالي بغرض إيجاد سوق قوي ومنظم حيث تضمن دائماً وجود مشتر وبائع وثن في هذه السوق، وهو ما يتيح فرصة لنقل المخاطر ومواجهتها على مدار الأربع وعشرين ساعة. وأكبر تقدير للمستثمرين يتمثل في إتاحة سوق لندن للمعادن للعقود الآجلة، لاسيما أن منتجاتها مرتبطة بالصناعة، وتمكن المتعامل من التسليم المادي عن طريق شبكة عالمية للمستودعات وهو ما يجعلها المكان المثالي للتحوط كونها توفر سعر مرجعي يوثق به. وهي توفر للمنتجين والمستهلكين

للمعادن السوق الفعلية لهم والملاذ الأخير في هذا الشأن، وتوفر لهم القدرة على التحوط ضد مخاطر ارتفاع وانخفاض أسعار المعادن في العالم، وهو ما تقوم به منذ 1877م¹.

وبحسب تقديرات المؤسسات المالية التي تم استجوابها، فإن 50% من عقود ما بين المصارف لإدارة السيولة تمت عن طريق بورصة لندن للمعادن، وقد توزعت على جملة من الدول الإسلامية منها البحرين المملكة العربية السعودية وقطر والكويت والإمارات العربية المتحدة، وماليزيا قبل أن تنتقل إلى بورصة سوق السلع.²

طريقة عمل بورصة لندن للمعادن لتنفيذ منتج التورق

إن بورصة لندن للمعادن، فتعتمد هيكله التورق من خلال الرسم البياني الآتي:



شرح الرسم البياني:

بعد ما يأتي العميل أو مصرف آخر إلى المصرف الإسلامي طالباً السيولة، يتم ترتيب عملية التورق من خلال منصة بورصة لندن للمعادن، وتتم المعاملة من خلال الآتي:

- 1- يبيع السمسار أ العامل ضمن منصة بورصة لندن للمعادن لطالب السلعة وهو المصرف شهادة ملكية سلعة مرقمة برقم محدد.
- 2- يدفع المصرف قيمة السلعة دفعا فوريا.

¹ <https://www.lme.com/about-us>
² http://zif.wzr.pl/pim/2013_2_1_46.pdf

- 3- يبيع المصرف شهادة ملكية السلعة للعميل (العميل قد يكون فرداً أو مؤسسة أو مصرفاً آخر) بسعر مؤجل أكثر من سعر الشراء.
- 4- يعين العميل المصرف كوكيل لبيع شهادة ملكية السلعة لطرف ثالث (السمسار ب) ويكون بسعر الشراء الأول.
- 5- يبيع المصرف بوصفه وكيلًا شهادة ملكية السلعة للسمسار ب بسعر حال.
- 6- يدفع السمسار قيمة السلعة دفعا فوريا.
- 7- يدفع العميل قيمة مبلغ السلعة دفعا مؤجلا ومقسطا.

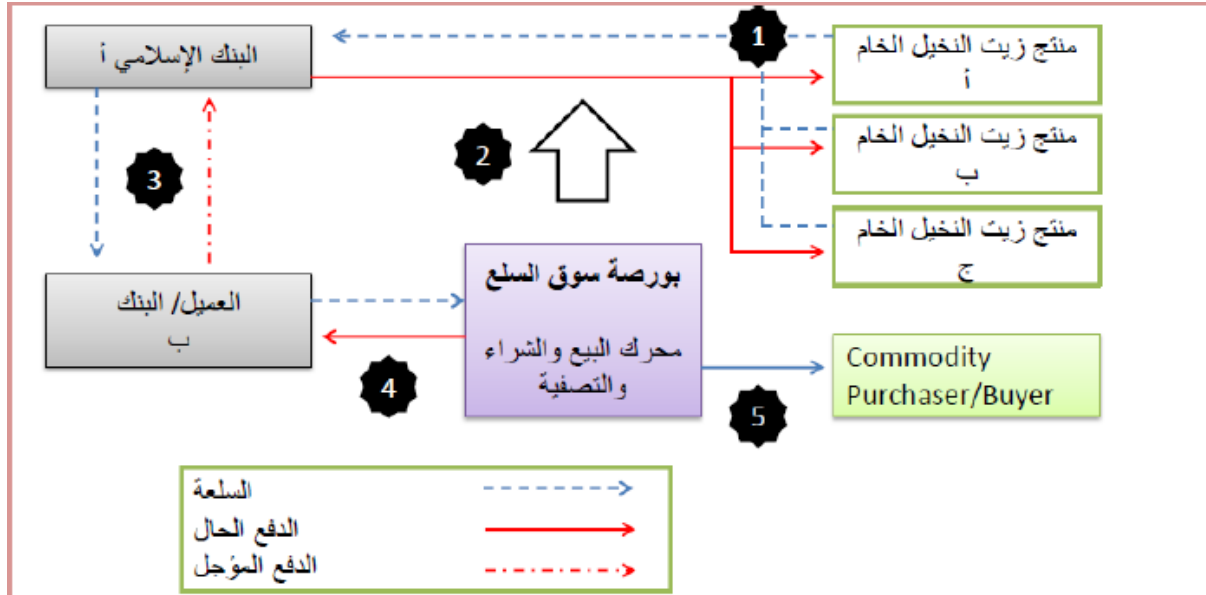
ب . بورصة سوق السلع الماليزية

هي منصة تعقد فيها صفقات لتبادل السلع لمصلحة المؤسسات المالية الإسلامية وسوق الأوراق المالية الإسلامية. وقد تم إنشاؤها من قبل بورصة ماليزيا سنة 2009م، وتمت هندستها لتكون سوق مبادلات سلع مختلفة من خلال منتج التورق. وقد سوغت لتأسيسها الانتقادات الشرعية التي وجهت إلى سوق لندن للمعادن لاسيما تلك المتعلقة بإمكانية تسليم السلعة والنقل الحقيقي للملكية، وكذا تحصيل مداخيل إضافية من خلال العمولات التي تحققها في عقد صفقات التورق. وقد بدأت البورصة في عقد صفقات المراجحة على زيت النخيل الخام والمطاط الطبيعي، وبعدها انتقلت إلى منتجات أخرى مطابقة للشرعية مثل: السيارات والمكيفات والكوبر والألمنيوم، وفي أبريل 2012م أدخلت الجرافيل المكرر والنخيل اللين لتستجيب للطلب المتزايد على سلع التورق من قبل العاملين المحليين والعالميين في الحقل المالي الإسلامي (www.bloomberg.com).

طريقة عمل بورصة سوق السلع الماليزية لتنفيذ منتج التورق

بورصة سوق السلع الماليزية، فإنها وإن كانت تعتمد نفس طريقة عمل بورصة لندن للمعادن من خلال شراء المصرف للسلعة من البورصة وبيعها للعميل بسعر مؤجل، ثم بيعها عنه بسعر حال أقل من السعر المؤجل، وكذا تسجيل السلع بأرقام دقيقة لا يجوز تداولها إلا بعد إنهاء الصفقة، غير أنها تختلف عنها في كونها لا يوجد فيها سمسار أول وسمسار ثاني، لأن العملية تتم عن طريق محرك آلي يقوم بتفاصيل عقد البيع والشراء والمقاصة. وأمر آخر هو أن السلعة على ما تنص عليه البورصة لا ترجع بالضرورة للمنتج الذي باعها أول مرة، لأن أرقام السلعة تكون عشوائية عند بيعها للسمسار الثاني (الآلي).

الجدول الآتي يشرح طريقة عمل بورصة سوق السلع الماليزية



ملاحظة:

لم يعد ثمة حاجة إلى الوسيط الأول والوسيط الثاني، لأنه في هذه المنصة المصرف الإسلامي "أ" يدخل مباشرة على محرك البيع والشراء، وكذلك الأمر بالنسبة للمصرف الإسلامي "ب" طبعاً هذا إذا كان عضواً لدى بورصة سوق السلع. والعميل لا يستطيع الشراء من البورصة مباشرة، وإنما عليه أن يكلف المصرف بالشراء من البورصة لاعتبارات قالت البورصة بأنها تتناول موضوع السرية. والمحرك في آخر الصفقة يقوم بالتصفية netting من خلال إرجاع السلعة إلى السمسار الأول أو الثاني أو الثالث.³

³ انظر انظر، بحث الدكتور أشرف وجدي ومحمد محبوب ويوليزا دي سانديفو: The Application of Commodity Murabahah in Bursa Suq Al-Sila' Malaysia vis-a-vis Jakarta Future Exchange Shariah Indonesia: A Comparative Analysis <http://www.ipublication.isra.my/product-688119.html>

تقويم عام لمنصة بورصة لندن المعادن وبورصة سوق السلع المالية

بالنسبة لتطبيق التورق في بورصة سوق المعادن وبعد عرض هيكله المنتج. يمكن ملاحظة ما يأتي على المنصة:

- هي سوق للعقود الآجلة والخيارات (Monthly Average -TAPOs -Options - Futures) LMEX -LMEminis -Futures. وليست سوقا لبيع المعادن للمستعملين. المتعاملون في بورصة لندن للمعادن ليسوا من المستهلكين لهذه المعادن end users وإنما يمثلون صناديق التحوط والمصارف والمضاربين على فارق الأسعار. وهي كما جاء في الموقع سوق لاكتشاف الاسعار والمضاربة على فارق الأسعار.
- إن المنصة وبالرغم من أنها مدعومة بإمكانية التسليم كمالأذ أخير، LME warehouses are suppliers of last resort to users of physical aluminum، غير أن تسليم السلعة في هذه المنصة ليس مقصودا وهو هامشي نادر، فهو بحسب تقرير البورصة نفسها لم يتجاوز 1.3% سنة 2013م، وقدرت سنة 2014م بأقل من 1%. وهذا النادر وإن كان يبقي إمكانية التسليم الحقيقي للسلعة، الذي ذكروا أنه يكون في غضون ستين يوما، ولكن تبين له أنه يتجاوز بكثير هذه المدة وقد أثبتت إشكالات عندما تم التصريح من قبل القائمين عليها أنه قد يصل إلى خمس عشرة شهرا، وهو ما يجعل التسليم لا جدوى له. وأمر آخر وهو أنه بسؤال بعض المصارف الإسلامية لبورصة لندن للسلع تبين أن التسليم غير ممكن، والسلعة لا يمكن تحديدها لاعتبارات كثيرة منها السرية لأن بعض هذه السلع (الألومنيوم) تستعمل في الصناعة الحربية.
- إن ترتيب العقد يظهر رغبة العميل في الحصول على السيولة وليس السلعة، ويظهر فيه إعادة العميل بيع السلعة لطرف ثالث السمسار الثاني الذي لا يحرك إلا أوراقا حيث يعيدها إلى الطابور Queues، تُجرى عليها العمليات التالية.
- إن ترتيب العقد يجعل استلام السلعة في نسبتها النادرة وهي أقل من 1% أقرب إلى الاستحالة. لأن العميل الذي يأتي باحثا عن السيولة ولا يهتم بالسلعة ولا يدري شيئا عنها في جل الأحيان. لن يطلب تملك السلعة التي ستباع بأكثر من ثمنها، وعليه إن طلبها أن ينتظر دوره في Queues، الذي يتراوح معدله على حسب الاحصاءات الأخير من 60 يوما إلى ست عشرة شهرا، وهو مطالب في هذه الفترة أن يدفع أجرة الكراء وبعدها يدفع مصاريف النقل لأطنان من المعادن، والنقل قد يكون من بلد أبعد من بلده، وهو ما يكلفه مبالغ باهظة للشحن.

أما بورصة سوق السلع الماليزية فانتقدت بانتقادات عدة منها:

. تعمل بنفس إطار بورصة لندن للمعادن في الإطار العام. ليس الغرض من تأسيسها بالنسبة للمصارف بيع زيت النخيل لهم، وإنما هي لإدارة السيولة وتسهيل تمويل المصارف الإسلامية، فهي بورصة لبيع شهادات ملكية حكومية الغرض منها في موضوع التورق تيسير توفير السيولة للمتعاملين .

. والبورصة وإن عوضت السمسارين بمحرك آلي للتجارة والتصفية بحيث تُردُّ شهادة التملك بطريق عشوائية للمنتجين، فإنه لا يمنع السلعة من رجوعها إلى البائع نفسه، فقد ترجع إليه. وحتى وإن لم ترجع إليه، فإنها تكون بمثابة تبادل شهادات بين منتجين لنفس السلعة، وبنفس المقدار، والسعر، وهو ما لا يغير شيئاً في آخر المسألة، لأنه لو كانت شهادة مرقمة لمنتج أ مملوكة لمنتج ب وكانت نفس الكمية، فلن يكون من مصلحتها إلا تبادل الشهادات في آخر المطاف أو ردها للبورصة لإجراء صفقات جديدة عليها.

إن الصفقات التي تعقد يومياً تكون أكثر من قدرة شركات زيت النخيل الإنتاجية، ولتجاوز هذا يتم عقد عدد كبير من الصفقات على نفس السلعة من خلال إنهاء الصفقات في وقت وجيز حتى يتم عقد صفقة ثانية وثالثة ورابعة وهكذا دواليك. ومع هذا بقي العجز مما اضطر البورصة أن تضيف مواد أخرى مثل الزيت المصنع والجفيل وغيرها، وهذا ينتج مديونة مضاعفة مقابل سلعة واحدة.

. إن هذه المنصة وبالرغم من أنها مدعومة بإمكانية التسليم، وفي وقت وجيز (7 أيام عمل)، غير أن تسليم السلعة فيه وبحسب ترتيب العقد فيه نفس إشكالية تسليم السلعة في بورصة سوق لندن للمعادن من حيث سعر الشراء وسعر البيع الذي يكون أعلى بوضوح، وتكاليف الشحن والحفظ، وغيرها مما يجعل المنتجين لزيت النخيل (الذين يعانون عجزاً في تغطية الطلبات التي تجاوزت كميات الإنتاج) غير مهتمين بالشهادات التي تباع في سوق التورق لأنهم يعلمون أن الصفقة لم تعقد لاستلام الزيت، وفي حالة قرر المتعامل استلام الزيت فإن المنتج سيكون في وضعية أحسن، لأن العميل سيدفع أكثر من سعرها في السوق، وعليه يحصل المنتج على سعر أعلى من سعر السوق، ويضطر العميل طالب السيولة أن يبيعها في السوق بأقل من سعرها زائد التكاليف الذي تكبدها في الشحن والحفظ.

ثانياً: منصّة الحساب الاستثماري Investment Account Platform

هي مؤسسة فرعية مملوكة بالكامل لمؤسسة رائد Raed القابضة، وتتكون من أربعة بنوك إسلامية في ماليزيا وهي: مصرف أفين الإسلامي، وبنك إسلام، وبنك معاملات، وماي بنك الإسلامي. وانضم إلى التحالف فيما بعد

مصرف راعيات، ومصرف الادخار الوطني. وتعد المنصة آلية جديدة تمكن أصحاب المشاريع من الحصول على رأس المال لتمويل مشاريعهم. كما أنها فضاء جديد من شأنه تنويع الخيارات أمام المستثمرين الذين يبحثون عن عوائد عبر وساطة مصرفية. فهي إذن منصة تحاول الجمع أو الربط بين أصحاب المشاريع الإبداعية والجدبة والذين يعانون من عجز في السيولة أو رأس المال لتمويل تلك المشاريع من جهة، وبين المستثمرين أصحاب الفوائض النقدية من جهة أخرى. والمنصة مصنفة من طرف وكالة التصنيف الماليزية RAM.

لقد وصفت محافظة البنك المركزي السابقة تان سري أختري زيتي هذه المنصة بأنها " أكثر من مجرد وسيلة جديدة ومبتكرة للاستثمارات ومبادرات جمع رؤوس الأموال بطريقة متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. فهي تعبر عن تحول جوهري نحو توفير حلول تسهم في معالجة الفجوة الرهنة في النظام المالي الحالي القائم على نقل المخاطر (risk-transfer) إلى نظام يتيح للمؤسسات المالية الإسلامية إدراج طيف واسع من أنشطة الوساطة الاستثمارية القائمة على المشاركة في المخاطر (risk-sharing) ومن ثم إيجاد علاقة أقوى بين القطاعين المالي والحقيقي". (خطاب محافظ البنك المركزي السابق الدكتورة زيتي أخطار عزيز عند إطلاق منصة الحساب الاستثماري بتاريخ 2016/02/17).

الخصائص الابتكارية لمنصة الحساب الاستثماري

من أبرز الخصائص الابتكارية لمنصة الحساب الاستثماري ما يأتي:

- فرصة لتوسيع المحفظة الاستثمارية بمشاريع ذات جدوى: المشاريع المدرجة على المنصة تخضع لتقويم وفحص مسبق من قبل البنوك الراعية للتأكد من جدواها الاقتصادي. كما أن كل المشاريع المدرجة متوافقة مع أحكام الشريعة.
- ضبط الجودة واستيعاب المعلومات المهمة لاتخاذ القرارات: كل مشروع مدرج على المنصة يرفق بمعلومات ذات أهمية تقدم للعملاء، ويجب أن تتوافق هذه المعلومات مع الحد الأدنى لمعايير الإفصاح التي تعنى بما يلي:
 - ✓ توصيف المشروع.
 - ✓ شروط التمويل (مدة التمويل ونسب توزيع الأرباح).
 - ✓ الأرباح المتوقعة.
 - ✓ درجة مخاطر المشروع كما هي مصنفة من قبل البنك الراعي.
- سهولة المعاملات: عبر هذه المنصة يصبح من السهل بمكان بالنسبة للعملاء تحديد الأفضلية/الأولية فيما يتعلق بنوع المشاريع التي يرغبون في الاستثمار فيها، وهذا بناء على عوامل أبرزها:

✓ طبيعة الصناعة.

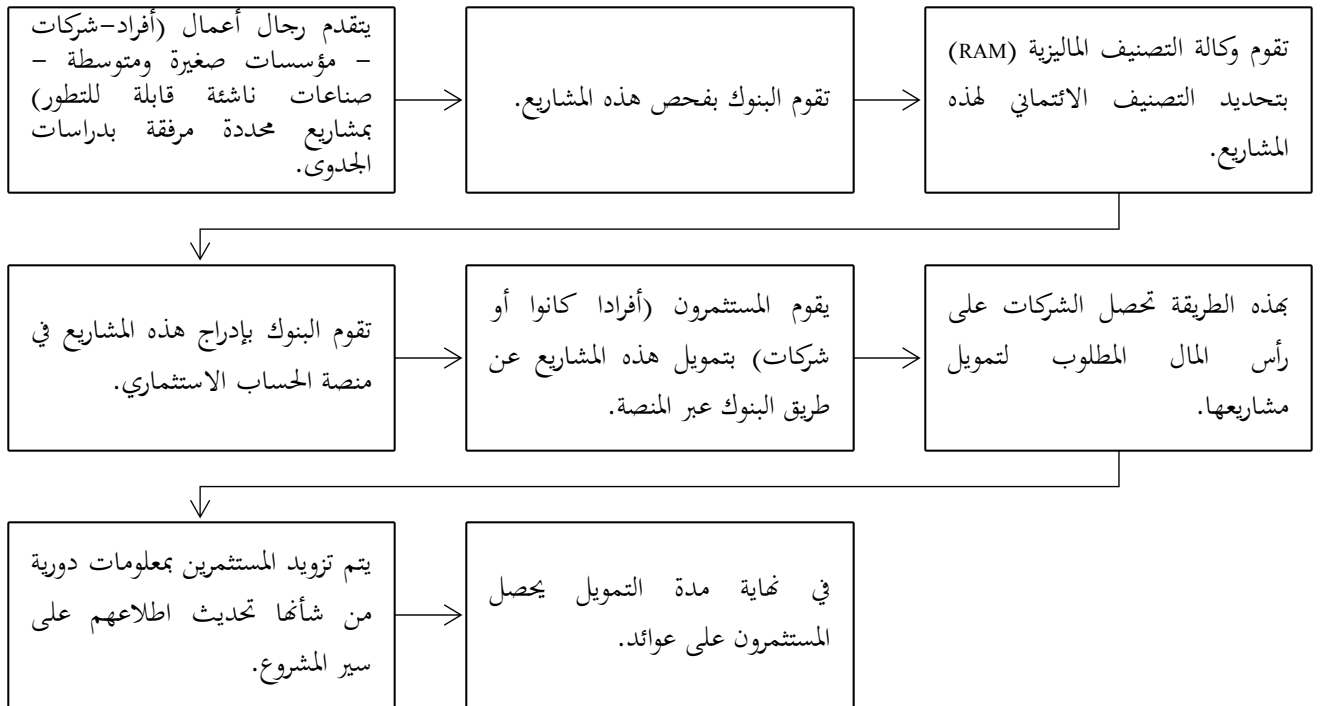
✓ الموقع الجغرافي.

✓ مستوى المخاطر.

✓ مدة التمويل.

- ويمكن للعملاء أيضا تصنيف المشاريع الاستثمارية بناء على اختيارهم للمصارف الإسلامية الراعية.
- **تقويم الملاءمة:** يقوم البنك الراعي بتقويم مدى ملاءمة الاستثمار في مشروع معين استنادا إلى الرغبة في المخاطرة والمركز المالي للعميل. لكن يبقى العميل صاحب القرار الأخير فيما يتعلق بالخيار الاستثماري. وعليه فالعملاء الذين يختارون الاستثمار في مشروع لا يتوافق مع تقويم الملاءمة (suitability assessment) الذي قام به البنك الراعي فيحذرون من المخاطر التي تكتنف المشروع.
- **الرصد المنتظم/ الرقابة المنتظمة:** رصد منتظم لأداء المشروع، يُجمَع في تقرير دوري يسلم للعملاء (نصف سنوي على الأقل) يحوي أرقاما ومؤشرات عن سير المشروع. يتضمن التقرير أيضا تقويما للمخاطر المحتملة المرتبطة بالمشروع.

الآلية التشغيلية لمنصة الحساب الاستثماري:



مزايا منصة الحساب الاستثماري:



وثمة ميزة أخرى أشارت إليها محافظة البنك المركزي السابقة في خطابها التي ألقته بمناسبة إطلاق منصة الحساب الاستثماري بتاريخ 2016/02/17 أوجزتها في العبارات الآتية: "... كما يمكن للمؤسسات ذات الغرض المحدد (Institutions with specific mandates) بما في ذلك الوكالات الحكومية أن تنسق استراتيجيا مع منصة الحساب الاستثماري والبنوك الإسلامية لعقد أو تشكيل شراكات بين القطاعين العام والخاص بما يساعد على التوجيه الفعال للمنح ورؤوس الأموال وتسهيل فرص التمويل لبعض المشاريع الاستراتيجية المحددة".

أنواع الاستثمار في المنصة

- الاستثمار الفردي

حتى تمتلك صفة المستثمر عبر هذه المنصة، يجب أن تكون مستخدما مسجلا لديها.

لتكوين تصور أو فهم واضح عن الاحتياجات الاستثمارية، يخضع المستثمر عبر هذه المنصة لاختبار توافق أو تقويم ملائمة (صلاحية) (Suitability Assessment) قبل الولوج في العملية الاستثمارية.

يحتوي اختبار التوافق (الصلاحية) على مجموعة من الأسئلة تساعد على تحديد مستوى تحمل المخاطر لدى المستثمر (Risk Profile)، مما يعين على تحديد الاستثمار الذي يتوافق مع بيانات المخاطر لديه؛ مع العلم أن صلاحية النتائج المترتبة على هذا التقويم لا تتعدى سنة واحدة.

بناء على مخرجات اختبار التوافق، يتم التأكد من فئة بيانات المخاطر لدى المستثمر.

الجدول أدناه يوضح فئات بيانات المخاطر كما أرسرتها المنصة، وكذا دائرة المشاريع التي تتوافق مع تلك البيانات اعتباراً من التصنيف الائتماني لتلك المشاريع.

التصنيف الائتماني	التوصيف	بيانات المخاطر	الفئة
-	<p>يستهدف حماية الاستثمار الأولي.</p> <p>ليس لديه أي استعداد أو قابلية لتحمل خسارة رأس المال.</p> <p>لا يتوافق مع منتجات الحساب الاستثماري.</p>	حماية رأس المال	1
aaa aa1 aa2 aa3	<p>يبحث عن استثمار بمخاطر متدنية.</p> <p>استعداده ضعيف لتحمل خسارة رأس المال.</p>	متحفظ	2
a2 aaa a3 aa1 bbb1 aa2 bbb2 aa3 bbb3 a1	<p>يستهدف مشاريع ذات مخاطر متوازنة.</p> <p>تمتاز قراراته الاستثمارية بالموضوعية.</p> <p>لديه استعداد أو قابلية متوسطة نوعاً ما لتحمل خسارة رأس المال.</p>	معتدل	3
جميع التصنيفات	<p>يبحث عن تنمية رأس المال.</p> <p>يملك قابلية واستعداد عاليين اتجاه تحمل خسارة رأس المال.</p> <p>يقبل على مشاريع تتسم بدرجة عالية من المخاطر.</p>	مُخاطر	4

الخطوات العملية لاستثمار الأفراد عبر منصة الحساب الاستثماري:

1. تسجيل المستثمر كمستخدم لمنصة الحساب الاستثماري. يتم هذا التسجيل إلكترونياً عبر المنصة.
 2. يختار المستثمر المشروع الذي يراه مناسباً له.
 3. يخضع المستثمر لاختبار توافق أو تقييم ملاءمة (صلاحية) (Suitability Assessment).
 4. تقارن نتائج اختبار التوافق مع بيانات مخاطر المشروع:
- 1.4. في حال توافقت نتائج اختبار الملاءمة مع بيانات مخاطر المشروع، يحجز المستثمر مبلغ الاستثمار ويطبع التفاصيل المتعلقة به.
- 2.4. في حال اختلفت نتائج اختبار الملاءمة مع بيانات مخاطر المشروع، ينصح المستثمر بالتواصل مع فرع متخصص للبنك الراعي للحصول على استشارات إضافية تحسن من عملية اختيار المشروع الذي يتناسب مع بيانات المخاطر لديه.
5. يعلن المستثمر عن فهمه واستيعابه الكامل للمخاطر التي تكتنف المشروع ويعلن موافقته على الاستمرار في هذا الاستثمار.

- الاستثمار المؤسسي

الخطوات العملية لاستثمار المؤسسات عبر منصة الحساب الاستثماري:

1. تسجيل المستثمر كمستخدم لمنصة الحساب الاستثماري. يتم هذا التسجيل إلكترونياً أو يمكن الرجوع إلى ممثلين عن البنوك الراعية لتسهيل عملية التسجيل ويقدم المستثمر خطاب تفويض للمنصة.
 2. تختار الشركة المستثمرة المشروع الذي تراه مناسباً.
- 1.2. إذا توافقت درجة مخاطر المشروع مع فئة بيانات مخاطر الشركة، يمكن لهذه الأخيرة أن تباشر عملية الدفع لحجز القيمة الاستثمارية المطلوبة.
- 2.2. في حال كان المشروع الذي تم اختياره يتجاوز بيانات مخاطر الشركة، تنصح الشركة باستشارة فروع متخصصة للبنك الراعي تساعد في تحسين عملية اختيار المشروع الذي يتناسب مع بيانات المخاطر لديها.

3. يحجز المستثمر مبلغ الاستثمار ويطلع التفاصيل المتعلقة به.

تقويم عام لمنصة الحساب الاستثماري

بالرغم من أن المنصة حظيت بدعم مباشر من قبل البنك المركزي الماليزي ممثلاً في محافظته، وبالرغم من أنها قدمت مقارنة واعدة للاستثمار، وبينت بأنه سيتم دمج المنصة ضمن البنية التحتية المتعلقة بأنظمة الدفع وتكنولوجيا معلومات البنوك الإسلامية لتسهيل تحويل رؤوس الأموال من العملاء في بداية العملية التمويلية ودفع أصل الدين (التمويل) وتوزيع أي أرباح متولدة في نهاية المدة التمويلية، وهو ما يجعل هذه الخصائص المهمة تميزه عن غيرها من المنصات مثل التمويل الجماهيري (crowd funding). بالرغم من كل هذا فإنها تعاني الآتي:

. قلة المشاركين في المنصة مما يعطيها دعماً مادياً ومعنوياً، فالمنصة مكونة من أربعة مصارف انضم إليها مؤخراً أربعة مصارف، وهو عدد قليل بالنسبة للمصارف الموجودة في ماليزيا هو سبع عشرة مصرفاً.

. بطؤ تحركها في مباشرة أعمالها وتنفيذ وساطة تمويلية استثمارية بالمقارنة مع الإمكانيات التي تمتلكها، ويرجع هذا في تقديري إلى عقلية المستثمرين الذي يبحثون عن أرباحاً ثابتة، ومضمونة، ويتعدون عن المخاطرة حتى وإن كانت ذات عائد عال.

. انحصارها في ماليزيا مما حد من توسعها وتحقيقها لفرص واسعة، وقد يكون هذا معقولا كونها في بداية العمل، ولكن اجتهادها في تحقيق شركات دولية تكون طرفاً في هذه المنصة سيهم في دفعها وتحقيقها لمفهوم المشاركة في المخاطر في مقارنته الإيجابية.

خاتمة

في خاتمة هذه الورقة لا بد من تجديد التأكيد على أهمية الابتكار في الاستثمار وتطوير المنتجات المالية الإسلامية، كونها الطريق الوحيد لاستمرار المالية الإسلامية قوية وقادرة على المنافسة الدولية. كما ينبغي إدراك حقيقة أن المحاولات الابتكارية لا بد وأن تعترضها تحديات وتقع منها أخطاء، ولكن إذا انضبطت هذه المؤسسات بمبادئ الشريعة وكلياتها، وعمقت الاجتهاد، وحرصت على ألا تكتفي بالمحاكاة، وألا تكرر أخطاء، فإنها لا محالة ستصل إلى مبتغاياها.

والله الهادي إلى سواء السبيل