

المحاضرة الرابعة: الأسواق والهندسة المالية الإسلامية

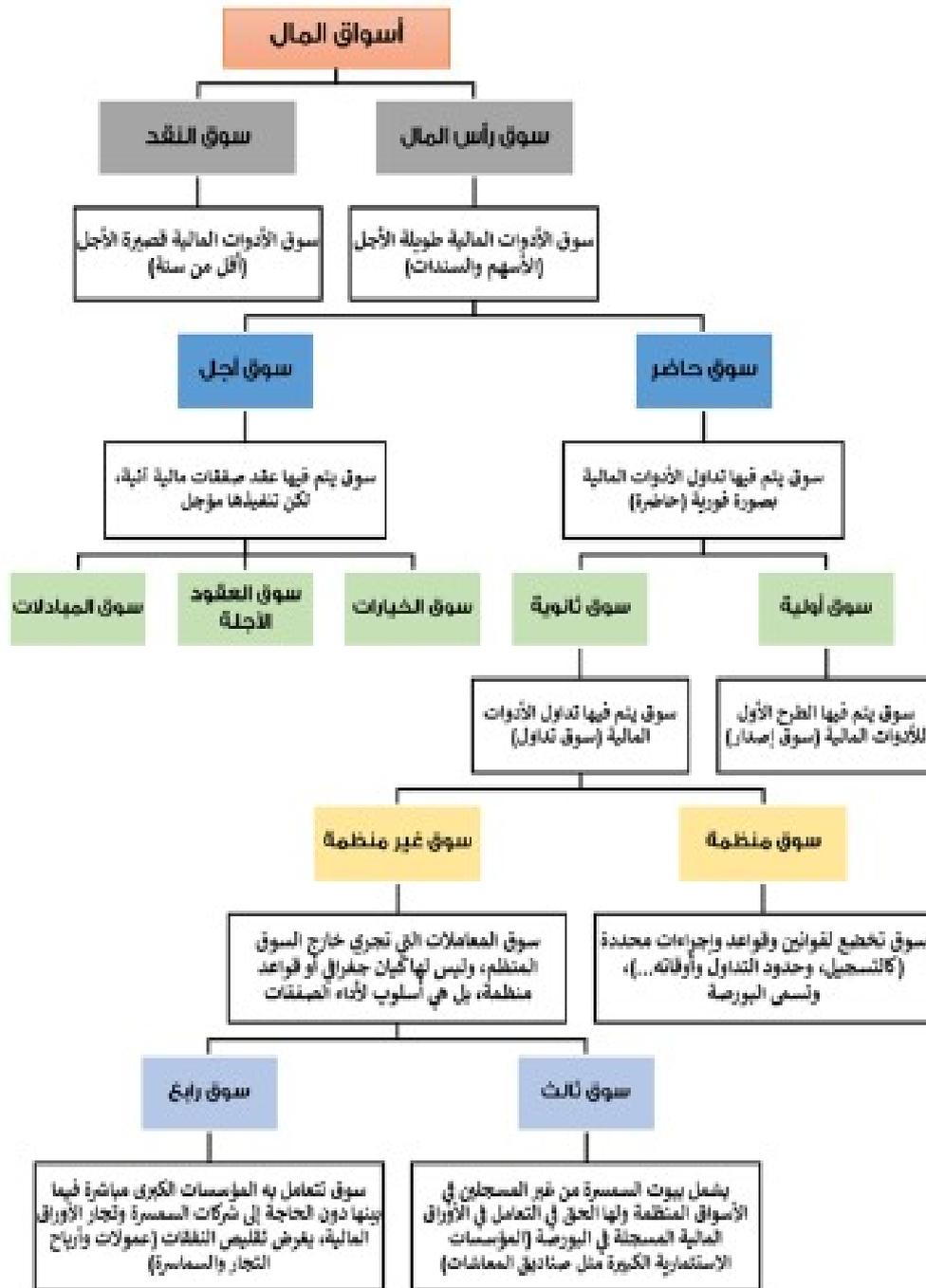
أهداف المحاضرة

- معرفة الأسواق المالية التقليدية، أقسامها وأهم أدواتها.
- تعميق ثقافة الأسواق المالية الإسلامية وخصوصياتها.
- دراسة الهندسة المالية الإسلامية، منتجاتها وآلياتها.

المحاضرة

أولاً: الأسواق المالية

1-تعريف: مكان التقاء عرض الأموال مع الطلب عليها. يتم عرض الأموال من أصحاب الفوائض المالية وهم المدخرون، أما طالبو الأموال فهم عادة أصحاب العجز (مثلا المستثمرون الراغبون في توسيع مشروعاتهم). ويتم في هذه السوق ترتيب عملية الالتقاء تلك (أي بين العرض والطلب) من خلال إصدار وتداول أدوات مالية.



عبد الكريم أحمد قندوز، الأسواق المالية، صندوق النقد العربي، 2021، ص 19.

2- الأدوات المالية

2-1- الأسهم: تمثل الأسهم أداة ملكية في الشركة أي مشاركة في رأسمالها. وتقسم إلى نوعين؛ الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

● الأسهم العادية: يعرف السهم العادي على أنه وثيقة مالية، تصدر عن شركة مساهمة ما، بقيمة اسمية ثابتة وهي قيمة الوجه، تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام، في الأسواق الأولية ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية.

● الأسهم الممتازة: هي الأسهم التي يتقرر لحاملها حقوقا أكثر، مما هو مقرر لحملة الأسهم العادية، مثل الأولوية في الحصول على أرباح، حتى ولو لم يتبق لحملة الأسهم العادية، أية حصة من الأرباح التي يتقرر توزيعها.

2-2-السندات

يمثل السند عقد التزام على الجهة المصدرة له ، يتعهد مصدرة بدفع مبالغ محددة خلال أوقات محددة اضافة الى القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق المحدد مسبقا.

وتنقسم السندات من حيث جهة الإصدار إلى:

● سندات حكومية: تصدر عن طريق الحكومة والمؤسسات التابعة لها لضبط حجم النقد في السوق أو لتمويل مشاريعها الاستثمارية؛

● سندات غير حكومية: تصدر عن الشركات المساهمة وذلك لتلبية احتياجاتها التمويلية المختلفة. و تنقسم من حيث مدة الأجل إلى :

● سندات قصيرة الأجل: تستحق خلال عام وتكون معدلات فوائدها منخفضة نسبيا؛

● سندات متوسطة الأجل: تستحق خلال سبع سنوات وتكون معدلات فوائدها متوسطة نسبيا؛

● سندات طويلة الأجل: تستحق بعد سبع سنوات وتكون معدلات فوائدها عالية نسبيا.

2-3-المشتقات المالية

العقود المشتقة هي عقود تتم بين طرفين، ويقتضي بموجبها تثبيت سعر سلعة ما في الوقت الحاضر، على أن يتم تسليمها بهذا السعر الثابت في المستقبل.

تنقسم المشتقات إلى عدة أنواع من بينها:

● الخيارات: الخيار هو العقد الذي يعطي لحامله الحق في أن يبيع أو يشتري ،كمية معينة من الأوراق المالية أو غيرها من السلع، بسعر محدد سلفا في تاريخ معين أو خلال فترة محددة. وله الحق كذلك في أن ينفذ أو لا ينفذ عملية البيع أو الشراء.

● العقود المستقبلية: هي عقود حقيقية تتم بين طرفين لشراء أصل معين، قد يكون إما سلعة أو أداة مالية، بسعر محدد مسبقا على أن يتم التسليم ودفع القيمة مستقبلا.

● العقود الآجلة: العقد الآجل هو عقد يتم بين طرفين بغرض شراء أو بيع منتج حاليا، بسعر محدد حاليا، ليتم تسوية الدفع لاحقا، ولا يمكن تداولها بعكس العقود المستقبلية.

- المبادلات: اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية أو العينية تتحدد أنيا وفقا لقيمة الصفقة، على أن يتم تبادل الأصول محل التعاقد في تاريخ لاحق.

الأدوات المالية

التدفقات النقدية			
ثابت	غير أكيد	غير أكيد	الاستحقاق
التأمين	أسهم		
سندات	مشتقات مالية	ثابت	

ثانيا: التعريف السوق المالي الإسلامي

سوق منظمة يتم فيها تلاقي إرادة المتعاقدين للتعامل بمختلف الأوراق المالية المشروعة، تهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة للمساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية. فهي سوق تقوم على الالتزام الشرعي في جميع هيئاتها ومؤسساتها وتعاملاتها وصفقاتها وأدواتها المتداولة فيها.

1- سوق النقد الإسلامي

سوق الاستثمار قصير الأجل الذي لا يتجاوز فيه أجل استحقاق الأوراق المالية سنة واحدة، وفيها يلتقي العرض والطلب على القروض قصيرة الأجل والتي تسمح بتدخل مؤسسات الجهاز المصرفي البنك المركزي والبنوك التجارية، وكذا المؤسسات المالية غير البنكية مثل: شركات التأمين، الخزينة العمومية.

2- سوق رأس المال الإسلامي

السوق الذي تتوافر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسطة وطويلة الأجل، والمنتجات والخدمات المتوافرة فيه تلتزم التزامًا تامًا بأحكام الشريعة الإسلامية، حيث يجب أن تكون خالية من الأنشطة المحرمة شرعا مثل التعامل بالربا والمقامرة والغرر وغيرها

ينبغي أن تخضع هذه السوق للجنة رقابة شرعية مكونة من مستشارين شرعيين وخبراء متخصصين في فقه المعاملات وخاصة فيما يتعلق بالمعاملات المالية الإسلامية

تنقسم من حيث الإصدار إلى:

- السوق الأولية هي سوق الإصدارات الجديدة، وفيها يتم التعامل بالأوراق المالية المختلفة، ويكتتب فيها الأفراد والمؤسسات.
- السوق الثانوية هي سوق التداول، وفيها يتم تداول الأوراق المالية الإسلامية مثل الأسهم والصكوك.

ثالثاً: الهندسة المالية الإسلامية

1- تعريف الهندسة المالية الإسلامية

يقصد بها مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة ، إضافة أن صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار توجهات الشرع الإسلامي.

- ابتكار أدوات مالية جديدة؛
- ابتكار آليات تمويلية جديدة؛
- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية؛
- ضرورة أن يكون الابتكار متوافق مع الشريعة الإسلامية.

2- أسس المالية الإسلامية

1-2-1- الأسس العامة (الابتعاد عن الشبهات والحرام)

- -تحريم الربا بأنواعه (الفضل والنسيئة)
- حرية التعاقد (عدا غير المشروع)
- التيسير ورفع الحرج (الأصل في المعاملات الإباحة).
- الاستحسان (ما يستحسنه المجتهد وفق جريان المصالح التي يقرها الشرع).
- تحريم الغرر (في المبيع وفي ثمنه).
- التحذير من بيعتين في بيعة واحدة.

2-2-2- الأسس الخاصة

- الوعي بالسوق (الحاجيات التي يتطلبها السوق معروفة لدى المتعامل)
- الإفصاح (بيان المعاملات التي تؤديها الأدوات المبتكرة لكي لا تبتعد عن هدفها الأساسي).
- القدرة المالية (وجود قدرة رأسمالية تمكن من الشراء والتعامل).
- الالتزام بالشريعة الإسلامية.

3- مبادئ الهندسة المالية الإسلامية

- التكامل بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي (نقود-سلعة-نقود).

- التوازن بين مختلف الأطراف المشاركة في العملية التمويلية والاستثمارية (حافز الربح مخاطرة للبنك، التأمين التكافلي وإدارة المخاطر).
- الحل والمشروعية في المعاملات المالية (دراسة أصول المحرمات في المعاملات المالية هو الأهم).
- التناسب بين العقد والهدف المقصود منه (العقد مناسباً وملائماً للنتيجة المطلوبة من المعاملة).

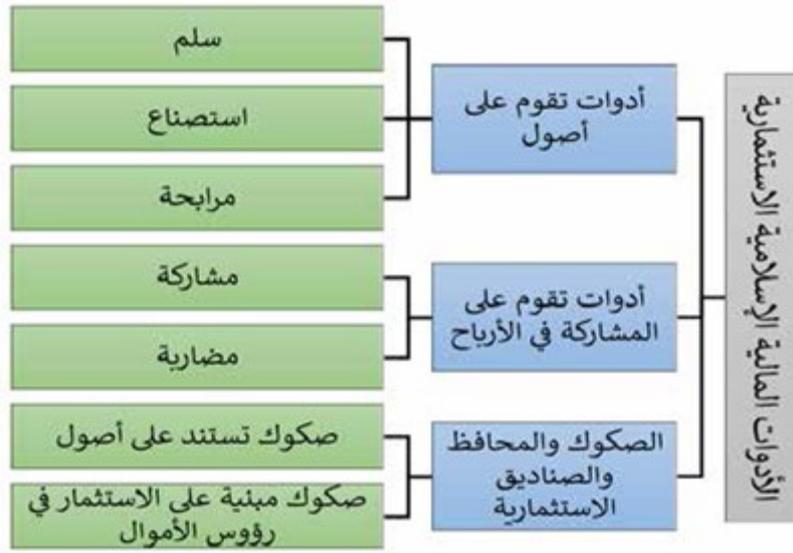
4- خصائص الهندسة المالية الإسلامية

- الابتكار الحقيقي بدل التقليد (القيمة المضافة للابتكار مصدرها ذو طبيعة تعاقدية حقيقية، الضمانات، التسعير).
- المصدقية الشرع الإسلامي بدل التشريعات الوضعية (تقاسم الأعباء بين مختلف الأطراف وليس مبدأ درء المخاطر تحويلها لأطراف أخرى).
- الابتعاد عن الخلاف الفقهي.

5- أسباب ظهور الهندسة المالية الإسلامية

- -الاحتياجات المختلفة للمستثمرين وطالبي التمويل (الحاجة للابتكار والإبداع وسائل جديدة لمقابلة الاحتياجات التمويلية الجديدة).
- -تقنية المعلومات ومفهوم السوق العريض (ماهية النقود، الحواجز الزمانية والمكانية، التحويلات النقدية)
- -ظهور مفهومي الكفاءة والفعالية (الكفاءة تعني التكلفة الأقل، الفعالية تعني قدرة السوق على تلبية حاجات المشاركين فيه).
- -زيادة عدد الأسواق المنظمة الجديدة (عقود مالية حسب الطلب وبتكاليف معقولة).
- -زيادة المخاطر والحاجة إلى إدارتها (اقتصاد المعرفة، تقلب أسعار السلع، أسعار الفائدة، أسعار العملات، أسعار الأسهم والسندات).
- -محاولة الاستفادة من النظام المالي (تطوير أدوات أو آليات جديدة للوصول إلى حلول مثلى للمشاكل التمويلية، أو لاستغلال الفرص الاستثمارية).

المنتجات المالية الإسلامية



ويمكن تطوير هذه المنتجات بالأساليب التالية:

المحاكاة (لمنتج غير مشروع)

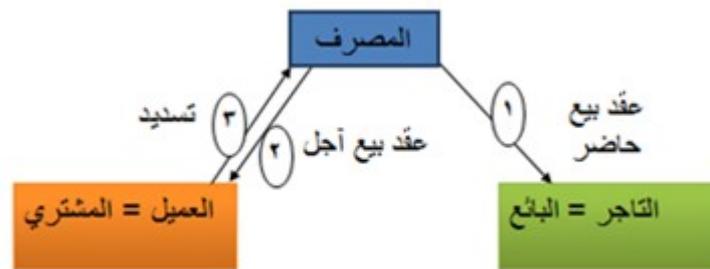
- الأسلوب الأكثر ممارسة (كيف يمكن تحقيق المنتجات الربوية التقليدية بصيغ شرعية)
- تحديد الهدف النهائي أولاً ثم البحث عن المخرج أو الحيلة الشرعية (توسيط سلع+الوعد الملزم)
- أبرز أمثلتها: التورق المصرفي، الصكوك
- قد يوجد منتجات تقليدية مقبولة من الناحية الشرعية ولا بأس بتقليدها (الحكمة ضالة المؤمن)

التحوير (لمنتج مقبول شرعاً)

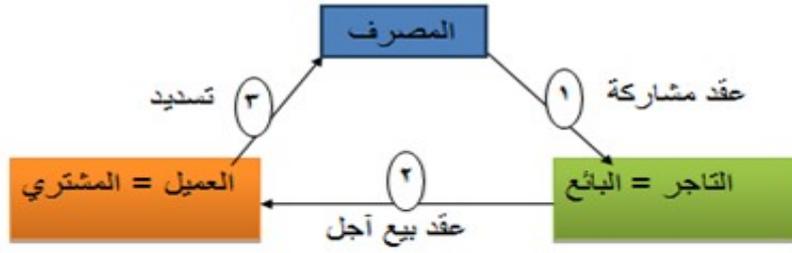
- الهدف: التحسين (أكثر كفاءة و/أو مصداقية)
- تركيب العقود.
- التركيبات الممكنة كثيرة، ولكن في جميع الأحوال يجب أن يتم تقييم المنتج النهائي من ناحية سلامته من الربا والغرر الفاحش.

فمثلاً يمكن تحوير المرابحة لتكون أكثر مصداقية وكفاءة بالشكل التالي:

هيكل المرابحة للأمر بالشراء



التحوير: المراجعة باستعمال التمويل بالمشاركة



6-منتجات الهندسة المالية الإسلامية

تتألف الهندسة المالية من أربعة أنواع يبينها الشكل:



6-1-المنتجات التمويلية

- التورق المصرفي: هو آلية تمويلية يقوم من خلالها عميل المصرف الإسلامي بشراء سلعة هذا الأخير بالأجل، على أن يقوم ببيعها حالاً لطرف آخر غير البائع الأول، لتكون هذه الصيغة التمويلية آلية للحصول على السيولة النقدية التي يحتاجها العميل.
- الإجارة الموصوفة في الذمة: هي التي يكون محل المنفعة فيها غير معين بل موصوف وتعلق ذلك بذمة من ألتزم به، سواء كان شخصاً طبيعياً أو شخصاً اعتبارياً، وعلى سبيل المثال: استئجار سيارة وصاف معلومة لنقله إلى مكان معين أو مدة معينة.
- شهادات الإيداع القابلة للتداول: تعتبر هذه الشهادات أوراقاً مالية تصدر من قبل المصارف في مقابل الودائع الاستثمارية المودعة لديها، كما تقوم على أساس المضاربة باعتبار حملها رب المال والمصرف مضاربا بها، وتعطي الحق لحاملها في الحصول على الربح قبل تاريخ استحقاق الورقة المالية، بالنسب المتفق عليها، كما تعطيه الحق في بيعها من أجل الحصول على السيولة التي يحتاجها خلال مدة استحقاقها.

6-2-المنتجات المالية المشتقة

- خيار الشرط: أن يشترط العاقدان أو أحدهما أن له الخيار في فسخ البيع، ومثل ذلك أن يقول المشتري ابتعت هذه السلعة على أن يكون لي الخيار مدة أسبوع، فيكون له الخيار خال هذه المدة في إمضاء البيع أو فسخه،

ويشترط لصحة الخيار شرطان هما تراضي الطرفين سواء حصل اتفاق في نفس العقد أو قبله، وتحديد المدة ولو طال دون عوض.

- **بيع العربون:** أي أن يشتري الرجل السلعة ويدفع للبائع مبلغاً من المال، على أنه إن أخذ السلعة يكون ذلك المبلغ محسوباً من الثمن، تركها فالمبلغ للبائع أولاً. فبيع العربون يتم من أجل شراء الأصل والانتفاع به، على أنه إذا ثبت له أن أصل مناسب أمضى بالشراء، فإنه يخسر العربون أولاً.
- **المستقبليات في إطار عقد الاستصناع:** لقد تم تكييف العقود المستقبلية على أساس عقد الاستصناع، حيث يجوز في الاستصناع تأجيل الثمن كله أو تقسيطه إلى أقساط معلومة آجال محددة، فالمستقبليات في إطار عقد الاستصناع لكي تحقق أهدافها يجب أن تكون منمطة، أي أن تكون السلعة موصوفة وصفاً دقيقاً (كما ونوعاً)، على أن يتم التسليم في زمن معلوم وبكيفية معلومة.
- **العقود الآجلة في إطار عقد السلم:** لقد كيفت العقود الآجلة على أساس عقد السلم، حيث يتفق الطرفان على التعاقد على بيع بئمن معلوم يتأجل فيه تسليم السلعة الموصوفة وصفاً مضبوطاً إلى أجل معلوم.

3-6-المنتجات المالية المركبة

- **بيع المرابحة للأمر بالشراء من خلال عقد المشارك**
 - يقوم التاجر الذي ينوي تخصيص جزء من مبيعاته لتكون بالتقسيط، بفتح حساب لدى المصرف الإسلامي كحصته في حساب المشاركة ويقوم المصرف كذلك بإيداع مبلغ مماثل أو يزيد كحصّة المصرف في حساب المشارك
 - يقوم التاجر بعملية البيع بالتقسيط ونقل الملكية وكل ما يتعلق بالأمر الفنية لبضاعته، ويتولى المصرف متابعة الأقساط والتسديد وكافة الأمور المالية
 - الأرباح التي يجنيها هذا الحساب المشترك توزع بين التاجر والمصرف بالاتفاق
- **المغارسة المقرونة بالبيع والإجارة:** تقوم المغارسة المقرونة بالبيع على تملك المصرف الإسلامي لأرض صالحة للزراعة، حيث يقوم ببيع جزء منها بسعر رمزي للخبراء الزراعيين على أن يقرن هذا البيع بعقد إجارة على العمل في الجزء الباقي من الأرض، ويكون الأجر جزءاً من الشجر والثمر

7-الصكوك الإسلامية

- هي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أو نشاط استثماري مباح شرعياً، حيث تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية مع الالتزام بالضوابط الشرعية.
- فالتصكيك هو عملية تحويل الأصول المقبولة شرعاً غير السائلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق النقد، فهي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو مالية.

1-7-خصائص الصكوك الإسلامية

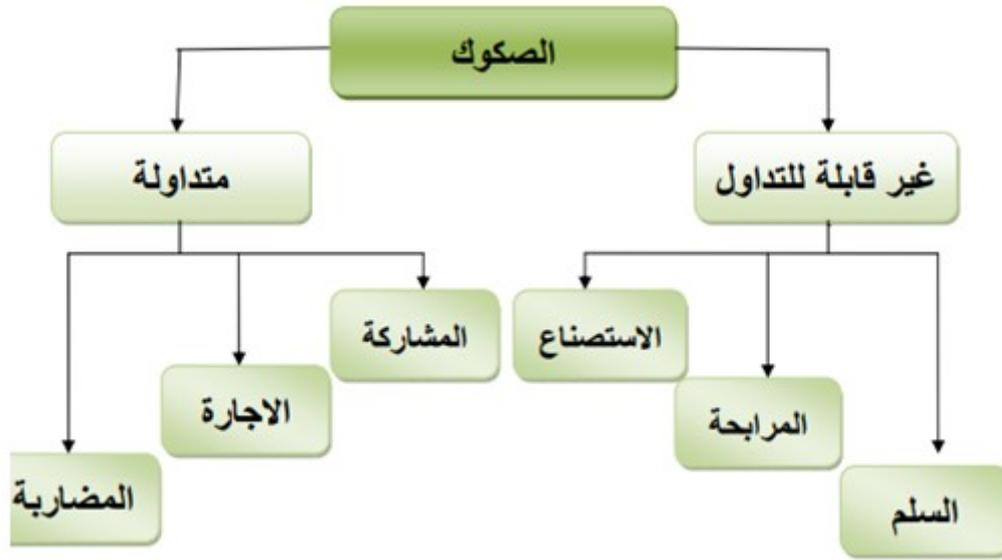
- تصدر الصكوك على شكل أوراق مالية متساوية القيمة قابلة للتداول.
- تمثل حصة شائعة تمثل مشاركة في المشروع العائد بمثابة ربح وليس ربا استعمال رأس المال.
- الصكوك في ما يوافق الشريعة الصك يعطي لحامله حصة من الربح إن وجدت.

2-7- أنواع الصكوك الإسلامية

من حيث الأجل: تنقسم الصكوك الإسلامية إلى:

- صكوك قصيرة الأجل: تتراوح مدتها من ثلاثة إلى ستة أشهر .
- صكوك متوسطة الأجل: مدتها أكثر من سنة، لكن لا تتعدى ثالث سنوات.
- صكوك طويلة الأجل: مدتها أكثر من ثالث سنوات.

تداول الصكوك الإسلامية



سامر مظهر قنطقجي، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دار أبي فداء العالمية للنشر، سوريا، 2015، ص 43.

من حيث الصيغ: تنقسم الصكوك الإسلامية إلى:

- صكوك الإجارة: هي عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة تصدر ممثلة لقيمة العين المؤجرة، تتيح لحاملها فرص الحصول على دخل الإيجار بمقدار المساهمة التي دفعها حامل الصك، وتتخذ من الفقه الإسلامي مرجعا رئيسيا لها.
- صكوك المضاربة: هي عبارة عن تقسيم رأس المال المضاربة إلى حصص متساوية القيمة، تتيح لحاملها 1 صكوك المضاربة فرصة الحصول على أرباح المشروع وبحسب مساهمات حملة الصكوك. وتنقسم إلى:
- صكوك المضاربة المطلقة: وهي التي لا يخصص فيها حملة الصكوك مشروعاً معيناً، وإنما يخول للمضارب الصلاحيات في اختيار المشروع المناسب.

- صكوك المضاربة المقيدة: وهي التي يخصص فيها حملة الصكوك مشروعاً معيناً، يستثمر فيه المضارب أموال المضاربة.
- صكوك المشاركة: وهي تعتمد بصورة أساسية على عقد المشاركة، فالجهة التي تصدر الصكوك للمستثمرين تعتبر شريكا لمجموعة المستثمرين حملة الصكوك، وهي على أنواع:
- صكوك المشاركة الدائمة: حيث يدخل المصدر بنسبة معينة في رأس مال المشروع، وطرح الباقي على شكل صكوك الاكتتاب، وتقوم مقام طرح أسهم جديدة.
- صكوك المشاركة المحدودة: وهي المؤقتة بفترة زمنية محددة، والتي تحدد بفترة زمنية متوسطة، وتكون بانتهاء المشروع أو بانتهاء الموسم.
- صكوك المرابحة: هي وثائق تصدر متساوية القيمة، يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة بالمرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك.
- صكوك السلم: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم.
- صكوك الاستصناع: هي وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها استخدام حصيلة الاكتتاب فيما في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك.
- صكوك المزارعة: هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك الأرض الزراعية، بغرض تمويل التكاليف الزراعية بموجب عقد المزارعة، ويتشارك حملتها في المحاصيل المنتجة.
- صكوك المساقاة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها استخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من المحصول وفق ما يحدده العقد.
- صكوك المغارسة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها استخدام حصيلتها في غرس الأشجار، وفي ما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس.
- صكوك وقفية: وهي وثائق متساوية القيمة نتجت من تجزئة المال المطلوب إنشاء وقف جديد
- صكوك الوكالة بالاستثمار: هي وثائق تمثل مشروعات تدار على أساس الوكالة بالاستثمار، بتعيين وكيل عن حملة الصكوك إدارتها.