

ماهية بناء منتجات الحماية المالية

د. سمير الشاعر

تمهيد أسس الاستثمار الإسلامي

الخاصية الأساسية

■ - تحمل المستثمر المخاطرة من أهم خصائص الاستثمار الإسلامي التي تميزه عن التعامل الربوي المضمون العائد

معايير التمويل الإسلامي

- (1) الضوابط الإسلامية
- (2) العائد الاقتصادي والاجتماعي
- (3) العائد المالي للمشروع الممول
- (4) شخصية وخبرة المتعامل
- (5) سلامة مركزه المالي
- (6) الضمانات

(1) الضوابط الإسلامية

■ - أوامر

■ - نواهي

■ - مباحات

■ - صيغ

■ - أولويات

■ - مجالات

■ - سلع

(2) العائد الاقتصادي والاجتماعي

■ - التوافق مع الأهداف

■ - الأولويات الاقتصادية
للمجتمع المسلم.

■ - خدمة البيئة المحلية
المحيطة

(3) العائد المالي للمشروع الممول (4) شخصية وخبرة المتعامل

- - معنى الربح
- - ضوابطه
- - التدفقات
- - معايير
- - سمعة مهنية
- - أخلاقياته وسلوكه الشخصي
- - أوضاعه الاجتماعية
- - الأسرية
- - التأهيل والخبرات السابقة
- - الكفاءة الإدارية
- - الخبرة في النشاط المطلوب

(5) سلامة مركزه المالي

■ - توازن الهيكل

■ - السيولة

■ - التشغيل

■ - الممتلكات

(6) الضمانات

■ - العينية

■ - الشخصية

■ - خصائص المشروع

■ - طبيعة العملية

معايير السلامة في مشروعات الاستثمار

- (1) السلامة الشرعية
- (2) السلامة الفنية
- (3) السلامة التجارية
- (4) السلامة التنظيمية والإدارية
- (5) السلامة المالية
- (6) السلامة الاقتصادية والاجتماعية
- (7) السلامة القانونية

(1) السلامة الشرعية

■ - معاملات مالية

حلال

■ - سلع وخدمات حلال

■ - أولويات إسلامية

■ سلوك إسلامي

(2) السلامة الفنية

■ - الموقع

■ - الحجم والطاقة الإنتاجية

■ - التكنولوجيا

■ - الطاقة

■ - القوى العاملة

■ - المناخ

■ - البيئة

■ - الموافق

■ - المواد الخام

(3) السلامة التجارية

- - السوق واتجاهاته
- - الحاجات الأساسية
- - التميز التنافسي
- - إستراتيجية التسويق

(4) السلامة التنظيمية والإدارية

- - طريقة الإدارة
- - إعداد وتدريب الموظفين
- - طموح وخبرة الإدارة
وتكامل خبراتها
- - الهيكل التنظيمي

(5) السلامة المالية

- - هيكل التمويل
- - السيولة (التدفقات)
- - درجة المخاطر (تحليل الحساسية)
- - العائد المالي على الاستثمار

(6) السلامة الاقتصادية والاجتماعية

- - تحسين جودة الحياة المادية والمعنوية
- - تحسين توزيع الدخل بين الطبقات والمناطق والأجيال
- - تحسين ميزان المدفوعات
- - كفاءة استخدام الموارد
- - المساهمة في التوظيف الكامل واستقرار الأسعار
- القيمة المضافة الحقيقية للدخل القومي

(7) السلامة القانونية

- - عدم مخالفة القوانين الحالية
- - الشكل القانوني

الجزء الأول

أساليب حماية رأس المال

لماذا المنتجات المالية؟

إن من الفطرة التي جبلت عليها النفوس البشرية حب المال، يقول تعالى (وإنه لحب الخير لشديد) العاديات 8، مع الحرص على تنميته وتكثيره وزيادته، بالاسترباح من المتاجرة أو الاستغلال بالمؤاجرة (أهاكم التكاثر) التكاثر 1، وهذا الأمل محفوف بالمخاطر والخوف من الخسائر، والمرء متأرجح بين الرجاء والخوف فكما ازداد رجأؤه في تعظيم الربح ازداد خوفه من الجوائح (المصائب).

■ ولذا يلجأ الفاقد للخبرة المالية إلى من يتقنها ويسعى المستثمر للمال إلى أخذ الحيطة بما يحقق له النفع ويبعد عنه الضرر.

تحمل المخاطر شرعاً

- حرم الله عز وجل تحميل المقرض بالفائدة مخاطر المال، واستثناه المقرض بالعائد الافتراضي عنه، وأحل سبحانه وتعالى البيع وما بمعناه من المشاركات ليكتسب المرء من جهده ويتحمل التبعة، على قاعدة «الغنم بالغرم».
- ومع ذلك **لم تحظر الشريعة** ما فيه الحفظ للمال والدراية بتقليل المخاطر أو إزالتها (اجعني على خزائن الأرض إني حفيظ عليم) يوسف 55.

الفرق بين حماية رأس المال وبين ضمانه

- الحماية هي السعي إلى وقاية رأس المال من الخسران، وهذا السعي قد لا يؤدي إلى النتيجة المأمولة، ومثال ذلك الحراسة للأموال، فقد توجد ولا يسلم المال، كما أن حراسة البلاد قد لا تفلح في سلامتها.
- أما الضمان فهو التحمل للخسائر عن طالب الضمان، وهو ربط بالنتيجة دون نظر إلى الأسباب أو مراقبة جدوى الوسائل والأساليب المتخذة من الضامن أو طالب الضمان.
- والحماية شديدة الصلة بمبدأ «حفظ المال» الذي هو أحد المقاصد الشرعية، وهي لا تخل بمبدأ «حفظ الدين» الذي هو رأس تلك المقاصد.

العلاقة بين الاستثمار والمخاطرة

- هناك علاقة وثيقة بين الاستثمار الإسلامي وبين تحمل المخاطر «تبعة الهلاك الكلي أو الجزئي، أو انخفاض القيمة».
- وهذا التلازم بينهما مرده أن تحمل المستثمر المخاطرة هو أهم خصائص الاستثمار الإسلامي التي تميزه عن التعامل الربوي المضمون العائد للمقرض بالفائدة، وهذا المبدأ قد أرساه الحديث الشريف الموجز الذي نصه «الخراج بالضمان»(1) أي ما يخرج ويتحصل من مكاسب منوط استحقاقه شرعاً بتحمل التبعة والمسؤولية عن الخسارة أو التلف في حال وقوعهما.
- وقد صاغ الفقهاء في ظل هذا الحديث القاعدة الكلية المعروفة «الغنم بالغرم»

الصور الممنوعة في حماية رأس المال من المخاطر

- اشتراط تحمل مدير الاستثمار المخاطر
- إصدار الجهة المديرة للاستثمار تعهد بالضمان
- إدارة الاستثمار يمكن أن تتم بإحدى الصيغ الشرعية الثلاث: المشاركة أو المضاربة أو الوكالة بالاستثمار، وهذه الصيغ الثلاث التي تدار بها الاستثمارات هي من عقود الأمانات التي لا يصح فيها اشتراط الضمان على المدير «المضارب، أو الشريك المدير، أو الوكيل بالاستثمار»، وحتى لو اشترط فلا أثر له، إذ لا يضمن واحد من هؤلاء الخسارة إلا إذا نشأت بتعديه أو تقصيره أو مخالفته القيود التي أبرم بها العقد.

أنواع مخاطر الاستثمار

- - مخاطر تتعلق بالموجودات «الأصول» التي تحول إليها رأس المال.
- - مخاطر تتعلق بالعملة عند اختلاف عملة المبالغ المكتتب بها والعملة التي يحصل بها التوظيف بتحويل تلك المبالغ إليها.
- - مخاطر تتعلق بإدارة الاستثمار.

المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار

- (أ) المخاطر الائتمانية: المراد بالمخاطر الائتمانية: احتمال عدم تسديد الدين أو أي التزام مالي واجب الوفاء به في المستقبل، ومن المعروف أن المخاطر الائتمانية هي الجزء الأكبر من مخاطر العمل المصرفي.
- (ب) مخاطر السوق: تتمثل مخاطر السوق - تقليدياً - في أسعار الصرف وأسعار الفائدة وتقلب أسعار السوق وهي كلها توجد في الصيغ التقليدية، فأما مخاطر أسعار الصرف ومخاطر أسعار الفائدة فهما غير منطبقين في حالة التمويل الإسلامي الذي يحرم المعاملات المستقبلية المتعلقة بأسعار الصرف وأسعار الفائدة.

تابع المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار

- (ج) مخاطر التضخم: إن ارتفاع الأسعار يؤدي إلى تخفيض القوة الشرائية ويظهر أثر ذلك عند استرداد الأموال بعد عدة سنوات وهو ما يحدث في الاستثمار الطويل والمتوسط الأجل.
وعموماً، الاستثمارات الإسلامية ذات عائد متغير غالباً، وهي مرتبطة بأصول عينية ومنافع لا بقروض نقدية، فهي في أمان من مخاطر التضخم.
- (د) مخاطر صيغ العقود: أما مخاطر صيغ العقود فهي المخاطر المتعلقة بنوع صيغة التمويل، هل هي مرابحة أم مشاركة... الخ، وقد تتولد مخاطر من الصيغة التعاقدية نفسها، حيث يخفي العاقد العيوب أو يحصل الغرر أو الجهالة فلا تكون الالتزامات متكافئة بين الطرفين، وهناك مخاطر في البيئة المحيطة بالعقد مثل ارتفاع أو انخفاض الأسهم.

تابع المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار

■ (هـ) **المخاطر الأخلاقية:** هناك نوع من المخاطر سماه أحد الباحثين «المخاطر الأخلاقية» وهي الخلل في الثقة وفقدان الأمانة التي لا بد منها في المشاركات، لأنها تستلزم توفر الثقة ويستبعد منها شرط الضمان، فعنصر «الأمانة» تقوم عليه المشاركات

■ (و) **المخاطر التشغيلية:** «مخاطر نوع العمل» وهي تتعلق بقدرة الإدارة على تحقيق الأرباح ونموها واستقرارها في المستقبل والمحافظة على المركز التنافسي للمنتج الاستثماري ومن صورها مخاطر المواءمة بين مصادر الأموال وسبل توظيفها، من حيث الآجال «أجل الاستثمار، وأجل التوظيف» أو من حيث الإطلاق في عقد التوظيف، والقيود في عقود الاستثمار القصير والمتوسط الأجل، بل حتى طويل الأجل وفي حالة إمكانية السحب أو الاسترداد أو الإطفاء التدريجي للاستثمارات.

مشروعية تخفيف المخاطر أو التوقي منها بآليات وليس بالضمان المباشر

- لا يسوغ أن يفهم من ارتباط الاستثمار المشروع بالمخاطر أنها إذا **انتفت** بطبيعة الحال أو باستخدام آليات مشروعة فالاستثمار غير مشروع، فمن المعروف أن الشريعة حرمت إلقاء النفس في التهلكة ودعت إلى الحرص على تحصيل المنافع والمصالح ودرء المضار والمفاسد.
- كما أن هناك في فقه المعاملات عقوداً خاصة للضمان، كالكفالة والرهن، بل إن عقود المشاركات التي يحظر فيها اشتراط الضمان يجوز أن يقترن بها ما يخفف مخاطرها مثل وضع القيود في المضاربة، وشرط الرجوع إلى الموكل في الوكالة.
- وحتى لو تعذرت الحماية التامة من المخاطر فإن التخفيف منها مطلوب.

تابع: مشروعية تخفيف المخاطر أو التوقي منها بآليات وليس بالضمان المباشر

■ ثم لو وقعت المخاطر رغم كل ما سبق فإن التعاون لتخفيف آثارها ومضارها مرغوب، وقد شرعت له صيغ معروفة كنظام العاقلة في جنایات الخطأ، والتأمين التكافلي وغيرها، ذلك أن الوصول إلى ما يخفف هذه المخاطر أو يزيلها أصلاً هو من الأخذ بالأسباب والحرص على ما فيه نفع الإنسان، وهو من السائغ شرعاً إذا لم يتضمن أمراً محرماً ولم يؤدي إلى الظلم الممنوع «الربا» أو أكل المال بالباطل «السحت».

ضمان الطرف الثالث لرأس المال أو له وللربح

■ المراد بضمان الطرف الثالث إصدار تعهد من طرف أجنبي عن مدير الاستثمار سواء أكان مضارباً أم شريكاً مديراً أم وكيلًا، بتحملة الخسارة التي تقع في رأس المال المستثمر وتعويض المستثمر عن تلك الخسارة، دون أن يكون له حق الرجوع على المستثمر أو على مدير الاستثمار

■ وقد صدر بشأن ضمان الطرف الثالث فقرة خاصة ضمن قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم (5) في الدورة الرابعة (عام 1408 هـ - 1988 م).

ومن التطبيقات العملية لهذا الضمان أو التعهد بالهبة:

■ (أ) ضمان الدولة الصادر بشأن الحسابات البنكية، سواء أكان كلياً أم لجزء من الودائع، حيث توفر البنوك المركزية في كثير من الدول ضماناً للحسابات الاستثمارية إلى سقف معين، ولا يخفى أن الصكوك أو الصناديق الاستثمارية التي تديرها البنوك هي في حكم الحسابات الاستثمارية.

■ (ب) توفير متعهد بالاسترداد غير الجهة المديرة: من المتبع إيجاد متعهد باسترداد الصكوك، أو وحدات الصناديق الاستثمارية، فإذا كان المتعهد جهة مختلفة عن جهة الإدارة فإنه يجوز التعهد برد القيمة الاسمية للصك إما من خلال تعهد ملزم، أو بالاتفاق.. أما إذا كان المتعهد بالاسترداد هو الجهة المديرة فلا يجوز التعهد منها بالاسترداد إلا بالقيمة السوقية التي قد تزيد أو تنقص عن القيمة الاسمية.

الاستثمار بصكوك التأجير وتعهد المستأجر بالشراء بالقيمة الاسمية

- إن من الآليات التي تحقق حماية رأس المال تعهد المستأجر في صكوك التأجير بشراء الأعيان المؤجرة «التي تمثلها الصكوك» بالقيمة الاسمية لتلك الأعيان أو بسعر يتفق عليه عند التأجير ولو لم يكن هو القيمة السوقية، فهذا التعهد يحقق الحماية لرأس المال الذي اشترت به الأعيان المؤجرة ما دامت تلك الأعيان قائمة بحالتها التي اشترت عليها «لوجود الصيانة» مع تجاوز عما لحقها بسبب الاستعمال مما لا يخل بالعرض منها.
- إن هذا التعهد صادر من طرف ثالث، ليس هو المصدر أو المدير للصكوك ولا أحد المشتركين فيها، فليس من صور الضمان الممنوع شرعاً.
- وهو في الحقيقة ليس ضماناً للصكوك وإنما يحقق حماية لرأس المال متوقفة على بقاء الأعيان المؤجرة التي اشترت برأس المال.

التأمين التكافلي على الاستثمار وديون التمويل

- لا يخفى أن أكثر عمليات البنوك الإسلامية تشتمل على تأجيل المبالغ المستحقة، سواء أكانت ناشئة عن البيع الآجل أم عن المرابحة المؤجلة أم عن الإجارة مع تأجيل أقساطها، وهذه المداينات فيها ربح نظير الأجل بالإضافة إلى الربح الأصلي للعملية.
- ومن أجل حماية حقوق الدائنين شرعت بعض العقود التبعية التي غايتها التوثيق، كالكفالة والرهن، وحوالة الدين على مليء، أو حوالة على الحق الذي للمدين، إذ يؤدي وجود الكفالة إلى أن يصبح الدين في ذمتين بدلاً من ذمة واحدة بسبب الكفالة، والرهن يصبح للدائن حق على عين يمكنه الاستيفاء منها عند تعذر الاستيفاء من المدين بدفع ما عليه من مال آخر، وينتقل حق الدائن - بالحوالة - من ذمة المدين المتعثر إلى ذمة شخص آخر مليء، كما يملك الدائن المحال حوالة حق استيفاء دينه مما للمدين من حقوق على الآخرين.
- مما سبق تتبين الحاجة الماسة إلى التأمين على الديون المشكوك فيها، وتتمثل الحاجة هنا في «حفظ المال» الذي هو أحد المقاصد الخمسة للتشريع.

الجزء الثاني

تركيب وصياغة المنتجات

نشأة الهندسة المالية

- ظهرت الهندسة المالية (Financial Engineering) للوجود في منتصف الثمانينات بهدف عون وخدمة منشآت الأعمال في مواجهة المخاطر و التخلص من القيود التشريعية والضغوط التي يفرضها السوق و بيئة المنشآت. ففي لندن عندما فتحت البنوك هناك إدارات لمساعدة منشآت الأعمال في مواجهة المخاطر التي يسببها لها عملائها وإيجاد حلول لتلك المشكلات و عدد من المحاولات لتطوير منتجات أسواق المال (Financial Market Products) كانت تلك بداية ظهور الهندسة المالية.

مفهوم الهندسة المالية

- تعرف الهندسة المالية بأنها : ” التصميم والتطوير لأدوات وآليات مبتكرة وصياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل“
- ويشير التعريف السابق إلى أن الهندسة المالية تتضمن ثلاثة انواع من الأنشطة :
 - 1- ابتكار أدوات مالية جديدة مثل بطاقات الائتمان.
 - 2- ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف كعمليات التبادل التجاري من خلال الشبكة العالمية والتجارة الالكترونية.
 - 3- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية مثل إدارة السيولة أو إدارة الائتمان .
- وعرف (Chane) ”صاحب موسوعة المشتقات“ الهندسة المالية بأنها: ”عملية استحداث منتجات مالية جديدة.. وهو الابتكار الذي أدى إلى تحسين فرص إدارة المخاطر“

تعريف انتقادي

- يعرف الدكتور السويلم الهندسة المالية بأنها " المبادئ والأساليب اللازمة لتطوير حلول مالية مناسبة مبتكرة " حيث يرى أن الابتكار بطبيعته غير قابل للقياس والتنبؤ إذ لو كان كذلك لما أطلق عليه ابتكارا . ولذا يطالب بالتركيز على الأساليب والطرق التي تعين على الابتكار وتمهد له .

واقع الهندسة المالية

■ نقل الدكتور السويلم حول هذا الموضوع كلاماً لأحد أساتذة الأعمال في العصر الحاضر وهو (بيتر بيكر) منشوراً في مجلة " Economist " تحت عنوان **"الابتكار أو الموت"** يشير في هذه المقالة أن الصناعة المالية تعاني اليوم من التدهور والتراجع نظراً لأن المؤسسات المسيطرة على الخدمات المالية لم تقدم أي ابتكار ذا أهمية على مدى ثلاثين عاماً ، حيث أن هذه المؤسسات بدلاً أن تقوم بتقديم خدمات مالية لعملائها ، أصبحت تتاجر لمصلحتها مع المؤسسات الأخرى ، لنكون في النهاية أمام "مباراة صفرية" ، لأن ما تربحه مؤسسة هو ما تخسره مؤسسة أخرى ، ويذهب صاحب المقالة أن أهم الابتكارات المالية خلال العقود الثلاثة الماضية كانت "مشتقات زعموا أنها علمية" ، لكنها ليست أكثر من عمليات القمار التي تجري في "مونتى كارلو أو لاس فيجاس" . ونتيجة لذلك فإن منتجات الصناعة المالية أصبحت سلعا نمطية تعاني من صعوبة التسويق وانخفاض الربحية

الهندسة المالية والمشتقات المالية

■ والواضح أن مصطلح الهندسة المالية (Financial Engineering) يستخدم في مناسبات متعددة لمعاني متباينة. وقد صار لصيقاً بعقود المشتقات المالية بدرجة كبيرة ، ولذا يلزم التعريف بالمشتقات المالية.

■ المشتقات " عقود تهدف إلى تبادل المخاطر المالية " وتعتبر أهم أدوات المجازفة في الأسواق المالية. فهي "أدوات مالية تتوقف قيمتها على قيمة أصل آخر، أو بعبارة أدق أدوات يتوقف العائد المتولد عنها على اتجاه سعر أصل آخر، ومن أول أنواع المشتقات صكوك الأوراق المالية التي يتم إصدارها ويعطى حائزها الحق في شراء أسهم الشركة بسعر معين في تاريخ لاحق، و السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، وأشهر صورها الحديثة العقود الآجلة، والعقود المستقبلية وعقود الاختيار وعقود المبادلة.

"وبظهور المشتقات لم يعد المضاربون في حاجة إلى التعامل في الأصول التقليدية ، حيث توفر المشتقات في أسواق العقود المختلفة وسيلة بديلة للمضاربة بما يعني عن شراء الأسهم والسندات ، حيث أصبح بوسع المستثمر شراء عقد اختيار أو عقد مستقبلي.

نقد المشتقات

- يرى بيتر دراكر " أنها من أدوات القمار التي يجري التعامل عليها في مونت كارلو ولاس فيجاس ...
- ووصف عدد من الأكاديميين تحت عنوان "القيمة الاجتماعية للابتكار المالي" أن هذه المشتقات " ليست سوى بدعة أو اكذوبة كبرى مدفوعة من قبل المؤسسات الاستثمارية ... وأنها قد اقترنت بتوقعات غير واقعية لعوائد أعظم ومخاطر أقل
- ومما وثقه د. منير هندي في هذا الموضوع لما أشار له ستيفن ليبين 1993م في وصفه للمشتقات في السوق الأمريكي قوله " لم أرى موضوع المعرفة فيه محدودة ، قدر موضوع المشتقات".

تابع نقد المشتقات

- - .. أعلن سوروس في لجنة البنوك الأمريكية عام 1994م صراحة " إن بعض أدوات المشتقات قد تم تصميمها خصيصاً لتمكين المؤسسات الاستثمارية من المقامرة، ولم يكن بوسع هذه المؤسسات ممارستها قبل السماح لها بذلك".
- .. ووصف (Alfred Steinherr) المشتقات بأنها وحش المالية المفترس

مبادئ الهندسة المالية من منظور إسلامي

■ المقصود من الهندسة المالية هو ما يلبي مصلحة حقيقية للمتعاملين في السوق المالية وليس مجرد عقد صوري من العقود الوهمية ، وهذا هو ما يؤكد القيمة المضافة للابتكار ، وهو مما يميز الهندسة المالية من محاولات الالتفاف على الأنظمة والقوانين والاحتيايل على الأحكام الشرعية . فالحيل الشرعية والفقهية لا تنتج قيمة مضافة ولا تلبي حاجة فعلية ، بل ولا تدخل تحت مفهوم الهندسة المالية المنشودة في الصناعية المالية الإسلامية .

■ وقد حدد السويلم مبادئ الهندسة المالية الإسلامية في أربعة مبادئ ؛ اثنان يتعلقان في المبادئ :التوازن ، والتكامل ، واثنان يختصان بالمنهج : الحل ، والمناسبة .