

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
République Algérienne Démocratique et Populaire  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

Université Mohamed KHIDHER-Biskra  
Faculté des Sciences Economiques,  
Commerciales et des Sciences de Gestion  
Département des Sciences Economiques  
Réf : ..... / D.S.E / 2017



جامعة محمد خيضر - بسكرة  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية  
المرجع: ..... / ق.ع.إ. / 2017

# الموضوع

دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية  
دراسة حالة سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2008-2015)

مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص نقود ومالية

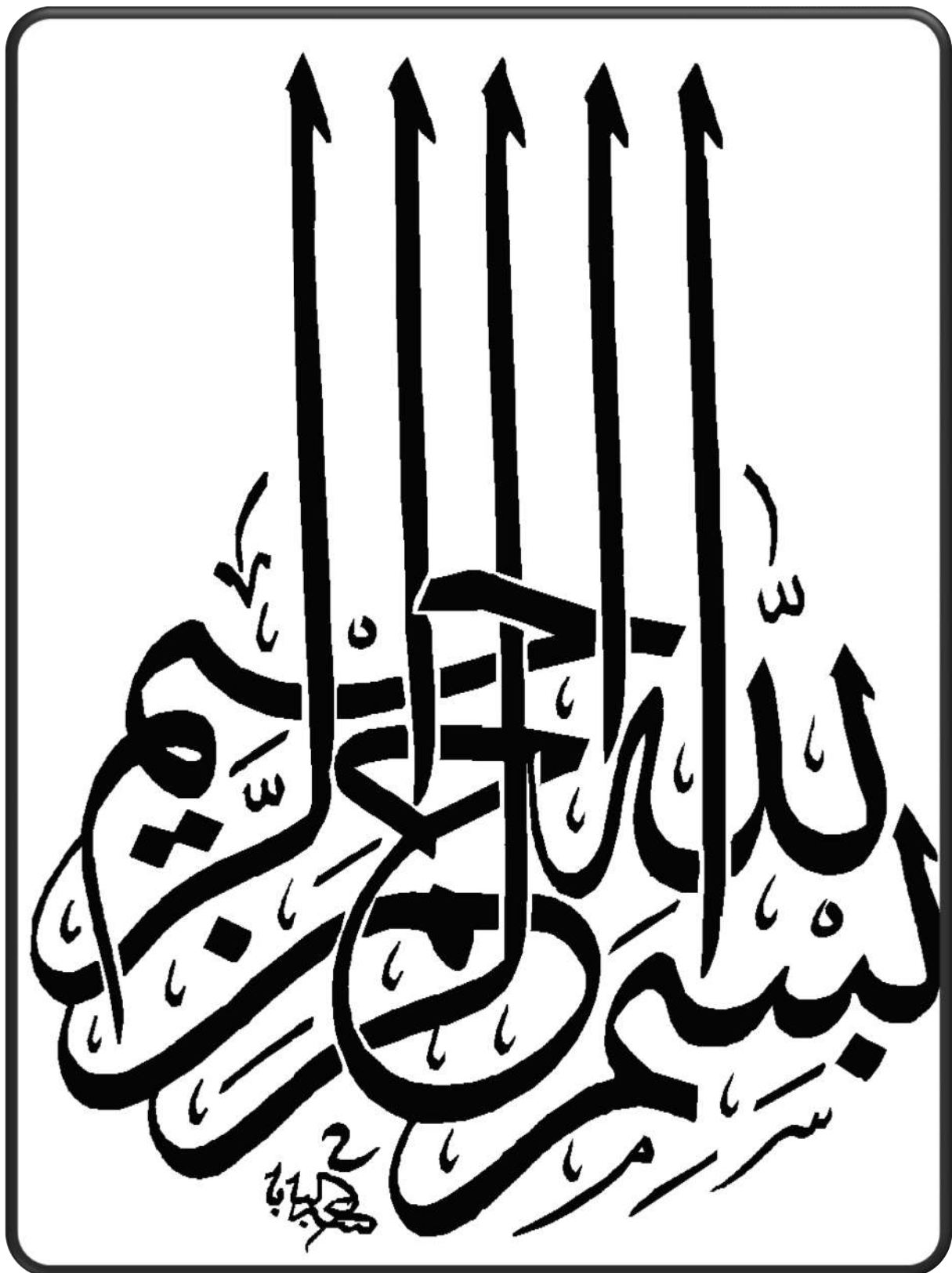
إشراف الأستاذة:

\* د/ بن سمينة دلال

إعداد الطالبة:

\*زاغز هالة

السنة الجامعية: 2016-2017



# شُكْرٌ وَنُقْطَابٌ

قال تعالى: ﴿رَبِّ أَوْزَعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَىٰ وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأُدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ﴾ (النمل : 19).

الحمد لله و الشكر ، الحمد لله الذي وفقني في إنجاز هذا العمل ، فما كان لشيء أن يجري في ملكه إلا بمشيئته جل شأنه.

ولا يسعني وأنا في هذا المقام إلا أن أتقدم بشكري وتقديري وعرفاني وامتناني إلى الأستاذة المشرفة الدكتورة بن سمينة دلال و التي لم تبخل علي بإرشاداتها ونصائحها توجيهاتها السديدة ، كذا صبرها وسعة صدرها وحرصها على إتمام هذا العمل في أحسن الظروف ، كما أحبي فيها روح التواضع والمعاملة الجيدة فجزاها الله عنى كل خير.

ولا يفوتني أن أتقدم بالشكر والعرفان إلى الأستاذة بوسنة زكية و الأستاذة عطية حليلة على إمدادي بالمعلومات القيمة وأشكر أيضا الصديقة و الأخت توبة دليلة على وقوفها بجانبى طيلة فترة الدراسة .  
والأخ عبد الحكيم قسنطيني .

وإلى كل أساتذتي من الطور الابتدائي إلى المستوى الجامعي الذين مازالوا يعملون مبادئ التعليم والرسالة المقدسة و الأخلاق الممثلة.

# الإهداء

إلى روح زاخر محمد ... زاخر سعيدة... تومى لزهى...

رحمهم الله وأسكنهم فسيح جنانه...

إلى أبى وأمى حبا وعطاء... أطال الله فى عمرهم...

إلى توأم الروح ورفيقة الفؤاد ودليلة القلب ونصيحة الدرج صديقتى

خديجة... وزوجها... ابنتهم الملكة جومانة (أريج)

إلى جدتى... أحوالى... خالاتى... وأولادهم...

إلى خطيبى راجح... وعائلته الفاضلة...

إلى إخوتى كل باسمه...

إلى البراءة ليلى... قصي... عبد الرحمان...

إلى عائلتى الثانية عائلة بعيليش عمى محمد... خالتي نورة... بناتهم...

إلى الصديقات اللواتى جمعتنى بهم الدراسة...

إلى كل من علمنى حرفا... قدم لى النصيحة... مد لى يد العون...

## ملخص البحث :

تحتل أسواق الأوراق المالية الإسلامية مكانة كبيرة في الاقتصاد الإسلامي إلا أنها لم ترقى إلى طموحات المجتمع الإسلامي نظرا لعدم تطورها ومواكبتها للتغيرات الاقتصادية- خاصة على المستوى العالمي- لذلك وجب العمل على تطويرها من مختلف جوانبها لاسيما ما تعلق بجانب الأدوات المالية لما تلعبه من دور أساسي في تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية، حيث تعمل الهندسة المالية الإسلامية على تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية خاصة فيما تعلق بجانب التحوط من مخاطر الاستثمار إضافة إلى أنها تساهم في الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية كونها توفر السيولة اللازمة وتجذب المتعاملين الجدد.

وقد هدفت هذه الدراسة إلى الإجابة على الإشكالية التالية: ماهو دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة 2008-2015؟

وقد توصلت الدراسة إلى الهندسة المالية الإسلامية أثبتت نجاعتها في توفير بعض ما عجزت عنه الهندسة المالية التقليدية، حيث ساهمت الصكوك الإسلامية في ماليزيا في جذب عدد من الشركات الإسلامية وغير الإسلامية، كما زادت من رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية إضافة إلى قدرتها على توفيق السيولة اللازمة للمتعاملين ومكنت من استقرار سوق الأوراق المالية الإسلامية والاقتصاد ككل، وقد مكنت الصكوك الإسلامية الحكومة الماليزية من تمويل مختلف المشاريع الاقتصادية والتنموية نظرا لتعددتها وتنوعها.

**الكلمات المفتاحية:** سوق الأوراق المالية الإسلامية، الهندسة المالية الإسلامية، الصكوك الإسلامية، سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.

### Research Summary:

Islamic securities markets occupy a significant position in the Islamic economy, but they have not lived up to the aspirations of the Islamic community due to their lack of development and their coping with economic changes, especially at the global level. It should be developed in various aspects, especially with regard to the financial instruments of the key role in the development of the Islamic stock market, where Islamic finance is working on the development of the Islamic securities market, especially in relation to the hedging of investment risks and contribute to the efficiency of the Islamic stock market as it provides the necessary liquidity and attract traders. This study aims to answer the following problem: What is the role of Islamic financial architecture in the development of the Malaysian stock market during the period 2008-2015?

The study found that Islamic financial engineering has proven to be effective in some of the shortcomings of traditional financial engineering, Islamic sukuk in Malaysia has attracted a number of Islamic and non-Islamic companies, increased the capitalization of the Islamic stock market and its ability to die, the Islamic Sukuk has enabled the Malaysian government to finance various economic and development projects due to their diversity and diversity.

**Keywords:** Islamic stock market, financial engineering , Islamic Islamic sukuk, Malaysian Islamic stock market.

# فهرس الجداول و الأشكال

## فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
62	الفرق بين الهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية الإسلامية	01
81	تطور صكوك المضاربة في ماليزيا خلال الفترة(2008-2015)	02
88	تطور صكوك المشاركة في ماليزيا خلال الفترة(2008-2015)	03
89	تطور صكوك البيع بالثمن الآجل/المرابحة في ماليزيا خلال الفترة(2008-2015)	04
90	تطور صكوك الاستصناع في ماليزيا خلال الفترة(2008-2015)	05
91	تطور صكوك الإجارة في ماليزيا خلال الفترة(2008-2015)	06
92	تطور صكوك الوكالة بالاستثمار في ماليزيا خلال الفترة(2008-2015)	07
94	نسبة عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية إلى عدد الإجمالي الشركات المدرجة في البورصة الماليزية	08
95	تطور رسلمة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا	09
97	تطور مؤشر قيمة الصكوك المتداولة في سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية	10
98	تطور مؤشر معدل دوران الصكوك في سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية	11

## فهرس الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
88	تطور صكوك المضاربة في ماليزيا خلال الفترة(2008-2015)	01
89	تطور صكوك المشاركة في ماليزيا خلال الفترة(2008-2015)	02
90	تطور صكوك البيع بالثمن الآجل/المرابحة في ماليزيا خلال الفترة(2008-2015)	03
91	تطور صكوك الاستصناع في ماليزيا خلال الفترة(2008-2015)	04
92	تطور صكوك الإجارة في ماليزيا خلال الفترة(2008-2015)	05
93	تطور صكوك الوكالة بالاستثمار في ماليزيا خلال الفترة(2008-2015)	06
94	نسبة عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية إلى عدد الإجمالي الشركات المدرجة في البورصة الماليزية	07
96	تطور رسلمة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا	08
97	تطور مؤشر قيمة الصكوك المتداولة في سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية	09
99	تطور مؤشر معدل دوران الصكوك في سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية	10

# فهرس المحتويات



## فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
I	كلمة شكر و عرفان
II	الإهداء
III	ملخص البحث
VII	فهرس الجداول والأشكال
IX	فهرس المحتويات
أ-و	المقدمة العامة
23-02	<b>الفصل الأول : سوق الأوراق المالية</b>
02	تمهيد
03	<b>المبحث الأول: مدخل لسوق الأوراق المالية التقليدية</b>
03	المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية التقليدية
03	الفرع الأول: نشأة سوق الأوراق المالية التقليدية
04	الفرع الثاني: تعريف و خصائص سوق الأوراق المالية التقليدية
05	المطلب الثاني: مكونات وأدوات سوق الأوراق المالية التقليدية
05	الفرع الأول: مكونات سوق الأوراق المالية التقليدية
06	الفرع الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية التقليدية
08	المطلب الثالث: أهمية ووظائف سوق الأوراق المالية التقليدية
08	الفرع الأول: أهمية سوق الأوراق المالية التقليدية
09	الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية التقليدية وعوامل نجاحها
11	<b>المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية الإسلامية</b>
11	المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية
11	الفرع الأول: نشأة وأسباب إقامة سوق الأوراق المالية الإسلامية
13	الفرع الثاني: تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية وخصائصها وأهم مبادئها
14	المطلب الثاني: أهمية وأهداف سوق الأوراق المالية الإسلامية مهامها وأدواتها
14	الفرع الأول: : أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية وأهدافها
16	الفرع الثاني: مهام سوق الأوراق المالية الإسلامية وأدواتها.
18	<b>المبحث الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية</b>
18	المطلب الأول: ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية
18	الفرع الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

19	الفرع الثاني: خصائص سوق الأوراق المالية الكفاء
19	الفرع الثالث: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية
20	المطلب الثاني: صيغ و مؤشرات قياس كفاءة سوق الأوراق المالية
20	الفرع الأول: صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية
21	الفرع الثاني: مؤشرات قياس سوق الأوراق المالية
23	خلاصة الفصل
63-25	<b>الفصل الثاني: الهندسة المالية</b>
25	تمهيد
26	<b>المبحث الأول: الهندسة المالية التقليدية</b>
26	المطلب الأول: ماهية الهندسة المالية التقليدية
26	الفرع الأول: نشأة الهندسة المالية التقليدية
27	الفرع الثاني: تعريف الهندسة المالية التقليدية
28	الفرع الثالث: عوامل ظهور الهندسة المالية التقليدية
30	المطلب الثاني: أهمية وأهداف الهندسة المالية التقليدية
30	الفرع الأول: أهمية الهندسة المالية التقليدية
31	الفرع الثاني: أهداف الهندسة المالية التقليدية
31	المطلب الثالث: أدوات الهندسة المالية التقليدية
32	الفرع الأول: المشتقات المالية
39	الفرع الثاني: التوريق وصناديق الاستثمار
43	<b>المبحث الثاني : الهندسة المالية الإسلامية</b>
43	المطلب الأول : مفهوم الهندسة المالية الإسلامية
43	الفرع أول: تاريخ الهندسة المالية الإسلامية
44	الفرع الثاني: تعريف الهندسة المالية الإسلامية
45	الفرع الثالث: أسس ومبادئ الهندسة المالية الإسلامية
47	المطلب الثاني: أسباب الهندسة المالية الإسلامية و أهميتها
47	الفرع أول: أسباب الهندسة المالية الإسلامية
49	الفرع الثاني: أهمية الهندسة المالية الإسلامية
50	<b>المبحث الثالث : منتجات الهندسة المالية الإسلامية</b>
50	المطلب الأول : الصكوك الإسلامية
50	الفرع الأول : تعريف الصكوك الإسلامية و خصائصها

52	الفرع الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية
55	المطلب الثاني: المشتقات المالية الإسلامية والتوريق الإسلامي
55	الفرع الأول: المشتقات المالية الإسلامية
56	الفرع الثاني: التوريق الإسلامي
58	<b>المبحث الرابع: دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية</b>
58	المطلب الأول: دور الأدوات المالية الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية
58	الفرع الأول: إضافة كمية ونوعية جديدة من الأوراق المالية وزيادة رسملة سوق الأوراق المالية وعدد المتعاملين بها
59	الفرع الثاني: انفتاح سوق الأوراق المالية عالمياً وإضافة مؤسسات جديدة
60	المطلب الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية
60	الفرع الأول: كيفية تحقق كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية
60	الفرع الثاني: علاقة الصكوك الإسلامية بكفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية
63	<b>خلاصة الفصل</b>
<b>102-65</b>	<b>الفصل الثالث: الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية</b>
65	تمهيد
66	<b>المبحث الأول: سوق الأوراق المالية الماليزية</b>
66	المطلب الأول: سوق الأوراق المالية الماليزية التقليدية
66	الفرع الأول: مفهوم ونشأة سوق الأوراق المالية الماليزية التقليدية
68	الفرع الثاني: أقسام سوق الأوراق المالية الماليزية التقليدية
71	المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية
71	الفرع الأول: مفهوم و نشأة سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية
72	الفرع الثاني: أسباب تطور سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية و وظائفها
74	المطلب الثالث: تقسيمات سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية و أدواتها
74	الفرع الأول: تقسيمات سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية
75	الفرع الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية
76	الفرع الثالث: المشتقات و المؤشرات في سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية
79	<b>المبحث الثاني: الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية</b>

79	المطلب الأول : إصدار الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية
79	الفرع الأول : دور هيئة الأوراق المالية في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية
83	الفرع الثاني : أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية
87	الفرع الثالث: مراحل تطور إصدار الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية
93	المطلب الأول: دور الصكوك الإسلامية في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية
93	الفرع الأول: مؤشر حجم السوق
96	الفرع الثاني: مؤشر حجم التداول
96	الفرع الثالث: مؤشر معدل دوران الصك الإسلامي
100	المطلب الثالث: تقييم التجربة الماليزية الماليزية في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية
100	الفرع الأول : الخصائص المميزة التجربة الماليزية
101	الفرع الثاني : بعض المآخذ على التجربة الماليزية
103	خلاصة الفصل الثاني
107-104	الخاتمة العامة
113-107	قائمة المراجع

# المقدمة العامة

#### 1- تمهيد

شهد العالم في العقود الأخيرة مجموعة من التغيرات الجذرية على المستويين الاقتصادي والمالي، تمثلت أساساً في ترابط أسواق التمويل الدولية كنتيجة لتأثيرات العولمة المالية التي صاحبها ثورة في قطاع الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات وكان لتلك التطورات تأثيراتها وانعكاساتها الواضحة على مستوى القطاع المالي، وظهر ذلك جلياً من خلال النمو الكبير الذي مس المؤسسات المالية حجماً ونشاطاً، وبرز أيضاً من خلال زيادة حدة المنافسة بين تلك المؤسسات، الأمر الذي تطلب منها أن تعمل على تحسين مستوى الخدمات التي توفرها لعملائها بمختلف الأساليب والتكنولوجيات الحديثة .

ووجود السوق المالية بكفاءة يضمن مزايا عديدة، من أهمها المساهمة في جمع التمويل، ومن خلال توفير السيولة للمستثمرين بتسييل الأوراق المالية، وتقليل مخاطر الاستثمار المالي بتوفير الضمانات اللازمة، وتوفير المعلومة في حينها لجميع الأوراق المالية المطروحة، وتسهيل ابتكار أدوات مالية تتجه إليها مدخرات الأفراد والمؤسسات، يعتبر الدور الهام الذي تسعى لتحقيقه كل سوق مالية، فهي تعطي بذلك حركية وحيوية لهذه السوق، وبذلك تزيد ثقة وطمأنينة المستثمرين الراغبين في الحصول على التمويل المناسب العادل لمشاريعهم المختلفة.

وقد أصبح التطوير والابتكار في الأدوات المالية الإسلامية ضرورة حتمية خاصة في ظل الطلب المتزايد على هذه المنتجات في ظل التوجه العالمي المتنامي نحو الاستثمار الأخلاقي والمتوافق مع المعاملات المالية الإسلامية التي تستبعد الربا والغرر والتعدي على أموال الناس، وخاصة بعد الأزمة المالية العالمية 2008 التي بينت مدى هشاشة الاقتصاد الرأسمالي الربوي والذي جعل من الدول الإسلامية والغير الإسلامية على حد سواء تتجه نحو الاستثمار في الأدوات المالية الإسلامية.

ولهذا فقد ازداد الاهتمام بالمبادئ التي يقوم عليها النظام المالي الإسلامي بمنظومة مؤسساته التي تحكمها ضوابط شرعية تراعي الجانب الأخلاقي والاجتماعي وترتبط منتجاتها المالية بالاقتصاد الحقيقي، فلجأت دول عدة إلى المؤسسات المالية الإسلامية والعمل على سن قوانين خاصة بها.

وخلال فترة زمنية لم تتجاوز العقد الرابع بعد، شهدت الصناعة المالية الإسلامية التي تقوم على الضوابط والقواعد المالية المستمدة من الشريعة الإسلامية، مجموعة من التطورات المتلاحقة و المتسارعة، سواء في حجم سوقها الذي يقتررب من التريليون دولار أمريكي، أو من حيث دائرة انتشارها التي امتدت حتى للدول غير الإسلامية.

ولكن بالرغم من تلك التطورات فإن الصناعة المالية الإسلامية تواجه جملة من التحديات، والتي يأتي على رأسها تطوير وابتكار منتجات مالية إسلامية قادرة على منافسة المنتجات المالية التقليدية، وتمكن المؤسسات المالية الإسلامية من توفير مجموعة من الأدوات التمويلية التي تلبي احتياجات عملائها.

## المقدمة العامة

من هذا المنطلق يتعين على الصناعة المالية الإسلامية أن تحرص على ابتكار منتجات وأدوات مالية تجسد خصوصية الاقتصاد الإسلامي، في إطار ما اصطلح على تسميته بالهندسة المالية الإسلامية التي أنتجت مجموعة من الأدوات والصيغ الاستثمارية الخاصة بها والخاضعة لضوابط الاقتصاد الإسلامي، متجنباً المعاملات القائمة على الفائدة الربوية و المجازفات التي تقترب إلى صور القمار أكثر منها إلى الاستثمار، وهو ما تستعبده الصناعة المالية الإسلامية في تنظيم أعمالها التمويلية لتحقيق مصلحة جميع الأطراف المشاركة في العمليات الاستثمارية، وتحفظ التوازن بين دائرتي الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي، ما يؤدي في الأخير إلى المحافظة على الاستقرار و تحقيق النمو الاقتصادي.

### 2- الإشكالية البحث :

في ظل الاهتمام العالمي بالهندسة المالية الإسلامية والدور الذي تلعبه على الساحة الاقتصادية عامة وأسواق الأوراق المالية خاصة، ونظراً لحاجة الاقتصاد الإسلامي البالغة والملحة لسوق الأوراق المالية الإسلامية جعل من الضرورة بمكان العمل على إيجاد هذه الأسواق والبحث عن السبل الكفيلة بتنشيطها واستقرارها ومحاولة استحداث أدوات استثمارية جديدة، وتطوير الأدوات الموجودة بما يتوافق مع أحكام الشرع الحنيف والترويج لهذه الأدوات والتعريف بها كما هي حالة الصكوك الإسلامية بما يمكن من تطوير السوق ورفعه من كفاءتها وبالتالي تحقق الهدف المنشود منها اقتصادياً وتنموياً وتعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية من أهم الأسواق التي أكدت فكرة نجاعة التعامل بالأدوات المالية الإسلامية. ومن هذا المنطلق يمكننا صياغة الإشكالية الرئيسية التالية:

\* ماهو دور أدوات الهندسة المالية الإسلامية في تطوير في سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة

2015-2008؟

و قد تمت معالجة الموضوع من خلال جزأين النظري والتطبيقي ، وتم طرح أربعة أسئلة فرعية هي :

-المقصود الهندسة المالية الإسلامية ؟

-ماهو دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية؟

-ماهي أهم أدوات الهندسة المالية الإسلامية في ماليزيا؟

-هل نجحت التجربة الماليزية في تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية ؟

### 3-فرضيات البحث :

يقوم هذا البحث على خمسة فرضيات هي :

-الهندسة المالية الإسلامية عملية تصميم وابتكار أدوات مالية جديدة أو تطوير أدوات مالية موجودة كل هذا في إطار ضوابط الشرع الحنيف.

-يكمّن دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية في تنوع وتعدد الأدوات المتداولة واتساع السوق وعدد الشركات المدرجة.

- تعتبر الصكوك الإسلامية من أهم الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في ماليزيا حيث تؤدي دورا بارزا في استقرار سوق الأوراق المالية الإسلامية ورفع كفاءته.

## المقدمة العامة

لم تتجح التجربة الماليزية في تطوير سوقها للأوراق المالية الإسلامية.

### 4-أسباب اختيار الموضوع:

-الاهتمام الشخصي بالمواضيع الإسلامية والرغبة في البحث في مجال الاقتصاد الإسلامي عامة وبصفة خاصة في مجال الأسواق المالية .

-حدائة الموضوع ومحاولة إثراء المكتبة ببعض الدراسات في مجال الاقتصاد الإسلامي.

-الدور الكبير الذي لعبته وتلقبه الهندسة المالية الإسلامية على الساحة الاقتصادية وخير دليل على ذلك

الأزمة المالية 2007، وكذا الدور الذي لعبته الصكوك الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية عامة وسوق الأوراق المالية الماليزية خاصة والرفع من كفاءتها.

### 4-أهمية وأهداف الدراسة :

يسعى هذا البحث إلى تحقيق الأهداف التالية :

-التعرف و التعريف بسوق الأوراق المالية الإسلامية، وكذا الأدوات المتداولة فيه.

-التعرف على الهندسة المالية الإسلامية.

-المساهمة في إبراز الدور الذي تلعبه الهندسة المالية الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية.

-إلقاء الضوء على صاحبة الصادرة في المنتجات المالية الإسلامية و هي دولة ماليزيا.

-الوقوف على مدى التعامل بالصكوك الإسلامية في أسواق رأس المال الإسلامية في الواقع العملي من خلال التجربة الماليزية ومحاولة إبراز أهم الاختلافات مع الجانب النظري، ومحاولة تبين أهمية المرحلة التي وصلت إليها التجربة الماليزية للاستفادة منها.

تبرز أهمية البحث من خلال ما أثير في الآونة الأخيرة حول مصداقية الهندسة الإسلامية و الدور الذي تلعبه على الساحة الاقتصادية ومدى أهميتها وخير دليل على ذلك هو تعامل بعض الدول غير إسلامية بالمنتجات الإسلامية، ضف إلى ذلك الاضطرابات التي يمر بها الاقتصاد العالمي اليوم جعلته يخوض في البحث عن بدائل وحلول جديدة وهو على استعداد لقبولها مادامت تحقق أهدافه مما جعل بعض المؤسسات المالية التقليدية تستخدم أدوات الإسلامية.

وما زاد من أهمية هذا الموضوع هو إقبال العديد من الباحثين لدراسته نظريا وعمليا في الآونة الأخيرة خاصة بعدما تأكد لدى العديد من الجهات أن النظام المالي الإسلامي هو البديل الأمثل للنظام التقليدي وبهذا نرى الفرصة مواتية لتسليط الضوء على البدائل الشرعية وهندستها.

كما يمكن أن يوفر هذا البحث أيضا بعض نقاط الانطلاق للبحث في مواضيع أخرى في مجال الاقتصاد الإسلامي مما يوفر بحوث ودراسات أخرى تضاف إلى رصيد مكتباتنا الإسلامية.

### 5-منهجية الدراسة :

أتبع في هذا البحث المنهج الوصفي من خلال عرض المفاهيم الأساسية الهندسة المالية التقليدية والإسلامية، والجوانب المالية والاقتصادية المتعلقة بمنتجاتها،و المنهج التاريخي من خلال إبراز تاريخ و نشأة المتغيرات المدروسة بالإضافة إلى المنهج المقارن الذي استعمل لإبراز مختلف الفروقات بين الهندسة المالية



## المقدمة العامة

التقليدية والهندسة المالية الإسلامية و كذا المنهج التحليلي من خلال تحليل الأرقام المتعلقة بإصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا خلال فترة 2008-2015.

### 6-مجتمع الدراسة :

تم اختيار التجربة الماليزية في الجانب التطبيقي لتكون مجتمعا للدراسة كونها أشهر تجربة في مجال الصناعة الإسلامية مقارنة بالتجارب الأخرى ،كما أنها تعتبر مثالا يحتذى به في مجال الاقتصاد الإسلامي.

7-فترة الدراسة : تم اختيار فترة 2008-2015 لأنها فترة التي تزايد التعامل المنتجات الإسلامية واعتبارها كبديل للمنتجات التقليدية واهتمام الماليين بها.

### 8-وسائل جمع البيانات :

تم الاستعانة بالكتب التي تناولت الموضوع من خلال كتب الهندسة المالية والسوق الأوراق المالية وأيضا الرسائل التخرج والأطروحات التي ألفت ببعض جزئيات الموضوع والمجلات والملتقيات .

### 9-صعوبات الدراسة :

-قلة الدراسات التي تناولت الموضوع رغم أن الكتابات المتعلقة بالاقتصاد الإسلامي كثيرة ومتنوعة.  
-غياب تدريس تخصص سوق الأوراق المالية الإسلامية في الجامعات الجزائرية وعدم ممارسته من طرف المؤسسات المالية والمصرفية الجزائرية، وانعدام سوق مالية أيضا توجب ذلك اللجوء إلى إسقاط الدراسة على التجربة الماليزية كونها أهم تجربة رائدة في هذا المجال مما سيكلف الباحث عناء البحث عن المعلومات المتعلقة بها من مختلف المواقع الالكترونية.

### 10-الدراسات السابقة :

إن موضوع الهندسة المالية الإسلامية موضوعا عميقا وواسعا بطبيعته رغم نشأته الحديثة، ورغم تعدد الكتابات وتنوعها في ميدان الاقتصاد الإسلامي إلا أنها لم تتطرق إلى موضوع الهندسة المالية الإسلامية و دورها في تطوير سوق الأوراق المالية إلا في بعض الجوانب من بعض الدراسات ولعل من هذه الدراسات التي اطلع عليها الباحث التالية:

\*دراسة محمد غزال : " دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية، دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية" و هي رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاديات الأعمال و التجارة الدولية، جامعة فرحات عباس سطيف 2012-2013، حيث احتوت الدراسة على أن البورصة الماليزية تضم عدة أقسام تابعة لها منها سوق الملكية، ويتداول فيه الأسهم باختلاف أنواعها وسوق السندات ويتداول فيه السندات الحكومية وسندات الشركات وسوق المشتقات، وكذا سوق الأوراق المالية الإسلامية الذي تتداول فيه الأدوات المالية الإسلامية منها الصكوك الإسلامية، وساهمت الإجراءات التي اتخذتها ماليزيا في سبيل تشجيع إصدار الصكوك الإسلامية من إعفاءات ضريبية وأخرى تنظيمية، في زيادة حجم وعدد إصدارها، وأن تركيز إصدارات سوق الصكوك الماليزية، على صكوك المرابحة وصكوك البيع بثمن آجل وصكوك الإستصناع في أوائل العقد الماضي، وهذا لتسهيل وتشجيع العمل بالصكوك، في حين تم ظهور صكوك جديدة في أواخر العقد الماضي تتمثل في صكوك المشاركة والمضاربة والإجارة، وهذا لوجود القبول

## المقدمة العامة

العام لها مما زاد في إصدارها وتداولها بشكل كبير، حيث تمثل صكوك المشاركة لوحدها أكثر من نصف الصكوك المصدرة وأوضحت الدراسة أن لإجمالي إصدار الصكوك الإسلامية دوراً إيجابياً في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية، وذلك لما تمثله من قيمة كبيرة يتم إصدارها وتداولها من طرف القطاع العام والخاص.

\*دراسة فيجل عبد الحميد: "تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الرأسمالي-تجربة ماليزيا نموذجاً"-وهي رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص أسواق مالية وبورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015، وجاءت هذه الدراسة إن سوق الأوراق المالية بالمنظور التقليدي تلعب أهمية في تمويل الاقتصاد، لكنها تتعامل بمخالفات شرعية لذلك كان لزاماً على الاقتصاد الإسلامي إيجاد سوق الأوراق المالية الإسلامية خاص به يستمد مبادئه وقواعده من قواعد الشريعة الإسلامية حيث يتم تداول الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، ولذلك نجده يحرم التعامل بالسندات.

احتوت هذه الدراسة أيضاً أن الهندسة المالية الإسلامية لا تختلف عن الهندسة المالية التقليدية في كونها تقوم على إيجاد أدوات مالية تمكن من التحوط ضد مخاطر الاستثمار، لكن الاختلاف الأهم هو أن الهندسة المالية من المنظور الإسلامي تحكمها ضوابط الشرع الحنيف مما يجعلها مستقلة بخصائصها وأهدافها والمبادئ القائمة عليها، وأن سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا يعتبر من أهم مكونات النظام المالي الماليزي ككل، وقد ساهمت الحكومة الماليزية في إنشائه وتطويره لتحقيق مجموعة من الأهداف في الاقتصاد الماليزي ككل.

\*بن الضيف محمد عدنان: "الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة في مقومات و الأدوات من وجهة نظر إسلامية"، وهي رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و تمويل، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2007-2008، تعرضت الدراسة إلى الاستثمار في سوق الأوراق المالية من الجانبين الوضعي والشرعي من خلال مفاهيمه المختلفة ومختلف الضوابط الشرعية التي تحكمه، وكذا عقود الاستثمار الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية، كما احتوت الدراسة أيضاً على توضيح بعض الجوانب المتعلقة بسوق الأوراق المالية من المنظور الإسلامي والوضعي وكذا الركائز الشرعية لقيام السوق المالية الإسلامية.

إضافة إلى مختلف إجراءات التعامل في السوق والأحكام المختلفة المرتبطة بالعمليات العاجلة والآجلة التي تتم بها، كما تناولت الدراسة أدوات الاستثمار التقليدية بشيء من التفصيل، وأشارت إلى المعاملات والأدوات الاستثمارية الحديثة، ثم إسقاط هذه الدراسة على واقع سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية. وما يلاحظ على هذه الدراسة أنها أشارت إلى الصكوك الإسلامية كونها من الأدوات الحديثة المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية.

\*ما تتميز به دراستنا : إن هذه الدراسة ما هي إلا إضافة لبعض ما كانت تناولته الدراسات السابقة الذكر وتكمن جوانب الإضافة في توضيح بعض الجوانب الهامة في تأثير الهندسة المالية الإسلامية على سوق الأوراق المالية وكذا الدور الكبير الذي تلعبه في على المستوى المالي، كما تعد الدراسة أيضاً وقفة على ما ساهمت به هذه في أسواق الأوراق المالية الإسلامية، من خلال الاعتماد على ومحاولة استنباط جوانب الأثر من خلال التجربة

## المقدمة العامة

الماليزية لسوق الأوراق المالية الإسلامية و بالإضافة إلى فترة الدراسة حيث آخر دراسة تم الاعتماد عليها هي سنة 2013 بينما دراستنا امتدت إلى غاية سنة 2015.

### 11- هيكل الدراسة :

من أجل الوصول إلى الأهداف المسطرة في هذا البحث واختبار الفرضيات المقترحة وبالتالي حل الإشكالية تم تقسيم الدراسة كما يلي:

### الفصل الأول : سوق الأوراق المالية .

من خلال هذا الفصل تم التطرق إلى سوق الأوراق المالية من الجانبين التقليدي والإسلامي حيث تطرقنا إلى مفهوم السوقين وتقسيمات والأدوات المتداولة ومن ثم تطرقنا إلى كفاءة سوق الأوراق المالية من حيث التعريف والأنواع والصيغ والمؤشرات

### الفصل الثاني : الهندسة المالية.

تناولنا فيه الهندسة المالية بشقيها التقليدي والإسلامي من حيث بعض المفاهيم المتعلقة بهما بعد ذلك تناولنا الصكوك الإسلامية كأحد منتجات الهندسة المالية الإسلامية من المفهوم إلى الخصائص والأنواع وكذا تناولنا دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية وعلاقة الصكوك الإسلامية بكفاءة سوق الأوراق المالية.

### الفصل الثالث : الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية.

هو الإطار التطبيقي للدراسة وكان هذا الفصل الإسقاط -قدر الإمكان- للجانب النظري على التجربة الماليزية. وقد احتوى هذا الفصل على مدخل لسوق الأوراق المالية التقليدي و الإسلامي الماليزي من خلال نشأته ومفهومه وأهميته، وكذا خصائصه وأقسامه، إضافة إلى الأدوات المتداولة فيه من أسهم وسندات وكذا أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة فيه، وتطور إصدار الصكوك الإسلامية خلال فترة الدراسة، وجاء في هذا الفصل أيضا دور الصكوك الإسلامية في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية من خلال بعض المؤشرات وتحليلها خلال فترة الدراسة.

# الفصل الأول: سوق الأوراق المالية

**تمهيد :**

نتج عن التطورات المتلاحقة في كل من المجالات الاقتصادية، الصناعية والاجتماعية ازدياد الحاجات المالية للوحدات الإنتاجية بحكم توسعها، مما أدى بالضرورة إلى تطور الأنظمة المالية، حيث حظيت باهتمام بالغ على جميع المستويات وذلك نظرا لما تلعبه من دور مهم في تحقيق نمو اقتصادي أمثل . وأحد الأطراف الفاعلة في النظام المالي هي سوق الأوراق المالية، فإذا كانت هذه السوق ذات أداء جيد بالنسبة لحجمها و سيولتها، فسينعكس ذلك إيجابيا على الأداء الاقتصادي ككل، ويتم تحقيق ذلك من خلال الجمع بين المدخرين والجهات التي تقوم باستثمار الأموال، بذلك احتلت هذه السوق مكانة هامة في اقتصاديات معظم الدول، وحظيت باهتمام كبير وخاصة من طرف الحكومات و المستثمرين.

ونظراً لأهمية سوق الأوراق المالية، وازدياد اهتمام شرائح عديدة من المجتمع به بحثاً عن الأرباح، كان لابد من بيان موقف الشريعة الغراء منه بهدف نشر الثقافة الاستثمارية الإسلامية الصحيحة، بما فيها إتاحة المجال للمستثمرين للتعرف على وجهة النظر الشرعية الإسلامية بالاستثمار في سوق الأوراق المالية، وما تقوم به هذه الأسواق و بيان الجهود المبذولة لتنظيم وضبط عملها لتتوافق نشاطاتها مع الشريعة الإسلامية.

و من هذا المنطلق تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين هما :

**المبحث الأول: سوق الأوراق المالية.**

**المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية الإسلامية.**

**المبحث الثالث: كفاءة أسواق الأوراق المالية.**

## المبحث الأول: مدخل سوق الأوراق المالية التقليدية

تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً أساسياً في تحقيق النمو الاقتصادي ومن المعروف أن وجود بورصات الأوراق المالية ذات كفاءة عالية تمنح مزايا عديدة للاقتصاد والنظام المالي وقد ظهرت في الآونة الأخيرة سوق أوراق مالية إسلامية كبديل شرعي لسوق الأوراق المالية التقليدية التي تشوبها العديد من الاعتراضات والمآخذ .

### المطلب الأول : ماهية سوق الأوراق المالية التقليدية

تعد سوق الأوراق المالية إحدى أهم آليات تجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، حيث تلعب هذه السوق دوراً أساسياً في تطوير وتنظيم أساليب التمويل للمشروعات.

### الفرع الأول : نشأة سوق الأوراق المالية التقليدية

يرجع تاريخ نشأة الأسواق إلى الرومان الذين كانوا أول من عرف الأسواق المالية بإنشاء Collegin Marcaterum في القرن الخامس قبل الميلاد. و كذلك أنشأ اليونانيون متجر المقايضات في أثينا وكانت هناك أسواق للعرب في الجاهلية، حيث كانت لقريش رحلات تجارية شتوية إلى اليمن وصيفية إلى الشام، إلى ذلك كما كان هناك حي للتجار في المدن الكبرى يسمونه 'بازار' يعرض فيها التجار أمتعتهم و يتفقون فيها على الأسعار أما البورصات ففي نهاية القرن الثالث عشر الميلادي بدأت بيوت التجار والصرافة الإيطالية في الهجرة إلى بلاد الفلندر الشهيرة ببلاد الفلمنك، و أقاموا مستعمرات في واحدة من أشهر المدن والمراكز التجارية العالمية في ذلك الحين و هي مدينة بروج البلجيكية وأصبح هذا المكان مرغوباً من جانب الإيطاليين، وصار مهبط التجار ورجال الأعمال.

ففي عام 1300م أقيمت بورصة في مدينة بروج، واحتفظت بمركز الصدارة في المال و التجارة إلى سنة 1485م، إلى أن أقيمت بورصة أنفوس في مدينة أنتورب الفلندرية. حيث تم توسيعها في 1531م فاستوعبت التجارة في كل صوب و حدب.<sup>1</sup>

لم تنشأ بورصات الأوراق المالية بهيكلها و نظمها وإدارتها اليوم بصورة فجائية بل هناك مراحل لنشوء هذه الأسواق، ويمكن تقسيمها نظرياً إلى أربعة مراحل:<sup>2</sup>

أ- **مرحلة إنشاء سوق مالية للبضائع**: إن التطور ولانتقال من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية وما رافق ذلك من هجرة الأيدي العاملة إلى المدن الكبرى، حيث أصبح تمويل هذه المدن منظماً بالأغذية والحبوب فأدى هذا إلى وجود سوق عالمي للتجار بالمحاصيل الزراعية فنشأ فريق جديد من المتعاملين سموا بالمضاربيين ليتحملوا خطر تقلبات الأسعار، فساهمت البنوك بمساعدة هؤلاء التجار فنشأت البورصات في أماكن متعددة للتجار في هذه المحاصيل سميت بورصة البضائع فقد نشأت أول سوق للبضاعة في باريس عام 1304م.

ب- **مرحلة التعامل بالأوراق المالية**: بدأت في فرنسا في القرن الثالث عشر تداول بعض الأوراق المالية حيث أوجد الملك "فليب الأشقر" مهنة سماسرة الصرف من أجل تنظيم هذا التداول، وفي إنجلترا سنة 1688 كان التعامل يتم في سندات الائتمان، وكذلك في أسهم شركة الهند الشرقية التي تأسست عام 1599.

<sup>1</sup> شعبان محمد إسلام البرواري ، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق سوريا، 2002، ص ص 31-32.

<sup>2</sup> مسعودة نصبة، مرجع ، سابق، ص 3

ج-مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي: إن التعامل في الأوراق المالية في بدايته كان يجري في سوق البضائع، و بعد أن خرج المتعاملون في الأوراق المالية من سوق البضائع صاروا يبحثون عن مكان لهم فبدؤوا يجتمعون في المقاهي خاصة في الأيام الممطرة ومن أشهر المقاهي في تلك الفترة مقهى "جوناثان" في لندن وفي أمريكا كانوا يتجهون إلى لتعامل بصكوك الدين 1790 ، حيث كان السماسرة يجتمعون في شارع وول ستريت ثم أنتقلوا إلى مقهى "نوتتين" وشهدت باريس نفس الظاهرة .

د-مرحلة استقلال الأسواق المالية بمبانيها وأنظمتها: لقد شهدت هذه المرحلة تطورا صناعيا و ذلك بنشوء مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر الفرد وحده القيام بالأعباء المالية، فبنمو الاقتصاد وتطور الصناعة وزيادة الدخول من ناحية ورواج التعامل في الأوراق المالية من ناحية أخرى،أدى إلى ضرورة قيام أسواق الأوراق المالية المستقلة وضرورة تطور نظمها وأساليب التعامل فيها، إلا أن مختلف الأسواق المالية لم تظهر بمكانتها المرموقة في الحياة الاقتصادية إلا منذ أواسط القرن 19.

### الفرع الثاني: تعريف سوق الأوراق المالية التقليدية وخصائصها

#### 1-تعريف سوق الأوراق المالية التقليدية.

تعرف سوق الأوراق المالية على أنها: "السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعا و شراء بحيث تشكل القنوات الرئيسية التي ينساب فيها المال من الأفراد والمؤسسات و القطاعات المختلفة في المجتمع، بما يساعد على تعبئة المدخرات وتنميتها للمجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد الوطني"<sup>1</sup> يمكن تعريفها أيضا: "مكان تبادل و لقاء-أي هي سوق- بين العرض و الطلب على رؤوس الأموال طويلة الأجل والمتمثلة في القيم المنقولة، وخاصة الأسهم و السندات"<sup>2</sup>

#### 2-خصائص سوق الأوراق المالية التقليدية.

تتميز سوق الأوراق المالية بعدة خصائص نذكر منها <sup>3</sup>:

-تتميز الأسواق المالية بالتنظيم، أي لا بد من وجود شروط وقيود قانونية لتداول الأدوات المالية داخلها توضع وتدار المعاملات من قبل هيئات و إدارات مستقلة متخصصة ، مع ضرورة توفر كافة المعلومات للمتعاملين.

-يستدعى التداول في أسواق الأوراق المالية وسطاء ماليين متخصصين ذوي خبرة في الشؤون المالية.

-لا بد لأسواق الأوراق المالية أن تتميز بالمرونة العالية والاستجابة السريعة لكافة المتغيرات والمستجدات التي قد تطرأ عليها ، و ذلك باستخدام أحدث ما توصلت إليه تكنولوجيا المعلومات والاتصالات مما يكسبها خاصية تميزها عن غيرها من الأسواق.

-اتساع نطاق التعامل في أسواق الأوراق المالية خاصة تتميز بها كذلك ،حيث تتم عقد العديد من صفقات وعبر عدة مناطق من العالم في آن واحد.

<sup>1</sup> عصام حسن، أسواق الأوراق المالية(البورصات)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2008، ص 18.

<sup>2</sup> محفوظ جبار، البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية، دار هومة، 2002، ص 44.

<sup>3</sup> سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير، تخصص تجارة دولية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015، ص 19

## المطلب الثاني : مكونات سوق الأوراق المالية التقليدية وأدواتها

من خلال هذا المطلب سوف نتطرق إلى مكونات سوق الأوراق المالية التقليدية وأدواتها المالية التي تتداول بها.

### الفرع الأول: مكونات سوق الأوراق المالية التقليدية

مجال عمل سوق الأوراق المالية يكون عند إصدار الأوراق المالية لأول مرة، أو عند تداولها بعد ذلك فهو يشمل<sup>1</sup>:

**1- سوق الإصدار (السوق الأولية) :** يتم بيع الإصدارات الجديدة من الأسهم و السندات في السوق الأولية، حيث تطرح الحكومة السندات و أذون الخزانة لتمويل الإنفاق العام، بينما تطرح الشركات ومؤسسات الأعمال السندات والأسهم للحصول على احتياجاتها التمويلية لتنفيذ خططها الاستثمارية.

الجدير بالذكر أنه يوجد نوعين من الطرح للأوراق المالية للاكتتاب العام في السوق الأولية هما: الطرح للتداول العام والطرح للتداول الخاص حيث يتم طرح الأوراق المالية للبيع للمستثمرين بصفة عامة في السوق في حالة الطرح العام، بينما تصرح الأوراق المالية لعدد محدود من المستثمرين في ظل أسلوب الطرح الخاص وغالبا ما يكونوا الملاك الحاليين للشركة بالإضافة إلى عدد قليل من المستثمرين المحتملين.

**2- سوق التداول (السوق الثانوية) :** هي تلك السوق التي يتم فيها إعادة بيع الأوراق المالية التي سبق إصدارها، وتبعاً لذلك يحصل بائع الورقة المالية في السوق الثانوية على قيمتها وليست الشركة أو الجهة المصدرة لها.

وتقوم السوق الثانوية للأوراق المالية بدور لا يمكن الاستغناء عنه لأي اقتصاد متقدم أو حتى في طريقه للتقدم إذ أنها تجعل من وجود السوق الأولية ممكناً بمعنى أنه بدون السوق الثانوية قد لا تنشأ أصلاً سوقاً أولية لأوراق المالية، ففي السوق الثانوية يمكن تسهيل الأوراق المالية، أي تحويلها بسهولة إلى نقود عن طريق البيع ولاشك أن إمكانية تسهيل الأوراق المالية يجعلها أكثر قبولا وجاذبية، حيث يكون من السهل بيعها وتحويلها إلى نقود بسرعة و بدون خسائر.

تنقسم سوق التداول بدورها إلى سوق منظمة و سوق غير منظمة و هي<sup>2</sup>:

**أ- الأسواق المنظمة:** يطلق على السوق المنظمة اصطلاح بورصة الأوراق المالية.

يمكن تعريف البورصة بأنها شركة مكونة من عدد من الأعضاء الذين يمتلكون مقاعد في تلك الشركة ويقتصر حق إجراء العمليات على أرضية البورصة على هؤلاء الأعضاء ويتكون غالبية أعضاء البورصة من شركات السمسرة التي تقوم عادة بمزاولة العديد من الأنشطة المتعلقة بتداول الأوراق المالية.

**ب- الأسواق غير المنظمة:** يمكن تعريف السوق غير المنظمة بأنها شبكة تضم مجموعة من الوكلاء الأوراق المالية الذين يقومون بالتعامل في الأوراق المالية بيعا وشراء من خلال شبكة اتصالات تتكون من أجهزة

<sup>1</sup> أندراوس عاطف وليم، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005، ص ص

<sup>2</sup> سعد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى المنصورة مصر، 2001، ص ص 74-87.



الحاسب خطوط الهاتف والفاكس والتلكس ويضم هؤلاء الوكلاء منظمة خاصة تشرف على أنشطتهم المختلفة و تأخذ هذه المنظمة تسميات متعددة في الدول المختلفة، غير أن جوهر الأنشطة التي تقوم بها تلك المنظمة ينصب بصورة رئيسية على الإشراف والرقابة على العمليات التي في تلك السوق وما يرتبط بها من أنشطة مختلفة يقوم بها أعضاء تلك المنظمة.

**3-السوق الثالث:** هي جزء من السوق غير منظمة، ويتكون في الغالب من الوسطاء والسماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، قد يحق لهم التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظمة في حين أن الأعضاء في السوق المنظمة لا يحق لهم إجراء معاملات خارج السوق بالأوراق المسجلة فيها وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها و كذا سرعة تنفيذها.<sup>1</sup>

**4-السوق الرابعة:** هي أسواق غير منظمة تقوم بعمليات البيع و الشراء الكبيرة عن طريق التعامل المباشر بين المستثمرين و ليس من خلال السماسرة، و يتم التعامل فيها بين المستثمرين على كافة الأوراق المالية وتمتاز بانخفاض التكاليف و البساطة في الإجراءات.<sup>2</sup>

### الفرع الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية التقليدية

أهم أدوات سوق الأوراق المالية هي الأسهم بأنواعها وسندات بأنواعها ومن خلال هذا الفرع سوف نحاول التعرف على هذه الأدوات.

**1-الأسهم:** يعرف السهم بأنه صك ملكية يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة أو توصية بالأسهم بحسب الأحوال ويضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تناسب وما يملكه من أسهم وتكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم وتعد الأداة الرئيسية لتمويل الشركات و يكون في أسهم عادية و أسهم ممتازة.<sup>3</sup>

**أ-الأسهم العادية:** هي عبارة: "عن ورقة مالية تصدر عن شركة المساهمة بقيمة اسمية وحقوق وواجبات متساوية لمالكها وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق المالية الأولية ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية لتتحدد قيمتها سوقيا حسب العرض و الطلب."<sup>4</sup>

تعرف بأنها: "قيمة منقولة ممثلة بنسبة ملكية يمتلكها شخص ويقوم بتداولها، وتسمح له بأن يكون مساهم أو شريك في الشركة."<sup>5</sup>

<sup>1</sup> حسن خلف فليح ، الأسواق المالية النقدية، عالم الكتب الحديثة، الأردن، 2006، ص 47.

<sup>2</sup> سليم جابو ، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2001-2010 رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012، ص 6.

<sup>3</sup> حماد طارق عبد العال، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2005، ص 30.

<sup>4</sup> محمدغزال ، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، تخصص اقتصاديات الأعمال و التجارة الدولية، جامعة فرحات عباس سطيف، 2013-2014، ص 37.

<sup>5</sup> عبد الفتاح المغربي عبد الحميد ، إدارة المنشآت ( البنوك،منشآت،التأمين،البورصات)، المكتبة العصرية لنشر و التوزيع، مصر، 2009، ص 284.

من خصائص الأسهم العادية ما يلي:<sup>1</sup>

-حق الملكية، حيث يكون المساهم مالكا جزئيا لموجودات الشركة وذلك بقدر نسبة مساهمته في الأسهم المعروضة وأن هذا الحق يستمر حتى تصفية الشركة.

-أن أصحاب الأسهم العادية يمتلكون حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها للاكتتاب العام .

-يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق المالية الثانوية، غير أنهم في المقابل لا يحق لهم مطالبة الشركة بقيمة الأسهم قبل تصفيته وبذلك فإن الأسهم العادية قابلة للتحويل إلى سيولة حينما يحتاج أصحابها إلى ذلك.

-يمكن لأصحاب الأسهم العادية المشاركة في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، والتدخل في سياسات الشركة وإجراءاتها الإدارية وينفرد هؤلاء بعضوية المجلس العمومي كما ويحق لهم على الأقل نظريا مراقبة العمليات الجارية.

ب-**الأسهم الممتازة:** هو سند ملكية شأنه في ذلك شأن الأسهم العادية، ولحامله الأولوية على حامل السهم العادي وذلك سواء في الربح الموزع سنويا، أو في اقتسام أصول الشركة عند إفلاسها.<sup>2</sup>

من خصائص الأسهم الممتازة ما يلي:<sup>3</sup>

-إمكانية تحويل السهم الممتاز إلى أوراق مالية أخرى.

-الأولوية في الحصول على الأرباح(عوائد) قبل حملة الأسهم العادية.

-إن حق الملكية المكتتب لحامل السهم الممتاز والذي تعكسه القيمة النقدية لها.

-الحق في التوزيعات بنسب مئوية ثابتة عند تحقيق الأرباح

-لا يحق لحامل السهم الممتاز بحق التصويت في الجمعية العمومية إلا في حالات محددة .

هناك عدة حقوق والتزامات تتميز بها الأسهم الممتازة بشكل خاص أهمها:

-حق تراكم العوائد وذلك بتجميعها لفترات متتالية ثم استلامها بعد عدة سنوات ضمن الفترة المحددة لهذه الأسهم وأن هذا الحق كثيرا ما يحرم منه أصحاب الأسهم.

-حق تحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية ذلك عند ما يجد أصحاب الأسهم الممتازة أن حصص الأسهم العادية من الأرباح الموزعة عالية نسبيا مقارنة بعوائد الأسهم التي يمتلكونها.

2-**السندات:** تعتبر السندات أداة تمويل تلجأ إليها تصدره الشركات أو الحكومة لجمع الأموال لتمويل مشاريعها، ويعرف السند على أنه عقد يحمل معنى الوفاء مكتوب من قبل المقترض "المصدر" بدفع مبلغ معين من المال " القيمة الاسمية "إلى حامله بتاريخ معين، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معين.

<sup>1</sup>معروف هوشيار ، الاستثمارات و الأسواق المالية، دار الصفاء للنشر و التوزيع، عمان،2015، ص ص 94.95.

<sup>2</sup> طاهر حردان ، أساسيات الاستثمار، دار البداية و دار المستقبل، الأردن،2009،ص 109.

<sup>3</sup> عيبر بوضياف سوق الأوراق المالية في الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير تخصص مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2006-2007، ص ص 61.62.

يحمل السند معنى قرضا طويل الأجل أو متوسط الأجل ولحامله الحق في الحصول على فائدة سنوية طوال مدة القرض، وعادة ما تكون نسبة الفائدة ثابتة.

وعليه نستنتج أن السندات تمثل دينا على الجهة المصدرة سواء كانت شركة أو حكومة، وعندما يشتري مستثمر ما سندا فهو بذلك يكون قد وافق على اقتراض مبلغ معين من المال لإحدى الشركات أو الحكومة، وفي مقابل ذلك يوافق المصدر على رد هذا المبلغ عند حلول موعد محدد يسمى تاريخ الاستحقاق، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ الاستحقاق.<sup>1</sup>

تتمتع السندات بمجموعة من الخصائص نذكر منها:<sup>2</sup>

-السندات هي فئة من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، إذ تدفع الفوائد لحملة السندات سنويا، سواء حققت الشركة أرباحا أو خسائر .

-السندات هي وثائق تمثل اتفاقا بين الشركة المصدرة (أو الحكومة) و بين (المدخرين من الجمهور ومؤسسات مالية) تلتزم بمقتضاه الشركة بإرجاع قيمة القرض، أي القيمة الاسمية للسندات المصدرة وفي فترة محددة على قسيمة السند أي تاريخ الاستحقاق فعلى الهيئة المصدرة ادخار جزء من أرباحها سنويا يسمح لها في نهاية تلك الفترة من تسديد ما عليها من ديون في شكل سندات مصدرة، كأن تضع لدى البنك المشرف على الإصدار مبلغا سنويا بحيث يمكنها من تسديد قيمة السندات عند تاريخ استحقاقها .

-يجب أن تظهر وثيقة الإصدار: اسم المصدر، عدد السندات المصدرة، الضمانات الممنوحة للحملة مقابل اكتتابهم في سندات المعنية لطمأننتهم على مدخراتهم، كما تظهر سعر الإصدار الذي يجب أن يدفعه المكتتب للحصول على السند، والذي عادة ما يساوي هذا السعر القيمة الاسمية له.

-قد تباع السندات بأسعار تقل عن القيمة الاسمية لها، وذلك في رأينا تشجيعا للمكتتبين، ويعرف الفرق بين سعر البيع و القيمة الاسمية بعلاوة الإصدار كما قد تسدد السندات بقيمة أعلى من القيمة الاسمية وعندئذ يعرف الفرق بعلاوة التسديد.

### المطلب الثالث: أهمية سوق الأوراق المالية التقليدية وظائفها وعوامل نجاحها

سنتطرق من خلال هذا المطلب إلى أهمية سوق الأوراق المالية التقليدية وأهم وظائفها والعوامل التي ساهمت في نجاحها.

### الفرع الأول: أهمية سوق الأوراق المالية التقليدية

#### 1- أهمية سوق الأوراق المالية.

تعد سوق الأوراق المالية إحدى الآليات الهامة لتجميع المدخرات - الخاصة والعامة - وتوجيهها نحو قنوات استثمارية متنوعة إذ تعمل هذه السوق على تحقيق ما يلي:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> سميحة بن محياوي ، مرجع سابق، ص 40.

<sup>2</sup> جبار محفوظ، مرجع سابق، ص 49.48.

<sup>3</sup> سمية بلعيد ، مرجع سابق، ص 13.12.

-زيادة معدل نمو الاستثمار في الاقتصاد الوطني ذلك عن طريق المساهمة في تعبئة الموارد المالية المعطلة وتوجيهها نحو قنوات استثمارية مناسبة طويلة ومتوسطة الأجل والمساعدة على جذب رؤوس الأموال الأجنبية -تعد سوق الأوراق المالية سلطة رقابية بصورة غير مباشرة على كفاءة الشركات والمشروعات التي يجري تداول أوراقها المالية في السوق و بالتالي فإن سوق الأوراق المالية أداة لتقويم الشركات والمشروعات الاستثمارية، يعطي حجم التداول لأسهم الشركة وأسعار أسهمها مؤشرا واضحا عن أحوال الشركة ومركزها المالي .

-تلعب سوق الأوراق المالية دورا كبيرا في خلق السيولة، إذ تؤثر سوق الأوراق المالية على النشاط الاقتصادي من خلال خلقها للسيولة النقدية، حيث تحتاج العديد من الاستثمارات المربحة إلى التزام طويل الأجل بتوفير رأس المال و لكن المستثمرين وخاصة حملة الأسهم لا يخططون للاحتفاظ بالأسهم التي يمتلكونها للأبد، كما لا يمكنهم استرداد قيمتها من المؤسسات التي أصدرتها ولكن في ظل سوق الأوراق المالية بإمكان هؤلاء المستثمرين الحصول على السيولة النقدية من خلال بيع تلك الأوراق المالية ببسر، ومن خلال هذه السيولة التي توفرها سوق الأوراق المالية يصبح الاستثمار أقل خطرا وأكثر ربحية مما يؤدي إلى زيادة الاستثمارات .

- تسعى سوق الأوراق المالية إلى جلب الاستثمارات الأجنبية إذ تعمل تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية على الرفع من حجم السيولة على مستوى البلد المستقبل، مما يخلق مصدرا ماليا تتمكن من خلالها المؤسسات من تمويل مشاريعها، وخير دليل على أهمية رؤوس الأموال الأجنبية في الانتعاش الاقتصادي تجارب البلدان الناشئة في جنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية التي تشهد أسواق الأوراق المالية بها ديناميكية كبيرة.

- توفير تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار تسمح لكل مستثمر اختيار الوجهة المناسبة من حيث الأداة الاستثمارية،التكلفة،العائد و المخاطرة .

- تحديد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة حيث يتم تحديد أسعار الأوراق المالية عن طريق العرض والطلب.

## الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية التقليدية وعوامل نجاحها

### 1-وظائف سوق الأوراق المالية التقليدية

بالرغم من تعدد وتنوع الوظائف إلا أنه يمكن إيجازها و تجميعها في وظيفتين وهما<sup>1</sup>:

#### أ-الوظيفة الاقتصادية : ضرورة إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية.

ذلك من أجل استرداد المستثمر لمدخراته، فالمستثمر يقبل على شراء الأوراق المالية طالما يمكن بيعها في أي وقت واستعادة قيمتها عند الحاجة إليها، التعامل في البورصات يتم من خلال مدخرات الأفراد المستثمرة في شكل أسهم وسندات و المعروف أن دوافع الادخار لدى هؤلاء متنوعة وبصفة عامة يلاحظ أن المدخر يحتاج لمدخراته كما يرغب أيضا في استغلال هذه الأموال دون خسارة، إن صاحب السهم لا يستطيع الحصول على مدخراته في أي وقت يرغب لأنها تتحول إلى موجودات في المنشأة و تبقى طالما أن المنشأة باقية ومن هنا يتمتع حملة هذه الأسهم بالحق في التنازل عنه لشخص آخر بالبيع، وبهذه الميزة يمكن تحقيق التوازن من ناحية عرض المدخرات

<sup>1</sup> عيبر بوضياف ، مرجع سابق، ص ص 49.47.

وتلبية شرط المدخر في سرعة حصوله على استثماراته لتلبية حاجاته، ومن ناحية الطلب والتي تتطلب بقاء الأموال المكتتب فيها لتمويل الاستثمارات المختلفة وألا تعرض الاقتصاد لعدم الاستقرار، والبورصة هي الجهاز الذي يمكن أن يتحقق به سهولة لتسويق الاستثمارات ومساعدة الأفراد على استغلالها في أي وقت.

### ب-وظيفة مالية : مراعاة تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية.

ترتبط هذه الوظيفة الأساسية الثانية مرتبطة ارتباطا وثيقا بالوظيفة الأولى، فلا يمكن أن توفر البورصة تسهيل التسويق على حساب الأسعار وهذا يعني أن المدخر إلى جانب حرصه على أن يكون لديه فرص كبيرة لبيع أوراقه المالية، فكما احتاج إلى ذلك فإنه يحرص أيضا على أن يكون السعر الذي الذي يبيع بيه مناسباً لاستثماراته والبورصة لها دور هام في تحقيق عدالة الأسعار وذلك من خلال تبيين الالتقاء الواسع والعرض والطلب معا فهي بما لديها من أجهزة وإمكانات الاتصالات السماسرة يبعثهم و اتصالاتهم بوسائل الاتصال المختلفة تعمل على تجميع الطلب و العرض في مكان واحد.مما يترتب عليه سعر عادل، حتى لا يتعرض لضغط الحاجة وبيع مضطرا بخسارة.

هناك وظائف أخرى تابعة و مكملة للوظائف الرئيسية منها :

-تفادي التقلبات العنيفة للأسعار .

-توفر فرص استثمارية متنوعة ومتفاوتة من حيث المخاطرة.

-مساعدة المنشآت في الحصول على ما تحتاجه من تمويل طويل الأجل.

### 3-عوامل نجاح سوق الأوراق المالية التقليدية

لا تنشأ سوق الأوراق المالية لمجرد الرغبة في ذلك ولا بصدور قرارات من السلطات المختصة، إذ أن قيام هذه السوق وممارستها لنشاطها بفعالية وكفاءة يحتاج لتوفر عدة شروط تعتبر أركاناً أساسية، إضافة إلى وجود الهياكل الإدارية والتنظيمية التي تحكم عمل هذه الأسواق من حيث إدارة شؤون السوق والصلاحيات المخولة لكل جهة من الجهات التنظيمية لكي تقوم سوق الأوراق المالية فلا بد من توافر مجموعة من الشروط التي تشكل بدورها المقومات الأساسية لإقامة هذه السوق ومن أهمها: <sup>1</sup>

أ-**تكنولوجيا المعلومات**: يقصد بهذا العنصر ضرورة وجود منظومة متكاملة من المعلومات المالية التي توفر للمتعاملين معلومات دقيقة وفورية حول حركة الأسعار اليومية التي تصدر عن السوق والتي يتم الإعلان عنها من خلال الشبكة الإلكترونية التي تظهر لحظة بلحظة أسعار بيع الأوراق المالية المتداولة، وأسعار شرائها في السوق وحركة المؤشر الرئيسي للسوق المالية، بالإضافة إلى التقارير الدورية عن حركة التداول وكافة الأخبار والبيانات النقدية والمالية والاقتصادية المهمة والتي لها تأثير في اتخاذ القرار الاستثماري.

<sup>1</sup> حسام مسعودي، واقع التداول الإلكتروني في السوق المالية السعودية خلال فترة 2000-2009، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التسير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسير، تخصص مالية و أسواق، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، 2011-2012، ص 8.

ب-الوساطة المالية: يتم التعامل داخل السوق من خلال الوسطاء الماليين والسماسرة الذين يمثلون حلقة الوصل بين البائع والمشتري، وتلتزم شركات السمسرة التي نفذت عملية على خلاف آراء العميل أو على ورقة مالية غير جائز تداولها بتسليم ورقة غيرها خلال أسبوع من تاريخ المطالبة و إلا وجب تعويض العميل.

ج-تنوع الأدوات المالية: يجب أن تكون الأوراق المالية قابلة للتداول وتتسم بالمرونة الكافية لتسهيل انتقال ملكية الأوراق من مستثمر لآخر، فالأساليب الفنية الحديثة في الإصدار تميل إلى صياغة الأوراق المالية بشكل تصبح معه هذه الأوراق في متناول المدخر الصغير، الأمر الذي يمكن معه تعبئة موارد مالية كثيرة نتيجة اتساع قاعدة المشاركين أيًا كانت مقدرتهم المالية.

د-الأطر التشريعية والتنظيمية لحماية المستثمر: وجود الأطر التشريعية والتنظيمية الفعالة ذات المرونة والقدرة على التكيف المستمر مع المتغيرات الاقتصادية القومية والدولية، فتوافر هذه التشريعات والتنظيمات يساعد كثيرا في عنصر المنافسة الحرة بين العرض والطلب، وتوفير الحرية الاقتصادية لتسهيل المعاملات وتحريك رؤوس الأموال، في ظل وجود خبراء أكفاء لإدارة التداول داخل البورصة حفاظا على أموال العملاء ولضمان استقرار السوق.

### المبحث الثاني : سوق الأوراق المالية الإسلامية

نظراً لأهمية سوق الأوراق المالية، وازدياد اهتمام شرائح عديدة من المجتمع إليه بحثاً عن الأرباح، كان لا بد من بيان موقف الشريعة منه بهدف نشر الثقافة الاستثمارية الإسلامية الصحيحة، بما فيها إتاحة المجال للمستثمرين للتعرف على وجهة النظر الشرعية الإسلامية بالاستثمار في سوق الأوراق المالية، وما تقوم به هذه الأسواق وبيان الجهود المبذولة لتنظيم وضبط عملها لتتوافق نشاطاتها مع الشريعة الإسلامية.

### المطلب الأول : ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية

سوف نحاول أن نتعرف في هذا الفرع إلى نشأة و تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية وأهم خصائصها .

### الفرع الأول:نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية وأسباب إقامتها

من خلال هذا الفرع سوف نتطرق إلى نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية وكذا أسباب التي جاءت وراء إقامة هذه السوق.

### 1-نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية

تعود جذور بناء سوق الأوراق المالية الإسلامية إلى تاريخ ظهور فكرة أسلمة الأوراق المالية ووضعها في قالب إسلامي بضوابط شرعية وفق أسس الاقتصاد الإسلامي، حيث طرحت فكرة سندات المقارضة لأول مرة سنة 1978، ثم طرحت تركيا صكوكا للمشاركة لتمويل بناء جسر معلق سنة 1984، ثم تم تبني فكرة سوق مالية إسلامية، من خلال ندوة البركة الثانية المنعقدة في تونس سنة 1984م،المتمثل في تداول الحصص الاستثمارية في حالة السلم والإيجار والمرابحة وذلك لمعلومية الريح في هذه الصيغ، حيث طرحت فكرة إنشاء شركة مساهمة تابعة لبنك البحرين الإسلامي تكون متخصصة في تمويل المرابحة وتكون أسهمها قابلة للبيع والشراء وفق أسعار معلنة مسبقا على أساس محسوب تبعا للعملية المنفذة و الأرباح المستحقة.

لقد تواصلت النداءات بعد ذلك بضرورة إنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامية لتكون بمثابة سوق ثانوية مكملة للسوق الأولية التي بدأت تظهر بوادرها في إصدار بعض البنوك الإسلامية لبعض أنواع الصكوك والشهادات فقد جاء في توصيات المؤتمر الثالث للمصارف الإسلامية الذي عقد بدبي سنة 1406هـ الموافق 1985م في المادة 8 ما يلي: يوصي المؤتمر المصارف و المؤسسات المالية الإسلامية بالتعاون لإيجاد أدوات مالية (مستمدة من الشريعة الإسلامية) تشكل أساسا لسوق مالية إسلامية.

ثم أعيد طرح فكرة في بحث مقدم إلى ندوة عقدت في ألمانيا سنة 1409هـ الموافق 1988م، حيث من الواضح أن المطلوب ليس هو بذل الجهود من أجل استعمال الطرق التقليدية في تحريك الأموال مع إدخال تغيير هامشي عليها بل تطوير أدوات مالية إسلامية جديدة و تأسيس سوق ثانوية لهذه الأدوات.

ثم تكررت النداءات بعد أيام قليلة في ندوة إسهام الفكر الإسلامي في الاقتصاد المعاصر التي عقدت في القاهرة سنة 1409هـ الموافق 1988م حيث طالبت الندوة في توصياتها بتطوير أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية وإنشاء سوق مالية إسلامية لتسهيل انتقال واستثمار الأموال الإسلامية في البلاد الإسلامية، وبعد ذلك جاءت الندوة الأولى لأسواق المالية المنعقدة في الرباط سنة 1989م والتي جاء من بين التوصيات وجوب العناية بأمر هذه الأسواق وتعريف الناس بأحكامها وبقيت فكرة هذه السوق عبارة عن كتابات وأدوات يتعامل بها في الأسواق الوضعية وقد سعت مجموعة من الدول إلى إنشاء هذه السوق و على سبيل المثال فقد أنشئ سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا سنة 1994م، ثم جاء بعد ذلك الاتفاق على إنشاء السوق المالية الإسلامية الدولية في مملكة البحرين في أوت 2002، إضافة إلى محاولة تحويل بعض الأسواق المالية في الدول العربية إلى أسواق مالية إسلامية، وفي هذا الإطار وتماشيا مع هذا الاتجاه جاءت خطوة إدارة سوق دبي المالي بإعلانها عن بدء في إجراءات تحويل سوق دبي المالي إلى سوق مالي إسلامي عالمي، بعد ما حصلت أخيرا على موافقة لجنة التنسيق بين هيئات الفتوى و الرقابة الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية في الإمارات.<sup>1</sup>

### 2- أسباب إقامة سوق الأوراق المالية الإسلامية

تلعب الأسواق المالية الإسلامية دورا أكثر من مهم في الاقتصاد الإسلامي كونها أحد أهم عناصر النظام المالي ككل باعتبارها المكان الذي يتم فيه تبادل الأموال بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز وبالتالي فإنه من الممكن، أن نخلص إلى إيجاز أهم الأسباب الداعية لإقامة سوق الأوراق المالية الإسلامية في النقاط التالية:<sup>2</sup>

- تمثل الأسواق المالية الإسلامية الحل الأفضل والبديل الأمثل لتبادل السلع والمنتجات والأوراق المالية التي تقرها الشريعة الإسلامية.

- من أهم عوامل نجاح الأسواق المالية في تحقيق أهدافها أن محتويات هذه السوق ومعاملاتها تتسجم مع معطيات الشريعة الإسلامية العقائدية والاقتصادية وهو ما يبحث عنه البائعون والمشترون من المسلمين بعد أن امتنعوا عن استثمار أموالهم في الأسواق المالية التقليدية.

<sup>1</sup> محمد عدنان بن الضيف، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس للنشر و التوزيع ، الأردن، 2013، ص ص 139-142.

<sup>2</sup> عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص ص



- إقامة خلايا التكامل الاقتصادي بين الدول الإسلامية من خلال التعاون والتكافل والترامح بين المستثمرين المسلمين الذين لم يجدوا فرصة الاستثمار في الأسواق المالية الغربية لما فيها من بيوع مخالفة للشريعة، ومن أكثر هذه البيوع شيوعاً:

- بيع الإنسان ما لا يملك.

- بيع الإنسان ما اشتراه قبل قبضه.

- البيع المتضمن عدم تحديد السعر وتعليقه على سعر السوق في يوم معين أو خلال فترة محددة.

- بيع وشراء الأوراق المالية المحظورة السندات والأسهم الممتازة.

- البيوع المتضمنة خيارات غير مشروعة في الإسلام.

- من أهم العوامل التي ساهمت في إنجاح هذه الخطوة اتحاد الدين والمصالح المشتركة، أضف إلى ذلك تباين الإمكانيات الاقتصادية للدول الإسلامية، سواء كانت تجارية أم زراعية أم حيوانية، وكذلك اختلاف هيكله إمكانيات الإنتاجية الصناعية بين هذه الدول وتباين رأس المال البشري في هذه الدول أيضاً.

- تفعيل أساليب الاستثمار الإسلامي في السوق المالية الإسلامية، أكثر فاعلية مقارنة مع تفعيلها في السوق المالية التقليدية، وهي بذلك تسهم في إنجاح العملية الاستثمارية في السوق المالية الإسلامية.

- التخلص من السيطرة والتبعية الاقتصادية للدول الرأسمالية الكبرى، علماً أن آثار ظاهرة العولمة بدت واضحة العامل على أسواق الدول الإسلامية في محاولة منها للاستقلال المنهجي في توجهاتها الإنمائية الحاضرة والمستقبلية.

- يمكن العمل في سوق الأوراق المالية الإسلامية بالخيارات الشرعية التي أقرتها الشريعة الإسلامية مثل خيار المجلس وخيار الشرط وخيار البيع وهي بدائل إسلامية عن الخيارات غير الشرعية في أسواق المال التقليدية.

### الفرع الثاني: ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية

نتطرق في هذا الفرع إلى تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية وخصائصها وكذا أهم مبادئها

#### 1- تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية وخصائصها

يمكن تعريفها: " ذلك الإطار أو المجال الشرعي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية المتوافقة والشريعة الإسلامية من طرف أصحاب العجز ثم اقتناؤها وتداولها عبر قنوات إيصال بين أصحاب الفائض بصورة منظمة ومراقبة وعلى أسس شرعية من طرف الهيئة الشرعية للسوق وذلك من أجل تثمار الأموال في إطار شرعي"<sup>1</sup>

من خصائص سوق الأوراق المالية الإسلامية:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> محمد عدنان بن الضيف، الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة في المقومات و الأدوات - من وجهة نظر إسلامية -، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، تخصص نفود و تمويل، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2007-2008، ص 76.

<sup>2</sup> مسعودة نصبة، مرجع سابق، ص 36.



-أنها سوق تتعدم فيها المضاربة في الأوراق المالية،و ذلك بسبب المانع الشرعي لكثير من المعاملات التي تعد مجالا لعمليات المضاربة، ويسبب تدخل السياسة المالية والعملات بينما تفرض عبئا بسيطا على الامتلاك طويل الأجل للأدوات المالية بدافع الاستثمار.

-أنها سوق تهتم بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ، وتعد أن معيار كفاءة الأسواق المالية هو مدى بتمويلها للمشروعات المنتجة العديدة.

-أنها سوق لا تتعامل بأدوات الدين،و إنما تشجع وتحفز على تداول أدوات الملكية بشكل واسع وتستحدث من الصيغ الاستثمارية، كل ما يخدم عملية التبادل الحقيقي للسلع و الخدمات.

-أنها سوق خالية من الاحتكارات و المعلومات المضللة، التي تؤثر في أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها.

## 2-مبادئ سوق الأوراق المالية الإسلامية

من أهم مبادئ سوق الأوراق المالية الإسلامية :<sup>1</sup>

-الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية: التي تعتبر ركيزة أساسية لقيام أي سوق الأوراق المالية الإسلامية.

-المنافسة الحرة والعادلة: يجب أن تخلو هذه المنافسة مما يشوبها من شبهات تمس بالمبدأ الأول.

-تحديد الأسعار: يتم بناء على آلية العرض والطلب، ومن المعلوم أن السوق التي تسودها المنافسة الكاملة فإن أسعارها تتحدد آليا وفق آلية العرض والطلب.

-الإفصاح: هو توفير المعلومات كاملة للمشتريين والبائعين عن مختلف جوانب المعاملة التي هم بصدد القيام بها، ولاسيما إذا كانت تلك المعلومات مؤثرة في سعر السلعة، ولقد أعطى الإسلام أهمية لدور المعلومات في السوق فحرم إعطاء معلومات غير صحيحة للمشتري.

-الاستثمار الحقيقي وليس وهمي: وذلك بعدم السماح للمضاربات بتجاوز دورها الاقتصادي في ترجيح من حيث الوقت والمكان وتصبح غاية في حد ذاتها، وبالتالي تصبح العملية كلها لعبة حظ تضر بالاستثمار الحقيقي إضافة إلى ذلك منع بيوع الصورية.

-المساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية: إن من شروط تحقيق قيمة مضافة في الاقتصاد أن تكون الاستثمارات فيه حقيقية وهذا ما يتميز به الاقتصاد الإسلامي، فهو اقتصاد تنمية ويرجع ذلك بالمثل على الأسواق المالية الإسلامية.

**المطلب الثاني : أهمية وأهداف سوق الأوراق المالية الإسلامية و مهامها و أدواتها.**

برز الدور الكبير الذي لعبته سوق الأوراق المالية الإسلامية ذلك نظرا لأهميتها الكبير في النظم المالية لدول ساءت كانت إسلامية أو غير إسلامية لذلك سوف نتطرق في هذا المطلب إلى أهمية وأهداف هذه السوق وأهم مهامها

<sup>1</sup> محمد عدنان بن الضيف، مرجع سابق، ص ص 74.73.

## الفرع الأول: أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية وأهدافها

في هذا الفرع تطرقنا إلى أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية وأهداف هذه السوق.

### 1- أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية

لسوق الأوراق المالية الإسلامية أهمية كبيرة بالنسبة للفرد والمجتمع ككل و ذلك كمايلي:<sup>1</sup>

المسلمون في أنحاء العالم في أشد الحاجة إلى إنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامية ، التي تتوفر فيها الضوابط الشرعية السابقة، وهذا من مقاصد الشريعة الإسلامية ليحافظوا على أموالهم التي يسألون عنها يوم القيامة وخاصة أن الأمة الإسلامية تتوفر على كل المقومات إنشاء هذه السوق من الأموال الشركات والمؤسسات الإسلامية وصناديق الاستثمار الإسلامية .

-هناك ضرورة معتبرة شرعية لإقامة أسواق للأوراق المالية الإسلامية لإنقاذ أموال المسلمين من الضياع والابتزاز والاستغلال من طرف الأسواق الغربية التي تستخدمها لتمويل مخططاتهم.

-إيجاد وعاء استثماري شرعي لتدويل وترويج مال المسلمين، وهذا من أهم أهداف ومقاصد الشريعة

الإسلامية في تنمية المال واستثمارها، وبما أن أموال المسلمين موجود بعضها في المؤسسات المالية والبنوك الإسلامية فان هذه الأخيرة لا يمكنها الاستثمار في أسواق الأوراق المالية التقليدية بسبب اختلاف الضوابط الشرعية للعمل، فإن وجود سوق أوراق مالية إسلامية يضمن استثمار هذا المال وتنميته وخاصة إذا دعمت بأسواق تداول (أسواق ثانوية) تضمن تصريف المنتجات المالية الإسلامية.

-تأخذ أسواق الأوراق الإسلامية على عاتقها المشاركة الفعالة في التنمية الاقتصادية خاصة في الأقطار التي تعمل ضمنها ، حيث أن موضوع التنمية ليست عملية إنتاج فحسب، وإنما هي عملية كفاية في الإنتاج مصحوبة بعدالة التوزيع.

- تكمن أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية إلى كونها تمثل فرصة جيدة للمستثمر المسلم، حيث يتمكن من تنويع محفظته المالية و اختيار الأوراق المالية الشرعية، مما يقلل من خسائره و مخاطره و زيادة عائداته.

### 2-أهداف سوق الأوراق المالية الإسلامية

إن سوق الأوراق المالية الإسلامية وعلى غرار سوق الأوراق المالية التقليدية تحاول تحقيق مجموعة من الأهداف والتي من ضمنها:<sup>2</sup>

-المساهمة في تنشيط وتنمية "التمويل الإسلامي" للمشروعات الإسلامية متوسطة وطويلة الأجل وذلك بتسيير وتنظيم ضمانات شرعية مناسبة لعمليات شراء وبيع الأوراق المالية الإسلامية وفقا للأسعار الجارية وعلى المستوى الجزئي يتضمن تحقيق هذا الهدف العلمي بقاعدة رفع المشقة وجلب التسيير للمتعاملين في الأوراق المالية، كما يتضمن حمايته من عواقب الجهالة ومن الغبن والوقوع في أيدي بعض الوسطاء الاحتكاريين، أما على المستوى الكلي فيتضمن تحقيق هذا الهدف المساهمة في بناء الاقتصاد الإسلامي داخليا وبالتالي القضاء على التبعية الاقتصادية التي تعاني منها البلدان الإسلامية (النامية) حاليا.

<sup>1</sup> سليم القط، مرجع سابق، ص 137.

<sup>2</sup> عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 21.

-تتمية السلوك الاستثماري الرشيد لدى المتعاملين من خلال نشر معلومات كافية عن المراكز الاقتصادية والمالية "الحقيقية" للمشروعات أو الشركات الإسلامية التي تتداول أوراقها في السوق.  
وتحقيق هذا الهدف الذي يركز على قاعدة "الدين النسيحة" يسهم في تحقيق هدف أفضل استخدام ممكن للموارد الاقتصادية في الأجل الطويل.

-حماية المتعاملين في الأوراق المالية والمؤسسات والشركات المصدرة لهذه الأوراق والنشاط الاقتصادي للمجتمع الإسلامي من المضاربات السعرية غير الرشيدة وغير الشرعية. وذلك عن طريق نشر دراسات تقديرية عن الاتجاهات السعرية للأوراق المالية المتداولة مما يقلل من احتمالات قيام مضاربات سعرية غير رشيدة تعتمد على تقديرات عشوائية أما حماية السوق والنشاط الاقتصادي الإسلامي من المضاربات السعرية غير الشرعية فعن طريق منع جميع أسبابها المؤدية إليها.

### الفرع الثاني: مهام سوق الأوراق المالية الإسلامية وأدواتها

نتطرق في هذا الفرع إلى مهام سوق الأوراق المالية الإسلامية وأهم أدواتها التي تكون متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

#### 1-مهام سوق الأوراق المالية الإسلامية

لسوق الأوراق المالية الإسلامية العديد من المهام نذكر منها:<sup>1</sup>

- تيسير تداول الأوراق المالية والصكوك، لمن يريد استثمارا حقيقيا أو ماليا، أو يريد سيولة سريعة
- تتمية الوعي الادخاري للناس، وتوفير الفرصة والوقت لسرعة اتخاذ قرار الاستثمار.
- تحديد الأسعار وفق قوى العرض والطلب في سوق تنافسية، مما يؤدي إلى حسن تخصيص الموارد.
- توفير المدخرات المحلية والخارجية للاستثمار، من خلال قنوات تسهل عملية تدفقها عند الطلب.
- توفير الرقابة على الأداء الاقتصادي للمشروعات الخاصة.
- تساعد على توزيع الموارد المالية بين مختلف الاستخدامات بطريقة رشيدة.
- تجميع المعلومات والبيانات اللازمة عن مختلف الأنشطة الاقتصادية، مما يساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية الصحيحة.
- تساعد صكوك التمويل الإسلامية على القيام بالمشاريع التنموية، وكذلك بالنسبة لمؤسسات وشركات القطاع الخاص.

#### 2-أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية

أ- الأسهم المتوافقة وفق أحكام الشريعة الإسلامية:

\*-معايير الأسهم الجائزة:

<sup>1</sup> المرجع السابق، نفس الصفحة.

ما دام مصدر الأسهم هذه حلال أي شركات المساهمة وذلك بأن لا تعمل في المحرمات ولا تخلط مالها بالمحرمات فإن إصدار الأسهم بصفقتها العادية جائز شرعا، وعلى هذا الأساس نضع المعايير التي تجعل من هذا السهم جائز<sup>1</sup>:

- أن تكون للأسهم حقا من الربح وعليها نصيب من الخسارة ( الغنم بالغرم).
- أن لا يحمل السهم جهالة أو غرر وذلك باسم مجهول أو قيمة مجهولة أو مصدر مجهول .
- أن لا يكون له ربح ثابت ، فيذهب بذلك مبدأ الغنم بالغرم.
- أن لا يكون له امتياز خاص دون غيرها من الأسهم لئلا يتنافى ذلك مع العدل والمساواة المطلوبة شرعا في المعاملات.

- أن تكون المساهمات مقيمة تقييما صحيحا.
  - أن لا تكون هناك زيادة في الربح على حساب الآخرين دون الزيادة في المساهمة (مال ، عمل أو معا).
  - أن لا يحمل موضوع التعامل أي ضمانات ب التعويض في حالة خسارة الشركة وغيرها من الضمانات.
- انطلاقا من هذه المعايير سنحاول إيجاد المخالفات الشرعية في الأنواع الأخرى للأسهم على أساس أن مصدرها يعمل على نشاط حلال وبأموال حلال ولا خلط فيها<sup>2</sup>:
- \*- أنوعها بالنظر إلى طبيعة الحصة المساهم بها.

- الأسهم النقدية: وهي أسهم عادية تقدم مساهمتها نقدا فلا اختلاف في جوازها.
- الأسهم العينية وتكون هنا المساهمة بحصة عينية، وهي مختلف فيها حيث تم التفصيل في أمرها فهي جائزة وفقا للشروط التالية:

✓ تحديد قيمة العرض وقت عقد الشركة لأنه يزيل الجهالة ويعرف نسبة الربح.

✓ تحديد العرض تحديدا دقيقا والقدرة على تقديمه.

- الأسهم المختلطة: وهو ما أسهم بخلط من نقد وعين وحكم جوازها هو حكم جواز النقد و العين فتصبح جائزة بعد تقدير القيم العينية بالنقد يتق بما دقيقا نافيا للجهالة.

\*-أنواعها بالنظر إلى شكلها:

- أسهم اسمية: وهي الأسهم الحاملة لاسم صاحبها فلا حرج بجوازها بل هي الأصل في الشركة شرعا وبالعكس فيها إثبات لمالكها.

- أسهم لحاملها: وهنا يكون السهم لمن يحمله ، واختلف على جوازها ولقد جاء عدم جوازها على لسان عدد من الباحثين المعاصرين، أن هذا النوع لا يجوز في الفقه الإسلامي بدون خلف نعلمه من الفقهاء المعاصرين وذلك راجع إلى الأسباب التالية:

إصدارها يؤدي إلى إضاعة الحقوق وذلك إما بسرقة أو اغتصاب أو ضياع.

قد تقع في يد فاقد الأهلية والذي لا يجوز اشتراكه إلا من خلال وليه أو وصيه.

<sup>1</sup> محمد عدنان بن الضيف،ص109

<sup>2</sup> المرجع سابق،صص110.111.

**\*-أنواعها بالنظر إلى حقوق حملتها.**

-الأسهم العادية: وهي الأكثر شيوعا ،ويترتب لحاملها كل الحقوق ، ولا يأخذ امتيازاً عن غيره ويقتضي ذلك استواء حاملي الأسهم العادية في الحقوق والواجبات ،لذا فقد ذهب الفقهاء المعاصرون إلى جوازها لأنها مبنية على العدالة وتساوي الحقوق والواجبات.

-الأسهم المؤجلة: وهي التي يؤجل نصيبها من الربح إلى ما بعد توزيعه على بقية حاملي الأسهم ، وهي غير جائزة لهضم حقوق أصحابها ب فقد أحد أساسيات المعاملات الإسلامية وهو العدل والمساواة.

-الأسهم الممتازة: وهي التي امتاز أصحابها عن أصحاب الأسهم الأخرى.

الأسهم التي تعطي لأصحابها الحق في تجميع الأرباح للسنوات الماضية سواء لعدم كفاية الأرباح أو لعدم توزيعها ،فهي لا تجوز لفقدانها مبدأ العدل والمساواة بين أصحاب هذه الأسهم وغيرهم مما يحملون أسهم عادية (الذين لم تقسم بينهم الأرباح،) وقد أجمع الفقهاء على وجوب المساواة بين الشركاء جميعاً فلا يتميز أحدهم عن الآخر في ربح ولا في خسارة ولا في دونهما.

أسهم ممتازة مشاركة للأرباح: على حسب تعريفها فإنها تأخذ نسبة من الربح لا يأخذها أصحاب الأسهم الأخرى و بذلك هي لا تجوز لضمانها قدر من الربح فإن هذا الضمان مخالف لعقد الشركة.

أسهم ممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم عادية: إنه من أدنى صفات حامل السهم الممتاز أنه يحصل على قيمة أسهمه قبل باقي المساهمين عند تصفية الشركة ، وهذا في حد ذاته غير جائزة لما جاء في قرار المجمع الفقهي في قرار مؤتمره السابع المشار إليه سابقاً وهذا حتى قبل إعطائها امتياز التحول إلى أسهم عادية وتبقى دائماً القاعدة أن المبني على فاسد فاسد.

**ب-البديل الشرعي للسندات(الصكوك الإسلامية): سوف نتطرق إليها في الفصل الثاني.**

**المبحث الثالث : كفاءة سوق الأوراق المالية**

أضحى قيام أسواق الأوراق المالية ضروريا وخاصة مع اتساع دائرة النشاط الاقتصادي، حيث يعمل المستثمرون جاهدين لتعظيم أرباحهم من خلال تداولاتهم التي تقع في البورصة، الأمر الذي يقتضي توفر المعلومات الكافية حول الأوراق المالية حيز التداول فيها حتى تتصف هذه السوق بالكفاءة.

**المطلب الأول : ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية**

ظهر مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية نتيجة للتطورات التي عرفت أسواق الأوراق المالية، وقد أثار هذا المفهوم الكثير من الجدل و التساؤلات حول مدلوله وكيفية صياغته وتبنيه ومن خلال هذا المطلب سوف نتطرق إلى مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية و خصائصها.

**الفرع الأول : مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية**

لقد أعطيت لكفاءة سوق الأوراق المالية مجموعة من التعاريف نذكر منها :

تعرف على أنها: "السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية

العامّة على أداء المنشأة، و غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماماً قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر، أو بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه، والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر من المخاطر تساوي تماماً القيمة السوقية للسهم يوم شرائه"<sup>1</sup>.

تعرف أيضاً : "السوق التي تكون في حالة توازن مستمر، بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيها مساوية تماماً لقيمتها الحقيقية ، وتتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها"<sup>2</sup>.

تعرف أيضاً : "أنها تعكس أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة وبدقة"<sup>3</sup>

### الفرع الثاني : خصائص سوق الأوراق المالية الكفاءة

وفقاً لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التي يتميز بها السوق الكفاء نذكر منها :<sup>4</sup>

1- يتصف المتعاملون في تلك السوق بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثروتهم.

2- المعلومات متاحة للجميع من مقرضين، مستثمرين، الإدارة، الجهات الحكومية، مراقبي الحسابات دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة.

3- حرية تامة في تداول الأوراق المالية بدون أي قيود ضريبية، كما أنه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول .

4- وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق .

5- في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائداً مرتفعاً يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط .

### الفرع الثالث : أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية

تقسم إلى نوعين من الكفاءة نذكر منها :<sup>5</sup>

<sup>1</sup> صالح مفتاح ،معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية، مجلة الباحث،جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 07، 2010،2009، ص ص 181،182.

<sup>2</sup> نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، 2007، ص 36.

<sup>3</sup> بن امر بن حاسين، آخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس، المغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، ص 250.

<sup>4</sup> صالح مفتاح و فريدة معارفي، مرجع سابق، ص 182.

<sup>5</sup> عبد الحفيظ خزان، تفعيل دور أسواق الأوراق المالية و أثرها على النمو الاقتصادي دراسة سوق عمان للأوراق المالية من: 2002 إلى 2013، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص أسواق مالية و بورصات، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2013-2014، ص 72.

1- **الكفاءة الكاملة (التامة) :** السوق الكفاء في ظل مفهوم الكفاءة الكاملة يعني أنه لا يوجد فاصل زمني بين تحصيل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق و بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم وهو ما يضمن تغييرا فوريا في السعر ، بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة . كما يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحصيل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر . فتوقعات المستثمرين متماثلة والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية :

-شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع و بدون تكاليف.

-حرية المعلومات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب ولا قيود إلى دخول أو خروج أي مستثمر من السوق أو على بيعه وشرائه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب فيها، وقابلية الأوراق المالية للتجزئة.

-تواجد عدد كبير من المستثمرين أين لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة.

-حكمة المستثمرون وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

2- **الكفاءة الاقتصادية :** سوق الأوراق المالية التي تتمتع بالكفاءة الاقتصادية هي السوق التي تتأخر فيها المعلومات قليلا من الوصول إلى السوق، ويكون فيها تباطؤ زمني بين المعلومات الواردة إلى السوق وبين انعكاس أثرها على الأسعار السوقية، بمعنى وجود فترة زمنية تحول دون استيعاب الأسعار للمعلومات المتدفقة إلى السوق على وجه السرعة وهذا ما يفضي إلى انحراف القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية لشيء من الوقت،وهنا يتوقع أن يمضي بعض من الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها إلى أسعار السهم. هذا يعني أن القيمة السوقية أعلى أو أقل من القيمة الحقيقية لفترة من الوقت إلى الأقل ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب و غيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبيرة إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية على المدى الطويل.

**المطلب الثاني : صيغ و مؤشرات قياس كفاءة سوق الأوراق المالية**

من خلال هذا المطلب سوف نتطرق إلى صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال فرضيات الكفاءة ومؤشرات قياس كفاءة سوق الأوراق المالية .

**الفرع الأول : صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية**

إن كفاءة سوق الأوراق المالية ترتبط أساسا بتوافر المعلومات المناسبة لأنها تعتبر عنصرا أساسيا و فعالا في عملية تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية و ذلك بمختلف مستوياتها، و من ثم يمكن تحديد مستوى كفاءة السوق و بالتالي فإن السوق قد تكون كفاءة بالنسبة لنظام معين من المعلومات و لكنها غير كفاءة بالنسبة لنظام آخر لذلك قام(FAMA1970) بتعريف الصيغ المختلفة لكفاءة السوق الأوراق المالية.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> بن امر حاسين ، آخرون، مرجع سابق، ص 252.



وهذه الصيغ متمثلة في ثلاث فرضيات هي :<sup>1</sup>

**1-فرضية الكفاءة الضعيفة :** يقضي فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق أن تكون أسعار الأسهم عاكسة لقيمتها التاريخية المحددة في الماضي، بمعنى أنه لا يمكن التنبؤ بسعر السهم (قيمتها السوقية) بالاعتماد على المعلومات التاريخية المتاحة عن أسعارها في الماضي، و لهذا فإن القيمة السوقية للأسهم لا تعكس المعلومات الحقيقية و توقعات الأوضاع المالية للمنشأة المصدرة للأسهم في المستقبل.

**2-فرضية الكفاءة شبه قوية :** تقضي صيغة الكفاءة شبه القوية بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط المتغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التنبؤات التي تقوم تلك المعلومات عليها سواء تمثلت في معلومات متعلقة بالشؤون الدولية، أو الظروف الاقتصادية في الدولة، أو ظروف الصناعة أو المنشأة، بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور.

**3-فرضية الكفاءة القوية :** فحوى هذه الفرضية بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، أي المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور إضافة إلى تلك المعلومات والتي تكون متاحة لفئة معينة من إدارة المنشأة المصدرة للسهم وكبار العاملين فيها تلك التي يمكن أن يصل إليها المحللون الأساسيون من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتين، أي أن الأسعار تعكس كل ما يمكن معرفته، وفي ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أي أرباح غير عادية على حساب المستثمرين آخرين حتى لو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق و حتى لو كان هو رئيس إدارة المنشأة المصدرة للسهم.

### الفرع الثاني : مؤشرات قياس كفاءة سوق الأوراق المالية

لكي يضمن سوق الأوراق المالية تحقيق هدفه، في التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوفر فيه ما يلي:<sup>2</sup>

**1-كفاءة التسعير:** يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية، ويقصد بها وصول معلومات جديدة للمستثمرين في السوق المالية بسرعة كبيرة مقابل تكلفة منخفضة، مما تصبح الفرصة مواتية للجميع للحصول على تلك المعلومات، وهذا ما يجعل أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة. ويصير التعامل في هذه الأسواق بمثابة لعبة عادلة تتوفر للجميع المتعاملين فرصة تحقيق أرباح غير عادية ، في حين لا تحقق أرباح استثنائية في وجود سوق كفاء فيما يمكن أن يتعرض المستثمرون لقليل الخبرة إلى خسائر فادحة، جراء عدم معرفتهم الكافية بألية تحرك السوق، وعدم القدرة على تحليل المعلومات المتاحة في السوق بالشكل المناسب.

**2-كفاءة التشغيل:** يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية، ونعني بها تخصيص الأموال ومتابعة المعلومات وإعداد وتنفيذ الصفقات، مقابل تحمل أقل التكاليف لعمليات البيع والشراء و مصاريف الوساطة، ما

<sup>1</sup> عبد الرحمان بن عزور، دور الوساطة المالية و أثرها على النمو الاقتصادي مع الإشارة لحالة بورصة تونس، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في

علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2011-2012، ص 57

<sup>2</sup> محمد غزال، مرجع سابق، ص ص 65.66.



ينتج عنه تسهيل عملية الانتقال السريع للأموال بين المدخرين والمستثمرين، ومن ثم زيادة معدل دوران الأوراق المالية وضمان لعائد مقبول لكل من البائع والمشتري وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل ولكي تعكس الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق، وجب تحديد التكاليف التي يتحملها المستثمرون لإتمام المعاملة عند حدها الأدنى، وهذا ما يشجع المستثمرين على العمل الدائب والمستمر للوصول إلى المعلومة الجديدة و بسرعة، مهما كان تأثير تلك المعلومات النهائية المتوصل إليها على أسعار الأوراق المالية وثمة أساليب عديدة لتحسين كفاءة التشغيل ومن ثم خفض تكاليف المعاملات منها:

أ - السماح لأسهم الشركات أن تقيد في أكثر من سوق منظمة، وهذا يعزز المنافسة بين التجار والمتخصصين ومن ثم انخفاض هامش الربح الذي يطلبونه.

ب - التفاوض حول عمولة الشراء بين العميل والسمسار، بشكل يخفض من تكلفة المعاملات وينشط التداول في السوق.

ج- يمكن لإدارة سوق الأوراق المالية أن تتخذ قرارات إيقاف التعامل على سهم أو عدة أسهم، في حالة اختلال واضح بين الطلب والعرض.

**3-كفاءة السيولة :** يعبر عن إمكانية تحويل و استرجاع الأموال والأوراق من وإلى نقدية، في أي وقت شاء المستثمر، وبالعوائد المرجوة وبأقل الخسائر، وبالتالي تعبر الأسعار الحقيقية إلى حد ما على المعلومات المتاحة في السوق.

### خلاصة الفصل:

تم التطرق في هذا الفصل إلى سوق الأوراق المالية التي تعد عماد السوق المالية والتي تحثل مركزا حيويا في النظم الاقتصادية الحديثة، نظرا لما تقوم به من وظائف تمثل حلقة من حلقات نمو القطاع المالي في أي دولة فهي تعتبر بمثابة وسيط بين أطراف الادخار من أفراد ومؤسسات وبين المشروعات المختلفة التي تحتاج إلى رؤوس أموال لتمويلها، وحتى تتمكن الأسواق المالية من تأدية هذه الوظائف يتطلب ذلك تمتعها بمستوى من الكفاءة، والتي تتحدد بمدى توافر المعلومات للمستثمرين، إذ تعد المعلومات في سوق الأوراق المالية أساس اتخاذ القرارات الاستثمارية وأن انعكاس المعلومات في الأسعار السوقية للورقة المالية يعد مضمون كفاءة السوق أيضا تم التطرق إلى سوق الأوراق المالية الإسلامية حيث تعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية من أهم مكونات النظام المالي حيث تزايد الاهتمام بها كثيرا في السنوات الأخيرة نظرا للوظائف المهمة التي يمكن أن تؤديها والأدوار المتعددة التي تقوم بها، إذ أنها تعمل على تجميع المدخرات بكافة أشكالها وأجلها، لتقوم بإعادة توزيعها واستثمارها في مختلف المشاريع الاقتصادية المنتجة و المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية، كما أنها تعتبر مؤشر لتحديد الأسعار وتقويم أداء الشركات الإسلامية، بالإضافة إلى أنها تسمح بتنويع الخيارات الاستثمارية.

كما سمح لنا هذا الفصل باستخلاص مفهوم كفاءة السوق، وهي عندما تعكس السوق وبصورة كاملة وصحيحة لجميع المعلومات المتوفرة المتصلة بتحديد سعر الورقة المالية مع الإشارة إلى مستويات السوق المالي الكفاء في صورته الضعيفة، والشبهة قوية والقوية.

# الفصل الثاني: الهندسة المالية

### تمهيد :

عرفت أسواق الأوراق المالية العديد من التطورات سواء على المستوى الفلسفي لطبيعة و دور هذه الأسواق أو على المستوى العملي المتمثل في ابتكار طرق و أدوات جديدة تلبي مطالب المتعاملين، وفي هذا الإطار قدمت الهندسة المالية الحلول الأكثر واقعية، فقد مكن هذا المفهوم من زيادة تكامل الأسواق المالية و درجة ترابطها في إطار يطلق عليها بالعولمة المالية لما مكنت المتعاملين من تداول أدوات غير تقليدية تلبي مطالبهم المتعلقة بالحماية ضد المخاطر المالية.

إن التوسع في استخدام أدوات الهندسة المالية التقليدية أدى إلى ظهور العديد من الأزمات على مستوى الوحدات وحتى على المستوى الكلي وفي هذا الإطار تتجلى نتائج سلبية في استخدام هذه الأدوات في إحداث الأزمة المالية العالمية فبرزت الهندسة المالية الإسلامية كأداة مناسبة لإيجاد حلول مبتكرة و أدوات مالية جديدة تجمع بين موجهات الشرع الحنيف واعتبارات الكفاءة الاقتصادية ومن هذا المنطلق سوف نتطرق في هذا الفصل إلى مبحثين :

**المبحث الأول:الهندسة المالية التقليدية.**

**المبحث الثاني:الهندسة المالية الإسلامية.**

**المبحث الثالث:دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية.**

### المبحث الأول : الهندسة المالية التقليدية

حتى نتطرق إلى كل ما يخص الهندسة المالية الإسلامية يجب أن نتعرف على الهندسة المالية التقليدية حيث جاء في المطلب الأول من هذا المبحث ماهية الهندسة المالية التقليدية أما المطلب الثاني فخصصناه للأهمية و أهداف الهندسة المالية التقليدية و المطلب الثالث تطرقنا لأدوات الهندسة المالية التقليدية .

#### المطلب الأول : ماهية الهندسة المالية التقليدية

الهندسة المالية هي مصدر من مصادر الإبداع و الابتكار الذي تحتاج إليه المؤسسات المالية على اختلافها وذلك لتلبية حاجيات المتعاملين والمؤسسات، بهدف ضمان البقاء والاستمرارية في ظل المنافسة الشرسة وعلى هذا الأساس سيتم التطرق إلى النقاط التالية : نشأة وتعريف الهندسة المالية وعوامل ظهورها.

#### الفرع الأول : نشأة الهندسة المالية التقليدية

إن التطورات في الاقتصاد العالمي منذ السبعينات من القرن العشرين و ما عرفته المعاملات الاقتصادية من تحرير مالي شامل للأسعار(أسعار صرف، الفوائد، حقوق الملكية، والثروة التكنولوجية لوسائل الإعلام والاتصال ) جعل من الأسواق المالية ومؤسسات الوساطة المالية محاطة بمخاطر مالية أثرت بشكل واسع على عوائد استثماراتها الذي استدعى وجود الصناعة المالية من أجل استحداث طرق واستراتيجيات تمويلية جديدة تسمح بتلبية رغبات المتعاملين في الأسواق المالية مع تحقيق تدفقات نقدية معتبرة لاستثماراتهم سواء كانوا أفراد منشآت، مؤسسات مالية أو حكومات وهذا ما عرف بثورة الابتكارات المالية في إدارة المخاطر وعمليات التحوط وهكذا يتضح لنا بأن الهندسة المالية نشأت وسط اقتصادي عالمي عمته المخاطر والتغيرات المستمرة في القيم الاقتصادية الجزئية والكلية، وفي ظل هذه الظروف ظهرت الحاجة للانتقال إلى اقتصاد مالي متطور يولد مصادر استثمارية جديدة يخدم مصالح الأفراد، المؤسسات والدول أيضا كما يعزز التكتلات الاقتصادية إن فكرة ممارسة الابتكار قديمة جدا حيث وجدت أدلة على استخدام صكوك متطورة في الائتمان والدفع ترجع إلى الحملة الصليبية الأولى ما بين (1095-1099) و قد وثق ذلك في رسائل التجار و اليهود في القاهرة.<sup>1</sup>

في بداية الثمانينات بدأت وول ستريت (بورصة نيويورك للأوراق المالية) الاستعانة ببعض الأكاديميين من ذوي الشهرة من أمثال Richarad Rool و Fisher Black في البحث عن كيفية لتطوير منتجات أسواق المال وكلما زادت هذه المنتجات تعقيدا كلما زادت الاستعانة بالأكاديميين وكثيرا من هؤلاء الأكاديميين كانوا حائزين على درجات علمية متقدمة في العلوم و من المثير أن وول ستريت كانت تحاول أن تعبث للعالم ابتكارات ريادية ولكنها عديمة الفائدة.

وفي منتصف الثمانينات أخذت هذه العملية اسما أكثر قبولا و هو الهندسة المالية، وقد ساهمت العديد من العوامل في نموها، وبينما كانت المخاطرة دائما حاضرة ،حيث أن بورصة وول ستريت للأوراق المالية قد استفادت كثيرا من البحوث و الدراسات التي تقوم بها المؤسسات الأكاديمية، كما أن تطور الكمبيوتر قد أدى

<sup>1</sup> ساسية جدي ، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية-دراسة سوق ماليزيا-، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية الاقتصادية و علوم التسيير و التجارية، تخصص أسواق و البورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015، ص 19.

دورا بارزا في تقدم صناعة الهندسة المالية، على الرغم من كون المهندسين الماليين يعملون غالبا في مؤسسات مالية كالبنوك وصناديق الاستثمار وشركات إدارة المحافظ الاستثمارية وغيرها، إلا أن ممارسة تطور منتجا جديدا، ولكن عليها أن تبيع هذا المنتج لعملائها وهؤلاء العملاء إما شركات أو صناديق استثمار أو مؤسسات حكومية، و لكي يقوم هؤلاء العملاء بتقييم هذا المنتج لغرض اتخاذ قرار الشراء، يجب أن يكون لديهم أفراد ذو مهارة في مجال الصناعة الهندسة المالية ولذلك فإن الهندسة المالية يجب أن تصبح يوما ما جزءا مهما ورئيسيا في قاعدة المعلومات لمن يشغلون وظائف إدارة أو يشتغلون في مجالات التمويل.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني : تعريف الهندسة المالية

إن معظم تعاريف الهندسة المالية مستخلصة من وجهات نظر الباحثين الذين يطورون النماذج و النظريات أو مصممي المنتجات المالية في المؤسسات المالية .

**1- تعريف الهندسة المالية من وجهة نظر الإدارة المالية:** تعتبر الهندسة المالية من وجهة الإدارة المالية عن العملية الكمية التحليلية المصممة لتحسين العمليات المالية للمؤسسة، وذلك من خلال استخدام النماذج الكمية والبرامج التقنية، حيث تتضمن مجموعة النشاطات التالية:<sup>2</sup>

- تعظيم قيمة المؤسسة .

-إدارة محفظة الأوراق المالية.

-التفاوض حول تمويل، التحوط في الصفقات التي تعكس مباشرة على قيمة لضريبة الشركة مع الأخذ بعين الاعتبار المخاطر التنظيمية و السياسية.

-تنظيم صفقات المبيعات بشكل يراعي مصالح كل من الزبون والشركة.

-تنظيم صفقات الشراء بشكل يوازي مصالح كل من المورد والشركة.

**- تعريف الهندسة المالية من وجهة نظر الأسواق المالية:** من وجهة نظر الأسواق المالية فإن مصطلح الهندسة المالية يستعمل لوصف تحليل البيانات المحصلة من السوق المالية بطريقة عملية، يأخذ مثل هذا التحليل عادة شكل خوارزميات الرياضية أو نماذج مالية، تسعير الخيارات والأسهم والمستقبلات ويسمح استعمال أدوات وتقنيات الهندسة المالية للمهندس المالي فهم أفضل للسوق المالية، و بالتالي فهم أفضل من طرف المتعاملين في السوق، ويعتبر هذا مهما جدا بالنسبة للمتعاملين لأن دقة المعلومات وسرعتها أساسية في اتخاذ القرارات.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، 2000، ص ص 93.94.

<sup>2</sup> أمال لعمش ، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية دراسة نقدية لبعض منتجات المصرفية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص دراسات مالية ومحاسبة معقدة، جامعة فرحات عباس سطيف، 2011-2012، ص 63.

<sup>3</sup> رايح أمين مانسبع ، الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص نقود وبنوك، جامعة الجزائر 3، 2010-2011، ص 15.

3-التعريف الشامل للهندسة المالية : هناك عدة تعاريف للهندسة المالية نذكر منها ما يلي :

أ-تعريف فينرتي (Finnerty 1988): هي تصميم و التطوير لأدوات وآليات مالية مبتكرة، وصياغة حلول

إبداعية لمشاكل التمويل، وهذا التعريف يتضمن ثلاثة أنواع من الأنشطة تتمثل في:<sup>1</sup>

-ابتكار أدوات مالية جديدة مثل بطاقة الائتمان .

-ابتكار آليات تمويل جديدة من تخفيض التكاليف الإجرائية لأعمال قائمة، مثل التبادل من خلال الشبكة العالمية.

-ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الالتزامات أو إعداد الصيغ التمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع .

ب-تعريف الرابطة الدولية للمهندسين الماليين LAFE: تعني التطوير والتطبيق المبتكر للنظرية المالي

والأدوات المالية لإيجاد حلول للمشاكل المالية المعقدة ولاستغلال الفرص المالية، فالهندسة المالية ليست أداة بل

هي المهنة التي تستعمل الأدوات علما أن الهندسة المالية تختلف عن التحليل المالي، فمصطلح " تحليل " يعني

تشنت الشيء لفهمه أما مصطلح " الهندسة " فيقصد به بنيه .<sup>2</sup>

ج-تعريف جون مارشال: هي استخدام أدوات مالية مثل المشتقات للحصول على ميزات المرح المرجو من العائد

والمخاطرة، أما على نطاق أوسع فهي تطبيق التكنولوجيا المالية من أجل حل المشاكل المالية واستغلال الفرص

المالية وتستخدم في بعض الأحيان بشكل ضيق على أنها إدارة المخاطر المالية، ويرى مارشال أن الميزة

الأساسية للهندسة المالية هي استخدامها للابتكار والتكنولوجيا لهندسة الهياكل المالية (بما في ذلك إيجاد حلول

للمشاكل).<sup>3</sup>

منه يمكن تعريف الهندسة المالية على أنها: ابتكار لحلول مالية فهي تركز على عنصر الابتكار،التجديد

وتقديم الحلول، أي التصميم والتطوير والتنفيذ لآليات مالية مبتكرة و حلول إبداعية لمشاكل التمويل كما تشمل كل

جديد من المنتجات (كالرهن العقاري) والخدمات (كالصيرفة الالكترونية) وآليات إنتاجية جديدة (كتتقيط الديون)

وحتى أشكال تنظيمية ومن شأنها تخفيض التكاليف والمخاطر وكذا توفير وتحسين مختلف المنتجات التي تلبى

احتياجات مختلف المتعاملين .

### الفرع الثالث : عوامل ظهور الهندسة المالية

يمكن تلخيص أهم العوامل التي ساهمت في ظهور الهندسة المالية فيما يلي :

1-ظهور احتياجات مختلفة للمستثمرين و طالبي التمويل : تقوم الوسائط المالية ( البنوك ، شركات التأمين

،شركات الاستثمار ، سمسرة ...) عموما بتسهيل تحويل الأموال من وحدات الفوائض النقدية لوحداث العجز

المالي ويمكن القول بأن هذه المهمة كان من الممكن للأفراد القيام بها بأنفسهم، على الأقل نظريا من دون

<sup>1</sup> حكيم براضية، التصكيك و دورها في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية

و علوم التسيير، تخصص محاسبة مالية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2010-2011، ص ص 53-54.

<sup>2</sup> عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، العدد 20، 2007.

<sup>3</sup> سمير عبد الحميد رضوان ، مرجع سابق ، ص ص 90-91.

الحاجة لوجود هذه المؤسسات والوسائط المالية، ولكن أصبح من المسلم به الآن أن قيام الأفراد بهذا العمل يؤدي إلى شيء كثير من عدم الفعالية وقلة في الكفاءة المدركة، ورغم ذلك فإن ظهور الاحتياجات الجديدة والمتطورة لوسائل تمويل مختلفة من حيث التصميم و تواريخ الاستحقاق جعل من العسر على هذه الوسائط المالية بصورتها التقليدية ومهامها القديمة من إشباع رغبات المستثمرين والمشاركين في الأسواق المال عموما ولذلك ظهرت الحاجة لابتكار ولابتداع وسائل جديدة لمقابلة هذه الاحتياجات.<sup>1</sup>

**ب-تقنية المعلومات و مفهوم السوق الواسع :** مما لا شك فيه أن تقنية الحاسوب قد أثرت على القطاع المالي بصورة كبيرة سواء حدوده ومفهومه أو طريقة عمله فقد أثر الحاسوب على أشياء أساسية في هذه السوق مثل ماهية النقود نفسها، وعلى أشياء فرعية مستحدثة مثل كيفية عمل تحويلات النقدية بين العملاء.

لكن ظهور شبكات الاتصال بالذات ساعد على تحويل الأسواق العالمية المتعددة و المفضلة إلى سوق مالي كبير ، تتعدم فيه الحواجز الزمانية والمكانية ويصل مداه إلى مدى وصول المعلومة المرسله ونظرا لأن هناك احتياجات مختلفة من العالم المترابط بواسطة هذه الشبكات فقد أصبح من السهل تصميم الاحتياجات و مقابلتها بالاعتماد على قاعدة عريضة وواسعة من المشاركين في هذا السوق العالمي الكبير، وبالطبع كلما زاد عدد المشاركين في هذه الأسواق كلما تمكن مبتكروا ومصمموا الأوراق والأدوات المالية من العمل بصورة اقتصادية مقبولة، أي أنهم يجدون مساحة واسعة للحركة وكلما صمموا و ابتكروا أداة جديدة وجدوا من يطلبها و يقبلها.<sup>2</sup>

**3-ظهور مفهومي الكفاءة و الفعالية:** يعني مفهوم الفعالية في سوق المال مدى مقدرة السوق على مقابلة احتياجات المشاركين في هذه الأسواق ومقابلة هذه الاحتياجات بتكلفة قليلة أو بوفرات ملحوظة، وبسرعة ودقة عاليتين و هذان المعيارين (الكفاءة و الفعالية) يأخذان أهمية أكبر في حالة توسع قاعدة المشاركين وتوجه الأسواق عموما نحو درجات عالية من تجويد و تقديم الخدمات للعملاء و لذلك نجد في هذا الجو أدوات ووسائل مالية ( مثل تبادل أسعار الفائدة ) تحل محل طرق تمويل قديمة نسبيا مثل إعادة تمويل القروض.<sup>3</sup>

**4-زيادة المخاطر والحاجة إلى إدارتها :** فقد أصبحت التقلبات في الأسعار (أسعار السلع وأسعار الفائدة وأسعار العملات وأسعار الأسهم والسندات ) خاصة بعد التوجه العالمي لتعويم أسعار الصرف وكذلك رفع الحواجز أمام تدفقات رأس المال عبر الحدود الجغرافية والسياسية والتطور الهائل في سرعة الاتصال والانتقال والتحول الاقتصادي من الاقتصاديات تركز على العمالة إلى اقتصاديات كثيفة المعرفة وكل هذا أدى إلى تقلبات كبيرة وغير متوقعة في المحيط الاقتصادي العالمي ككل، مما شكل خطرا كبيرا على مؤسسات الأعمال إذ هدد وجودها، و نتيجة لذلك أصبح من الضروري إنتاج منتجات مالية جديدة وتطوير قدرات عالية للسيطرة على

<sup>1</sup> العبادي هاشم فوزي دباس، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص ص 24.23.

<sup>2</sup> رايح أمين المناسيع، مرجع سابق ، ص ص 12.11.

<sup>3</sup> نوال بوعكاز، مرجع سابق ، ص 27.



المخاطر المالية أدى ذلك إلى تداول تلك المنتجات و الأدوات المالية الجديدة في الأسواق الحالية للأوراق المالية وكذلك الأسواق الجديدة .<sup>1</sup>

\* يمكن تلخيص أسباب أخرى ظهور الهندسة المالية فيما يلي:<sup>2</sup>

- انهيار اتفاقية بريتون وودز وهو الأمر الذي ترتب عليه حدوث تقلبات عنيفة في أسعار الصرف فكانت مدعاة لتطوير الصرف الآجل والبحث على آلية لتحوط ضد مخاطر تقلبات الصرف.

- زيادة حدة التضخم في بداية الثمانيات و ما صاحبها من زيادة في معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل.

- انهيار الأسواق الأوراق المالية العالمية المتتالية دفعت المستثمرين للبحث عن حماية أصولهم المالية من خلال أسواق المشتقات المالية.

- حدة المنافسة بين مختلف المؤسسات المالية دفعها إلى تحفيز البحث والابتكار لخلق أدوات مالية جديدة لإدارة المخاطر، وتقديم حلول المشاكل التمويل، وتجاوز القيود التي تفرضها السياسات النقدية.

### المطلب الثاني : أهمية وأهداف الهندسة المالية

في هذا المطلب سوف نحاول التعرف على أهمية وأهداف الهندسة المالية وتسلط الضوء على أهمها.

#### الفرع الأول : أهمية الهندسة المالية :

إن أهمية الهندسة المالية تأتي أساساً من الركيزة الأساسية التي تقوم عليها تتمثل في تحفيز عمليات الإبداع المالي من أجل إيجاد الحلول الملائمة لمشاكل التمويل وترتكز الهندسة المالية على تحقيق الأضلاع الثلاثة لمثلث الإبداع المالي التي تتمثل في منتجات جديدة وتطوير الاستراتيجيات القائمة وبناء محافظ الاستثمارية ومن هنا يظهر لنا بوضوح الدور الهام الذي تلعبه الهندسة المالية، فالإبداع المالي والذي يمثل الركيزة الأساسية لها قد أحدث خلال عقدين الأخيرين تغييرات جذرية في الأدوات و العمليات المالية، ولقد ساهم في تحفيز عمليات الإبداع المالي عوامل متنوعة من بينها بل من أكثرها أهمية، تزايد التقلبات في أسعار الفائدة وتواتر وتكرار التغيرات التنظيمية والضريبية، فضلاً عن تحرير صناعة الخدمات المالية، وزيادة المنافسة بين مصارف الاستثمار، إن كل ذلك أدى إلى زيادة التركيز على العمل لبناء وتصميم منتجات جديدة وتطوير عمليات أفضل وتنفيذ حلول أكثر فعالية للمشاكل المالية التي أصبحت أكثر تعقيداً، فالهندسة المالية هي التي تمثل شريان الحياة لتحقيق كل ذلك وفي الحقيقة وبناء على ما تقدم يمكن القول أن أهمية الهندسة المالية ترجع إلى الأمور التالية:<sup>3</sup>

-تحفيز عمليات الإبداع المالي .

-تصميم منتجات مالية جديدة لتتناسب احتياجات كافة المتعاملين في السوق .

<sup>1</sup> محمد كريم قروف، الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الأول حول "الاقتصاد الإسلامي الواقع و رهانات المستقبل" المركز الجامعي غرداية، 2011/02/23.24.

<sup>2</sup> أمل لعمش، مرجع سابق، 2012، ص 65.

<sup>3</sup> عبد الحي محمد عبد الحميد، استخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم المالية و المصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة حلب سوريا، 2014-2015، ص ص 11.10.

-تقديم حلول إبداعية لمشاكل التمويل .

-تقديم نماذج كمية لإدارة المخاطر والوقاية منها بالاستناد إلى تقنيات بحوث العمليات والنماذج الإحصائية المتنوعة .

### الفرع الثاني : أهداف الهندسة المالية

لدى الهندسة المالية العديد من الأهداف لعل أهمها هو: خفض حجم المخاطر المالية ويكون ذلك عادة بإيجاد وتطوير مجموعة متنوعة من أدوات المالية المستحدثة التي يمكن عن طريق هندستها بتوليفات معينة بناء مراكز التعرض للمخاطرة وإدارة هذه المخاطر بأفضل صورة ممكنة.

كما أن للهندسة المالية أهداف ثانوية من بينها:<sup>1</sup>

1-إعادة هيكلة التدفقات النقدية لإدارة مالية أفضل مثل استخدام المقايضة لتغيير المعدلات المتغيرة للقروض إلى معدلات ثابتة لأغراض ضريبية أو لقدرة أفضل على التنبؤ بالتدفق المالي.

2-تقليل تكاليف من خلال إمكانية الدخول بتعاملات معينة وخلق مراكز كبيرة الحجم بتكلفة قليلة نسبياً، إذ أن تكاليف التعامل من خلال أدوات الهندسة المالية تكون غالباً أقل من تكاليف التعامل بالطرق التقليدية .

3-تعزيز فرص تحقيق الأرباح من خلال إيجاد الأدوات الجديدة التي يمكن استعمالها في عمليات الاستثمار والمضاربة والتحوط.

4-تحسين سيولة السوق المالية بصورة عامة والمتعاملين بأدوات الهندسة المالية بصورة خاصة من خلال إفراح المجال للتعامل مع مجموعة مع واسعة من الأدوات الجديدة والتي تتميز بالسيولة العالية نسبياً.

### المطلب الثالث : منتجات الهندسة المالية

أدوات الهندسة المالية تضم مجموعة واسعة ومتعددة من الأدوات المالية، خاصة المشتقات منها، ذلك أن الاقتصاديين اعتادوا على اعتبار أدوات الهندسة المالية هي المشتقات بالدرجة الأولى، وكما هو الحال في مفهوم الهندسة المالية فإن أدواتها أخذت حيزاً كبيراً من تفكير الباحثين والكتاب وقدمت لها العديد من التعاريف ومن أهمها عبارة عن عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية وتتحدد قيمتها بقيم واحد أو أكثر من الموجودات أو أدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها إضافة إلى اعتبارها أدوات ووسائل تتيح لمستخدميها قدراً كبيراً من التحوط ضد المخاطر وهي في غاية الأهمية لأي سوق مالية في مرحلة التطور والنضج، حيث تعرف أدوات الهندسة المالية بصفة عامة على أنها: جميع الأدوات المالية الجديدة والتقليدية التي تسمح بشراء أو بيع مخاطر مستقبلية، كما تساعد على سيولة الأسواق وتستعملها البنوك كالضمانات ضد المخاطر المالية كما أنها عبارة عن وسائل لتحقيق أرباح المستثمرين مقابل تحمل مخاطر محسوبة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>المرجع السابق ، ص 12.

<sup>2</sup> رايح أمين مانسبع، مرجع سابق، ص 31.

### الفرع الأول : المشتقات المالية

تبدل فئة متخصصة يطلق عليها مصطلح المهندسون الماليون، جهودا كبيرة في تلبية احتياجات المستثمرين ورغباتهم الجديدة عن طريق ابتكار عقود وأدوات استثمار مالي جديدة تلبي هذه الرغبات المتطورة واللامتناهية وقد أوصلتهم جهودهم إلى ابتكار ما يسمى بعقود المشتقات المالية بأنواعها المختلفة .

**1-تعريف المشتقات المالية:** مشتقات المالية: "هي عقود تعطي لأحد الطرفين الحق في أصل معين في تاريخ محدد، وتلزم الطرف الآخر باحترام التزام مماثل، العقد قد يتعلق بأصل مالي أو بمبلغ من العملات، أو كمية من المواد الأولية، كما قد يتعلق بمؤشر من المؤشرات، العقد قد يربط الطرفين بطريقة ملزمة أو قد يعطي لواحد منهما إمكانية تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، ويعتمد السعر السوقي للمشتقات على سعر الأصل المتعاقد عليه منذ نشأة العقد."<sup>1</sup>

تعرف أنها: "أدوات مالية يعتمد العائد منها على أدوات مالية أخرى، أي مشتقة من أدوات مالية أخرى، إذن تعتمد الأدوات المالية الرئيسية على قياس وإدارة المخاطر المالية المشتقة، وتعتمد المشتقات المالية على أدوات مالية أخرى، وأخرى حقيقية."<sup>2</sup>

يعرفها صندوق النقد الدولي أنها: "عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمارا لأصل المال في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات الأساسية على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح الأمر غير ضروري."<sup>3</sup>

**2-أسواق المشتقات المالية:** يتم تداول المشتقات في الأسواق المنظمة (البورصات) وكذلك في الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري على المنضدة التي تتولاها بيوت السمسرة المنتشرة في جميع أنحاء العالم ولا يوجد مكان محدد لإجراء مثل هذه المعاملات وإنما تتم من خلال شبكة اتصالات قوية التي ترتبط بين السماسرة والتجار والمستثمرين والمؤسسات المالية، وتتميز الأسواق المنظمة على الأسواق غير منظمة بوجود مكان محدد لإجراء المعاملات وبتنميط شروط التعامل .

وتعتبر أسواق المشتقات أسواق العقود، وفي العقد يوجد طرفان، الطرف البائع والطرف المشتري ويتضمن العقد مجموعة من العناصر الأساسية التالية:<sup>4</sup>

-تاريخ العقد .

-تحديد السعر .

-تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر .

<sup>1</sup> محمود سحنون ، سميرة محسن ، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات ،ملتقى حول الأزمة المالية و الاقتصادية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 2009/10/20.21.

<sup>2</sup> فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2009، ص 19.

<sup>3</sup> سالم عرفة سيد ، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراهبة للنشر و التوزيع، عمان، 2009، ص 51.

<sup>4</sup> عبد الرحمان الدوري مؤيد، جمعة عقل سعيد، إدارة المشتقات المالية، دار الثراء للنشر و التوزيع، الأردن، 2012، ص 28.

-تحديد نوع الأصل محل التعاقد .

-تحديد الزمن الذي يسري عليه العقد .

### 3-أهداف الاستثمار بالمشتقات المالية :

**أ-الهدف الأول :** المضاربة وجني أرباحا عالية عند طريق الاستفادة من مزايا الرفع المالي وذلك من خلال المراهنة على تحركات الأسعار المستقبلية للأوراق المالية التي تضمن تحقيق مكاسب عالية، فهناك فرقا كبيرا بين هدف المستثمر أو المضارب باستخدام السوق الفوري وبين هدفه باستخدام السوق الآجل، إذ يتطلب عند شراء أوراقا مالية من السوق الفوري الالتزام بدفعات نقدية مبدئية مساوية للقيمة الكلية للأوراق المالية، بينما شراء أوراقا مالية من خلال التعامل بالسوق الآجل سوف لا يتطلب من المستثمر (المضارب) أية دفعة نقدية الأمر الذي يحقق له درجة عالية من مزايا الرفع المالي مقارنة بالأسواق الفورية.<sup>1</sup>

**ب-الهدف الثاني :** التحوط ضد احتمالات التذبذب في أسعار الأوراق المالية التي تنشأ نتيجة التقلبات في أسعار الفائدة أو أسعار الصرف وغيرها، إذ يستخدم المستثمرون المشتقات المالية عندما يكونون في وضع يواجهون فيه مخاطر مرتبطة بسعر أصل معين من أجل الحد من تلك المخاطر لكن مع ذلك هناك مخاطر عالية قد تنشأ من جراء الاستثمار في أدوات المشتقات تكون عادة نتيجة حالات عدم التأكد في أسعار الأوراق المالية لكونها عقودا مالية يجري تنفيذها في المستقبل و ليس الحاضر.<sup>2</sup>

**ج-الهدف الثالث :**المراجعة هي تقنيات خالية من المخاطر التي ترجع للأرباح، فهذا يعني أنه إذا تم تطبيق هذه التقنية بشكل صحيح ستحقق أرباح بغض النظر عن الطريقة التي تتحرك بها الأصول وهي بذلك محاولة للحصول على الربح من خلال اختلاف سعرين السوق الفوري والسوق المستقبلي، و تعني الشراء بسعر منخفض إعادة البيع بسعر مرتفع بين سوقين مختلفين وهذه العملية تحقق أرباح خالية من المخاطر و تعتمد على الفرق بين السعر الحاضر والسعر المستقبلي ولكن الأرباح الناتجة عن عمليات المراجعة لا تستمر لأن المراجعون سيغرقون السوق بالتعاملات لتحقيق الأرباح سيؤدي إلى أن تصل الأسعار المستقبلية والحاضرة أو الفورية على مستوى متماثل.<sup>3</sup>

### 4-أنواع المشتقات المالية :

**أ-عقود الخيارات:** تمثل عقود الخيار أحد أدوات الاستثمار الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة الحد من المخاطر التي يتعرض لها، وعلى وجه الخصوص مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو التي يزمع شراؤها أو بيعها في المستقبل، وتسمى هذه العقود "حقوق أو عقود الاختيار" نظرا لأنها تعطي مشتري العقد

<sup>1</sup>المرجع السابق، ص31.

<sup>2</sup>المرجع السابق، ص32.

<sup>3</sup> سهام عيساوي، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال-دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي- أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود،البنوك و الأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة،2014-2015،ص107.

الحق (وليس الإلزام) في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه وذلك نظير مبلغ غير قابل للرد للطرف الثاني (محرر العقد) على سبيل التعويض أو المكافأة .

يعرف بأنه إتفاق يعطي لطرف ما الحق في بيع أو شراء عدد من الأوراق المالية (ربما العملات أو السلع أو المؤشرات... إلخ) من طرف ثاني بسعر متفق عليه مقدماً.<sup>1</sup>  
تصنف الخيارات إلى أنواع هي:

**\* حسب نوع العقد:** وتضم

**خيار الشراء:** "خيار الشراء يعطي خيار الشراء حق خيار وليس الإلتزام بشراء أصل معين في تاريخ محدد. في المستقبل."<sup>2</sup>

ويعرف: "يعطي خيار الشراء مالكة الحق في شراء عدد من الأصول المالية في تاريخ معين بسعر معين وبما أن الخيار هو حق، فإن حصول المستثمر على هذا الحق ليس من دون مقابل، حيث يدفع إلى بائع ذلك الخيار مبلغاً من المال يطلق عليه سعر الخيار، أو العلاوة وهذا المبلغ ثابت ويتم تحديده في بداية التعاقد وفقاً لقوى العرض والطلب في سوق الخيارات، ويأخذ مشتري خيار الشراء وضعاً طويلاً الأجل في حين يأخذ محرر (بائع) خيار الشراء وضعاً قصيراً الأجل"<sup>3</sup>.

✓ **خيار البيع:** يتيح هذا الحق للمستثمر (مشتري حق الخيار) بيع عدد من الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ معين نظير مكافأة يدفعها المشتري لمحرر حق الخيار.<sup>4</sup>

✓ **خيار المزدوج:** يوجد هذا الخيار في أسواق السلع فقط، وهو يجمع بين خيار البيع، وبين خيار الشراء فيصبح لحامله الحق في أن يكون مشترياً للأصل محل التعاقد، أو بائعاً له، وذلك وفق مصلحة المشتري. فإذا ارتفعت الأسعار خلال فترة العقد كان مشترياً، وإذا انخفضت كان بائعاً، ويتقاضى بائع الخيار عادة ضعف ثمن خيار الشراء، أو ضعف ثمن خيار البيع، نظراً لعظم المخاطرة التي يتعرض لها بائع الخيار.<sup>5</sup>

**\* حسب موعد تنفيذ الصفقة :** و يقسم إلى:<sup>6</sup>

✓ **الخيار الأمريكي:** هو حق اختيار (شراء أو بيع أو هما معا) غير أن هذا الحق تم ممارسته أو تنفيذه في أي وقت خلال الفترة التي تنقضي بين إبرام العقد و تاريخ انتهائه .

<sup>1</sup> صالح الحناوي محمد، آخرون، **تقييم الأسهم و السندات مدخل الهندسة المالية**، المكتب الجامعي الحديث، بدون ذكر بلد النشر، 2007، ص 259.

<sup>2</sup> Jean – Phillipe bouchaud ,Marc Potter, **Theoery of Financial RISK and dervative** , 2<sup>emc</sup> edition , cambridge University press, 2003, United kingdom ,page 78.

<sup>3</sup> عبد القادر بن عيسى، أثر استخدام المشتقات المالية و مساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية-دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة **الممتدة من جانفي 2006 إلى ديسمبر 2010**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011-2012، ص 53.

<sup>4</sup> صالح الحناوي محمد، آخرون ، مرجع سابق، ص 260.

<sup>5</sup> محمد سعدو الجرف ، عقود الخيارات المالية في الفقه الإسلامي، التحوط في المعاملات المالية، الضوابط و الأحكام، منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، 2010/04/27-26.

<sup>6</sup> صالح الحناوي محمد، آخرون ، مرجع سابق ، ص 260.

✓ **الخيار الأوروبي:** هو حق خيار ( شراء أو بيع أو هما معا) غير أن هذا الحق يتم ممارسته أو تنفيذه في الموعد المحدد لانتهاء العقد .

✓ **الخيار الآسيوي:** يأخذ تغيرات الأسعار يتم التنفيذ على أساس المتوسط الحسابي لتغيرات الأسعار.

\***حسب ملكية الأوراق المالية:** و يقسم إلى <sup>1</sup>:

✓ **الخيار المغطى:** وهو حق خيار الشراء يكون فيه أحد طرفي العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

✓ **الخيار غير المغطى:** هو حق خيار شراء أو بيع أو هما معا لا يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

❖ توجه عقود الخيارات لتحقيق هدفين رئيسيين هما <sup>2</sup>:

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

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

**ب-العقود الآجلة:** العقد الآجل بين طرفين - أحدهما المشتري والآخر بائع - لشراء أو بيع كمية محددة من الأصل محل التعاقد ويلتزم فيها البائع أن يسلم المشتري الأصل في وقت محدد في المستقبل وبسعر متفق عليه وقت التعاقد والعقود الآجلة هي عقود شخصية يتفاوض الطرفان على شروطها كما يتلاءم مع ظروفهما الشخصية التي قد لا تلائم غيرهما، ويتم التعامل بها في الأسواق غير المنظمة فقط.<sup>3</sup>

\***خصائص العقود الآجلة:** تتضمن العقود الآجلة عدة خصائص منها:<sup>4</sup>

-المرونة وهذا يعني إن كلا من البائع والمشتري يتفاوضان على شروط العقد، لذلك فهما يمتلكان حرية التصرف وإبداع أي شروط يرونها لأية سلعة .

-لا تتمتع بالسيولة مقارنة بالمشتقات الأخرى فإذا رغب البائع أو المشتري الخروج من الاتفاق الآجل فإنه يحتاج إلى أن يجد شخصا آخر يحل محله و يقبل أن يتم بيع العقد له.

-يحدد الربح أو الخسارة من العقد الآجل مباشرة من خلال العلاقة بين السعر السوق الفعلي للأصل محل العقد وسعر التنفيذ الذي يتم تضمينه في العقد من خلال الاتفاق بين الطرفين .

-تتحقق قيمة العقد الآجل فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد، ولا توجد مدفوعات عند بداية العقد، وكذلك لا توجد أي نقود يتم تحويلها من طرف إلى آخر قبل تاريخ صلاحية العقد.

-يعد كل عقد حسب متطلبات الأطراف المتعاقدة .

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص ص 260.261

<sup>2</sup> وليد العايب، حلحو بوخاري، إشكالية استخدام المشتقات المالية كأداة للتحوط من مخاطر في ظل الأزمات دراسة مقارنة بين المشتقات المالية التقليدية و الصكوك الإسلامية، مؤتمر دولي حول منتجات و تطبيقات و الهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس سطيف، 2015/05/5.6، ص 06.

<sup>3</sup> عبد الرحمان الدوري مؤيد و جمعة عقل سعيد ، مرجع سابق ، ص 30

<sup>4</sup> مدلول العارضي جليل كاظم وآخرون، إدارة المشتقات المالية مدخل نظري وتطبيقي متكامل، الدار المنهجية للنشر والتوزيع، الأردن، 2015، ص ص

- سعر العقد غير متاح عموماً للعامة .
- تتم تسوية العقد بتسليم الأصل محل التعاقد بتاريخ الانقضاء.
- \***أركان العقود الآجلة** : يتضمن العقد الآجل أركان أساسية إذ لا يتم إبرام العقد في حال غياب أحدها و هي :<sup>1</sup>
  - الطرف الأول (مشتري العقد): وهو الطرف الذي يقوم بدفع المبلغ المتفق عليه في العقد إلى الطرف الثاني في مقابل حصوله الموجود الأساس (الأوراق المالية)، ويتم ذلك في تاريخ التنفيذ والمحدد في العقد ويدخل كلا الطرفين في التفاوض على شروط معينة، ويكون ذلك بحسب رغبات و احتياجات كلا الطرفين.
  - الطرف الثاني (بائع العقد): وهو الطرف الذي يلتزم بتقديم الموجود الأساس(الأوراق المالية) في التاريخ المتفق عليه و المحدد في العقد مقابل حصوله على المبلغ المتفق عليه من الطرف الأول (المشتري).
  - السعر الآجل: وهو سعر الذي يتفق عليه البائع والمشتري في العقد الآجل لإكمال الصفقة محل التعاقد ويسمى بسعر التنفيذ أو الممارسة.
  - الموجود الضمني محل التعاقد: الذي قد يكون أوراق مالية أو سلع أو عملات، إذ يتفاوض عليه طرفا العقد من حيث الكمية والتصنيف و السعر .
  - تاريخ التنفيذ أو التسوية: ويتمثل بالتاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام الصفقة و تسوية العقد تحصل في تاريخ التنفيذ المتفق عليه في العقد ولا يمكن أن تتم التسوية قبل هذا التاريخ إلا باتفاق الطرفين ولا يمكن معرفة الربح أو الخسارة في العقد إلا في هذا التاريخ .

### ج- العقود المستقبلية

- اتفاقية بين المشتري والبائع على استلام أو تسليم أصل معين في وقت لاحق وبسعر محدد سلفاً، والعقود المستقبلية تكون موحدة من حيث تواريخ الاستحقاق، بحيث يتم تداولها بوحدة نقدية موحدة أو مضاعفتها، لذلك تعرف هذه العقود بالنمطية والعنصر الأساسي في هذا العقد هو أن السعر والأصل والكمية يتم الاتفاق عليها عند توقيع العقد، بينما دفع الثمن وتسليم الأصل المتفق عليه يكون في المستقبل، ومن هنا جاء تعبير "مستقبلي" لوصف العقد، كما يتم التزام كل من الطرفين بإيداع مبلغ معين يمثل نسبة مئوية معينة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه، ويطلق على هذا المقدار الهامش المبدئي ويستخدم هذا الهامش كضمان للوفاء بالالتزامات التي تقع على المستثمر من ناحية وكإيداع لحسن النية من ناحية أخرى.<sup>2</sup>
- يمكن أن نعرف العقود المستقبلية على أنها اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما على تاريخ في المستقبل وبسعر محدد، ويجب أن يشتمل العقد على: أطراف البائع والمشتري (تاريخ التعاقد، محل الأصل) نوع الأصل محل التعاقد (تاريخ التسليم -الكمية -سعر التنفيذ أو سعر التسوية -مكان وطريقة التسليم)<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> المرجع السابق ، ص ص . 96.95.

<sup>2</sup> ابراهيم هندي منير ، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية: باستخدام التوريق والمشتقات المالية، المشتقات العقود الآجلة والعقود المستقبلية، ج 2، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 2003، ص 92.

<sup>3</sup> خليدة بلعدي ، دور المشتقات المالية في تغطية مخاطر السوق المالي دراسة تحليلية 2012-2014، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، تخصص اقتصاديات المالية و البنوك، جامعة ألكلي محند أولحاج البويرة، 2014-2015، ص 37.38.



\*أركان العقود المستقبلية : و تمثل في <sup>1</sup>:

-**السعر في المستقبل**: هو السعر الذي يتفق عليه الطرفين في العقود المستقبلية لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل.

-**تاريخ التسليم أو التسوية**: هو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام عملية التبادل.

-**محل العقد**: يقصد بمحل العقد الشيء المتفق على بيعه وشرائه بين طرفي العقد والذي قد يكون بضائع أوراق مالية ، مؤشرات ، عملات .... الخ .

-**مشتري العقد**: هو الطرف الملتزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه للطرف الثاني (البائع ) في التاريخ المحدد في المستقبل .

-**بائع العقد**: هو الطرف الملتزم بتسليم الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول (المشتري) في التاريخ المحدد في المستقبل .

\*أنواع العقود المستقبلية: ويمكن التطرق إلى أهم العقود المستقبلية من خلال الآتي:<sup>2</sup>

✓ **مستقبليات السلع**: وتتضمن بيع و شراء البضائع على أن يتم التسليم في المستقبل

-السلع الغذائية : الكاكاو ، السكر .

-المعادن: الذهب، البلاتين، الفضة والنحاس.

-القطن.

-الزيوت: الغاز الطبيعي، النفط الخام والبنزين .

-الأخشاب.

-الحبوب والزيوت: زيت الصويا، الذرة، الفول، القمح، والشعير والكتان .

-الماشية ولحوم البقر.

✓ **مستقبليات المالية** :

-مستقبليات أسعار الفائدة: يحاول المستثمرون تلافي المضار الناجمة عن الحركة في الأسعار لهذا فإن المستقبليات المالية ساعدت على نقل المخاطرة لحاملي السندات الذين يتأثرون بتقلبات أسعار الفائدة، وإن هذه العقود يمكن أن تخلق فرصا جيدة للذين يتعرضون لمخاطر التغير في أسعار الفائدة للتحوط من هذه المخاطر .

-مستقبليات مؤشرات الأسهم: وتتمثل في أنها أدوات للمضاربة عالية السيولة إذ يستطيع المستثمرون الدخول مباشرة إلى أسواقها وشراء تلك العقود و مؤشرات الأسهم، وتمثل التزام لتسليم كمية من النقد في تاريخ التسوية ولا يوجد هناك تسليم فعلي لأي أسهم إلى المشتريين ولقد بدأ العمل بهذه العقود في عام 1982 وحقت نجاحات كبيرة.

<sup>1</sup> صالح الحناوي محمد، آخرون ، مرجع سابق ، ص 354

<sup>2</sup> مدلول العارضي جليل كاظم، آخرون ، مرجع سابق ، ص 45.43



-مستقبليات العملات: وهي أحد أنواع العقود المستقبلية التي يتم التعاقد فيها في بيع و شراء كمية محدودة من العملات الأجنبية، وظهرت هذه العقود عام 1972 وتركزت على عملات الين الياباني، الجنيه البريطاني الفرنك السويسري، المارك الألماني والفرنك الفرنسي، وازداد التعامل بها في تسعينيات القرن الماضي، وتوفر هذه العقود مرونة عالية لتقليل من المخاطر الناتجة عن التغيرات في أسعار صرف العملات.

### د- عقود المبادلات :

هي اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية أو العينية في الحاضر، على أن يتم التبادل العكسي للأصل في تاريخ لاحق محدد مسبقاً وأهم هذه العقود عقود معدلات العائد والعملات أو بطريقة تتضمن عقود المبادلة اتفاقاً بين طرفين يتنازل بمقتضاه كل منهما للآخر عن مركزه القانوني لمدة محددة يعود بانتهائها الحال لما كان عليه قبل التعاقد، ويمنح هذا العقد للمتعاملين في أسواق رأس المال الفرصة للحصول على تمويل بتكلفة منخفضة وفقاً لظروفهم التي قد لا تلائم الأسواق الدولية.<sup>1</sup>

تعتبر المبادلة أحد أدوات الهندسة المالية الرئيسية حيث يتم تبادل تدفقات نقدية وبصورة متزامنة<sup>2</sup>.

\***شروط عقد المبادلات :** يتحدد شروط عقد المبادلات بعدة عناصر هي :<sup>3</sup>

-طرفي العقد.

-الالتزام أو الأصل المشمول بعقد المقايضة.

-العملة التي تسدها المدفوعات أو تحصل بها المقبوضات .

-قيمة المدفوعات أو المقبوضات محل المقايضة.

-السعر الآجل لمقايضة العملة المتفق عليها.

-مدة سريان العقد.

\***أنواع عقود المبادلات :** و تتمثل في :<sup>4</sup>

✓ **مبادلة أسعار الفائدة :** يلتزم فيها الطرفان بدفع أسعار فائدة بمستويات مختلفة، كمبادلة سعر فائدة ثابت مقابل آخر ثابت أو سعر عائم، على أن تحدث مقاصة بين السعيرين ويدفع الفرق فقط من قبل أحد الطرفين للآخر.

✓ **مبادلة العملات:** يقوم هذا العقد على أساس شراء عملة وبيع عملة أخرى بالسعر الفوري، وفي ذات الوقت إعادة بيع العملة الأولى وشراء العملة الثانية على أساس سعر مبادلة آجل يحدد بالفرق بين أسعار الفائدة حينها على الإيداع والإقراض لكل من العملتين.

\***أهداف عقود المبادلات :** تعتبر عقود المبادلات من بين منتجات الهندسة المالية التي تحظى بالأهمية من قبل المستثمرين باعتبار أنها تحقق مجموعة من الأهداف التي تتمثل في:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> عبد القادر بن عيسى، مرجع سابق، ص66.

<sup>2</sup> Slih N Neftci, *Principle of financial engineering*, Academic press ; Newyourk, 2008 , page 151.

<sup>3</sup> مدلول العارضي جليل كاظم، آخرون ،مرجع سابق ، ص 51.

<sup>4</sup> العبادي هاشم فوزي دباس، مرجع سابق ، ص ص . 88.86.

-التحوط من مخاطر التقلب في أسعار الفائدة وأسعار العملات، وكذا المخاطر المصاحبة للاستثمارات ذات الأجل الطويلة.

-تخفيض تكاليف التمويل التي تختلف من دولة إلى أخرى والناجمة عن القيود التي تفرض في الأسواق كالتكاليف التشغيلية والضرائب المرتفعة.

-تمكين مختلف المؤسسات من توسيع حجم عملياتها باعتبار أن المبادلات من آليات التحوط ضد مخاطر تقلبات الأسعار، وبهذا الشكل فإنها تغطي تكاليف المنتجات التحوطية باستخدام اقتصاديات الحجم.

-إتاحة الفرصة للمؤسسات التي لا تتمتع بتصنيف جيد للدخول في أسواق جديدة، حيث لا تتمكن هذه المؤسسات مثلا من الحصول على القروض، فنتيح عملية مبادلة لقروضها التي تقوم على معدل فائدة عائم، بقروض طويلة الأجل بمعدل فائدة ثابت، لتتمكن بذلك من الدخول إلى أسواق جديدة برأسمال أكبر.

-تمكين المضاربين من تعظيم أرباحهم، حيث أنه تبين في دراسة إحصائية أن 2.7% فقط من عقود المشتقات تكون لأغراض التحوط، في حين أن أغليبيتها والمتمثلة في 97.3% يقصد منها المضاربة.

### الفرع الثاني : صناديق الاستثمار والتوريق

تعتبر صناديق الاستثمار والتوريق من أحد أهم أدوات الهندسة المالية لذلك سوق نحاول التعرف عليهما في هذا الفرع .

#### 1-صناديق الاستثمار

تعد صناديق الاستثمار إحدى أهم صيغ تعبئة المدخرات فهي عبارة عن أوعية استثمارية تسعى لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية من طرف جهة متخصصة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية بغية تحقيق منفعة لمؤسسيها، للمستثمرين والاقتصاد القومي.

#### أ- مفهوم صناديق الاستثمار :

تعرف صناديق الاستثمار على أنها عبارة عن محفظة استثمارية مشتركة تسمح لأي عدد من المستثمرين حسب رغبتهم و قدرتهم المالية بالاشتراك فيها من خلال شراء حصة من أصولها كما أن القانون في كافة الدول يقضي أن تعلن هذه الصناديق عن أهدافها، سياستها الاستثمارية وتلتزم بها أو يتم تكوين هذه الصناديق عن طريق الشركات الاستثمارية أو عن طريق البنوك .<sup>2</sup>

#### ب-النشاط الاستثماري لصناديق الاستثمار :

تقوم الفكرة الأساسية للصناديق الاستثمارية على الأساس التالي:<sup>3</sup>

-قيام جهة معينة(بنوك و شركات الاستثمار) بتكوين صندوق استثماري، تحديد أغراضها، إعداد نشرة الاكتتاب في الصندوق بحيث تتضمن كامل التفاصيل عن نشاط الصندوق، شروط الاكتتاب

<sup>1</sup> أمال لعمش ، مرجع سابق ، ص 77.

<sup>2</sup>سمية بلعيد، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية، دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والتجارية، تخصص إدارة مالية، جامعة قسنطينة 2، 2013-2014 ص 58.

<sup>3</sup> المرجع السابق ، ص 59.

فيه وحقوق و التزامات مختلف الأطراف.

-تقسيم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى وحدات، حصص، أسهم مشاركة أو صكوك متساوية القيمة الاسمية حيث يمثل اقتناءها المشاركة في ملكية حصة من رأس المال.

-بعد تلقي الجهة المصدرة للصندوق أموال المكتتبين تقوم باستثمار الأموال المجمعة لديها في المجالات المحددة في نشرة الاكتتاب و توزيع الأرباح في الفترات و بالكيفية المتفق عليها كما تتولى تصفية الصندوق في الموعد المحدد ذلك.

من هنا يتضح أن النشاط الاستثماري الرئيسي لصناديق الاستثمار هو الاستثمار في شراء و بيع الأوراق المالية وتكوين محفظة مالية متنوعة من هذه الأوراق فضلا عن ذلك تقوم إدارة الصندوق بمتابعة هذه المحفظة بصفة مستمرة مع الاستعداد لبيع أجزاء منها لتحقيق أرباح أو الاستعداد لبيعها كليا في ظروف معينة لإعادة الاستثمار في قطاعات أخرى أكثر ربحية كما تسعى إدارة الصندوق على تنويع هذه المحفظة تنويعا جيدا بحيث تحتوي على أسهم وسندات من مختلف قطاعات النشاطات تؤدي إلى تحقيق التوازن بين المخاطر و العائد .

فمن خلال ما سبق يتبين أن هذه الصناديق تعمل على ربط المدخرات القومية بأسواق رأس المال عن طريق تجميعها واستثمارها بصفة أساسية في شراء وبيع الأوراق المالية وبالتالي فالهدف الأساسي لهذه الصناديق يتمثل في قيامها باستثمار ما يتجمع لديها من المدخرات في الأوراق المالية نيابة عن أصحاب هذه المدخرات حيث يكتسب هؤلاء حصة شائعة في محفظة الأوراق المالية التي يتعامل بها الصندوق بأكملها ليست محصورة في أوراق مالية محددة مما يؤدي إلى تحقيق نوع من التوازن بين احتمال الكسب والخسارة من خلال المحفظة في مجموعها.

### ج-أهمية صناديق الاستثمار

يصف الاقتصاديون رأس المال بأنه جبان، ولذلك يتوجه إلى الأماكن التي تتوفر فيها الأمان وإمكانية تحقيق الأرباح، فالمستثمر دائما يعيش في حالة ترقب و يبحث عن الفرص التي تنمي هذه الأموال في بيئة مستقر وعند عدم توفر المناخ الملائم للاستثمار فإنه لا يتردد في سحب استثماراته والهروب بها إلى أسواق أخرى، وهذا ما يعرف بهجرة رأس المال، ويمكن إبراز أهمية تلك الصناديق وأوجه الاستفادة منها نظريا في العناصر التالية:<sup>1</sup>

-تساعد على خلق قوة شرائية كبيرة في سوق الأوراق المالية مما يساعد على تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية، حيث أن الأدوات الاستثمارية التي توفرها صناديق الاستثمار تناسب ظروف الكثيرين من المستثمرين وأهدافهم.

-إن كل من خاصية التنويع التي تتسمها صناديق الاستثمار وما يترتب عليها من تخفيض مخاطر الاستثمار والمزايا التي تتحقق من خلال الاستثمار في صناديق الاستثمار، من شأنها تشجيع المستثمرين على شراء وحدات صناديق الاستثمار مما يضيف مزيدا من حركة التداول في سوق الأوراق المالية.

<sup>1</sup> شريط صلاح الدين، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية "مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 2012-2013، ص ص 177.178.

## الفصل الثاني.....الهندسة المالية

-إن صناديق الاستثمار المغلقة تعمل على تنشيط حركة التداول في سوق الأوراق المالية بأسلوبين منفصلين أولاً فهي تقوم ببناء تشكيلات من الأوراق المالية وتعمل بذلك على تنشيط حركة التداول في سوق الأوراق المالية، وثانياً فهي تصدر وحدات استثمار ليتم تداولها في سوق الأوراق المالية مما يعني إضافة المزيد من الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية.

-تقوم بالمساهمة في إتمام عمليات الخصصة وخاصة في الدول النامية والآخذة في النمو، حيث لا يتوفر لدى القطاع الخاص بها السيولة اللازمة ليقوم بشراء شركات القطاع العام لضخامة تلك الشركات، مما يؤدي إلى إعاقة عملية الخصصة ومن ثم فإن اضطلاع صناديق الاستثمار في تلك العملية سواء في السوق الأولي أو الثانوي يعمل على خلق طلب على أسهم وسندات تلك الشركات المطروحة للبيع من خلال محافظتها الاستثمارية، ومن ثم تمثل الصناديق الجانب الكبير من الطلب على الأوراق المالية المطروحة من تلك الشركات والتمويل، بالتالي مثلما حدث في مصر حين كانت تمثل عنصر الطلب الرئيسي على شراء أسهم الخصصة.

-تقوم بتوزيع مصادر الدخل للبنوك حيث يمكن للبنوك القيام بإنشاء صناديق استثمار والقيام بدور أمين لصندوق الاستثمار وتقديم العديد من الخدمات التي يقوم البنك بالحصول على مقابل لها، وكذلك حصول البنك على عوائد من الفروق الرأسمالية التي تعود عليه من بيع أجزاء من محفظة الأوراق المالية التي يمتلكها مما يعمل على تنويع مصادر الدخل للبنوك.

-توزيع أموال الصندوق بين عدد من الأوراق المالية المتنوعة في المجالات المختلفة، من حيث التوزيع الجغرافي والتوزيع من حيث الشركات المصدرة لهذه الأوراق، والتوزيع من حيث المجالات الاقتصادية المختلفة، يقوم بالتقليل من حجم المخاطر وتوزيعها بالنسبة للمدخرات الذي يوجه أمواله استثمارها، حيث تحتوي تشكيلات محافظ الصناديق الاستثمارية على أوراق مالية للعديد من المنشآت.

-تخلق صناديق الاستثمار طلباً متزايداً على الأسهم، مما يعمل على زيادة معدل دوران الأوراق المالية في السوق، ومن ثم زيادة حجم وقيمة التداول.

-تقوم الصناديق بالحد من احتمالات الخسائر التي تنتج عن الاحتيال أو الاختلاس من الإدارة أو الإفلاس لإداراتها بواسطة شركات متخصصة، كما أنه في حالة حدوث أية مشكلة مالية أو قانونية للشركة المديرة للصندوق فإن ذلك لا يمس مالكي الصندوق لكونه كيان مستقل عن الشركة المديرة له حيث أنه مع شركات السمسرة والشراء والبيع فيكون البيع بشيكات مقبولة الدفع نقداً ويكون الدفع عند الشراء مع استلام الأوراق المشتركة.

-تساهم صناديق الاستثمار في تخفيض معدل التضخم بطريقة غير مباشرة عن طريق امتصاص السيولة النقدية من أيدي الأفراد والحد من الميل للاستهلاك.

-تحقق عوائد أفضل بالمقارنة بفوائد البنوك للأفراد المستثمرين في صناديق الاستثمار، حيث أنها تحتوي على العوائد الموزعة على الأسهم والسندات المكونة منها محفظة الصندوق، بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية المحققة نتيجة للفرق بين القيمة الاسمية والقيمة السوقية لها.

-يعمل وجود صناديق استثمار محلية من الحد من تهريب المدخرات الوطنية استثمارها خارج البلد.

-تعتبر صناديق الاستثمار أداة تحفيز وتشجيع لصغار المستثمرين الذين يخشون من مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

-توافر القدرة على انتقاء الأوراق ومتابعتها بواسطة خبراء متخصصين في تحليل إدارة الأوراق المالية.

-تحقيق عائد مناسب من حيازة الأوراق المالية دون السيطرة على بعض الشركات، حيث أن ذلك يتنافى مع مبدأ التنوع وعدم التركيز الذي يجب أن تنتهجه هذه الصناديق.

-تترتب على إدارة الصناديق بأسلوب الحجم الكبير للمحافظ، فيترتب على ذلك عمولات أقل نسبياً من تلك التي تترتب على العمليات التي يقوم بها الأفراد، فنجد أن عملية واحدة لصندوق ما شراء مليون سهم في عملية واحدة لن يدفع نفس العمولة التي سوف يدفعها الفرد في شراء عشر آلاف سهم فقط.

### 2- التوريق :

يعتبر التوريق من أهم الإبداعات الجديدة في الهندسة المالية التقليدية منذ العقد الأخير من القرن الماضي حيث كان لمثل هذه الأدوات المالية الجديدة أثر مباشر في أسلوب التمويل للأسواق المالية العالمية إذ دفعت مخاطر الأنشطة الاستثمارية إلى البحث في مجالات أكثر أماناً والتي وجدت ضالتها في نشاط التوريق في ظل التوسع الكبير في هذا المجال، حيث برز التوريق كظاهرة بشكل خاص في نهاية الثمانينات بالولايات المتحدة، وكان غرضه حل مشكلة القروض العقارية ثم تحول كأداة مالية للوفاء بمتطلبات كفاية رأس المال، وأصبح وسيلة أساسية بالنسبة للمؤسسات المالية لزيادة سيولتها من خلال تحويل الأصول غير سائلة إلى أصول سائلة.

**تعريف التوريق:** التوريق أداة مالية مستحدثة، وتتمثل في " تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول، أي تحويل الديون من المقرض الأساس إلى مقرضين آخرين، وعادة ما يتم عن طريق شركات التوريق، وهي شركات ذات أغراض خاصة".<sup>1</sup>

تتم عملية التوريق بأحد الأساليب الثلاثة الآتية:<sup>2</sup>

-استبدال الدين: يسمح هذا الأسلوب باستبدال الحقوق والالتزامات الأصلية بأخرى جديدة، لكنه يتطلب الحصول على موافقة الأطراف جميعها ذات الصلة بالقروض على إمكان تحويله كلياً أو جزئياً إلى ورقة مالية.

-التنازل: يتم التنازل عن الأصول (المباعة أو المؤجرة) لصالح الدائنين، وتدفع الأقساط للدائن الأصلي، الذي يحول هذه الأقساط إلى مشتري الذمم المدينة، أو يسدها ضمن سلسلة من الحوالات متفق عليها عند التعاقد على التوريق، ويسترد المبلغ من المدينين.

-المشاركة الجزئية: تباع الذمم المدينة من قبل الدائن الأصلي إلى مصرف متخصص بشراء الذمم وتمويلها، ولا يتحمل بائع الدين أية مسؤولية فيما لو عجز المدين عن التسديد، ويجب على مشتري الدين التأكد من أهلية

<sup>1</sup> منى خالد فرحات، توريق الدين التقليدي والإسلامي (دراسة مقارنة)، مجلة جامعة دمشق لعلوم الاقتصاد والقانونية، المجلد 29، العدد 29، 2013، ص 225.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص 226.

المدين وجدارته الائتمانية، وهناك طرائق عديدة لحماية مشتري الديون، تراوح بين حصوله على ضمانات عقارية وحقوق إدارة الديون كوصي عليها.

### المبحث الثاني : الهندسة المالية الإسلامية

سوف نتطرق في هذا المبحث إلى مطلبين في الأول سنتعرف على ماهية الهندسة المالية الإسلامية والمطلب الثاني على أسباب وأهمية الهندسة المالية الإسلامية.

### المطلب الأول : ماهية الهندسة المالية الإسلامية

إن مفهوم الهندسة المالية من المنظور الإسلامي لا يختلف عنه من المنظور التقليدي إلا في أن الأول يكون ضمن مجموعة من الضوابط التي تضعها الشريعة الإسلامية لحماية الأطراف المشاركة في العمليات التمويلية والاستثمارية من الظلم وأكل أموالهم بالباطل، ولتحقيق الصالح العام.

### الفرع الأول : تاريخ الهندسة المالية الإسلامية

من حيث الواقع، فالصناعة المالية الإسلامية وجدت منذ أن جاءت الشريعة الإسلامية بأحكامها المطهرة. وقد روي عن أبي هريرة رضي الله عنهما أن رسول الله صلى الله عليه وسلم استعمل رجلاً على خبير فجاءه بتمر جنيب فقال له رسول الله صلى الله عليه وسلم أكل تمر خبير هكذا؟ فقال لا والله يا رسول الله! إنا لنأخذ الصاع من هذا بالصاعين، والصاعين بالثلاثة. فقال رسول الله صلى الله عليه وسلم: "لا تفعل بع الجمع بالدراهم، ثم ابتع بالدراهم جنيباً". وقال في الميزان مثل ذلك".

إشارة لأهمية البحث عن حلول تلبي الحاجات الاقتصادية دون إخلال بالأحكام الشرعية. لكن الملاحظ أن الشريعة الإسلامية لم تأت بتفصيل هذه الحلول، وإنما جاءت بتفصيل ما لا يحل من المعاملات المالية. وهذا يتفق مع القول بأن الأصل في المعاملات الحل إلا ما عارض نصاً أو حكماً شرعياً ثابتاً. وعليه فالشريعة الإسلامية لم تحجر دائرة الابتكار، وإنما على العكس، حجرت دائرة الممنوع، وأبقت دائرة المشروع متاحة للجهد البشري في الابتكار والتجديد.

كما يمكننا من خلال تتبع التاريخ الإسلامي الوصول إلى أنه تم استخدام الهندسة المالية في كثير من المعاملات المالية، ومن أمثلتها ما أجاب به الإمام محمد بن الحسن الشيباني حين سئل عن مخرج للحالة التالية: إذا قال شخص لآخر: اشتري هذا العقار -مثلاً- وأنا اشتريه منك أربحك فيه، وخشي إن اشتراه ألا يشتريه منه من طلب الشراء. فقال الإمام: المخرج أن يشتري العقار مع خيار الشرط له، ثم يعرضه على صاحبه، فإن لم يشتريه فسخ العقد ورد المبيع فقيل للإمام الشيباني: رأيت إن رغب صاحبه - من طلب الشراء - في أن يكون له الخيار مدة معلومة؟ فأجاب: المخرج أن يشتري مع خيار الشرط لمدة أكبر من مدة خيار صاحبه فإن فسخ صاحبه العقد مدة خياره استطاع هو الآخر أن يفسخ العقد فيما بقي من المدة الزائدة على خيار صاحبه.

إن الحلول أو المخارج التي أشار إليها الإمام الشيباني رحمه الله هي هندسة مالية بالمعنى الحديث للمصطلح وهي حلول مبتكرة للمشاكل المالية التي كانت تواجه الأفراد خلال تلك الفترة، بل وتستخدم هذه الحلول إلى يومنا هذا.

## الفصل الثاني.....الهندسة المالية

قد ترأست الصيرفة والتمويل الإسلامي معظم عناوين الصحف منذ الطفرة النفطية الأولى في السبعينات وظهور المالية الإسلامية كقوى عظمى، وتستند مبادئ التمويل الإسلامي على النظرية الاقتصادية الإسلامية، فالاقتصاد الإسلامي ليس بديلاً عن النظرية الاقتصادية السائدة، لكنه اقتصاد يقترب من المنظور الأخلاقي ويرفض التجاوزات في الأسواق و الاقتصاديات الرأسمالية.

في أعقاب أزمة النفط الأولى من 1973-1974 التي وضعت مبالغ كبيرة من المال في أيدي مستثمرين من الشرق الأوسط، تأسس أول بنك إسلامي متكامل: بنك دبي الإسلامي في عام 1975 وبعد ثلاثين عاماً لدينا المئات من المؤسسات المالية الإسلامية والفروع الإسلامية المتخصصة، في أكثر من بلدا تعمل على تطوير الهندسة المالية الإسلامية<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني : تعريف الهندسة المالية الإسلامية :

تعرف:"هي عملية تطويرية وتنويعية وإبداعية لأدوات التمويل في الأسواق المالية بما فيها النقدية والتي تتيح فرص التقليل من المخاطر من خلال الإطار الإسلامي الذي يشترط مبدأ الالتزام بالمشاركة في الربح والخسارة والتخلي عن شرط الفائدة الربوية في تنشيط المعاملات المالية المشروعة بهدف تلبية حاجيات تمويلية جديدة تحقق رفاه الاجتماعي و الاقتصادي للمجتمع"<sup>2</sup>.

تعرف أيضاً: "مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار توجيهات الشرع الإسلامي".

ويلاحظ على هذا التعريف أنه مطابق لتعريف الهندسة المالية (المشار إليه سابقاً) غير أنه أضاف عنصراً جديداً هو أنه يأخذ بعين الاعتبار ضرورة أن يكون موافقاً للشريعة الإسلامية وهذا التعريف يشير إلى أن الهندسة المالية الإسلامية تتضمن العناصر التالية<sup>3</sup>:

- ابتكار أدوات مالية جديدة.
- ابتكار آليات تمويلية جديدة .
- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع .
- أن تكون الابتكارات المشار إليها سابقاً، سواء في الأدوات أو العمليات التمويلية موافقة للشرع مع الابتعاد بأكبر قدر ممكن عن الاختلافات الفقهية، مما يميزها بالمصادقية الشرعية.

<sup>1</sup> بوعكاز نوال، مرجع سابق ، ص 44.

<sup>2</sup> لخضر مرغاد، الهندسة المالية من منظور إسلامي مع الإشارة إلى تجارب بعض الدول، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، مجلة العلوم الإنسانية، العدد، 29، جامعة محمد خيضر بسكرة.

<sup>3</sup> عبد الكريم قندوز ، مرجع سابق ، ص ص ، 20.19



### الفرع الثالث : أسس ومبادئ الهندسة المالية الإسلامية

في هذا المطلب سوف نتعرف على أسس و أهم مبادئ الهندسة المالية الإسلامية.

**1-أسس الهندسة المالية الإسلامية:** تقوم الهندسة المالية الإسلامية على أسس عامة وأخرى خاصة تجعلها تتميز عن الهندسة المالية التقليدية.

**أ-الأسس العامة للهندسة المالية الإسلامية:** تتمثل الأسس العامة للهندسة المالية الإسلامية فيما يلي <sup>1</sup>:

-**تحريم الربا والغرر:** الربا في اللغة الزيادة والمقصود به هنا هو الزيادة على رأس المال، قلت أو كثرت، يعتبر بحث الربا مشعباً من النواحي الشرعية ومؤصلاً ومسنداً في تربية الفقه، لكن الغوص فيه ليس سهلاً للكثيرين خاصة غير المختصين بالعلوم الشرعية، لهذا نجد من الاقتصاديين من حاول إيجاد نماذج لإعادة تقديم الربا بأسلوب يتناسب واللغة العلمية المعاصرة، أما الغرر هو ما كان على خطر الحصول، وعرف بأنه ما كان مستور العاقبة، والحديث عام يشمل كل البيوع التي يدخلها الغرر، وهذه قاعدة مهمة تتبني عليها الهندسة المالية الإسلامية، حيث أن فساد العقود في المعاملات يرجع أساساً إلى أمرين هما الربا وما يؤدي إليه، والميسر وما يؤدي إليه وما في معناه.

-**حرية التعاقد:** المقصود بحرية التعاقد إطلاق الحرية للأعوان الاقتصاديين في أن يعقدوا في العقود ما يرون وبالشروط التي يشترطون غير مقيدين إلا بقيد واحد، وهو ألا تشمل عقودهم على أمور قد نهى عنها الشرع الإسلامي، فما لم تشمل تلك العقود على أمر محرم بنص أو بمقتضى القواعد العامة المقررة التي ترتفع إلى درجة القطع باليقين، فإن الوفاء بها لازم، والعائد مأخوذ بما تعهد به، وإن اشتملت العقود على أمر حرمه الشرع فهي فاسدة، أو على الأقل لا يجوز الوفاء بالجزء المحرم منها.

-**التيسير ورفع الحرج:** يعني يجب أن تكون الهندسة المالية الإسلامية المبتكرة من غير عسر أو حرج أي بدون مشقة، والمراد من الحرج الضيق، وتوضح أهمية هذه القاعدة كذلك في أن تقييد الأفراد والمتعاملين بالعقود القديمة فيه حرج وتضييق عليهم، لأنها لا تفي بكل احتياجاتهم وهي متنوعة ومتزايدة، من هذا برزت ضرورة الهندسة المالية الإسلامية وأهميتها في تطوير تلك العقود كالمزج بين أكثر من عقد أو استحداث أخرى، كل ذلك في إطار موجبات الشرع الإسلامي بما يلبي الحاجات المتزايدة للتمويل، هذا من جهة ومن جهة أخرى، فإن ما تقوم به المؤسسات المالية التقليدية من تطوير مستمر لصيغ وطرق وأساليب التمويل بشكل قد يؤدي حتى بالمسلم إلى اللجوء إليها، خاصة في حالة عدم وجود بدائل، وأهمية الهندسة المالية الإسلامية هنا تكون طبعاً في إيجاد تلك البدائل.

-**الاستحسان والاستصلاح (المصالح المرسله) :** والاستحسان هو باب لحرية التعاقد وهو سريان المصالح التي يقرها الشرع، أما المصالح المرسله أو الاستصلاح فهو الأخذ بكل أمر فيه مصلحة يتلقاها العقل بالقبول، ولا يشهد أصل خاص من الشريعة بإلغائها ولكن لا بد من الأخذ بعين الاعتبار بأن مبدأ المصالح لا يؤدي إلى

<sup>1</sup> صالح مفتاح، ريمة العمري، الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تحقيق التنمية المستدامة، ملتقى حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة، 3.4 / 12/ 2012، ص ص 230-231.



المفاسد، هذا من جهة ومن جهة أخرى أن المصالح المرسله تختلف باختلاف أحوال الشخص الواحد، فإذا جعلنا كل مصلحة تقتضي حكما يناسبها، فقد تتناقض أحكام الشريعة، وذلك لا يجوز في الشرع.

**- التحذير من بيعتين في بيعة واحدة:** هو النهي عن بيعتين في بيعة واحدة، والنهي هنا ينص على ما كان بين الطرفين، لأن رسول الله نهى عن بيعتين في بيعة، والبيعة إنما تكون بين طرفين، فإذا تضمنت بيعتين علم أنها بين طرفين، فإذا كانت إحدى البيعتين مع طرف والأخرى مع طرف آخر لم تدخل في النهي، وباختصار فإن أي بيعتين بين طرفين تكون محصلتها بيعة من نوع ثالث، ينبغي النظر إليها بمقياس البيعة الثالثة، وفي هذه الحالة يكون الحكم تابعا لحكم البيعة الثالثة فإن كانت هذه الأخيرة ممنوعة شرعا كانت البيعتان كذلك. وإذا كانت البيعة الثالثة مقبولة شرعا لم يكن هناك حاجة للبيعتين، وأمكن تحصيل المقصود من خلال البيعة الثالثة مباشرة، وهذه القاعدة أي النهي عن بيعتين في بيعة واحدة هي أهم أسس الهندسة المالية وفقه المنهج الإسلامي، وترجع أهميتها إلى أنها هي التي تتضمن بالإضافة إلى السلامة الشرعية، الكفاءة الاقتصادية للمعاملات المالية.

**ب- الأسس الخاصة للهندسة المالية الإسلامية:** يتطلب تحقيق الهندسة المالية الإسلامية أسسا خاصة يمكن حصرها في الآتي:<sup>1</sup>

**- الوعي (الوعي بالسوق وأحواله):** ونقصد بالوعي بالسوق أن تكون الحاجات التي يتطلبها السوق معروفة لمن يقوم بالابتكار و التطوير للأدوات والأوراق المالية، بالإضافة إلى تحقيق التراضي بين جميع الأطراف، لأن الهندسة المالية تهدف أساسا إلى تلبية الاحتياجات المختلفة لجميع الأنواع من الأعوان الاقتصاديين مع استفادة جميع هؤلاء الأعوان.

**- الإفصاح ( بيان المعاملات وشفافيتها):** ونقصد بالإفصاح بيان المعاملات التي يمكن أن تؤديها تلك الأدوات التي يتم ابتكارها أو حتى تطويرها وذلك لسد الثغرات التي يمكن أن ينفذ منها المتلاعبون أو المضاربون لاستخدام تلك الأدوات لتحقيق غايات لم تكن تهدف إليها أصلا أو التحايل على الربا أو القمار، مع الإشارة إلى أن الالتزام بالشريعة الإسلامية أو ما اصطلح على تسميته المصادقية الشرعية للهندسة المالية، يشكل بهذا الخصوص صمام أمان بسبب انضباط قواعد الشريعة الإسلامية.

**- المقدرة والالتزام (الالتزام بالشريعة الإسلامية في التعامل):** ونقصد بالمقدرة أو القدرة وجود مقدرة رأسمالية تمكن من الشراء والتعامل، وكذا الالتزام بضوابط الشريعة الإسلامية وإذا كان من الممكن للهندسة المالية الإسلامية أن تشترك مع الهندسة التقليدية في الوعي والإفصاح والمقدرة، فإن الالتزام بالشريعة الإسلامية يعتبر أساسا خاصا بالأولى، كما أنه ميزة لها.

<sup>1</sup> عبد الحميد فيجل، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الرأسمالي- تجربة ماليزيا نموذجا- رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص أسواق مالية و بورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015، ص ص

## الفصل الثاني.....الهندسة المالية

2- مبادئ الهندسة المالية الإسلامية: تتمثل أهم المبادئ التي يجب أن تقوم عليها الهندسة المالية التي تراعي ضوابط أحكام الشريعة الإسلامية فيما يلي:<sup>1</sup>

- التوازن بين مختلف الأطراف المشاركة في العملية التمويلية والاستثمارية : وتعتبر الأساس الذي يقوم عليه الاقتصاد الإسلامي للوصول بالأداء الاقتصادي إلى الوضع الأمثل، باعتبار أنه اقتصاد يحقق التوافق بين النشاط الربحي الذي تعتمده الفلسفة الرأسمالية، والنشاط غير الربحي الذي تقوم عليه الفلسفة الاشتراكية.

- التكامل بين الاقتصاديين الحقيقي والمالي: فالأساس الذي يقوم عليه التمويل الإسلامي هو ارتباطه بالإنتاج الحقيقي، حيث أن النقود يجب أن تنقلب إلى سلعة أو منفعة، ثم تنقلب هاتين الأخيرتين إلى نقود وهكذا، وهي المعادلة التي تقوم عليها تقريبا كل صيغ التمويل والاستثمار التي تعمل وفقها المؤسسات المالية الإسلامية ومنها: المرابحة والإجارة والمشاركة والمضاربة وغيرها. وبالتالي فإن هذا المبدأ يقوم على ضرورة وجود تكامل بين الاقتصاديين النقدي والعيني، وهذا يقتضي أن تقوم المنتجات المالية الإسلامية على تسيط السلع وحدث تبادل حقيقي، وليس مجرد مبادلة نقد بنقد المنافي لمبادئ الشريعة الإسلامية، وهو ما يؤدي بالضرورة إلى توليد قيمة مضافة وثروة حقيقية في المجتمع.

-الحل والمشروعية في المعاملات المالية: ينص هذا المبدأ على أن الأصل في المعاملات الحل والمشروعية إلا إذا خالفت نصا شرعيا، وبقتضي بأن دراسة أصول المحرمات في المعاملات المالية هو الأهم، بما أن دائرة الحرام تتميز بضيقها على عكس دائرة الحلال. وتعد هذه القاعدة الأساس في فهم وتطوير منتجات الهندسة المالية الإسلامية. إن لهذه القاعدة تأثيرها العملي في تحرير عقلية الابتكار والتجديد لدى القائمين على التطوير في المؤسسات المالية الإسلامية من الأحكام الشرعية التفصيلية التي تؤدي إلى تباطؤ طرح الأفكار الجديدة التي من شأنها أن تنقلب إلى منتجات مبتكرة.

- التناسب بين العقد والهدف المقصود منه : يقتضي هذا المبدأ تناسب العقد مع الهدف المقصود منه، بحيث يكون العقد مناسباً وملائماً للنتيجة المطلوبة من المعاملة؛ وهذا يعني أنه لا بد من ملائمة الشكل مع المضمون وتوافق الوسائل مع المقاصد. فالصورة تعد أساساً مقبولاً لتقويم المنتج ما لم تتعارض مع الحقيقة عملاً بقاعدة "العبرة بالمقاصد والمعاني لا بالألفاظ والمباني" التي تعني الالتزام بالمعنى والمقصود إذا كان ذلك ينافي اللفظ.

### المطلب الثاني: أسباب ظهور الهندسة المالية الإسلامية و أهميتها

هناك أسباب عديدة وراء ظهور الهندسة المالية الإسلامية وذلك نظرا لأهميتها في الاقتصاد لذلك سوف نتطرق في هذا المطلب إلى أسباب التي جاءت وراء ظهورها وأهميتها.

### الفرع أول: أسباب ظهور الهندسة المالية الإسلامية:

إلى حد الساعة تعتبر معظم الأدوات المالية الإسلامية هي تلك التي تم تطويرها منذ قرون مضت، وهو ما يعني أنه تم تطويرها لتتماشى وحاجات تلك المجتمعات. ومع ذلك يمكن أن تكون مفيدة في ابتكار وتطوير

<sup>1</sup> أمال لعمش، سارة شرفي، أهمية منتجات الهندسة المالية في الصناعة المصرفية تجربة مصرف الإمارات الإسلامي في إصدار صكوك الإجارة، مؤتمر حول "منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة التقليدية والإسلامية"، جامعة فرحات عباس سطيف، 2014/05/5.6، ص ص 6.5.

العقود الإسلامية المعاصرة، خاصة انه لا يوجد سبب للالتزام بتلك العقود فقط. فالأسواق المالية أصبحت أكثر تعقيدا، وأكثر تنافسية، ولاستغلال التغيرات السريعة التي تحدث في بيئة الأسواق ولمواجهة المنافسة المتصاعدة، فإن الهندسة المالية والابتكار أصبحا من الضروريات بالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية. وتبرز الحاجة إلى البحث عن حلول مالية إسلامية من عدة جوانب نوردتها كما يلي:<sup>1</sup>

**1- انضباط قواعد الشريعة الإسلامية:** إن قواعد الشريعة الإسلامية الخاصة بالتبادل، وإن كانت معدودة، لكنها منضبطة ومحددة. وعليه فإن قبول التعاملات التي تلبي احتياجات الناس بصورة كفؤ اقتصاديا يظل مرهوناً بعدم منافاته لهذه القواعد، واستيفاء هذا الشرط قد لا يكون عسيرا، لكنه بحاجة إلى استيعاب للقواعد والمقاصد الشرعية، وفي نفس الوقت إدراك وتقدير لاحتياجات الناس الاقتصادية والجمع بين هذين يتطلب قدرا من البحث والعناية حتى يمكن الوصول للهدف المنشود. فالهندسة المالية الإسلامية مطلوبة للبحث عن الحلول التي تلبي الاحتياجات الاقتصادية مع استيفاء متطلبات القواعد الشرعية.

**2- تطور المعاملات المالية:** من المعلوم أن المعاملات في الإسلام تجمع بين الثبات والتطور أو المرونة فالربا والغش والاحتكار من الأشياء التي حرمها الإسلام منذ أربعة عشر قرناً، وهي حرام إلى يوم القيامة، في كل زمان وكل مكان، فمهما اختلفت الصور والأشكال فليس لأحد أن يحل صورة مستحدثة أو شكلاً جديداً ما دام في جوهره يدخل تحت ما حرمه الله سبحانه وتعالى، والبيع حلال إلى يوم يبعثون، ولكن نقود اليوم ليست كنقود عصر التشريع، ومن سلع اليوم ما لم يعرفه العالم من قبل، واستحدثت أشكال يتعامل بها الناس في بيوعهم، وما دام البيع يخلو من المحذور، فليس لأحد أن يقف به عند شكل تعامل به المسلمون في عصر معين لهذا كان لا بد لمن يدرس فقه المعاملات المعاصرة أن يميز بين الثابت والمتطور، وأن ينظر إلى التكيف الشرعي للصور المستحدثة حتى يمكن بيان الحكم الشرعي، ومن ثم إيجاد البدائل إن أمكن ذلك. إذن فتطور التعاملات المالية في العصر الحاضر وتزايد عوامل المخاطر واللايقين وتغير الأنظمة الحاكمة للتمويل والتبادل الاقتصادي، مما يجعل الاحتياجات الاقتصادية معقدة ومتشعبة، ويزيد من ثم الحاجة للبحث عن حلول ملائمة لها.

**3- المنافسة من المؤسسات المالية التقليدية:** الجانب الثالث، هو وجود المؤسسات المالية الرأسمالية، ونموها إلى درجة فرضت قدرا كبيرا من التحدي على الاقتصاد الإسلامي فالحلول التي يقدمها المسلمون لا يكفي أن تكون عملية فحسب، بل يجب مع ذلك أن تحقق مزايا مكافئة لتلك التي تحققها الحلول الرأسمالية ويترتب على هذه الجوانب صعوبة إيجاد حلول اقتصادية إسلامية قادرة على منافسة البدائل السائدة في الاقتصاد المعاصر. ومن هنا برزت الحاجة لتطوير الهندسة المالية الإسلامية وتأصيلها.

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز ، مرجع سابق ، ص ص ، 26.27.

**الفرع ثاني : أهمية الهندسة المالية الإسلامية**

إن للهندسة المالية الإسلامية وابتكارها أهمية علمية وعملية، ونحتاج لتحديدها، لكي يطمئن الباحث بأن ما يقوم به له أهمية على المستوى العلمي والعملية<sup>1</sup>:

**1- الأهمية العلمية: يمكن إيجازها فيما يلي:**

- أن الأصل في المعاملات الإباحة، فلا يجوز المسارعة إلى تحريم صورة من صور المعاملات المستحدثة حتى يتبين أن الشريعة قد حرمتها.

- أن العبرة في المعاملات المالية للعلل والمقاصد حيث أن أحكام فقه المعاملات معللة وعللها مرتبطة بالحكم الشرعي وجودا وعدمًا عكس فقه العبادات التي يجب التوقف فيها عند حدود النص، لذلك فعملية إلحاق العقود المالية المستجدة بأصول لها في الفقه الإسلامي، هو ما يقدمه لنا التكيف الفقهي.

- أن الإسلام لم ينشئ العقود المالية، وإنما وجهها الوجهة الصحيحة عن طريق تنقيتها من المحرمات وتشريع الأحكام العامة وتقرير القواعد الكلية المنظمة لها.

- يؤدي البحث والتطوير اللذان هما موضوع الهندسة المالية إلى استكمال المنظومة المعرفية للاقتصاد الإسلامي ومواكبته للتطورات الحاصلة في العلوم المالية.

- يساعد وجود علم للهندسة المالية الإسلامية في إيجاد الكوادر الإدارية التي يتطلبها العمل المصرفي الإسلامي، والتي تجمع بين المعرفة الشرعية والخبرة المصرفية الإسلامية.

**2- الأهمية العملية :**

- معظم الأدوات التمويلية الموجودة هي تلك التي تم تطويرها منذ قرون مضت، وقد كانت تفي بحاجات المجتمعات آنذاك، لكن الحاجات التمويلية للأفراد والمؤسسات في الوقت الحاضر تتزايد بشكل مستمر، وهو ما يتطلب إيجاد ما يلبي تلك الحاجات التمويلية وذلك في إطار الالتزام بالحلال، وهنا تبرز أهمية الهندسة المالية الإسلامية في تحقيق ذلك.

- الاستفادة من التطورات التي تشهدها الأسواق العالمية ومحاولة الاستفادة منها بدلا من اتخاذ مواقف حيادية.

- رفع الحرج والمشقة عن جمهور المتعاملين من المسلمين الذين يتعاملون بالعقود المالية بمستجداتها الحديثة لكي يكون للفقه الإسلامي حضور قوى على الساحة الاقتصادية بدلا من تعطيله.

- إذا اعتبرنا التكيف الفقهي جزءا من الهندسة المالية، فإنه قد يكون أساسا لتطوير كثير من العقود المالية فتكيف الأموال التي يودعها آلاف المودعين في حسابات استثمارية لهم في المصارف الإسلامية، والتعامل مع هذه الأموال كوحدة واحدة في عمليات المضاربة، مع العلم أنه لا يجوز خلط مال المضاربة بعد بدء عمليات

<sup>1</sup> نوال بوعكاز ، مرجع سابق ، ص ص 61.62.

المضاربة، أدى بنا إلى استحداث ما يسمى بالمضاربة المشتركة وتطوير عقد المضاربة الثنائية التقليدي المعروف في الفقه، وذلك للابتعاد عن ما لا يجوز في عقد المضاربة.

- طبيعة عمل المؤسسات التي تقوم بإجراء العقود المالية: وخاصة العمل المصرفي الذي يعمل وفق نموذج الوساطة المالية بآلياتها المختلفة، فكثير من العقود المالية التقليدية لا يمكن للمصارف التعامل معها إلا باستحداث مستجدات مالية ملحقة بها أو أفكار جديدة تمكنها من أن تكون عملية قابلة للتطبيق، وهذا بالطبع يتيح للتكييف الفقهي مجالاً خصباً لبحث هذه المستجدات وتكييفها فقهيًا.

### المبحث الثالث : منتجات الهندسة المالية الإسلامية

لقد أفرزت الهندسة المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية مجموعة من المنتجات المالية التي يمكن أن تلبي الاحتياجات التمويلية والاستثمارية لمختلف المتعاملين لقد كانت هذه المنتجات متنوعة بين منتجات أصيلة تم استنباطها من مختلف كتب الفقه لتعكس جذور المالية الإسلامية المتوافقة وضوابط المعاملات المالية التي أقرتها آيات القرآن الكريم والأحاديث النبوية الشريفة كما نجد المنتجات الأخرى التي تقوم على محاكاة المنتجات المالية التقليدية، مع إضفاء الصبغة الشرعية عليها، وتكييفها وفق ضوابط وأحكام الشريعة الإسلامية، لتحقيق بذلك نفس الأهداف التي ترمي إليها المنتجات التقليدية.

قبل التطرق إلى أهم منتجات الهندسة المالية الإسلامية علينا التطرق إلى مفهوم المنتجات المالية الإسلامية.

\***مفهوم المنتجات المالية الإسلامية:** المنتج المالي أو الأداة المالية يراد بها تصرف اختياري لحل مشكلة محددة أو الوصول لهدف معين بوسيلة محددة، توافق الشريعة الإسلامية وقد يقتصر على عقد واحد أو يتضمن عدة عقود، وهو يشمل عدة تصرفات: المعاوضات، المشاركات، التوثيقات والتبرعات، فالمنتج المالي من حيث المبدأ يشمل العقود المسماة (كالسلم والإجارة والشركة)، كما يشمل التطبيقات المختلفة التي تنفرع عنها كالمراوحة للأمر بالشراء، والتي تهدف إلى حل مشكلة أو معالجة قضية مالية خاصة ويترجم ذلك عادة في شكل عقد أو منظومة من العقود والشروط والترتيبات التي تكفل تحقيق هذا الغرض<sup>1</sup>.

### المطلب الأول: الصكوك الإسلامية

لقد اهتم الباحثون الاقتصاديون والمتخصصون المعاصرون بإيجاد أوراق مالية إسلامية بديلاً عن السندات المرفوضة شرعاً وتسعى البلدان الإسلامية المهتمة إلى أسلمة الأدوات المالية وتجسيد فكرة الصكوك المالية

### الفرع الأول : تعريف الصكوك الإسلامية و خصائصها

#### 1-تعريف الصكوك الإسلامية :

الصك في الاصطلاح يمثل ورقة مالية، و كل صك أو مستند له قيمة مالية، و تستخدم كلمة "صكوك" بدلا من "السندات"، وذلك لأن السندات - كما سبق تعريفها- تمثل ديناً على المصدر، و السندات قائمة على علاقة دائن بمدين، و إذا تم بيعها فإنه يبيع دين بدين، أما الصكوك فهي تمثل جزءاً من ملكية أصول محددة وبيعيها يمثل بيع جزء من أصول المشروع.

<sup>1</sup> المرجع السابق ، ص ص 62.63.

وهي وثائق متساوية القيمة حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله.<sup>1</sup>

تعرف أيضاً: "تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول ومن ثم بيعها في الأسواق المالية مع مراعاة ضوابط التداول".<sup>2</sup> ومنه هي وثائق متساوية القيمة تمثل حقوق ملكية شائعة في أصول أو برنامج استثماري مباح شرعاً، وهي قابلة للتداول ما لم تكن ديناً أو نقداً.

### 2- خصائص الصكوك الإسلامية: نلخصها فيما يلي:<sup>3</sup>

- أنها وثائق تصدر باسم مالكيها بفئات متساوية القيمة لإثبات حقه فيما تمثله من حقوق في الأصول والمنافع الصادرة مقابلها.
- أنها تمثل حصة شائعة في ملكية أصول أو منافع أو خدمات يتعين توفيرها ولا تمثل ديناً على مصدرها لحاملي الصكوك.
- أنها تصدر بعقد شرعي بضوابط شرعية بين طرفيها وآلية إصدارها وتداولها والعائد عليها.
- يكون تداول الصكوك بناءً على الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها.
- أنّ مالكيها يشاركون في غنمها حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار ويتحملون غرمها بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك.
- أنها لا تقبل التجزئة في مواجهة الشركة وفي حالة أيلولة الصك الواحد لشخصين أو أكثر بسبب الإرث ونحوه، فلا بدّ من الاتفاق على من يمثل الصك أمام الشركة شخص واحد.
- إن مالك الصك مشارك في موجودات المشروع ولذلك له الحق في الرقابة ونحوها، وحق رفع الدعوى المسؤولية على الإداريين والحق في نصيب الأرباح والاحتياطي والتنازل عن الصك والتصرف فيه إلا ما يمنعه القانون أو التزم به خلال نشرة الإصدار وحق الشفاعة وحق اقتسام موجودات المشروع عند تصفيته.
- إن مسؤولية أصحاب الصكوك مسؤولية محددة بقدر قيمة الصكوك.

<sup>1</sup> أحمد شعبان محمد علي، الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، مفهومها-أنواعها-آليات التعامل بها-الرقابة عليها-المخاطر وعلاجها ودورها التنموي-سبل تحقيقها، دار التعليم الجامعي للنشر و التوزيع، الاسكندرية مصر، 2014، ص 27.

<sup>2</sup> نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية-البحرين- مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، عدد 09، 2011، ص 254.

<sup>3</sup> صليحة عماري، آسيا سعدان، الصكوك الإسلامية: تطوراتها وآليات إدارة مخاطرها، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المصرفية آليات ترشيد الصناعة المالية، مداخلة حول 9، 8، 12/2013، ص ص 5.4.

3- أهمية الصكوك الإسلامية : اكتسبت الصكوك الإسلامية أهمية واسعة خلال السنوات الأخيرة وذلك بفعل ما توفره من منافع عامة نختصر أهمها في:<sup>1</sup>

-إن الوصول بفكرة الصكوك الإسلامية إلى مستوى التداول العالمي يوضح مدى سعة وحكمة وتكامل النظام الإسلامي.

-إتاحة الفرصة أمام البنوك المركزية لاستخدام الصكوك الإسلامية ضمن أطر السياسة النقدية وفقا للمنظور الإسلامي بما يساهم في امتصاص السيولة، ومن ثم خفض معدلات التضخم، وإتاحة الفرصة أمام المؤسسات المالية الإسلامية لإدارة السيولة الفائضة لديها.

-تلبي احتياجات الدولة في تمويل المشاريع البنية التحتية والتنمية بدلا من الاعتماد على السندات الخزينة والدين العام.

-تساعد في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومركزها المالي، وذلك لأن عمليات إصدار الصكوك الإسلامية تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها.

-الصكوك أداة تساعد على الشفافية، وتحسين بنية المعلومات في السوق، لأنه يتطلب العديد من الإجراءات ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق .

ويتضح مما سبق ونتيجة لزيادة الاهتمام بإصدار الصكوك الإسلامية وتوسعها، سيؤدي حتما إلى زيادة تداول الأدوات المالية وتنشيط السوق المالية الإسلامية وتجاوبها مع احتياجات المدخرين والمستثمرين والدولة بآليات تستبعد الفوائد المحرمة شرعا.

### الفرع الثاني : أنواع الصكوك الإسلامية :

أن الصكوك الإسلامية توجد على عدة أنواع يمكن حصرها في ثلاث مجموعات وهي:

1-الأوراق المالية( الصكوك ) القائمة على عقد الشراكة.

2-الأوراق المالية( الصكوك ) القائمة على عقد البيع.

3-الأوراق المالية( الصكوك ) القائمة على عقود الإجارة.

1- الأوراق المالية( الصكوك ) القائمة على عقد الشراكة: وهي الأوراق المالية التي تكون فيها العلاقة بين

المصدر وحملة الصكوك علاقة مشاركة، وتتطوي تحت هذا التصنيف مجموعة من الصكوك هي :

أ-صكوك المقارضة: هي صكوك اقترحت كبديل عن سندات القرض بفائدة، للبنك الإسلامي في الأردن وذلك

سنة 1407هـ الموافق 1987م ولقد جاء تعريفها بأنها " الوثائق الموحدة القيمة المحررة بها ، وذلك على أساس

المشاركة في نتائج الأرباح الصافية " وهي من البدائل التي أقرها مجلس مجمع الفقه الإسلامي في دورة مؤتمره

الرابع في جدة في 1407هـ، فقد عرفها بأنها أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال المضاربة، بإصدار

صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم

<sup>1</sup> نوال بن عمارة ، مرجع سابق ، ص 254.



يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه من أرباح وذلك بنسبة ملكية كل مستثمر، وهذه الصكوك تعتمد في أساسها الفقهي على المضاربة الشرعية.<sup>1</sup>

ومن خصائصها نذكر ما يلي :

-تعتبر أداة مناسبة لاستدراك المال، وهي قائمة على تقسيم رأس مال المضاربة إلى حصص متساوية .

-تسجل بأسماء مالكيها لتمويل مشروع استثماري معرف بوضوح في نشرة الإصدار .

تمثل صكوك المقارضة حصصاً في رأسمال المضاربة، تتيح لحام لها فرصة الحصول على أرباح المشروع إن وجدت وبصورة غير محددة مقدماً، وبحسب مساهمات حملة الصكوك المختلفة.

-قابلة للتداول طالما أنها تمثل محلاً لأصل معروف يعمل في نشاط معلوم غير مخالف للشرع .

\*أنواعها: ويمكن أن تختلف هذه الصكوك باختلاف نوع المضاربة فيمكن أن تكون التالي :

-صكوك المضاربة المطلقة:حيث إنها لا تكون مخصصة لمشروع معين بل يخول للمضارب الحق في استثمارها في أي مشروع.

-صكوك المضاربة المقيدة :وتقيد هنا بمشروع معين كالاستثمار في العقارات أو الاستثمار في مصانع السيارات أو غيرها.

-صكوك المضاربة المستمرة:وهي التي لا يستحق رأس مالها إلا بعد انتهاء المشروع وبالطبع مع الربح وبقاء رأس ماله.

-صكوك المضاربة المحدودة أو (المستردة بالترج):وتحدد هنا الجهة المصدرة تواريخ بمثابة محطات يمكن لأصحابها أخذ أرباحهم إن وجدت واسترجاع قيمة صكوكهم.

ب-صكوك المشاركة: تعتمد صكوك المشاركة بصورة أساسية على عقد المشاركة الجائز شرعاً وهي مشابهة كثيراً لصكوك المقارضة أو المضاربة ولكن الاختلاف الأساسي بينهما يتمثل في أن أصحاب هذا النوع صكوك المشاركة لهم الحق في الإدارة مثل الأسهم وتختلف عن هذه الأخيرة الأسهم في كونها مؤقتة لمشروع معين أو مدة معينة وهي على أنواع: <sup>2</sup>

-صكوك المشاركة الدائمة: وهي تشبه كثيراً نظام الأسهم الدائمة مع إمكانية دخول المصدر بنسبة معينة في رأس مال المشروع وطرح الباقي على شكل صكوك للاكتتاب سواء أكانت الإدارة للمصدر أو لحملة الصكوك أو لطرف ثالث محدد، وتقوم مقام طرح أسهم جديدة حيث يقوم المصدر بالتوسع أو إنشاء مشروع موازي فيقوم باعتباره شخصية معنوية بالتكفل بقسط من المال والباقي يطرح للاكتتاب.

-صكوك المشاركة المحدودة: وهي المؤقتة بفترة زمنية محددة، و التي تحدد بفترة زمنية متوسطة وتكون بانتهاء المشروع أو بانتهاء الموسم أو انتهاء الدورة الصناعية...الخ وتكون نهايتها وفقاً لإحدى الصورتين:

<sup>1</sup> محمد عدنان بن الضيف، ربيع المسعود ، أدوات الدين وديانها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع - ورهانات المستقبل، جامعة غرداية، يومي 2011/12/23-24، ص 10.

<sup>2</sup> مسعودة نصبة، نحو نموذج إسلامي رأسمال تجربة ماليزيا أنموذجاً، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص نقود و تمويل، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2012-2013، ص ص 108-109.



✓ صكوك المشاركة المستردة بالتدرج: حيث تسترد قيمة هذه الصكوك وفق أقساط دورية ويصرف لحاملها من الأرباح إن وجدت ما بقي له من رصيد لم يستحق بعد.

✓ صكوك المشاركة المستردة في نهاية المدة (المنتهية بالتملك إلى المصدر): وهنا في نهاية المشروع يقوم المصدر بإعادة شراء هذه الصكوك من أصحابها بالسعر الحقيقي ويكون ذلك في حالة التصفية الإجبارية مثلا عند قيام مشروع حفر منجم ففي نهاية المشروع يقوم المصدر بإعادة تقييم الآلات والتجهيزات المستعملة وإعطاء قيمتها إلى أصحاب الصكوك، في حين يمتلك هو هذه الآلات والتجهيزات.

ج-صكوك المزارعة: هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع للمزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول بالإضافة إلى صكوك المزارعة هناك صكوك أخرى تقوم على أساس المساقاة وتسمى "صكوك المساقاة"، حيث تستخدم الأموال المكتتبه فيها في مشروع للسقي على أن يأخذ مالكةا حصة من الثمر. إضافة إلى صكوك المغارسة التي تعطي مالكةا حصة من الغرس، وتقوم على أساس عقد المغارسة.<sup>1</sup>

2-الأوراق المالية (الصكوك) القائمة على البيع : وفيها يكون العقد قائم بين(جهة الإصدار) والطرف الآخر(حمة الصكوك) على عقد البيع من مرابحة وسلم واستصناع وغير ذلك . و نذكر منها:<sup>2</sup>

أ-صكوك السلم:تمثل ملكية شائعة في رأس مال السلم لتمويل شراء سلع يتم استلامها في المستقبل ثم تسوق على العملاء، ويكون العائد على الصكوك هو الربح الناتج عن البيع، ولا يتم تداول صكوك السلم إلا بعد أن يتحول رأس المال إلى سلع، وذلك بعد استلامها وقبل بيعها، وتمثل الصكوك حينها ملكية شائعة في هذه السلع .  
ب-صكوك الاستصناع:تعتبر وثائق تمثل حصة معينة في رأس المال المكتتب فيه، والذي يستعمل في تصنيع السلعة المطلوبة، والتي تصبح ملكاً لحامل الصك.

ج-صكوك المرابحة:تعتبر وثائق تمثل حصة معينة في رأس المال المكتتب فيه، والذي يستعمل في شراء سلعة معينة، والتي تصبح ملكاً لحامل الصك، يتم إصدار صكوك المرابحة في حالة السوق الأولي وبالذات في حالة كبر قيمة الأصل أو المشروع محل المرابحة، بينما يعتبر تداولها في السوق الثانوي مخالفاً للشريعة، لأن بيع المرابحة قد يكون مؤجلا ، وبالتالي فإنه يعتبر ديناً، وبيع الدين لا يجيزه الفقهاء .

3-الأوراق المالية (الصكوك) القائمة على الإجارة : تقوم فكرة صكوك الإجارة على تحويل التمويل بالإجارة إلى شكل صكوك تمويل، تعرف تحت اسم صكوك التأجير بأنه: " وثائق خطية تمثل أجزاء متساوية من أعيان مؤجرة"

إذن هي صكوك متساوية القيمة منبثقة من عملية قائمة على عقد إيجار، حيث تمثل هذه الصكوك ملكية جزئية من رأس مال العين المؤجرة، إذ يقسم رأسمالها إلى حصص متساوية تعرف كل حصة باسم صك وهي تتيح لحاملها الحصول على دخل الإيجار بمقدار المساهمة التي دفعها.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> أمال لعمش، مرجع سابق، ص ص108.109.

<sup>2</sup> المرجع السابق ، ص 109.

<sup>3</sup> محمد عدنان بن الضيف ، مرجع سابق ، ص 13.

### المطلب الثاني : التوريق الإسلامي والمشتقات المالية الإسلامية

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى نوعين من أدوات الهندسة المالية الإسلامية وهما التوريق الإسلامي والمشتقات المالية الإسلامية.

#### الفرع الأول: التوريق الإسلامي :

تناول الباحثون في الاقتصاد الإسلامي موضوع التصكيك البحث و الدراسة للوقوف على مد ملائمته و اتساقه و أحكام المعاملات الإسلامية، سيما أنه يعتبر أحد الابتكارات المالية التي نشأت و ترعرعت في بيئة رأسمالية تركز سعر الفائدة كأساس للتعامل مع ما يشوبها من تعاملات تنطوي على الكثير من المخالفات الشرعية.

حيث تناول الباحثون في الاقتصاد الإسلامي التوريق الإسلامي أو التصكيك بالبحث والدراسة للوقوف على مدى ملائمته واتساقه وأحكام المعاملات الإسلامية.

**1-تعريف التوريق الإسلامي:** هو " عملية تقسيم ملكية الأصول أو المنافع أو كليهما إلى وحدات متساوية القيمة وإصدار أوراق تعبر عن هذه الوحدات"<sup>1</sup>

**2-أساليب التوريق الإسلامي:** إذا كان على المؤسسة ديون في ذمتها للغير وترغب في عدم وفائها بالتزامها نقدا لعدم توافر السيولة الكافية لذلك أو غيرها من الأسباب الأخرى، يمكنها تتبع أحد الطرق التالية:<sup>2</sup>

- تحويل تلك الديون إلى أسهم، وخاصة عندما تقوم بإصدار جديد ضمن ما تتيحه لوائحها وأنظمتها فتصبح تلك الديون عبارة عن أسهم يمتلكها الدائنون وتمثل حصصا من موجودات تلك المؤسسة، ويسري عليها ما يسري على بقية أسهم الشركة.

- إذا كانت الشركة أو المؤسسة المالية تمتلك سلعا عينيا كالسيارات والآلات وغيرها، وتريد التخلص منها ومن تكلفة تخزينها و صيانتها فيمكن عرضها على الدائنين لمبادلتها بديونهم التي هي على ذمة المؤسسة، ومن ثم ستحقق المؤسسة فائدتين: استخلاص من مخزون سلعي يمثل عبئا ماليا وكلفة دائمة على المؤسسة مع الوفاء بالدين وسقوط الالتزام عن ذمتها.

#### 3- ضوابط التوريق الإسلامي :

تتمثل ضوابط التوريق الإسلامي الذي تطبقه المؤسسات المالية الإسلامية فيما يلي:<sup>3</sup>

-أن تكون نوعية الأصول المصككة من الأصول المباحة شرعا صالحة للتصكيك بدون وقوع المحظورات الشرعية كالربا والغرر، فلا يجوز مثلا توريق الديون المبنية على القروض الربوية

-أن يكون بيع الأصول المراد تصكيكها مبنية على الديون في الذمم من المنشىء إلى شركة التوريق نقدا للابتعاد من بيع الدين بالدين .

<sup>1</sup> زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك و دوره في تطوير السوق المالية الإسلامية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، تخصص الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2007-2008، ص 80.

<sup>2</sup> نوال بوعكاز ، مرجع سابق ، ص

<sup>3</sup> حكيم براضية، مرجع سابق، ص ص 75.76.

-أن تكون الخطوات وهيكل التصكيك مقبول شرعا ، مع استيفاء جميع الأركان و الشروط للبيع والشراء سواء في مرحلة الإصدار للصكوك أو في مرحلة تداولها في السوق الثانوي.

-عنصر الملكية للأصول حتى تصبح عملية البيع و الشراء تبرر الاستفادة من العوائد.

-مشروعية الضمان الواردة على العوائد إذا كان فيه الضمان على العوائد.

### الفرع الثاني: المشتقات المالية الإسلامية

هناك مجموعة من العقود في مجال التمويل الإسلامي و التي يمكن استخدامها كبديل شرعي للمشتقات التقليدية والتي تسهم في التخفيف أثر المخاطر الاستثمارية بما يحقق الأهداف المرجوة للمستثمر وسنتطرق إليها كالتالي:

#### أولا : الخيارات :

تعتبر عقود الخيار التقليدية محرمة شرعا لما يلي<sup>1</sup>:

-حق الاختيار مالا ولا حقا متعلقا بمال فلم يجوز بيعه.

-ما يتضمنه بيع عقد الاختيار من أكل المال بالباطل، فيما إذا لم يتهيأ لمشتريه استعماله بسبب عدم تغير الأسعار في صالحه.

-التعامل في عقود الاختيار قائم على الغرر.

-التعامل في عقود الاختيار قائم على القمار و الميسر بالنسبة لمشتري عقد الاختيار و بائعه على السواء، في الحالات التي تنتهي بالتسوية النقدية بين الطرفين.

-عقد الاختيار يدخل في بيع الإنسان ما لا يملك إذا كان محرر الاختيار.

من خلال الاستقراء و التأمل يمكن أن يندرج عقد الخيار الذي تتعامل به الأسواق المالية في الوقت الحاضر (بعد إضافة الضوابط الشرعية و تغيير العقود المنظمة لهذه العقود) تحت عدد من العقود والتكيفات الفقهية التالية:

- عقد الخيار هو حق معنوي.

- عقد الخيار هو بيع عربون.

- محل عقد الخيار هو ضمان أو كفالة.

لقد تم تكييف عقود الخيارات في الشريعة الإسلامية وفق ما يلي :<sup>2</sup>

**\*خيارات في إطار بيع العربون و خيار الشرط :** و يتضمن نوعين هما:

**1- خيار الشرط :** حيث يدخل الشخص في العقد اللازم (البيع أو الإجارة أو الاستصناع)، ويشترط لنفسه حق الفسخ بإرادته المنفردة خلال مدة معلومة؛ وهو ما يتيح الفرصة للتحوط في الحصول على سلعة يؤمل الربح

<sup>1</sup> مفتاح صالح والقط سليم، المشتقات المالية الإسلامية كبديل للمشتقات المالية الوضعية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية، مجلة الجلفة للعلوم الإنسانية، العدد الاقتصادي، بدون ذكر سنة النشر، ص 13.

<sup>2</sup> أمال لعمش، مرجع سابق، ص 100.

منها، وله الحق في عرض محل الخيار لطرف آخر خلال مدة العقد دون أن يكون هناك اقتران بالربح لأن ذلك يسقط الخيار.

**1- بيع العريون :** يعتبر العريون جزءاً من ثمن السلعة، يدفعه المشتري للبائع تعويضاً عن حبسه لسلعته حيث يدخل ضمن الثمن المتفق عليه في العقد في حالة التنفيذ، ويكون حقاً للبائع إذا تنازل المشتري عن حقه في التنفيذ.

وتجدر الإشارة إلى أن بيع العريون والخيار يقومان على دفع المشتري لمبلغ من المال مقابل الحق في شراء أصل مالي معين بثمن محدد خلال فترة معينة، على أن يتم تملك الأصل في حالة إتمام العقد، أو خسارة المبلغ المدفوع مقدماً في حالة العكس، إلا أن بيع العريون يختلف عن الخيار في أنه لا يستخدم من أجل الاستفادة من فروق أسعار الأصل المالي، بل أجل شراء الأصل في حد ذاته والانتفاع به، على أنه إذا ثبت له أن الأصل مناسب أمضى الشراء، وإلا فإنه يخسر العريون.

**\* عقد خيار البيع هو التزام أو ضمان أو كفالة:** الأرجح من أراء الفقهاء جواز أخذ الأجرة على الالتزام أو

الضمان أو الكفالة لقوة الأدلة، ويتحقق من خلالها مصالح ومكاسب لطرفي المعاملة أو بما لا يخالف المقاصد الشرعية وقياساً على هذا الحكم يمكن القول بجواز خيار البيع إذ خلا من المخالفات الشرعية الأخرى، فمالك الأوراق المالية الذي يدفع العمولة مقابل أن يكون له الحق في البيع في الفترة المتفق عليها، يقوم بحماية ممتلكاته من الأوراق المالية (بشراء التزام من الطرف الآخر بضمان هذه الأوراق بشرائها إذا رغب الطرف الأول).<sup>1</sup>

**ثانياً: المستقبلات في إطار عقد الإستصناع:** المستقبلات من بين العقود التي يتم فيها تسليم البديلين في وقت لاحق العقود بالتسويات النقدية، و يعتبر من قبيل القمار الظاهر إذا كان هذا مشروطاً في العقد، من باب القمار في معناه إذا كانت التسوية غير مشروطة؛ الأمر الذي يحقق الغنم لطرف على حساب الطرف آخر.<sup>2</sup>

**ثالثاً: العقود الآجلة في إطار عقد السلم :** لقد كيفت العقود الآجلة على أساس عقد السلم الذي يتفق فيه الطرفان على التعاقد على بيع بثمن معلوم يتأجل فيه تسليم السلعة الموصوفة بالذمة وصفاً مضبوطاً إلى أجل معلوم، على أن لا يكون كلا البديلين مؤجلين.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> مفتاح صالح، قط سليم، مرجع سابق، ص 14.

<sup>2</sup> ساسية جدي، مرجع سابق، ص 156.

<sup>3</sup> أمال لعمش أمال، مرجع سابق، ص 101.

### المبحث الرابع : دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية

ترتبط كفاءة سوق الأوراق المالية بصفة عامة بمدى قدرته على تخصيص الموارد تخصيصاً آمناً، وسوق الأوراق المالية الإسلامية بإمكانه تحقيق ذلك مادام يحوي أوراق مالية - الصكوك الإسلامية- تعمل وفق مبادئ الشريعة الإسلامية، وتتميز بالتنوع والتعدد مما يجعل من الممكن المساهمة-على الأقل- في تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية.

#### المطلب الأول: دور الصكوك الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية

يمكن توضيح أهمية ودور الصكوك الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامي فيما يلي <sup>1</sup>:  
الفرع الأول: إضافة كمية ونوعية جديدة من الأوراق المالية وزيادة رسمة سوق الأوراق المالية وعدد المتعاملين بها.

#### 1-إضافة كمية ونوعية جديدة من الأوراق المالية

يمكن أن تشكل الصكوك الإسلامية إضافة حقيقية لأسواق المالية عموماً والأسواق المالية الإسلامية خصوصاً، وما ينتج عنه من التخلص من مشكلة ضيق السوق ، وتتمثل هذه الإضافات في:  
أ- إدراج أسهم شركات في سوق الأوراق المالية :حيث يمكن أن تشكل أسهم هذه الشركات إضافة كمية للأسواق المالية تعمل على تفعيل أنشطة هذه الأسواق، وذلك للحجم الكبير الذي يمثله رأسمال هذه الشركات. وتجدر الإشارة إلى أن هناك من يرى بأن أسهم البنوك الإسلامية لا يجوز تداولها في الغالب على نقود وديون، تمثل نسبة كبيرة من استثمارات هذه البنوك، غير أن هذه المشكلة يمكن للبنوك الإسلامية تجاوزها من خلال تنويع استثماراتها بين الأنشطة الإنتاجية المختلفة وهذا ما تتيحه الصكوك الإسلامية، وذلك يتطلب من المصارف الإسلامية التوجه نحو فكرة المصارف الشاملة، والقيام -بالإضافة للوظائف التقليدية للمصارف- بأنشطة استثمارية أخرى تلائم طبيعة عملها القائم على المشاركة في الربح والخسارة، ومن أمثلة ذلك المساهمة المباشرة في رأس مال الشركات الجديدة بمختلف أنواعها، التوسع في نشاط أمناء الاستثمار، القيام بضمان الاكتتاب في الإصدار الجديدة وتغطيته وإدارته والترويج لأوراق المالية وتولي دور صانع السوق، إيجاد ودعم الشركات التي تعمل في مجال الأوراق المالية أو مساندة أسواقها لإعطائها قوة الدفع اللازمة نظراً لحدثة هذا النشاط في سوق الأوراق المالية.

ب- إدراج صكوك إسلامية :تقوم البنوك الإسلامية وغيرها من الشركات بتقديم أدوات مالية إسلامية جديدة قائمة على أسس التمويل الإسلامي، مما يشكل أيضاً إضافة كمية ونوعية مختلفة عما هو موجود في أسواق الأوراق المالية المحلية منها والعالمية فعمليات التصكيك إذن تؤدي إلى تطوير تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية وبالتالي توسيع قاعدة سوق الأوراق المالية، فالصكوك الإسلامية تنمي جانب الطلب على السيولة النقدية في سوق الأوراق المالية، وهو جانب هام في تنمية هذه السوق، حيث أن أهم محرك لأموال في أي نظام مالي هو جانب

<sup>1</sup> عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص ص 152.154.

الطلب، والذي يتكون من الأدوات المالية ذاتها.

### 2-زيادة رسمة سوق الأوراق المالية وعدد المتعاملين بها

تنوع الصكوك الإسلامية من حيث نوع النشاط والآجال يمكن سوق الأوراق المالية من استيعاب فئات جديدة من أصحاب المدخرات الذين ظلوا مبتعدين عن السوق بسبب تقيدهم بالأحكام الشرعية، فالصكوك الإسلامية فتحت المجال أمام فئات المجتمع كانت تمتنع عن استثمار أموالها في المعاملات والأدوات التي لا تراعي الضوابط الشرعية كالسندات التقليدية، وبالتالي فهذه الصكوك تعد صيغة بديلة لتلك المعاملات والأدوات المالية وتحقق مقاصد شرعية وفق منهج قائم على العدل وحفظ الحقوق، وهذا بدوره يساهم في إيجاد سوق مالية إسلامية عالمية مرنة تتعامل بالأسهم والصكوك المشروعة، ولها القدرة على جذب رؤوس الأموال الطائلة المدخرة لدى المستثمرين المسلمين وغيرهم من الممتنعين عن توظيفها في أسواق الأوراق المالية العالمية، خاصة أموال المغتربين وسائر الأموال المهاجرة خارج العالم الإسلامي، وهذا ما يؤدي بدوره إلى توسيع حجم أسواق الأوراق المالية وانتعاشها.

### الفرع الثاني:انفتاح سوق الأوراق المالية عالميا وإضافة مؤسسات جديدة

#### 1-انفتاح سوق الأوراق المالية عالميا

فالصكوك الإسلامية تعمل على زيادة التدفقات من الاستثمارات الإسلامية، الأمر الذي ينتج عنه انفتاح سوق الأوراق المالية عالميا، والمساهمة في حملة الإصلاح المالي الذي تسعى إليه الكثير من الحكومات والمؤسسات المالية، مما يساعدها على دمج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق المالية العالمية لتكون تأثيراتها فعالة خاصة ونحن نعيش عصر التكتلات الاقتصادية التي أصبحت تشكل مصدر قوة لاقتصاديات الشركات المساهمة.

#### 2-إضافة مؤسسات مالية جديدة

إن من المعوقات التي تقف أمام سوق الأوراق المالية دون تحقيق الأهداف المرجوة منها، هو تزايد الاهتمام بالأسواق الثانوية على حساب الأسواق المالية الأولية، وما يستتبع ذلك من عدم الاهتمام باستكشاف الفرص الاستثمارية الجديدة وبلورتها في شكل مشروعا محددة مدروسة الجدوى، وضعف الاهتمام بإيجاد المؤسسات متعهدة الإصدارات الجديدة، والاحتكام إلى معيار حجم التداول لبيان مدى نجاح سوق الأوراق المالية، لذلك يتعين الاهتمام بالأسواق المالية الأولية نتيجة الحاجة الماسة خاصة في الدول العربية لإنشاء العديد من الشركات المنتجة وإدارة عمليات الاكتتاب فيها، والتعهد بتغطية إصداراتها، وجذب مدخرات الأفراد والمؤسسات وتوجيهها نحو المشروعات الجديدة، ويعتبر ذلك المعيار الأساسي للحكم على نجاح السوق المالية لأن فيه زيادة للقاعدة الإنتاجية وإيجاد فرص عمل، ومن ثم إثراء السوق الثانوية.

### المطلب الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية

في هذا المطلب سوف نتطرق إلى كيفية تحقق كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية وعلاقة الصكوك الإسلامية بكفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية

#### الفرع الأول: كيفية تحقق كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية

إن القواعد العامة التي جاءت بها تعاليم الإسلام والضوابط الشرعية العامة التي لا بد من وجودها ومراعاتها عند إجراء العمليات المالية كفيلة جميعها بوجود سوق الأوراق المالية منضبطة اقتصاديا واجتماعيا. يمكن إجمال القول في ذلك فيما يلي:<sup>1</sup>

**1- على مستوى الكفاءة الخارجية:** يتجلى ذلك في عناية الاقتصاد الإسلامي بمنع الربا والعمل على تطبيق نظام المشتريات النقدية، كما أن إشهار المعلومات والإفصاح المالي على شركات المساهمة سيكون لها الأثر البارز في عمل سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الإسلامي، كما سعى الاقتصاد الإسلامي إلى العمل على إتاحة التفاعل بين قوى العرض والطلب يعمل على الاقتراب أو الحصول على أسعار العادية والتي تعبر على حد كبير على الأسعار الحقيقية.

**2- على مستوى الكفاءة الداخلية:** من مبادئ الأساسية في الاقتصاد الإسلامي في تنظيم الأسواق مبدأ كفاءة دخول السوق ببسر وسهولة، كذلك النهي على الاحتكار و التحذير منه وكلا المبدئين يتيح التفاعل المباشر بين قوى العرض والطلب في سوق السلع العينية الأمر الذي يعمل على الاقتراب أو الحصول على الأسعار العادلة كما أن وجود عدد كبير من المتعاملين يعمل على خفض تكاليف التبادل الناتج عن تنافس بين الوسطاء في الأسواق.

#### الفرع الثاني: علاقة الصكوك الإسلامية بكفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية.

تتمثل هذه العلاقة فيما يلي:<sup>2</sup>

تتعلق كفاءة سوق الأوراق المالية بأساليب محددة في مقدمتها السعر العادل لأوراق المالية (الصكوك الإسلامية) التي يتم التعامل بها وبعودات تلك الأوراق، حيث السعر العادل، هو السعر الذي يعكس القيمة الحقيقية للسهم التي تعتاد على القيمة الحالية للتدفقات النقدية، أما عائد الأسهم هو نصيب السهم من صافي الربح بعد اقتطاع الفوائد والضرائب أي أنه يساوي صافي الربح بعد اقتطاع الفوائد والضرائب مقسوما على متوسط عدد الأسهم الذي يتألف منها رأس مال المؤسسة ولاستخراج العائد كنسبة مئوية من قيمة السهم فهناك نوعان من العائد هما الربح الجاري والربح الحقيقي.

يعد أهم معيار لوجود كفاءة وبمستوى معين في السوق أو عدم وجودها هو سرعة هذه السوق في الاستفادة من المعلومات المتعلقة بسعر السهم أو الصك، حيث تكون هذه الأسواق ذات كفاءة كلما كانت أسعار الأسهم أو الصكوك أكثر عدالة أي أكثر قربا من القيمة الحقيقية لتلك الأسهم.

<sup>1</sup> نصبة مسعودة، مرجع سابق، ص38.

<sup>2</sup> المرجع السابق، صص154.155.

## الفصل الثاني.....الهندسة المالية

أما فيما يتعلق بعلاقة كفاءة الأسواق بعوائد الأسهم الحقيقية فتأتي من خلال علاقتها بأسعار تلك الأسهم علماً بأن العلاقة بين سعر السهم وعائده الحقيقي عكسية ويمكن تفسير تأثير عوائد الأسهم على كفاءة السوق كمايلي: كلما كانت أسعار الأسهم أكثر (أو أقل) عدالة كانت كفاءة السوق التسعيرية أقوى (أو أضعف) وبما أن هناك علاقة عكسية بين سعر السهم وعائده الحقيقي، فإن ذلك يعني أنه كلما كان العائد يعبر عن المردود العادل الذي يستحقه حامل الورقة المالية كلما كانت كفاءة الأسواق أقوى (أو أضعف)، ويمكن للمستثمرين ومن خلال تحليلاتهم للمعلومات أو استفادتهم من المعلومات بشكل أو بآخر أن يحصلوا على عوائد إضافية غير عادية وبالتالي الأسواق تكون غير كفأة.

إن يكون هناك كفاءة إذا كان سعر الصكوك أو الأسهم في السوق يساوي القيمة الحقيقية حيث القمة السوقية للسهم تتحدد على أساس العائد المتوقع، وتنتج الاختلافات بين قيمة السهم أو الصك السوقية وقيمة الصك الحقيقية لعدة أسباب:

- المجازفات والتلاعب في أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية.
  - عدم توافر المعلومات عن أداء المؤسسات المالية لهذا السهم أو الصك.
  - الإفصاح غير الكافي عن المعلومات من قبل صاحب الصك.
  - تحليل المعلومات بشكل خاطئ من قبل المستثمرين لنقص المعلومات.
  - بطء ردة فعل السوق من حيث تعديل سعر السهم وفقاً للمعلومات الواردة.
- وهنا تظهر أهمية الأوراق المالية الإسلامية لتداول الأوراق المالية بسعر عادل وعائد ملائم، فهي تهدف إلى تحقيق سوق ذا كفاءة عن طريق تفادي الاختلافات الموجودة بين قيمة الورقة السوقية وقيمتها الحقيقية وبالتالي اختلافات في قيمة العائد بتوفير المعلومات اللازمة بشكل دقيق ، متساو وكاف أي الإفصاح التام وكذا الخلو من الغرر، التحكم في الأسعار والاحتكار وخاصة حماية المصالح المرسله للمستثمرين.



## الفصل الثاني.....الهندسة المالية

في الأخير الجدول التالي يوضح الفرق بين الهندسة المالية التقليدية و الهندسة المالية الإسلامية.

### جدول رقم (01): جدول مقارنة بين الهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية الإسلامية

وجه المقارنة	الهندسة المالية التقليدية	الهندسة المالية الإسلامية
<b>التعريف</b>	ابتكار لحلول مالية فهي تركز على عنصر الابتكار وتقديم الحلول أي التصميم والتطوير والتنفيذ لآليات مالية مبتكرة وحلول إبداعية لمشاكل التمويل كما تشمل كل جديد من المنتجات (كالرهن العقاري) والخدمات(كالصيرفة الالكترونية)و آليات إنتاجية (كتنقيط الديون) وحتى أشكال تنظيمية ومن شأنها تخفيض التكاليف والمخاطر وكذا توفيرو تحسين مختلف المنتجات التي تلبي احتياجات مختلف المتعاملين	مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار توجيهات الشرع الإسلامي.
<b>المبادئ</b>	الاقتصاد الربوي"الفائدة الربوية"،المجازفة،القمار الغرر بيع الدين	المشاركة في الربح والخسارة وتطبيق المبادئ الإسلامية
<b>المنتج</b>	الأصول التقليدية (أسهم و سندات) والمنتجات الحديثة	الصكوك الإسلامية والتوريق الإسلامي والمشتقات الإسلامية
<b>المهندس المالي</b>	ذو خبرة وعلم بالمعاملات المالية	ذو خبرة بالمعاملات المالية الإسلامية
<b>الأدوات</b>	تتميز أدوات الهندسة التقليدية بالغموض التعقيد والمجازفة والقمار	تتميز أدوات الهندسة المالية الإسلامية بالوضوح والأمانة والمرونة
<b>الأهداف</b>	تقليل التكاليف في المعاملات ونقل الأخطار بين المتعاملين	تأخذ الهندسة المالية الإسلامية البعد الأخلاقي في تمويلها للمشروعات وتشجيع الاستثمار الحقيقي القائم على السلع والخدمات

المصدر: من إعداد الطالبة.

### ملخص الفصل:

تعتبر الهندسة المالية عن العملية التي يتم من خلالها تطوير منتجات مالية أو ابتكار أخرى تلبي مختلف الاحتياجات التمويلية والاستثمارية، ومدخلا مهما تعتمد مختلف المؤسسات المالية لتحقيق مجموعة من الأهداف والتي تتمثل أساسا في تطوير أداء نشاطها، وكذا إدارة السيولة المالية التي يمكن أن تحقق عوائد المؤسسة المالية، إضافة إلى تجاوز مختلف القيود التي تفرضها السياسات المالية والنقدية في البيئة المحيطة. وفي جانب آخر فإن للهندسة المالية أهمية في العمل المالي والمصرفي، ذلك أنها توفر تشكيلة من المنتجات المالية التي حيث يمكن من خلالها تطوير الأسواق المالية والمصارف.

إن المؤسسات المالية الإسلامية التي تحكمها ضوابط الشريعة الإسلامية، تتبنى أيضا مفهوم الهندسة المالية وفق منظور إسلامي والتي تقوم على أساس منهج المحاكاة والتحرير والأصالة، للوصول إلى منتجات مالية متميزة عن المنتجات المالية التقليدية من الناحية الشرعية ومن ناحية الكفاءة الاقتصادية ومن أهم هذه المنتجات هي الصكوك الإسلامية وعلاقتها بالكفاءة في سوق الأوراق المالية الإسلامية.

حيث تساهم الصكوك الإسلامية في تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية من خلال كونها أدوات مالية مضافة إلى أسواق الأوراق المالية الإسلامية.

**الفصل الثالث: الهندسة المالية**

**الإسلامية و دورها في**

**تطوير سوق الأوراق**

**المالية الماليزية**

## الفصل الثالث... الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية

تمهيد :

شهد الاقتصاد الماليزي قفزة نوعية خلال النصف الثاني من القرن الماضي، حيث ساهمت عدة ظروف بالنهوض بالاقتصاد المحلي للوصول به إلى مصاف اقتصاديات الدول المتقدمة، وتعد التجربة الاقتصادية الماليزية بالحديثة نسبيا، غير أن نموذجها في تحقيق التنمية الاقتصادية للبلاد لتجربة تستحق الدراسة، وما يلفت الانتباه اعتماد ماليزيا على مبادئ الاقتصاد الإسلامي، والعمل على تطوير وسائله وأدواته، مما كان له الأثر الإيجابي في دخول ماليزيا لمرحلة جديدة من النمو والتطور وتعتبر سوق الأوراق المالية الماليزية من الأسواق المالية الناشئة، والرائدة في إصدار للأدوات المالية خاصة منها المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وهذا ما يجعلها ضمن الأسواق القليلة التي تحظى بالاهتمام والمتابعة، لما تقدمه من تطور مستمر في الأدوات والعمليات المالية الإسلامية المستحدثة.

وفي وجود قسم سوق الأوراق المالية الإسلامية في البورصة الماليزية، لإصدار وتداول الأوراق المالية الإسلامية ومنها بالخصوص إصدارات الصكوك الإسلامية من طرف الحكومة والشركات، زاد من نجاح التجربة الماليزية مما جعلها مركزا للصناعة المالية الإسلامية عالميا، وهذا في وجود هيئات رقابية رسمية وشرعية، تعمل على توفير المناخ المناسب لإجراء مختلف العمليات على الأوراق المالية تقليدية كانت أم إسلامية، بتكييفها وفق الأحكام الشرعية، ولجعل ماليزيا كقطب للمالية الإسلامية وخاصة فيما يتعلق بالصكوك الإسلامية، وفرت مجموعة من المزايا والتفضيلات والتحسينات للأطراف المصدرة لتلك الصكوك حكومية كانت أم تابعة للقطاع الخاص، حيث شهد العقد الأخير نقلة نوعية في هذه الإصدارات، من حيث الحجم أو القيمة أو من ناحية العملة أو نوع الصكوك المصدرة، واحتلالها للمكانة الأولى عالميا في كثير من الإصدارات، وتجاوزها في بعض المرات لإصدارات السندات التقليدية محليا وهذا ما فتنتت تتميز به السوق المالية الماليزية.

فالصكوك الإسلامية أصبحت تلعب دورا هاما في سوق الأوراق المالية الماليزية وفي وجود شركات تعمل على إصدارها، ومستثمرون يقبلون بشرائها وأطر وقوانين وضوابط تحكم إصدارها، ف جاء هذا الفصل ليدرس ويحلل الجوانب التطبيقية لدور الصكوك في السوق المالية الماليزية، حيث سنتطرق فيه إلى مبحثين هما :

**المبحث الأول : سوق الأوراق المالية الماليزية.**

**المبحث الثاني : الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية ماليزية.**

### المبحث الأول : سوق الأوراق المالية الماليزية

إن سوق الأوراق المالية الماليزية من الأسواق المالية الناشئة الرائدة في إصدار الأدوات المالية المبتكرة وخاصة منها المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وهذا ما يجعلها ضمن الأسواق القليلة التي تحظى بالاهتمام والمتابعة، لما تقدمه من تطور مستمر في الأدوات والعمليات المالية الإسلامية المستحدثة، لذلك سوف نتطرق في هذا المبحث إلى ثلاث مطالب الأول يتكلم عن سوق الأوراق المالية الماليزية التقليدية، أما الثاني ف جاء بعنوان سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية، والثالث عن تقسيمات سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية وأدواتها.

### المطلب الأول : سوق الأوراق المالية الماليزية التقليدية

سوق أوراق المالية الماليزي أهم مكونات النظام ولعب دورا كبيرا في نمو الاقتصاد الماليزي نظرا لتنظيمه لذلك سوف نتعرف في هذا المطلب إلى بعض حيثيات سوق الأوراق المالية الماليزية التقليدية من خلال فرعان تتمثل في الفرع الأول يتكلم عن مفهوم ونشأة سوق الأوراق المالية الماليزية أما الفرع الثاني فيتطرق إلى أقسام سوق الأوراق المالية الماليزي ووظائفه.

### الفرع الأول : نشأة ومفهوم سوق الأوراق المالية الماليزية التقليدية

#### 1-نشأة سوق الأوراق المالية الماليزية التقليدية

نشأ النظام المالي الماليزي المنظم بتأسيس البنك المركزي الماليزي 24 جانفي 1959، وبدأت صناعة الأوراق المالية في ماليزيا في أواخر القرن التاسع عشر بظهور الشركات البريطانية في الصناعة المطاطية والقصديرية.<sup>1</sup> ويعود تاريخ سوق الأوراق المالية الماليزية إلى عام 1930 م أين أسست نقابة سماسرة بورصة سنغافورة كنقابة منظمة للتعامل في الأوراق المالية، وفي تاريخ 11 ماي 1960م تشكلت بورصة مشتركة بين سنغافورة وكوالالمبور حيث أدخل نظام الغرف التجارية ، إذ يكون في كل واحدة منها نفس الأوراق المالية المدرجة ونفس الأسعار وذلك من خلال ربطهم بالخطوط الهاتفية ( خط هاتفي مباشر 2 )، وفي سنة 1964 م شكلت البورصة الماليزية للأوراق المالية، وخرجت سنغافورة من الاتحاد الماليزي واستمرت البورصة في أداء وظائفها كونها بورصة مشتركة بين دولتي ماليزيا وسنغافور ، وفي تاريخ 92 ديسمبر 1976 تم إنشاء بورصة لتداول الأسهم تحت اسم بورصة كوالالمبور للأوراق المالية المحدودة.

تعتبر بورصة كوالالمبور للأسهم في الوقت الراهن أساس سوق رأس المال في ماليزيا والكيان الذي يحكم سلوك أعضائه وشركات وساطة الأوراق المالية في تعاملات الأوراق المالية، ويتحقق من استيفاء أسس ومتطلبات القيد ومعايير الإفصاح وأخيرا مراقبة أداء السوق.<sup>2</sup>

إن عملية تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية قد تمت من خلال عملية تدريجية، ويعتبر هذا السوق قطاعا جديدا مقابل القطاع المصرفي في تمويل الأنشطة الاقتصادية، إلا أن هذا السوق قد تطور أكثر في فترة

<sup>1</sup> مسعودة نصبة ، مرجع سابق،ص 237

<sup>2</sup> عبد الحميد فيجل ، مرجع سابق ، ص 182.

## الفصل الثالث... الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية

الثمانينات والتسعينات، وكانت بداية نمو سوق الأوراق المالية في أوائل الثمانينات بهدف رئيسي لسد احتياجات القطاع العام وعليه أصبح القطاع العام قطاعا أساسيا لتطوير الاقتصاد من خلال إصدار الأوراق المالية الحكومية الماليزية الوطني.<sup>1</sup>

وقد تطور سوق الأوراق المالية الماليزية تطورا ملحوظا بعد عام 1993 م بتأسيس هيئة للأوراق المالية الماليزية وسوق المشتقات، وبغرض تدعيم هذه السوق التزمت الحكومة الماليزية بالاعتماد على الخطط الرئيسية لسوق الأوراق المالية الماليزية التي افتتحها وزير المالية الماليزية في تاريخ 22 فيفري 2001 بستة أهداف جوهرية:<sup>2</sup>

- 1- جعل سوق الأوراق المالية مركزا للحصول على الموارد التمويلية لشركات ماليزية.
- 2- تشجيع إدارة الاستثمار وإنشاء بيئة استثمارية أمثل للمستثمرين.
- 3- إيجاد موقع تنافسي وكفاءة لمؤسسات السوق.
- 4- تطوير بيئة حسنة وتنافسية لخدمات الوساطة.
- 5- جعل أنظمة الرقابة قوية ومنظمة.
- 6- جعل ماليزيا مركز دوليا لسوق الأوراق المالية الإسلامية.

في 12 أبريل 2004 تم تغيير اسم بورصة كوالالمبور إلى اسم "بورصة ماليزية برهاد" وهذا قصد تجديد لهياكل البورصة و تحسين موقع تنافسيها والتطلع لمواكبة متطلبات التغيير الحاصلة في العالم وما يقتضيه من طلبات زبائن البورصة وتوجهات السوق بصفة عامة.

في 14 مارس 2005 تم تسجيل بورصة ماليزيا في الجدول الأساسي لسوق الأوراق المالية الماليزية برهاد.<sup>3</sup> عملت الحكومة الماليزية على الارتقاء بهذا السوق والدفع به إلى الأمام، وجعله مصدرا حيويا للتنمية والعنصر الرئيس في تمويل الاقتصاد المحلي، مما أدى إلى اعتماد برنامج الخطة الرئيسية لسوق الأوراق المالية الماليزي « Malaysia Capital Market Master plan » وتحت رعاية وزير المالية الماليزية.

وبدأ العمل لتطوير الخطة الرئيسية لسوق الأوراق المالية الماليزية في 22/02/2001 و التي تتضمن 152 توصية و تغطي 11 ناحية، ومن أهم الأهداف المسطرة الوصول إليها ، العمل على توفير البيئة الاستثمارية الملائمة وجعلها تتوافق مع متطلبات المستثمرين واحتياجاتهم، وتشجيع إدارة الاستثمار الفعالة للمحافظ الاستثمارية. ومن الأهداف كذلك زيادة تنافسية وكفاءة المؤسسات العاملة في السوق، وكذا العمل على تنافسية مؤسسات الوساطة المالية.

ومن أهداف الخطة كذلك، تعزيز عمل أنظمة الرقابة الفاعلة والمنتظمة، بجعل سوق الأوراق المالية المصدر الرئيسي في العملية التمويلية للشركات الماليزية، والعمل على زيادة ماليزيا كمركز لابتكار الصكوك، والوصول

<sup>1</sup> مسعودة نصبة ، مرجع سابق ، ص 237.

<sup>2</sup> عبد الحميد فيجل ، مرجع سابق ، ص 183.

<sup>3</sup> محمد غزال ، مرجع سابق ، ص 163.

## الفصل الثالث... الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية

بها لأن تكون مركزا دوليا لسوق الأوراق المالية الإسلامية، باعتبارها مركزا لتعليم المالية الإسلامية والتدريب والاستشارات والبحوث، وقد انتهجت المراحل التالية للوصول إلى ذلك:<sup>1</sup>

أ- المرحلة الأولى: من 2001 إلى 2004 عملت ماليزيا في هذه الفترة على تقوية الوسطاء والمؤسسات الاستثمار المحلي.

ب- المرحلة الثانية: من 2004 إلى 2006 وتميزت هذه المرحلة بتعزيز وتقوية القطاعات الأساسية، وجعلها أكثر تنافسية والعمل أكثر على جعل سوق الأوراق المالية بصفة تدريجية قابلة للانفتاح.

ج- المرحلة الثالثة: من 2006 إلى 2010 وتعد آخر مرحلة وتتميز بانفتاح على الأسواق والشركات الأجنبية مع تحصين لمؤسسات السوق المحلي والمرافق الملحقة بها، وذلك لمواجهة التحديات الدولية في مختلف جوانبها.

### الفرع الثاني : أقسام سوق الأوراق المالية الماليزية التقليدية

تنقسم بورصة كوالالمبور سابقا أو بورصة ماليزيا حاليا حسب الأدوات المتداولة فيها إلى: سوق الملكية، سوق السندات، سوق المشتقات، السوق الماليزية الإسلامية للأوراق المالية الذي سنتطرق إليه في المطلب الثاني من هذا المبحث و مركز ليوان للتداولات المالية الدولية

**1- سوق الملكية:** كان سوق الملكية عبارة عن السوق الذي يوفر المعاملات والخدمات المتعلقة بتداول أدوات الملكية مثل الأسهم وشهادات صناديق الاستثمار، وخدمات السمسرة سواء أكانت تقليدية أم إسلامية. وكل الشؤون المتعلقة بتداول الأسهم يتم تداولها في البورصة الماليزية للأوراق المالية التي أسست في عام 1973 باسم بورصة كوالالمبور للأوراق المالية المحدودة، والتي تخضع في عملياتها لقانون الشركات لعام 1965 وتعديلاته لعام 1986، وقانون صناعة الأوراق المالية لعام 1973 وتعديلاته لعام 1983 و 1987 ومجموعة القوانين في الحياة والاندماج لعام 1987، وفيما يلي عرض الأدوات المالية المتداولة فيها:<sup>2</sup>

1- الأسهم العادية.

2- الأسهم الممتازة.

**3- شهادة الشراء من الأسهم الموجودة:** وهي شهادة تصدرها شركة المساهمة لبعض الأشخاص، تعطي لحاملها الحق وليس الالتزام في شراء الأسهم العادية الجديدة بسعر معين خلال مدة محددة، والغرض منها حماية حقوق المساهمين القدامى في حالة إصدار أسهم جديدة، بقيمة أقل من القيمة المتداولة في السوق.

**4- شهادة الشراء من الأسهم الجديدة:** وهي تعطي لحاملها الحق وليس الالتزام في شراء كمية محددة من الأسهم العادية الجديدة التي ستصدرها الشركات المدرجة في البورصة الماليزية بثمن معين في فترة محددة مسبقا، ولها مدة استحقاق محددة (عشر سنوات) فإذا لم ينفذ حامل الحق " المستثمرون " خلال فترة الاستحقاق

<sup>1</sup> المرجع السابق ، ص ص 163.164.

<sup>2</sup> نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص ص 86.87.

## الفصل الثالث... الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية

يفقد حقه في الاكتتاب للأسهم الجديدة. وفي التجربة الماليزية في الوقت الحاضر، تلحق هذه الشهادات بإصدار السهم "warrant with Bond" من قبل الشركة ذاتها.

**2- سوق السندات:** عرفت سوق السندات في ماليزيا، تطورا ملحوظا من حيث حجم السوق ونوعية الأدوات المستعملة، حيث تركز هذه السوق على تنويع القاعدة المالية بشكل جيد لتلبية الاحتياجات المتغيرة للاقتصاد الماليزي اتخذت الحكومة إجراءات متضافرة لتطوير هذه السوق، ويعكس ذلك نجاح هذه الجهود في النمو الكبير لسوق السندات حيث بلغت في نهاية ديسمبر 2010 ما يفوق 763 مليار رينجت ماليزي أي 97% من الناتج الداخلي الخام واعتبارها كواحدة من أسرع أسواق السندات نموا في آسيا غير أن الأزمة الاقتصادية التي ضربت البلاد في عام 1997، أثرت على القطاع المصرفي بشكل كبير، حيث كان حذرا جدا في تقديم القروض الجديدة في فترة ما بعد الأزمة وكانت نسبة التمويل بالسندات تقارب 10 % من الناتج الداخلي الخام.

فكان التوجه نحو سوق السندات كبديل بجمع الأموال من طرف الشركات، غير أن هذه السوق واجهت مشاكل بنيوية في عملية الإصدار في ذلك الوقت، حيث تراوح الوقت المستغرق للإصدار بين 9 إلى 12 شهرا، مما أدى بالحكومة للإسراع في علاج جوانب القصور الموجود في سوق السندات وعملت الحكومة على تأسيس هيئات تابعة لها في سنة 1999 هدفها توجيه السياسات وتحديد وتنفيذ الإستراتيجيات المناسبة من أجل تطوير السوق كما تتداول كل من السندات الحكومية وسندات الشركات في السوق التقليدية و الإسلامية، في أسواق منظمة وغير منظمة، و يمكن للمستثمرين المحليين والأجانب شراء وبيع أدوات الدين التقليدية والإسلامية. ويتم إدارة جميع الأوراق المالية في السوق بأمان وفقا لنظام التحويل الإلكتروني، حيث يتم تداول السندات الحكومية و سندات الشركات <sup>1</sup>:

**أ- السندات الحكومية:** يقوم بإصدارها البنك المركزي الماليزي عادة تاريخ استحقاقها طويلة الأجل، وتصدر لفترات متباينة حسب الظروف التي يمر بها اقتصاد البلد وحالة العجز في ميزانية الدولة، وتعد هذه السندات أكثر الأصول المالية سيولة في سوق الأوراق المالية الماليزية وبدأ إصدار هذا النوع من السندات من الحكومة الماليزية في أواخر السبعينيات بهدف تمويل المشاريع التنموية للحكومة طويلة الأجل؛ كما تم إصدار سندات حكومية متوافقة مع الشريعة الإسلامية أيضا .

**ب- سندات الشركات:** وهي تلك السندات التي تصدر عن القطاع الخاص بغرض بتمويل المشاريع الاستثمارية و شهد إصدار هذا النوع من السندات تزايدا، في السنوات الأخيرة في ماليزيا وخاصة بظهور السندات الإسلامية

**3- سوق المشتقات**

ضمن الخطة المتبعة من طرف ماليزيا لتطوير نظامها المالي بصفة عامة وبورصة الأوراق المالية بصفة خاصة، ومع تزايد تدفق الاستثمارات الأجنبية نحو ماليزيا، أصبح من الضروري إدخال أدوات المشتقات المالية إلى السوق، لتؤدي دورا هاما في ديناميكية هذه الأخيرة .

<sup>1</sup> ساسية جدي ، مرجع سابق ، ص ص 196.197.



## الفصل الثالث... الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية

حيث بدأت صناعة المشتقات تتجلى في ماليزيا سنة 1980 مع إنشاء لبورصة كوالالمبور للسلع، وكانت عقود المستقبلية المتداولة في ذلك الوقت هي عقود المستقبلية لزيت النخيل الخام. لتتداول بعدها سائر العقود من مستقبلية وخيارات وعقود آجلة .

وفي 17 سبتمبر 2009 دخلت بورصة ماليزيا برهاد في شراكة إستراتيجية مع بورصة شيكاغو التجارية حيث تمتلك هذه الأخيرة ل 25 % من رأس مال البورصة الماليزية للمشتقات برهاد والباقي تمتلكه بورصة ماليزيا برهاد ، بهدف تحسين فرص عرض المشتقات الماليزية عالميا، فضلا عن التوزيع العالمي لمنتجات بورصة ماليزيا.

وتنقسم سوق عقود المشتقات والخيارات إلى الأقسام التالية:<sup>1</sup>

أ- **عقود الخيارات**: وهو يقتصر على نوع وحيد ويتمثل في عقود خيار الأسهم وهي عقود الخيار لمؤشر كوالالمبور (OKLI)

ب- **عقود المستقبلية**: وتوجد العقود التالية:

- عقود مستقبلية السلع: وتنقسم إلى عقود مستقبلية لزيت النخيل الخام (FCPO) ، وعقود مستقبلية لزيت النخيل الخام بالدولار (FUPO) ، وعقود مستقبلية لزيت نوات النخيل الخام (FPKO) .

- عقود مستقبلية الأسهم: وتنقسم بدورها إلى عقود مستقبلية لمؤشر كوالالمبور (FKLI) ، وعقود مستقبلية الأسهم الواحدة (SSFs)

- عقود المستقبلية المالية: وتحتوي على عقود مستقبلية لمعدل الاقتراض بين معدل السندات كوالالمبور لمدة ثلاثة أشهر (FKB3) ، وعقود مستقبلية للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة ثلاث سنوات (FMG3) وعقود مستقبلية للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة خمس سنوات (FMG5) .

4- **مركز لبوان للتعاملات المالية الدولية:**

في سنة 1990 تم إنشاء مركز لبوان للتعاملات المالية الخارجية وفي 23 نوفمبر 2000 تم البدء بالتعامل في سوق لبوان الدولي للأوراق المالية LFX وقد جاء إنشاء هذا المركز ليكمل أنشطة السوق المالي المحلي ويخضع لإشراف البورصة الماليزية برهاد، تعمل على توفير بيئة متميزة يعمل في إطارها هذا المركز، كما أنه يتمتع بمعاملات في جمع الأموال بسهولة وبإعفاء من القيود الصرف الأجنبي، وتكلفة التعاملات منخفضة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> محمد غزال ، مرجع سابق ، ص ص 167.168.

<sup>2</sup> المرجع السابق ، ص 168.

## الفصل الثالث... الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية

### المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية

تعد سوق الأوراق المالية الإسلامية من أهم أقسام البورصة الماليزية، حيث عرفت تطورا ملحوظا في السنوات القليلة الماضية، وذلك بتشجيع من الحكومة الماليزية التي عملت على النهوض بهذا القسم حتى يؤدي الدور المنوط له والمتمثل في توفير الأدوات والمعاملات التي تتماشى مع مبادئ الشريعة، وكهدف أساسي حسب الخطة الرئيسية المعلن عنها سنة 2001 وهو الوصول بماليزيا كمركز دولي لسوق الأوراق المالية الإسلامية ومن هنا سوف نتطرق في هذا المطلب إلى مفهوم و نشأة سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية في الفرع الأول و أسسها ووظائفها في الفرع الثاني أما في الفرع الثالث سوف نتطرق لأهميته.

### الفرع الأول : مفهوم و نشأة سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية

ساهم وجود القطاع المصرفي الإسلامي في ماليزيا، لظهور وتعزيز إنشاء أدوات التمويل الإسلامي، مما ساعد في تعزيز وتطوير صناعة البنية التحتية للمؤسسات المالية الإسلامية الماليزية، فكان إنشاء لسوق الأوراق المالية الإسلامية حتما حتى يواكب هذا النمو للصناعة المالية الإسلامية

### 1- مفهوم سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية

تم تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية بأنه : "ذلك السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسطة وطويلة الأجل، و المنتجات والخدمات المتوفرة فيها تلتزم التزاما تاما بأحكام الشريعة الإسلامية، إذ يجب أن تكون خالية من الأنشطة المحرمة شرعا مثل التعامل بالربا والمقامرة والغرر وغيرها"<sup>1</sup>

فهو سوق مالي تتوفر فيه فرص التمويل لمختلف الأنشطة الاقتصادية، وكذا تجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

وبعبارة أخرى هي: "السوق التي تتم النشاطات فيها بطريقة لا تتعارض مع مبادئ الإسلام، وهذا ما يمثل تأكيد العزم والنية على استسقاء صفات سوق الأوراق المالية من الشريعة الإسلامية، أين تكون السوق حرة أو خالية من جميع النشاطات والعناصر المحرمة مثل الربا والميسر والغرر"<sup>2</sup>.

### 2- نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

بدايات العمل بالاقصاد الإسلامي في ماليزيا يعود إلى سنة 1962 بإنشاء لصندوق الحجاج، لتعرف بعدها قفزة نوعية في المالية الإسلامية بداية من سنة 1990 لتصبح في الوقت الحاضر من البلدان الرائدة في هذا الميدان.

<sup>1</sup> عادل سلماني، دراسة العلاقة بين العائد و المخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي-دراسة حالة ماليزيا-،رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص أسواق مالية و بورصات، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2013-2014، ص232.

<sup>2</sup> عبد الحميد فيجل ، مرجع سابق ، ص 189

## الفصل الثالث... الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية

أول ظهور للأنشطة المالية الإسلامية يعود إلى أوائل الستينات، بتأسيس هيئة صندوق الحجاج في نوفمبر 1962 م، وبدير هذا الصندوق أموال الحجاج بشكل متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، أما التجسيد الحقيقي لتطوير العمل بالمالية الإسلامية وبالخصوص المصارف الإسلامية في ماليزيا فيعود إلى عام 1983 م، مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي، والذي بدأ العمل به في 7 أبريل من نفس السنة، وتم بموجبه استحداث مجموعة من الخدمات والمنتجات المصرفية وفق مبادئ شريعة إسلامية، وكان ذلك بتأسيس أول بنك إسلامي ماليزي و هو بنك إسلام ماليزيا برهاد، تبع ذلك تأسيس شركة تأمين تكافلي إسلامي ماليزيا عام 1984 بعد صدور قانون التأمين الإسلامي في العام نفسه، إضافة إلى ظهور النوافذ الإسلامية في البنوك التجارية التقليدية المعروفة باسم نظام العمل المصرفي اللاروي في عام 1993، التي تلقت مساندة من قبل الحكومة الماليزية حيث سمح البنك المركزي الماليزي للبنوك التقليدية الربوية إدخال الخدمات الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية، حيث عرف التطور الحقيقي لسوق الأوراق المالية الإسلامية فيعود إلى أوائل التسعينات من القرن الماضي حيث كانت الشركة الخاصة (Shall Mdn.Sdn.Bhd) أول شركة مصدرة للصكوك الإسلامية في السوق المحلية في عام 1990 ، وقد تبع ذلك عدة إصدارات من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى، مما كان له الأثر في زيادة تعميق سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا و اتساعها.

كما تم تأسيس في سنة 1994 ، من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية للمؤسسات التالية :قسم خاص بسوق الأوراق المالية الإسلامية ليمسى فيما بعد بالسوق المالية الإسلامية، وتأسيس اللجنة الشرعية(مجمع) لدراسة الأدوات المالية الإسلامية .

وفي إطار تنفيذ مبادئ الشريعة في إصدار الأوراق المالية، ولتسهيل قياس أداء الأسهم كان لا بد من استحداث مؤشرات إسلامية، فكان أول مؤشر للأسهم الإسلامية RHB Unit Trust يصدر في ماليزيا من طرف Managment Bhd وذلك في ماي 1996 ، وكان ذلك متبوعا بإصدار مؤشر سوق داو جونز الإسلامي من طرف داو جونز في فيفري 1999 والمؤشر شامل الإسلامي من طرف مجموعة FTSE في أكتوبر 1999.

وفي إطار تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية، تبنت سوق الأوراق المالية برهاد المعروفة حاليا بورصة ماليزيا بإصدار مؤشر يقيس حركة أسعار الأسهم الإسلامية في 17 أبريل 1999 ،ويضم جميع الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة، المدرجة في الجدول الرئيسي للبورصة الماليزية بالإضافة إلى ذلك تصدر هيئة الأوراق المالية للفائمة الرسمية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة القابلة للتداول في البورصة المالية الماليزية.

### الفرع الثاني : أسباب تطور سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية ووظائفه

تطرقنا في هذا المطلب إلى أسباب تطور سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية و كذا وظائفها

#### 1-أسباب تطور سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية

تعود أسباب تطور سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية لعدة أسباب منها :<sup>1</sup>

-تأسيس أول صندوق استثمار مالي إسلامي في 1993 تحت اسم Arabe Malaysia tabung Itatikal .

<sup>1</sup> عادل سلمان، مرجع سابق، ص 237.

## الفصل الثالث... الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية

-إنشاء أول شركة سمسة إسلامية تحت اسم BIMB سنة 1994م.

-تكوين قسم سوق المال الإسلامي سنة 1994م

-إنشاء أول إصدار عالمي للصكوك الماليزية سنة 2001م و هو إصدار الصكوك العالمية للإجارة ناهيك عن الإصدارات المحلية.

### 2-وظائف سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية

يقوم سوق الأوراق المالية الماليزي بوظائف عديدة أهمها <sup>1</sup>:

أ-**تلبية حاجة المستثمرين المسلمين** : تتيح سوق الأوراق المالية الإسلامي فرصة الاستثمارات الممتازة للمستثمرين المسلمين في القطاعات التي تتعامل بالمحرمات الشرعية، و بإيجاد جهة رقابية شرعية لضمان التزام أنشطة هذه السوق بأحكام الشريعة الإسلامية يمكن أن تزيد ثقتهم لهذه السوق، بجانب حماية حقوقهم من خلال إعداد التشريعات و القوانين التي لا تتعارض مع أحكام الشريعة من الجهات الرقابية.

ب-**تلبية حاجات الجهات المصدرة** : تتيح السوق الفرصة للجهات المصدرة إصدار الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية لاسيما الأسهم العادية و الصكوك الإسلامية القابلة للتداول في هذه السوق و قد تم إصدار هذه الأدوات المالية و التداول بها بناء على القرارات الصادرة عن اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، و التعليمات على عرض الصكوك الإسلامية الصادرة عن هذه الهيئة و ذلك كله لأجل زيادة الثقة بين الجهات المصدرة لإصدار الأدوات المالية الشرعية، و حماية حقوقها في كافة الأمور المتعلقة بإصدار الأدوات المالية الشرعية و التداول بها في السوق.

ج-**دور الجهة الرقابية العليا** : أصبحت هيئة الأوراق المالية الماليزية جهة رقابية رئيسية، و هي مسؤولة عن تطوير وتدعيم سوق الأوراق المالية الإسلامي في المستوى المحلي والعالمي، بالتعاون مع مشاركي السوق وبذلك طرحت الهيئة هدفا في الخطط الرئيسية لسوق الأوراق المالية الإسلامية و لتحقيق هذا الهدف بالترويج للأدوات المالية الإسلامية المتداولة في السوق المحلية إلى المستوى العالمي من خلال الندوات والدورات وغيرها، و يمكن لهذا أن يجذب المستثمرين الأجانب لتوظيف أموالهم في المشاريع المحلية.

د-**نمو الاقتصاد الماليزي**: يساهم الأوراق المالية الإسلامية في التنمية الاقتصادية الماليزية لا سيما في المشاريع التنموية للقطاعات العام والخاص، وهذا من خلال تعبئة الأموال الفائضة لأصحاب الأموال وتوجيهها إلى استثمارات نافعة ومتوافقة مع أحكام الشريعة وإن رغبة المستثمرين في توظيف أموالهم في المشاريع الاستثمارية الإسلامية تتمثل في الحصول على العوائد والأرباح المشروعة في الإسلام وليست على عنصر الفائدة المحرمة شرعا، و تساعد هذه السوق على جذب رؤوس الأموال الأجنبية لتوظيفها في المشاريع المحلية التي لا تتعامل بالمعاملات المحرمة شرعا، وتساعد هذه السوق على جذب رؤوس الأموال الأجنبية لتوظيفها في المشاريع المحلية التي لا تتعامل بالمعاملات المحرمة شرعا وهذه الحالة قد أدت إلى تطوير النظام المالي

<sup>1</sup> مسعودة نصبة ، مرجع سابق ، ص 262

## الفصل الثالث... الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية

الإسلامي في ماليزيا والنمو الاقتصادي الماليزي وارتقائه نحو الأفضل والدادل على ذلك هو تطور رسمة سوق الأوراق المالية الإسلامي مقارنة بالسوق الربوي.

### المطلب الثاني: تقسيمات وأدوات سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية

تعد بورصة ماليزيا سوقا منظمة وسهلة الوصول إليها، لما تقدمه من منتجات متنوعة ومبتكرة، و لتعزيز المنتجات المقدمة إلى المستثمرين، أنشأت بورصة ماليزيا سوق للأوراق المالية الإسلامية، وهذا بغية تطوير أسواق الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والمنتجات والأدوات المتداولة فيها.

### الفرع الأول: تقسيمات سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية

يمكن تقسيم سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية إلى سوق الملكية وتضم (سوق السلع وسوق الأسهم الإسلامية) ،سوق الصكوك وسوق المشتقات:

أ-سوق الملكية الإسلامية:تشمل الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية،وما يتعلق بشهادات حق الشراء من الأسهم الجديدة ووحدات صناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق الاستثمار المالي العقاري وصناديق التبادل التجاري والتي يتم إصدارها من طرف الشركات التي تم تصنيف أوراقها المالية على أنها متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية وسوق السلع:<sup>1</sup>

ب-سوق السلع :ويتداول فيها بصيغ السلع التي يتاجر فيها وفق الأحكام الشرعية،وهذا من أجل تسهيل المعاملات التجارية والمالية وكذلك عمليات الاستثمار .

ج-سوق الأسهم الإسلامية :يتداول فيها جميع الأسهم المتوافقة مع مبادئ الشريعة ، والتي تم الموافقة عليها من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية ،وتتوفر فيها المعايير والخصائص المحددة من قبلها وهي تمثل نسبة 64%من القيمة السوقية للبورصة.

د-صناديق الاستثمار الإسلامية: هي الصناديق التي تتولى تجميع أموال صغار المستثمرين فضلا عن كبارهم في صورة وحدات استثمارية،يعهد بإدارتها إلى جهة من أنها الخبرة والاختصاص لتوظيفها في الشركات المعترف بها من اللجنة الاستشارية الشرعية وفقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية وتضم 144صندوق إسلامي في سنة 2013مثل صناديق الصكوك.

هـ-سوق الصكوك:وهي من أهم أقسام السوق الإسلامية للأوراق المالية، وهذا لكونها تصدر بالعملة المحلية الرينجت الماليزي أو بالعملة الأجنبية، مصدره من قبل هيئات محلية أو دولية،مقيدة أو غير مقيدة ويتم طلب تسجيل الصكوك الجديدة لدى البورصة الماليزية.<sup>2</sup>

و-سوق المشتقات:في إطار النهج التدريجي المستمر الذي تتبعه ماليزيا لتطوير نظامها المالي بصفة عامة وسوقها للأوراق المالية بصفة خاصة ومع تزايد الاستثمارات الأجنبية في ماليزيا نشأت الحاجة لإدخال أدوات المشتقات المالية في السوق لتمارس دورا هاما في إطار التحول نحو سوق أكثر ديناميكية وتطورا، وبالفعل بدأت

<sup>1</sup> ساسية جدي، مرجع سابق، ص 198.

<sup>2</sup> المرجع السابق،ص199

## الفصل الثالث... الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية

صناعة المشتقات تتبلور في ماليزيا في يوليو 1980 مع إنشاء بورصة كوالالمبور للبضائع، والتي اعتبرت الأولى من نوعها في جنوب شرق آسيا.

وقد شهدت صناعة الأوراق المالية في ماليزيا تطورا نوعيا جديدا مع إنشاء بورصة كوالالمبور للخيارات والمستقبلات المالية KLOFFE في نهاية عام 1992م، ليصبح في السوق الماليزية للأوراق المالية أدوات قادرة على إدارة المخاطر، وقد أعقب ذلك تأسيس بورصة ماليزيا للنقد في عام 1996م MME وفي عام 1998م تم اندماج بورصة KLCE مع بورصة MME لتشكيل بورصة ماليزيا للسلع والنقود وفي عام 1001م تأسست البورصة الماليزية للمشتقات.

ككيان جديد نشأ من اندماج بورصة KLOFFE وبورصة Commex يعمل على توفير أدوات إدارة المخاطر في المجالات السلعية والنقدية والمالية، وتعمل بورصة MEDX تحت إشراف لجنة الأوراق المالية كما تخضع لسلطات وزارة المالية الماليزية، ويحكمها قانون المستقبلات الصادر في عام 1993م، وتتداول في هذه السوق العقود السلعية إلى جانب العقود المالية والنقدية<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية

يمكن تقسيم الأدوات في سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا كل من أدوات الملكية الإسلامية والصكوك الإسلامية و الأدوات المالية الإسلامية المركبة<sup>2</sup>:

أ- **أدوات الملكية الإسلامية** : تمثل الأدوات المالية للملكية الإسلامية في ابتكار لعديد الأدوات وذات تنافسية من الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وما يتعلق بشهادات حق الشراء من الأسهم الجديدة ووحدات صناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق الاستثمار المالي العقاري وصناديق التبادل التجاري والتي يتم إصدارها من طرف الشركات التي تم تصنيف أوراقها المالية على أنها متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية ما يسمح للمستثمرين في تنويع محفظة استثماراتهم في مختلف القطاعات الاقتصادية.

ب- **الصكوك الإسلامية** : تعد التجربة الماليزية سباقة لإصدار الصكوك الإسلامية ، وتعرف بأنها "عبارة عن شهادات متساوية القيمة وغير مجزأة في ملكية الأموال الاستثمارية، تحكمها مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية ومصادق عليها من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية". ويتم إصدار هذه الصكوك من طرف الشركات الخاصة وتخضع لرقابة هذه اللجنة، أما الصكوك الإسلامية الحكومية فتخضع لرقابة البنك المركزي الماليزي.

ج- **الأدوات المالية الإسلامية المركبة** : وهي تلك الأدوات الإسلامية المبتكرة والتي توافق مع أحكام الشريعة وهذا حتى يتمكن المتعاملين من حماية رؤوس أموالهم وأدوات استثمارية تعتمد على الأصول، أو في معاملات ذات علاقة بالسلع.

<sup>1</sup> عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 187.188.

<sup>2</sup> محمد غزال، مرجع سابق، ص 173.

## الفصل الثالث... الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية

### الفرع الثالث: المشتقات والمؤشرات في سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية

تتنوع عقود المعاملات وإجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية بين المشتقات والمؤشرات التي تتباين في التقدير الشرعي لها من طرف اللجنة الاستشارية لسوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:<sup>1</sup>

#### 1- المشتقات المالية الإسلامية:

يتم تداول المشتقات في بورصة خاصة بهم و هي بورصة المشتقات الماليزية وهي بورصة لها سماسرتها الخاصون بها المختلفين عن السماسرة ووسطاء بورصة ماليزيا المحدودة وهي تخضع لقانون صناعة المستقبلات لعام 1993م ومن أسس الاختلاف بينها وبين بورصة ماليزيا المحدودة الأدوات. من خلال هيكل بورصة المشتقات الماليزية التنظيمي نجد أنه لا وجود فيه للجنة الاستشارية الشرعية ولا وجود كذلك لقسم رأس المال للمشتقات الماليزية الإسلامية بعكس ما هو عليه الحال في سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا، و الذي له لجنة استشارية شرعية.

إلا أن لجنة الاستشارية الشرعية المنبثقة عن هيئة الأوراق المالية الماليزية، تتكفل بالتعاون مع قسم سوق الأوراق المالية الإسلامية بالتقدير الشرعي للمستقبلات، إذ إن اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية في اجتماعها الحادي عشر، الذي انعقد في 26 نوفمبر 1997 قررت بأن عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام جائز التعامل فيها شرعا وهي متوافقة مع الشريعة.

#### \* وتعتمد في إيجازها للمستقبلات على النقاط التالية:

- حقيقة التعامل في عقود المستقبلات تكيف على أنها من قبيل بيع الموصوف في الذمة بصيغ البيع لذلك يجوز تأجيل المبيع والتمن إلى المستقبل ومن هنا كان رأيهم أنه ليس من بيع الدين بالدين.  
- عقود المستقبلات على السلع أيضا ليست من بيع ما ليس عند المتعاملين لأن السلعة في الحقيقة موجودة في المخازن كما حددتها البورصة في ماليزيا، حيث توجد ثلاثة مخازن مخصصة لتسليم السلعة وهي بورت كلنج وبينانج و في باسير كوداج جوهر حسب اختيار البائع كما كتب في مواصفات العقد.  
- إنه من أساسيات العقود النمطية حيث تحدد كل الأمور المؤدية إلى الغرر من كمية السلعة ونوعها والسعر ووقت التسليم و كل هذه الأمور المكتوبة بدقة و وضوح في العقد، بالإضافة إلى إشراف السوق والقانون لضمان عدم حدوث الغش أو خداع كل ذلك ينفى الغرر.

- عقود المستقبلات على السلع لا تتضمن عنصر الربا المحرمة شرعا على عكس عقود المستقبلات على سندات والعملات الأجنبية المحرمة شرعا، لقيامها على التعامل بالربا.

- أما من الناحية أنها مقامرة ومضاربة، فإن المضاربة تحرم إذا صاحبها ممارسات غير أخلاقية كالكذب والإشاعات والاحتكار وتقديم المعلومات المضلة، كما أن المستثمرون يبيع أو شراء هذه العقود من أجل التحوط

<sup>1</sup> محمد عدنان بن الضيف، مرجع سابق، ص ص 213.109.



## الفصل الثالث... الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية

من تقلبات الأسعار و يتحقق ذلك بتسليم السلعة في مدة الاستحقاق فهي جائزة، على أساس أنها بيع موصوف في الذمة بصيغة البيع بتأجيل الثمن والمثمن.

-أما من ناحية أنه بيع قبل القبض فإنهم يحتجون برأي المالكية الذي يرى فيه أنه يصح للمشتري أن يتصرف في المبيع قبل قبضه سواء كان المبيع منقولاً أو غير منقول وقصر المنع على بيع الطعان قبل قبضه وذلك لغلبة تغير الطعام بخلاف ماسواه وأجازوه في غير الطعام لأنه بمجرد العقد يكون المبيع في ضمان المشتري فهو في حكم المقبوض.

-أما من ناحية التسوية النقدية فتجوز لأن القيمة النقدية مفيدة للمستثمر، فهدفه من إبرام عقود المستقبلات هو التحوط وهذه الحالة لا تجعل عقود المستقبلات للسلع من الغرر باعتبار أن الشريعة تجيز التسليم و التسوية بقيمتها من النقود بشرط الاتفاق بين طرفي العقد.

### \*الرد على الحجج:

حقيقة بيع الموصوف في الذمة:

تعريف بيع الموصوف في الذمة: و هو بيع على أساس الإخبار بهيئة المبيع وصفته من غير رؤيته صورته:  
إذا وقع بلفظ البيع :

-إذا كان الثمن حالاً واستوفى بقية شروط السلم فهو سلم مجاز.

-إذا كان الثمن مؤجلاً فهو بيع الكالئ و قد أقر الإجماع على منعه.

إذا وقع بلفظ السلم :

-انعقاد السلم على أن المبيع و الثمن حالان، فهو السلم الحال و هو محل خلاف.

-إذا كان الثمن حالاً فهو السلم المؤجل و هو جائز بالإجماع.

-إذا كان الثمن مؤجلاً فهو بيع الكالئ و قد أقر الإجماع على منعه.

نصل مما سبق إلى أن تأخر الثمن و المثمن سواء كانت الصيغة بلفظ السلم فإنه من باب الكالئ بالكالئ وهو ممنوع شرعاً بالإجماع كما سلف.

إنه من شروط بيع الموصوف في ذمة، أن العين لا تكون معدومة أو غير مملوكة، و وجودها في المخازن المسماة ليس دليلاً للملكية (للبيع)، إضافة إلى قيام البائع بالتحوط إذ لم نقل للمقامرة و هذا يؤكد عدم ملكيته للسلعة.

-إن نقطة البيع قبل القبض التي هي أحد أبواب حججهم تدل على عدم الملكية للسلعة المبيعة.

-أما من ناحية التسوية النقدية فهي من باب القمار المحرم شرعاً.

أما عقود الخيار فإن اللجنة الاستشارية الشرعية لا تجيزها وتعتبرها غير جائزة وغير متوافقة مع الشريعة الإسلامية.



## الفصل الثالث... الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية

### 2- المؤشرات في سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية

المؤشر الشرعي في ماليزيا يعرف بأنه مؤشر لمعرفة حركة أسعار جميع الأسهم العادية، المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة، ويتم قياس أدائها الاستثماري، ويحتسب باستخدام المتوسط المتحرك لأسعار الأسهم لهذه الشركات، فعندما يصعد مثلا مؤشر الشريعة من مستوى 115 نقطة إلى 120 نقطة، يعني هذا أن متوسط أسعار أسهم الشركات المدرجة فيه قد ارتفعت بـ 5 نقاط، والنقطة هنا تعني مقدار التغير بوحدة واحدة في سعر السهم صعودا أو هبوطا.

ويوجد نوعان من مؤشرات الشريعة في البورصة الماليزية وهما :

- المؤشر الإسلامي الماليزي لرشيد حسين المحدودة - داو جونز.

فقد بدأ عام 1992م من قبل شركة رشيد حسين المحدودة وهو أحد البنوك المشهورة في ماليزيا في الوقت الحالي، ولكنه طرح رسميا في 10ماي 1996م، وهو يسمى بالمؤشر الشرعي رشيد حسين المحدودة في ذلك الحين، ومنذ شهر جانفي 1998م فقد أصبح المؤشر خاضعا لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، ولجنة الشريعة لرشيد حسين المحدودة بذاتها، وهذا المؤشر يعبر عن بيئة إسلامية في أنشطة الشركات المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية، وفي الوقت الحاضر صار يعرف بال مؤشر الإسلامي الماليزي لرشيد حسين المحدودة - داو جونز، لأنه يخضع لمعايير داو جونز لتقييم أداء الشركات المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة والمرخص بها من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية وكما قد سبق بيانه فإن مؤشر داو جونز الإسلامي يعتمد على نسب تبيح دخول عنصر الربا ولكن بنسبة 10% من أموال التشغيل ولقد جاء التفصيل في عدم جوازه.

- المؤشر الشرعي كوالالمبور : لقد طرح المؤشر الشرعي كوالالمبور بتاريخ 17أفريل 1999م، وفي ذلك الحين عرف بالمؤشر الشرعي لبورصة كوالالمبور للأوراق المالية وجاء لتلبية الطلب من قبل المستثمرين المحليين والأجانب، الراغبين في الاستثمار في الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية، وهذا المؤشر يعتبر دليلا على الوضع العام للبورصة الماليزية في إطار الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة، ويمكن أن يكون مفيدا للمستثمرين عند استخدامه كمقياس لتقييم أداء الأسهم لأنهم يستطيعون بواسطته عمل التخطيط الأمثل لمستقبل استثماراتهم لذا تحتاج الشركات التي يقاس أداؤها حسب المؤشر الشرعي كوالالمبور إلى النظر من حيث أنشطتها إذ لا تستثمر أموالها في صناعة الكحوليات أو التبغ أو المنتجات يدخل فيها لحم الخنزير، كما لا تتعامل مع البنوك الربوية.

وقررت اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، في اجتماعها الثامن عشر المنعقد بتاريخ 19 مارس 1998م بجواز التداول بمؤشر الأسهم ( مؤشر كوالالمبور للشريعة ) طالما كان متوافقا مع الشريعة بحيث يكون المؤشر متكونا من الأسهم المتوافقة مع الشريعة، وحثهم في جواز تداول هذه العقود كانت كما يلي:

## الفصل الثالث... الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية

-إن ميزات العقد ليست مشابهة للمقامرة والجهالة والغرر، وذلك لأن التداول في الكمية والتسعير واضح ولا يوجد فيه غموض ويحدد السعر في السوق بالاعتماد على العرض والطلب.

-إن في تداول العقود مصلحة خاصة للمستثمرين ومصلحة النظام الاقتصادي عامة، اعتباراً من أن هذه العقود تعد من بين الأدوات المالية التي يستخدمها المستثمرون للتحوط.

-العرف الاقتصادي : العرف هو التقاليد المعروفة التي اعترف بها الناس المحليون في حياتهم اليومية سواء بالفعل أو الكلام ، إن عقود المستقبلات للمؤشر هي من الأدوات المالية المستخدمة للتحوط ولتحويل الخطر فمن حيث المبدأ إن عقود المستقبلات للمؤشرات هي من العرف هذا الأخير الذي لا يخالف مبادئ الشريعة إذ أنه يحمل قائمة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

أن حجج اللجنة ضعيفة وواهية في شرعية تداول المؤشر الشرعي إذ إن المؤشر وكما سبق تعريفه هو عملية حسابية إذا هو في الأصل شيء خيالي لا يمكن بيعه ولا شرائه وهذا ما جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم (1/7) 65 بشأن الأسواق المالية القاضي ب حرمة التعامل بالمؤشرات بيعة وشراء حيث جاء في القرار أنه: " لا يجوز بيع وشراء المؤشرات لأنه مقامرة بحتة وهو بيع شيء خيالي لا يمكن وجوده ".

### المبحث الثاني : الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية

عرفت ماليزيا في السنوات الأخيرة نشاط ملحوظ في إصدار أنواع مختلفة من الصكوك، وهذا في وجود لهيئة الأوراق المالية التي يوكل لها الموافقة على الإصدارات الجديدة وتوافقها مع الضوابط الشرعية، وهذا ما شجع القطاع الخاص من الشركات، في زيادة إصداراتها بأحجام كبيرة من مختلف أنواعها.

### المطلب الأول : إصدار الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية.

في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية تتنوع وتتعدد الصكوك الإسلامية المتداولة فيها حتى أنها أصبحت من أهم وأكثر الأدوات تداولاً على مستوى السوق الماليزي ككل ومن خلال هذا سوف نتطرق في هذا المطلب إلى دور هيئة الأوراق المالية في تطوير سوق الأوراق المالية وذلك لأنها تمثل الرقابة على إصدار الصكوك الإسلامية في الفرع الأول وأنواع الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية في المطلب الثاني أما في المطلب فقد تطرقنا إلى تطور حجم إصدار الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية.

تعرف الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي بأنها: "صكوك تصدر وفقاً لضوابط وأحكام الشريعة الإسلامية التي أقرتها اللجنة الاستشارية الشرعية التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية".<sup>1</sup>

### الفرع الأول : دور هيئة الأوراق المالية في تطوير سوق الأوراق المالية

يعمل سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا وفق التشريعات و التعليمات الخاصة به و التي تختلف عن تلك الخاصة بالسوق التقليدي، كما يخضع لرقابة و إشراف هيئة الأوراق المالية الماليزية التي لها دور كبير في تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا.

<sup>1</sup> عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 209.

## الفصل الثالث... الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية

### 1-التعريف بهيئة الأوراق المالية الماليزية

إن هيئة الأوراق المالية الماليزية هي الجهة العليا لسوق الأوراق المالية بصفة عامة في ماليزيا فهي الجهة الرقابية، حيث قامت الحكومة الماليزية بإنشاء هذه الهيئة في 1 مارس 1993م بموجب قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية لعام 1993م وأسندت لها الوظائف التالية<sup>1</sup>:

-تسجيل نشرة الاكتتاب لكافة الشركات المدرجة في قائمة البورصة الماليزية للأوراق المالية .  
-السماح بإصدار سندات الشركات.

-الرقابة والإشراف وتحديد العقود المستقبلية والخيارات.

-الرقابة على الاندماجات للشركات في ماليزيا.

-مراقبة صناديق الاستثمار .

- مراقبة أنشطة البورصات وبيت المقاصة

-تقديم الاعتمادات ومراقبة الأشخاص المعتمدين.

ومن أهدافها نذكر: <sup>2</sup>

-تأكيد حماية مناسبة للمستثمرين .

- تطوير النظام وجعله مرنا.

-تشجيع المنافسة بين وسطاء السوق.

-تعزيز شفافية السوق.

- دعم وحدة السوق.

وتتكون الجهات الفرعية المساندة لعمل هيئة الأوراق المالية الماليزية التي تخضع لرقابة وزارة المالية الماليزية في مجموعة من الجهات الفرعية تساعد في تأدية وظائفها، وتتكون هذه الجهات من البورصة الماليزية برهاد والمؤسسات التابعة لها، وأهمها:

- بورصة ماليزيا للأوراق المالية برهاد. -بورصة المقاصة للأوراق المالية برهاد.

-بورصة الإيداع برهاد. -بورصة المشتقات برهاد.

-بورصة المقاصة للمشتقات برهاد. -بورصة السندات برهاد.

-مركز لبوان للتعاملات المالية الدولية. -بورصة ماليزيا للمعلومات برهاد.

-بورصة ماليزيا للخدمات الإسلامية برهاد.

<sup>1</sup> محمد عدنان بن الضيف، مرجع سابق، ص182.

<sup>2</sup> مسعودة نصبة، مرجع سابق، ص263.

## الفصل الثالث... الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية

### 2- هيئة الأوراق المالية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية

شهد سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا تطوراً ملحوظاً بعد عام 1990م بسبب تشجيع الحكومة الماليزية ودور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطوير هذا السوق وفق استراتيجيات واضحة ومحددة ، لكي تصبح بديلاً شرعياً للسوق التقليدي، تعد هيئة الأوراق المالية الماليزية من بين أهم الهيئات الفاعلة في السوق المالي الماليزي، ومن الأدوار التي أوكلت لها ما يلي:<sup>1</sup>

-تتمية وتطوير سوق الأوراق المالية لتنمى مع التطورات الحاصلة عالمياً.

-الإشراف على المبادلات المالية، وغرفة التصفية، ومركز الودائع حتى تضمن التعامل السلس وتوفير الثقة للمستثمرين.

-منح التصاريح والإشراف على جميع الشركات التي تريد الدخول إلى بورصة الأوراق المالية.

-تنظيم جميع الشؤون المتعلقة بالأسهم والسندات والصناديق الاستثمارية المالية والأدوات المالية الأخرى.

وساهم دور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية، من خلال الخطوات السابقة الذكر، بالإضافة لوجود عوامل ساهمت في دعم السوق هي:<sup>2</sup>

-التزام الحكومة الماليزية الكامل في تنشيط وتدعيم وتعزيز هذا السوق.

-الأثر الإيجابي لنجاح المصارف الإسلامية في ماليزيا، ساهم في التزام المصدرين والمستثمرين بتعليمات السوق.

-وجود خبراء ومتخصصين في المعاملات المالية الإسلامية المعاصرة، ساهم في توضيح الآراء الشرعية بعقد الندوات وإقامة المناقشات الدورية مع الجهات المعنية بغية تطوير هذا السوق.

وفي سعي هيئة الأوراق المالية لتطوير السوق المالية الماليزية، وضعت تطوير سوق مالي إسلامي كأهم الأهداف الواجب تحقيقها ضمن جدول أعمالها، ليتم عرضها ضمن المخطط العام للأسواق المالية الماليزية الذي تم الكشف عنه سنة 2001 وكان من بين الأهداف المراد الوصول إليها، هو جعل ماليزيا كمركز للمالية الإسلامية الدولية.

ومن بين الإستراتيجيات المنتهجة من طرف الهيئة لتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا نجد:<sup>3</sup>

\*توفير كافة التسهيلات في مجال البحث والدراسة والمناقشة والحوار وكل ما من شأنه تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية: تقوم اللجنة الاستشارية الشرعية بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي على عمل الدراسات والمناقشات والحوارات الدورية بينهم وبين متعلمي السوق فيما يتعلق بمعاملات هذا السوق من وقت لآخر، وهذا للتأكد من أن معاملاته تسير وفقاً لأحكام الشريعة والتزام المتعاملين بالتشريعات الصادرة عن الهيئة التي لا تتعارض مع أحكام الشريعة.

<sup>1</sup> محمد غزال، مرجع سابق، ص 180.

<sup>2</sup> المرجع السابق، نفس الصفحة.

<sup>3</sup> نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص ص 115.117.

## الفصل الثالث... الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية

\*التخطيط لجعل ماليزيا مركزاً دولياً لسوق الأوراق المالية الإسلامية: طرحت هيئة الأوراق المالية الماليزية في عام 2001 الخطة الرئيسية لسوق الأوراق المالية الماليزية واشتملت على ست أهداف جوهرية منظمة، وتم تسميتها الخطة الشاملة، وهي مبنية على رؤية للوضع الإستراتيجي والاتجاه المستقبلي لتطوير سوق الأوراق المالية الماليزية لعشرة أعوام من 2001 حتى 2010، وأحد أهدافها الجوهرية هو اعتبار ماليزيا مركزاً دولياً لسوق الأوراق المالية الإسلامية، ولتحقيق هذا الهدف عرضت الهيئة عدداً من الإستراتيجيات المختارة الجوهرية منها:

-توفير المنتجات والخدمات التنافسية ذات الصلة بسوق الأوراق المالية الإسلامية بشكل مستمر .

-خلق سوق فعالة لتعبئة الصناديق الإسلامية بكفاءة وفعالية.

- التأكيد من أن ماليزيا توفر أطراً تنظيمية وضريبية ومحاسبية ملائمة وشاملة لسوق الأوراق المالية الإسلامية.

-الحصول على اعتراف دولي باعتبار ماليزيا مركزاً دولياً لسوق الأوراق المالية الإسلامية.

\***تعيين هذه الهيئة رئيساً للجنة التنفيذية في المنظمة الدولية لهيئة الأوراق المالية:**لعل من مظاهر الاعتراف الدولي بزيادة و تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية تعيين هيئة الأوراق المالية الماليزية رئيساً للجنة التنفيذية في المنظمة الدولية لهيئة الأوراق المالية كي تقوم بدورها في الأنشطة والعمليات في سوق الأوراق المالية الإسلامية، واعترفت سوق داو جونز الإسلامية بسوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، واعتبرته نموذجاً عالمياً في القطاع المالي الإسلامي.

كما أن الحكومة الماليزية تدعم وتشجع باستمرار كافة الجهود التي تبذلها الجهات المعنية لتطوير المعاملات والخدمات المالية الإسلامية، لتلبية احتياجات الاستثمار والتمويل الإسلامي في المستويات المحلية والعالمية.

\***توفير التدريب والتعليم فيما يتعلق بمعاملات سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:**وتلعب الهيئة دوراً بارزاً في إيجاد التوعية والمعرفة بمعاملات سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا لدى جمهور المسلمين لاسيما المتعاملين في السوق والموظفين فيه، والباحثين والمحليلين المحليين أو الأجانب في مجال سوق الأوراق المالية الإسلامية، وهذه من خلال مشاركة الهيئة في الدورات التدريبية المكثفة، والندوات والمؤتمرات في المحافل المحلية أو الدولية.

وتتيح الهيئة أيضاً الفرصة لأعضاء اللجنة الاستشارية الشرعية لحضور المؤتمرات أو الندوات الدولية لتشجيع تبادل المعرفة والأفكار، وتعميق فهمهم للأعمال المالية الإسلامية الحديثة.

## الفصل الثالث... الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية

### الفرع الثاني : أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق الأوراق الماليزية الإسلامية

من بين أهم أنواع الصكوك الموافق إصدارها سنويا، من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية، نجد صكوك البيع بثمان آجال، وصكوك المرابحة، وصكوك الإستصناع، وصكوك الإجارة، وهي تعتبر من قبيل عقود المدائنة ونجد أيضا صكوك المضاربة، وصكوك المشاركة وهي تبنى على عقود المشاركة. وفيما يلي نستعرض هذه الأنواع.

#### 1-صكوك المضاربة:

##### أ-تعريف صكوك المضاربة:

جاء تعريف صكوك المضاربة حسب هيئة الأوراق المالية الماليزية على أنها "عبارة عن وثائق متساوية القيمة تثبت ملكية هذه الوثائق الغير مجزئة من طرف حاملها لنسبة معينة من أصول مشروع المضاربة "واعتمدت في ذلك على تعريف عقد المضاربة المعروف في عقود الاستثمار.

وكان أول إصدار لصكوك المضاربة من طرف BHD Assets Municipal PG في سنة 2005 بقيمة ثمانين مليون رنجيت، وتم الإصدار تماشيا مع تعليمات وإرشادات الأوراق المالية الإسلامية الصادر في جويلية 2004 من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية لإصدار صكوك تبنى على عقد المضاربة.<sup>1</sup>

##### ب-آلية إصدار صكوك المضاربة في سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية

ويتم إصدارها وفق الخطوات التالية:<sup>2</sup>

-تقوم البلدية بإنشاء هيئة خاصة بالمشروع وتقوم هذه الأخيرة بإصدار صكوك مضاربة بقيمة 80مليون رينغت ماليزي ويقوم حملة الصكوك (جهة المكنتب الأول) بالتسديد نقدا حيث يعتبر هنا حملت الصكوك (رب المال الأول) وتكون الهيئة الخاصة (مضارب أول) والعقد بينهما مضاربة أولى.

-تقوم هذه الهيئة بالمضاربة بهذا المال فتصبح (رب مال ثاني) مع جهة محلية وتكون هذه الجهة المحلية في مقام (مضارب ثاني) والعقد هنا مضاربة ثانية.

بعد الانتهاء تقسم الهيئة المحلية (مضارب ثاني) بينها وبين الهيئة الخاصة بالمشروع (رب مال ثاني) وذلك بعد اقتطاع الضرائب من طرف مصلحة الضرائب.

-تقوم الهيئة الخاصة بالمشروع باعتبارها (مضارب أول) بتقسيم الأرباح بينها وبين حملة الصكوك.

#### 2-صكوك المشاركة :

أ-تعريف صكوك المشاركة: جاء تعريف صكوك المشاركة حسب هيئة الأوراق المالية الماليزية على أنها "عبارة عن وثائق متساوية القيمة تثبت ملكية هذه الوثائق الغير مجزئة من طرف حاملها لنسبة معينة من أصول مشروع المشاركة "واعتمدت في ذلك على تعريف عقد المشاركة المعروف في عقود الاستثمار وكان أول إصدار

<sup>1</sup> محمد غزال، مرجع سابق، ص 217.

<sup>2</sup> محمد عدنان بن الضيف، مرجع سابق، ص 206.

## الفصل الثالث... الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية

لصكوك المشاركة من طرف شركة One Musyarakah Bhd Capital في سنة 2005، ثم تلاحت الإصدارات بشكل متزايد في السنوات الأخيرة<sup>1</sup>.

ب- آلية إصدار صكوك المشاركة في سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية:

يتم إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا وفق الخطوات التالية<sup>2</sup>:

-تقوم الشركة بإصدار الصكوك ويقوم حملة الصكوك بتسديد القيمة المكتتب بها والمقدرة بـ 87% من قيمة المشروع، وتقوم الشركة المصدرة بدفع 13% الباقية من قيمة المشروع، وبذلك يتشكل رأس مال المشاركة.  
-دفع رأس مال المشاركة إلى الوصي.

-مساعدة الشركة للوصي في إدارة المشروع.

-إنهاء المشروع، ويقوم الوصي بتقسيم الأرباح بين الشركة والمستثمرين (حملة الصكوك) كل حسب نسبة مساهمته، ويكون هذا بعد سنتين من بدء المشروع.

-دفع أجرة الوصي من طرف الشركة.

3- صكوك البيع بالثمن الآجل/المرابحة.

أ- تعريف صكوك بالثمن الآجل/المرابحة:

تعرف صكوك البيع بثمان آجل /المرابحة من الناحية التطبيقية في ماليزيا بأنها "الوثائق أو الشهادات الممثلة لقيمة الأصول التي تصدرها الجهة المصدرة للجهات الأخرى لإثبات المديونية فيها وإصدارها مبني على أساس عقد البيع بالثمن الآجل /المرابحة" وفي هذا التعريف نجد أن بنية هذه الصكوك قائمة على أساس أنها أدوات دين لبيع بثمان آجل /المرابحة<sup>3</sup>.

وتختلف صكوك البيع بثمان الآجل وصكوك المرابحة من حيث آجال الاستثمار، فإصدار صكوك البيع بالثمن الآجل للاستثمارات، التي يكون الأجل فيها طويلا تبدأ مدتها من خمس سنوات فما فوق، أما إصدار صكوك المرابحة للاستثمارات فتكون متوسطة وقصيرة الأجل، وتكون مدة استحقاقها من سنة إلى خمس سنوات، ومن ثلاثة أشهر إلى سنة تقريبا على التوالي<sup>4</sup>.

ب- آلية إصدار صكوك البيع بثمان آجل/المرابحة.

وتتم عملية إصدار صكوك المرابحة أو البيع بثمان آجل حسب الخطوات التالية<sup>5</sup>:

-تعين الجهة المصدرة، الأصول التي ستحزها من قبل جهة المكتتب الأول.

-تشتري جهة المكتتب الأول تلك الأصول بقيمة معينة ولتكن 100 مليون ريجينيت ماليزي نقدا.

-تبيعها ثانية إلى الجهة المصدرة (الصاحب الأصول الأول) بثمان أعلى من الثمن الأول أقساطا مؤجلة وليكن

<sup>1</sup> محمد غزال، مرجع سابق، ص ص 215.216.

<sup>2</sup> عادل سلmani:مرجع سابق،ص 267.

<sup>3</sup> المرجع السابق، ص 192.

<sup>4</sup> محمد غزال، مرجع سابق، ص 208.

<sup>5</sup> مسعودة نصبة، مرجع سابق، ص 294.



## الفصل الثالث... الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية

بقيمة 124 مليون ريجنيت ماليزي مثلا على أساس البيع بالثمن الآجل أو المرابحة.

\*أما عملية التصكيك فتعتبر الخطوة الثانية في إصدار هذه الصكوك في التجربة الماليزية وتقوم وفق الخطوات التالية:

-بعد إعادة الأصول من جهة المكنتب الأول إلى الجهة المصدرة بثمن مؤجل أعلى من ثمن الحال وهذا البيع قائم على البيع بثمن آجل أو المرابحة.

-تقوم الجهة المصدرة بإصدار صكوك البيع بالثمن الآجل أو المرابحة بهذه القيمة باعتبارها إثبات دين لها لدى جهة المكنتب الأول.

-ثم يقوم بعد ذلك المكنتب الأول ببيعها في السوق الثانوية وتتداول هناك.

### 4-صكوك الاستصناع:

#### أ-تعريف صكوك الاستصناع:

تعرف صكوك الاستصناع حسب التجربة الماليزية بأنها" الوثائق أو الشهادات التي تمثل قيمة الأصول ويتم إصدارها على أساس بيع الاستصناع لإثبات المديونية من قبل الجهة المصدرة "المستصنع" للجهة الممولة.

ولا يوجد تعريف دقيق لهذه الصكوك لأن التعليمات المتعلقة بعرض الصكوك الإسلامية الصادرة من الهيئة قد ركزت على تعريف الاستصناع فقط، وعرفته بأنه عقد شراء العين حيث يطلب المشتري لشراء العين التي ستسلم في المستقبل، كما يطلب المشتري من البائع أو المقاول لتسليمه أو بنائه الذي سينجز في المستقبل وفقا لمواصفات معينة تم الاتفاق بشأنها وبسعر وتاريخ تسليم محددين، وفي بيع الاستصناع لا يشترط الدفع المسبق عند العقد، بل يمكن تأخير الدفع أو الأقساط بحسب مراحل تصنيع المشروع الكامل، ولا يشترط في بيع الاستصناع أن يكون المستصنع هو الذي يقوم بنفسه فعلاً بتنفيذ العمل المطلوب، إذ بإمكانه أن يعهد بذلك العمل أو بجزء منه إلى جهات أخرى تنفذه تحت إشرافه ومسؤوليته.<sup>1</sup>

#### ب-آلية إصدار صكوك الاستصناع في سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية

وتتم خطوات إصدار هذا النوع من الصكوك كما يلي:<sup>2</sup>

إبرام عقد الاستصناع بين الجهة المصدرة (المستصنع) والمقاول (الصانع) على شيء موصوف مثلا بناء مشروع ( المصنوع).

-إن الجهة المصدرة تبيع المصنوع إلى الجهة الممولة نفدا بثمن تكلفة المصنوع للحصول على تمويل لهذا المشروع .

- إن الجهة الممولة تدفع ثمن تكلفة المصنوع إلى الجهة المصدرة عاجلا، وفي هذه الحالة، تدفع الجهة المصدرة إلى المقاول نفدا ليصنع المصنوع نيابة عنها، وفي الغالب قد يكون المقاول تابعا للجهة المصدرة.

<sup>1</sup> نبييل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص 157.

<sup>2</sup> مسعوده نصبة، مرجع سابق، ص 304.303.



## الفصل الثالث... الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية

-تقوم الجهة الممولة بإعادة بيع المصنوع للجهة المصدرة فوراً بمثل الثمن الأول مع زيادة ربح معلوم على دفعة واحدة أو أقساط ، بحسب مراحل تصنيع المشروع وفقاً لبيانات يوفرها خبير بالصناعة بحسب مراحل سير الصناعة، فهذه المعاملة تكون على أساس البيع بالثمن الآجل أو بيع المرابحة.

-ولإثبات أن الجهة المصدرة سوف تلتزم بسداد ثمن شراء المصنوع، فإنها تصدر صكوك الإستصناع وتسلمها إلى الجهة الممولة كإثبات مديونية لها على الجهة الممولة.

### 5-صكوك الإجارة:

#### أ-تعريف صكوك الإجارة:

تعرف صكوك الإجارة في التجربة الماليزية بصكوك ملكية الموجودات المؤجرة، وهي: "وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك العين المؤجرة، أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، وتتيح لحاملها فرصة للحصول على دخل الإيجار وعائد رأس المال من العين المؤجرة، بالإضافة إلى تحمل مخاطر الخسارة والضرر على العين المؤجرة، وإصدار هذه الصكوك بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملت الصكوك ، وقد قررت اللجنة الاستشارية الشرعية بأن صكوك الإجارة هي الصكوك الإسلامية المبنية على عقد الإجارة".<sup>1</sup>

#### ب-آلية إصدار صكوك الإجارة في سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية

تتم عملية الإصدار وفق الخطوات التالية:<sup>2</sup>

تتبع الشركة التابعة لشركة إنكرس المحدودة (البائع) أصولها إلى شركة صكوك إنكرس المحدودة (الجهة المصدرة) بقيمة 160 مليون رينغيت ماليزي.

-وتقوم الجهة المصدرة بإعادة تأجير أصولها إلى شركة إنكرس المحدودة لمدة معينة، بدفع أجرة نصف سنوية من خلال إبرام عقد الإجارة بقصد حصول الجهة المصدرة فيها على الأجرة.

-ولتمويل شراء الأصول من الشركة التابعة لشركة إنكرس المحدودة، لا بد أن تصدر الجهة المصدرة صكوك الإجارة لإستيفاء ثمن الشراء لتلك الأصول، وتمثل هذه الصكوك حصة شائعة في ملكية الأصول المؤجرة.

-ويدفع المستثمرون (حملة الصكوك) القيمة لشراء الصكوك إلى الجهة المصدرة بثمن الحال للحصول على الصكوك، وفي تاريخ الاستحقاق، ستقوم شركة صكوك إنكرس المحدودة (الجهة المصدرة) بإعادة بيع تلك الأصول إلى شركة إنكرس المحدود ب ثمن أصلي (قيمة اسمية في إصدار الصكوك مثلاً) وحصيلة بيع الأصول ستستخدم لإيفاء القيمة الاسمية للصكوك إلى المستثمرين.

<sup>1</sup> عادل سلمان، مرجع سابق، ص 261.

<sup>2</sup> محمد عدنان بن الضيف، مرجع سابق، ص 202.

## الفصل الثالث... الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية

### 6-صكوك وكالة باستثمار:

أ-تعريف صكوك وكالة باستثمار:وقد عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية صكوك الوكالة بالاستثمار كما يلي:  
"هي شهادات متساوية القيمة والتي تثبت الملكية الموحدة لحاملي الشهادة في الأصول الاستثمارية، وفقا لاستثماراتهم من خلال وكيل الاستثمار<sup>1</sup>".

وقد كان أول إصدار لصكوك الوكالة بالاستثمار سنة 2011 من طرف غولف للاستثمار.

### ب-آلية إصدار صكوك الوكالة باستثمار في سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية

تتم عملية إصدار صكوك الوكالة باستثمار وفق الخطوات التالية :

-يتم إجراء عقد الوكالة بين المستثمر (حامل الصك) والمصدر (الوكيل).

-يتم إصدار صكوك الوكالة بالاستثمار من الوكيل إلى الموكل حامل الصك.

-دفع عائدات الصك من الموكل إلى الوكيل.

-يبدأ نشاط الاستثمار من طرف المصدر لصالح المستثمر.

-دفع الأرباح إلى المستثمرين.

-عند تاريخ الاستحقاق يتم شراء المشروع من طرف المصدر.

- يتعهد المصدر (الوكيل) برد العائدات بشكل مضمون إلى المستثمرين (الصك الرئيسي).

### الفرع الثالث : تطور حجم إصدار الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية

في هذا الفرع سوف نتطرق إلى حجم تداول الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية.

### 1 - صكوك المضاربة: الجدول التالي يوضح تطور صكوك المضاربة.

#### الجدول رقم(02): تطور إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا خلال الفترة ( 2008-2015)

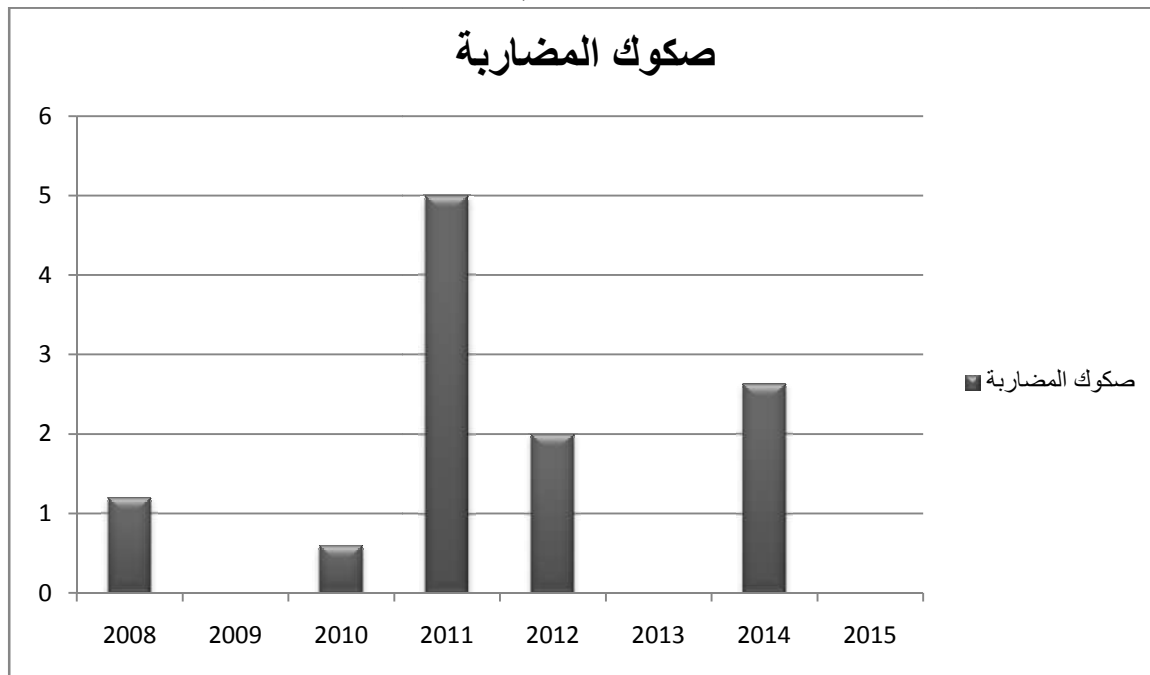
السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
الصكوك المضاربة %	1.2	-	0.6	5	2	-	2.63	-

SOURCE/Securities Commission of Malaysia Annual Reports: \_2008, p( 6-55)\_2010, p(6-54)\_2011, p(6-53) \_2014, p(6-144)- 2015, p(6-168)

<sup>1</sup> عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 216.

## الفصل الثالث... الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية

الشكل رقم (01): تطور إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا خلال الفترة ( 2008-2015 )



المصدر: من إعداد الطالبة.

تحليل معطيات الجدول والأعمدة البيانية:

نلاحظ أن نسبة إصدار صكوك المضاربة منخفضة سنة 2008 إلى أن وصلت سنة 2009 إلى الانعدام وتعود الأسباب إلى الذعر الذي خلفته أزمة 2007 والتي يمكن أن تكون قد أثرت على مصدري الصكوك لترتفع سنة 2011 كأكبر قيمة إصدار بنسبة 5%، ثم تعاود الانخفاض وتتعدم من جديد سنة 2015 .

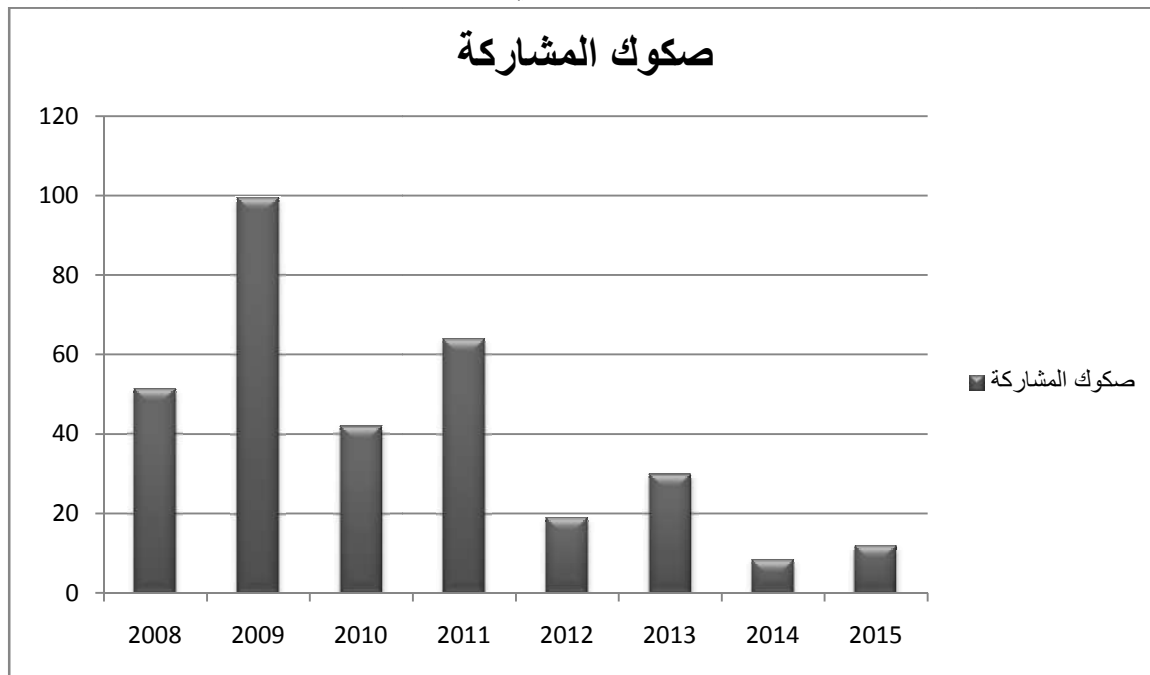
2-صكوك المشاركة : الجدول التالي يوضح تطور صكوك المشاركة.

الجدول رقم (03): تطور إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا خلال الفترة (2008-2015)

السنة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
صكوك المشاركة %	51.4	99.6	42.1	64	19	30	8.42	12

SOURCE/ Securities Commission of Malaysia Annual Reports: \_2008, p( 6-55)\_2010, p(6-54)\_2011, p(6-53)\_2012, p(6-62) 2014/2013, p(6-144)- 2015, p(6-168).

الشكل رقم(02): تطور إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا خلال الفترة (2015-2008)



المصدر: من إعداد الطالبة .

تحليل معطيات الجدول والأعمدة البيانية:

سنة 2009 تشكل سنة استثنائية في إصدار هذا النوع من الصكوك، لتصل نسبة الإصدار لأكثر من 99% حيث كان الاعتماد على صيغة المشاركة، من أهم الصيغ في إصدار الصكوك، وهذا لما تتميز به في مفهوم تقاسم الربح والخسارة، مما أدى إلى زيادة قناعة لدى المستثمرين الماليزيين في إصدار هذا النوع من الصكوك، ثم تنخفض إصدارات هذا النوع إلى النصف تقريبا إلى أن تصل إلى أدنى نسبة سنة 2014 بقيمة 8.42% وقد يعود ذلك إلى تعدد وتنوع الإصدار من الصكوك الأخرى على غرار صكوك الإجارة، الوكالة بالاستثمار، وصكوك المرابحة وغيرها.

**3-صكوك البيع بثمن آجل/المرابحة:** الجدول التالي يوضح تطور إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل/المرابحة

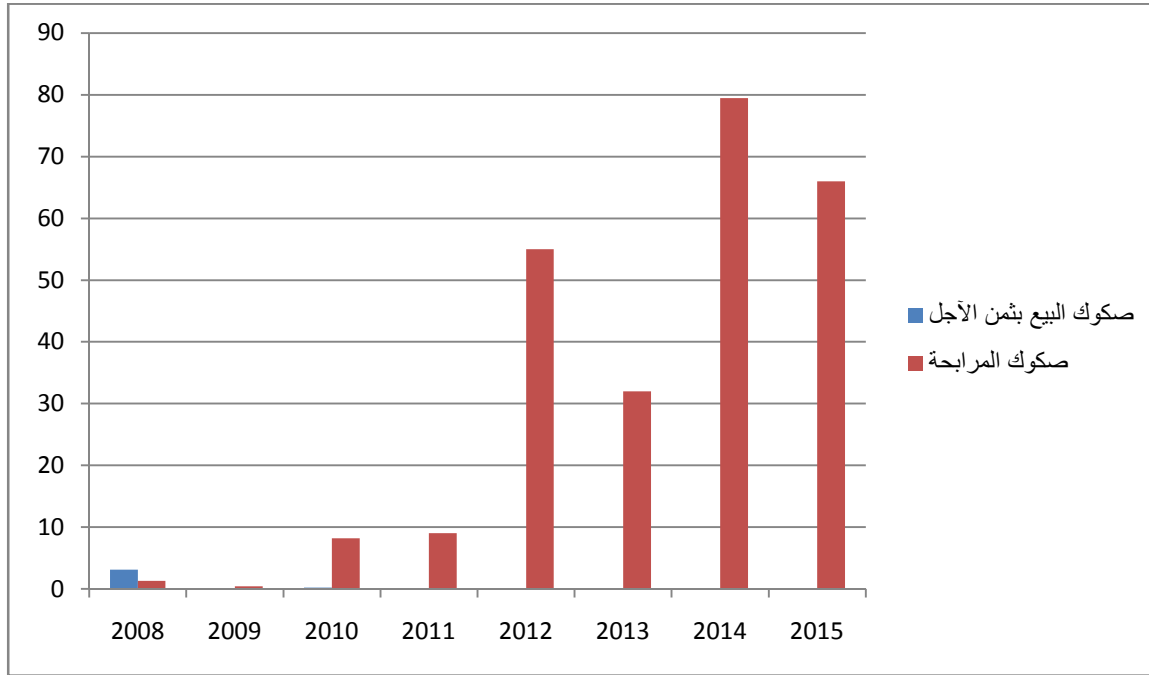
الجدول رقم(04):تطور إصدار صكوك البيع بثمن آجل/مرابحة في ماليزيا خلال الفترة(2015-2008)

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	
-	-	-	-	-	0,2	-	3,1	صكوك البيع بثمن آجل%
66	79,49	32	55	9	8,2	0,4	1,3	صكوك المرابحة%

Source/ Securities Commission of Malaysia Annual Reports: \_2008, p( 6-55)\_ 2009, p( 6-51)\_2010, p(6-54)\_2011, p(6-53) \_2012, p(6-62) 2014/2013, p(6-144)- 2015, p(6-168).

## الفصل الثالث... الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية

الشكل رقم(03): تطور إصدار صكوك البيع بئمن آجل/مربحة في ماليزيا خلال الفترة(2008-2015)



المصدر: من إعداد الطالبة.

تحليل معطيات الجدول والأعمدة البيانية:

نلاحظ أن صكوك البيع بالئمن الآجل منخفضة إلى أن تتعدم خلال الفترة من 2011-2015 وقد يعود إلى الخلاف الفقهي الذي يدور حوله كونه قائم على بيع الدين.

بينما صكوك المربحة عرفت تذبذبا في الفترة الأولى حيث بلغت سنة 2009 قيمة إصدار تقدر ب 0.4% وذلك راجع إلى الإصدار المرتفع لصكوك المشاركة و ذلك لبساطتها و انخفاض تكاليفها، ثم ارتفع إلى أن بلغ نسبة 66% سنة 2015.

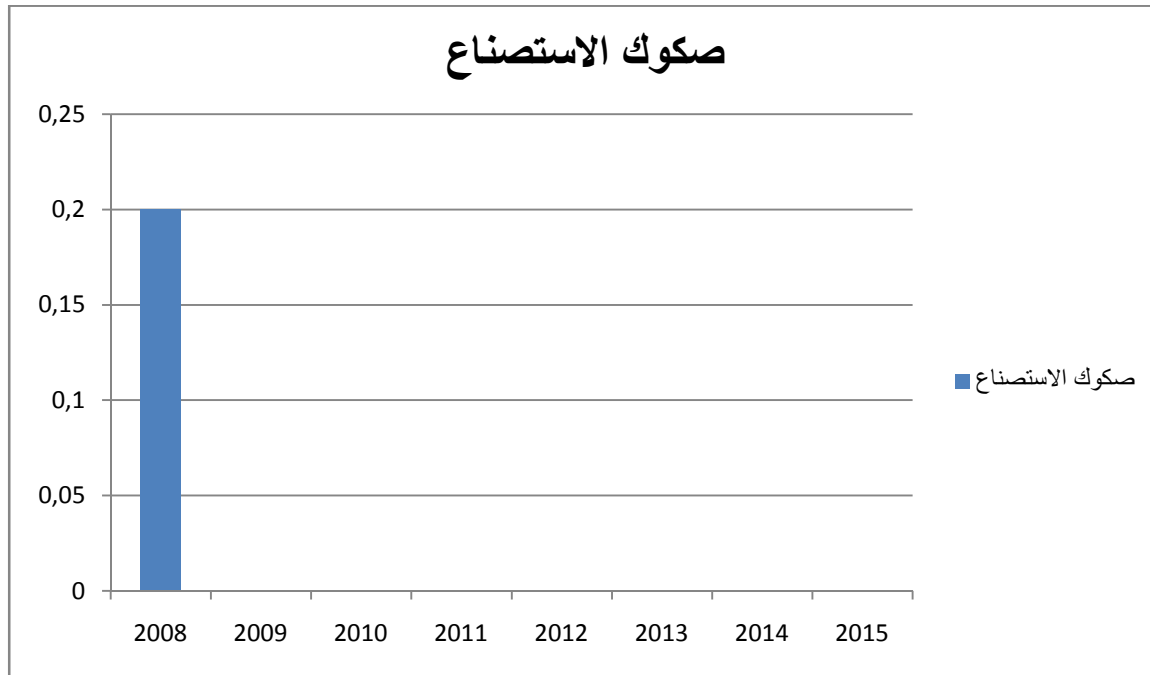
**4- صكوك الاستصناع:** الجدول التالي يوضح تطور إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا :

جدول رقم(05): يوضح تطور إصدار صكوك الاستصناع خلال الفترة(2008-2015)

السنة	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
صكوك الاستصناع%	-	-	-	-	-	-	-	0,2

SOURCE/ Securities Commission of Malaysia Annual Reports: \_2008, p( 6-55).

الشكل رقم(04): يوضح تطور إصدار صكوك الاستصناع خلال الفترة(2008-2015)



المصدر: من إعداد الطالبة.

تحليل معطيات الجدول و الأعمدة البيانية:

خلال فترة الدراسة السنة الوحيدة التي فيها الإصدار هي سنة 2008 بنسبة 0.2% ثم تتعدم خلال باقي السنوات ذلك راجع إلى عدم توافق صكوك الاستصناع مع الشريعة الإسلامية، كون إصدارها وتداولها لا يقوم على أساس شرعي، لأنه يشتمل على بيع الدين والذي حرمه كثير من العلماء، كما يقوم على مبدأ تصكيك الدين النقدي المحرم شرعا.

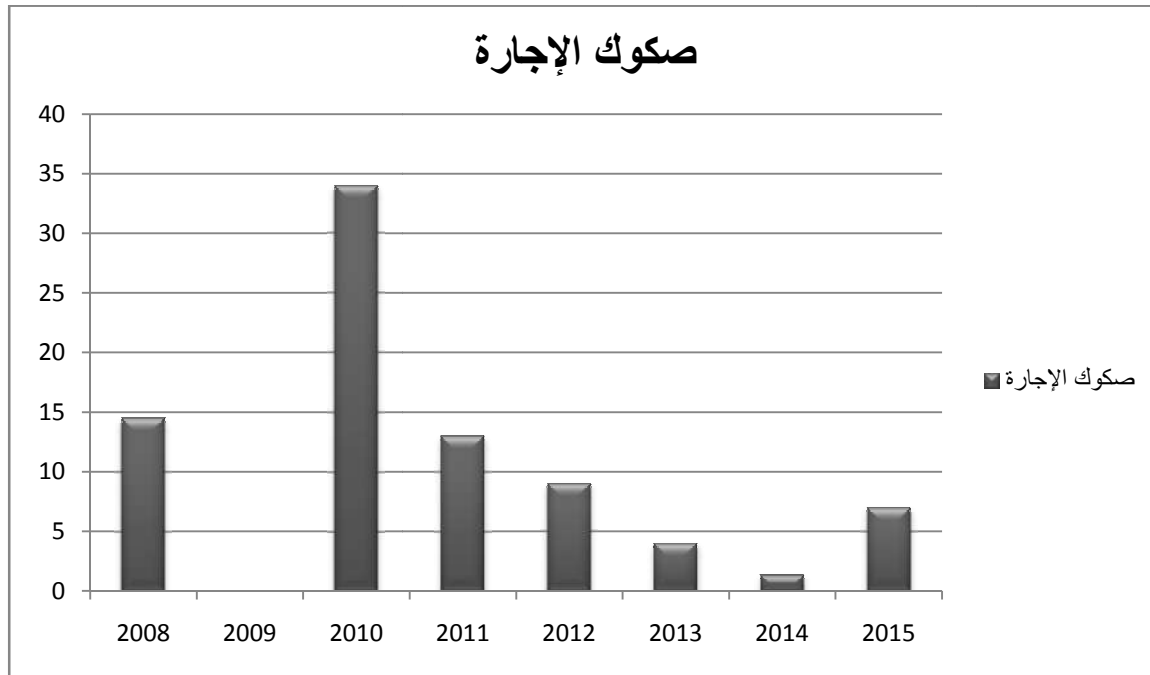
5- صكوك الإجارة: الجدول التالي يوضح تطور إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا:

جدول رقم(06): يوضح تطور إصدار صكوك الإجارة خلال الفترة(2008-2015)

السنة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
صكوك الإجارة%	14.5	-	34	13	09	04	1.31	7

SOURCE/ Securities Commission of Malaysia Annual Reports: \_2008, p( 6-55)\_ 2009, p( 6-51)\_2010, p(6-54)\_2011, p(6-53)\_ 2012, p(6-62) 2014/2013, p(6-144)- 2015, p(6-168).

الشكل رقم(05): يوضح تطور إصدار صكوك الإجارة خلال الفترة(2008-2015)



المصدر: من إعداد الطالبة.

تحليل معطيات الجدول والأعمدة البيانية:

نلاحظ أن سنة 2009 انعدمت فيها نسبة الإصدار وذلك راجع إلى لاستحواذ صكوك المشاركة على أكبر نسبة إصدار، ثم يعاود الارتفاع بأعلى نسبة خلال فترة الدراسة بنسبة 34% في سنة 2010 قد يعود إلى زيادة الوعي لدى المستثمرين الماليزيين بهذه الصكوك، إضافة إلى قبولها الشرعي سواء إصدارا أو تداولاً ثم ليعاود الانخفاض وقد يعود ذلك لنتيجة تزايد صدور أنواع أخرى من الصكوك.

6-صكوك الوكالة باستثمار: الجدول التالي يوضح تطور إصدار صكوك الوكالة باستثمار في ماليزيا:

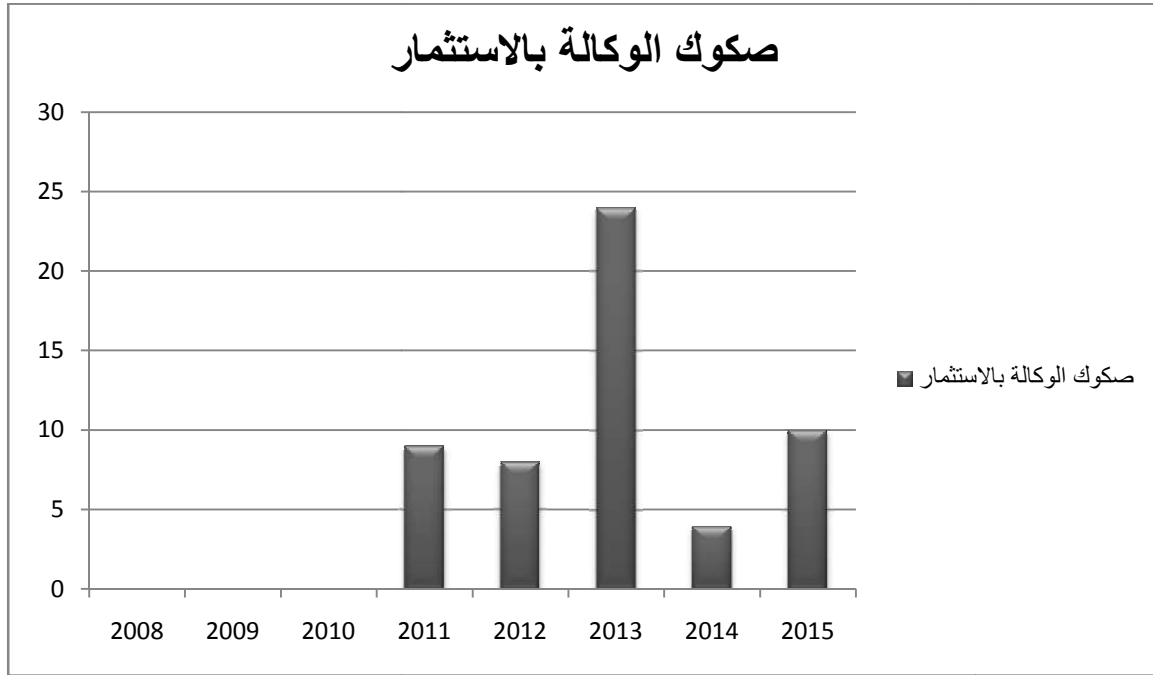
جدول رقم(07): يوضح تطور إصدار صكوك الوكالة باستثمار خلال الفترة(2008-2015)

السنة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
صكوك الوكالة باستثمار %	-	-	-	9	8	24	3.94	10

SOURCE/ Securities Commission of Malaysia Annual Reports: \_2011, p(6-53) \_2012, p(6-62)

2014/2013, p(6-144)- 2015, p(6-168)

الشكل رقم (06): يوضح تطور إصدار صكوك الوكالة باستثمار خلال الفترة (2008-2015)



المصدر: من إعداد الطالبة.

تحليل معطيات الجدول والأعمدة البيانية:

من خلال هذه المعطيات نلاحظ أنه خلال سنوات 2008، 2009، 2010 نسبة الإصدار كانت منعدمة ليتم الإصدار بعد ذلك ابتداءً من سنة 2011، وتعتبر سنة 2013 أعلى نسبة إصدار بنسبة 24%.  
\*أما السبب وراء انخفاض نسبة إصدار الصكوك بجميع صيغها إلى تخفيض دولة ماليزيا عملتها بالنسبة للدولار مما أثر على مستوى تداول الصكوك .

**المطلب الثاني: دور الصكوك الإسلامية على رفع كفاءة سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية**

إن الصكوك الإسلامية تعد المحرك الأساسي لعجلة الاقتصاد في ماليزيا لما لها من جاذبية لمختلف المتعاملين، إضافة إلى دورها في تشجيع الاستثمار وتزويد مختلف المتعاملين بالسيولة اللازمة و هذا ما يعكس أداء سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، وبالتالي يحقق له الكفاءة المرجوة.

يمكن استنتاج دور الصكوك الإسلامية على رفع كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا من خلال المؤشرات التالية: مؤشرات حجم السوق. ومؤشرات حجم التداول ومؤشر معدل دوران الصك الإسلامي.

**الفرع الأول: مؤشر حجم السوق**

حيث يمكن قياس حجم السوق من خلال مؤشرين هما: عدد الشركات المدرجة و نسبة رأس مال السوق.

**1- عدد الشركات المدرجة:** لقد عرف عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية خلال فترة الدراسة (2008-2015)، صعوداً و هبوطاً حيث كان عددها في سنة 2008 يساوي 855 شركة ماليزية متوافقة مع الشريعة الإسلامية و هذه أكبر قيمة خلال فترة الدراسة حتى وصل إلى 817 شركة ماليزية في عام 2012، بينما وصل في سنة 2015 إلى 667 شركة، وهي نسبة كبيرة إذا ما قورنت مع



## الفصل الثالث... الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية

العدد الإجمالي للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية والتي بلغ عددها في سنة 2015 إلى 903 شركة، بينما كنسبة فنلاحظ أن نسبة تطور عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية قد عرفت تطورا ملحوظا حيث بلغت 87% سنة 2008 بينما في سنة 2012 بلغت نسبة 89% لتعود وتتناقص سنة 2015 إلى 73.89%.

والجدول التالي يبين تطور عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والمدرجة في البورصة الماليزية مقارنة مع العدد الإجمالي للشركات المدرجة في البورصة نفسها للفترة (2008-2015):

جدول رقم(08):نسبة عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية إلى

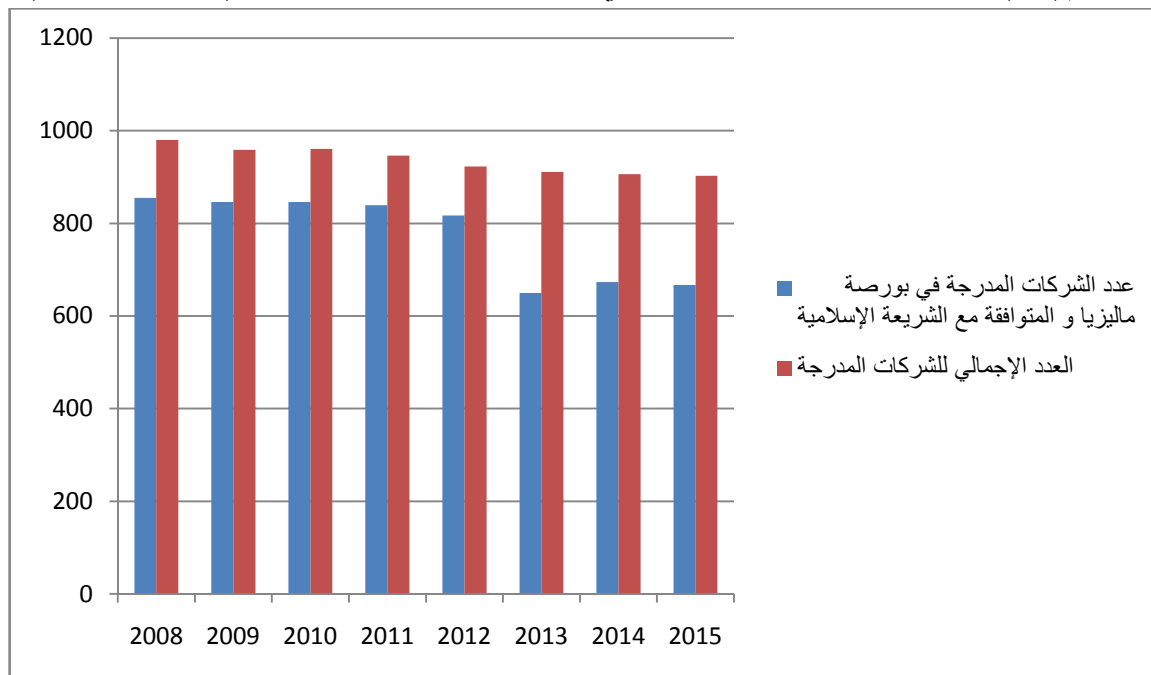
العدد الإجمالي للشركات المدرجة في البورصة الماليزية للفترة(2008-2015)

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	
667	673	650	817	839	846	846	855	عدد الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا و المتوافقة مع الشريعة الإسلامية
903	906	911	923	946	961	959	980	العدد الإجمالي للشركات المدرجة
73.86	74.28	71	89	89	88	88	87	نسبة عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية إلى نسبة العدد الكلي للشركات %

**SOURCE/** Securities commission Malaysia, Annual (2008, P:6-56), (2009, P:6-52), (2010, P:6-56), (2011, P:6-55), (2012, P:6-63), (2013, P:135).(2014.p/6-146).(2015.p/6-171).

يمكن تفرغ هذه البيانات في التمثيل البياني التالي

شكل رقم(07): تطور عدد الشركات المدرجة في البورصة الماليزية خلال الفترة(2008-2015)



المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقا من معطيات الجدول أعلاه.

## الفصل الثالث... الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية

### 2- مؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق):

يركز معظم المحللين الاقتصاديين على أن معدل رسملة السوق (القيمة السوقية) يرتبط ارتباطاً وثيقاً بتعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر، ومن ثم يعكس هذا المؤشر مستوى النشاط، فارتفاع قيمة هذا المؤشر يدل على ارتفاع مستوى السوق (كبر السوق) سواء من حيث زيادة عدد الأسهم والشركات المدرجة فيه أو ارتفاع الأسعار أو في كليهما، ومن ثم يعكس ارتفاع النشاط الاقتصادي.<sup>1</sup>

وفي التجربة الماليزية يمكن تتبع تطور معدل رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية من خلال الجدول التالي:

### الجدول رقم (09): تطور رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا للفترة (2008-2015)

الوحدة: بليون رينجيت ماليزي

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
رسملة سوق الأوراق المالية ككل	663.8	999.5	1275.3	1285	1466	1702	1651.17	1694.78
رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية	426.4	637.9	756.1	806	942	1702	1012.14	1086.18
رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية إلى رسملة السوق الكلي %	64.2	63.8	59.3	63	64	63	61.3	64.09

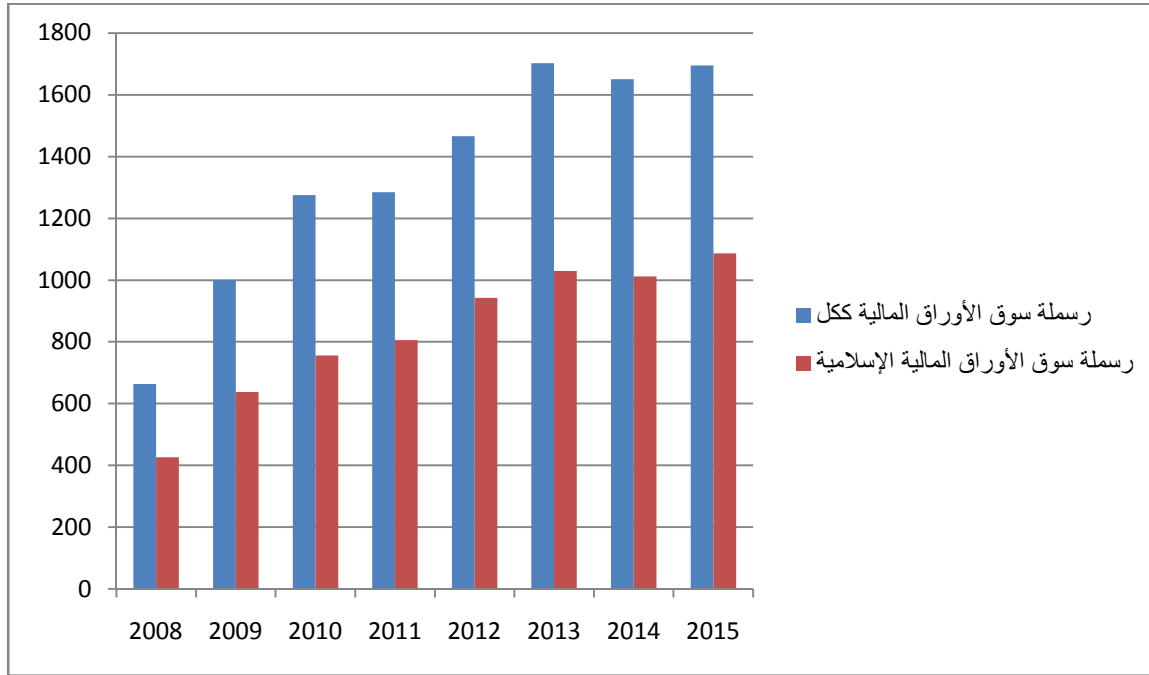
SOURCE/ Securities commission Malaysia, Annual (2008, P:6-56), (2009, P:6-52), (2010, P:6-56), (2011, P:6-55), (2012, P:6-63), (2013, P:135). (2014.p/6-146). (2015.p/6-171).

يمكن تفريغ معطيات الجدول أعلاه من خلال الشكل التالي:

<sup>1</sup> عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 250.

## الفصل الثالث... الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية

الشكل رقم(08): تطور رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا للفترة (2008-2015)



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على الجدول أعلاه.

نلاحظ من خلال الجدول أن نسبة رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية إلى رسملة السوق ككل يفوق النصف طوال فترة الدراسة، مما يعني أن الأموال المدارة في السوق هي أموال للشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية حسب المعايير التي وضعتها اللجنة الاستشارية الشرعية الماليزية، ويفسر ذلك بتطور عدد الشركات الإسلامية المدرجة في البورصة مقارنة بالشركات التقليدية، حيث بلغ عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية سنة 2015م، 667 شركة مقارنة مع العدد الكلي للشركات المدرجة في السوق و الذي بلغ عددها 903 شركة، أي ما نسبته 73.86%.

ونستنتج من ذلك ما يلي:

-ارتفاع مستوى سوق الأوراق المالية الإسلامية (كبر السوق)، بسبب زيادة عدد الصكوك الإسلامية وكذا زيادة عدد الشركات المدرجة.

-إن كبر السوق يعني ارتفاع النشاط الاقتصادي في ماليزيا.

**الفرع الثاني: مؤشر حجم التداول (قيمة الصكوك المتداولة).**

يعكس هذا المؤشر حجم التداول الفعلي للصكوك المكتتب بها في السوق بالإضافة إلى أنه يعبر عن سيولة السوق المالية، ومن ثم السيولة في الاقتصاد ككل، ويكمل هذا المؤشر مؤشر رسملة السوق الذي يعبر عن حجم السوق.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 251.

## الفصل الثالث... الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية

في التجربة الماليزية يمكن ملاحظة تطور مؤشر حجم التداول من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم(10): تطور مؤشر قيمة الصكوك المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية للفترة(2008-2015)

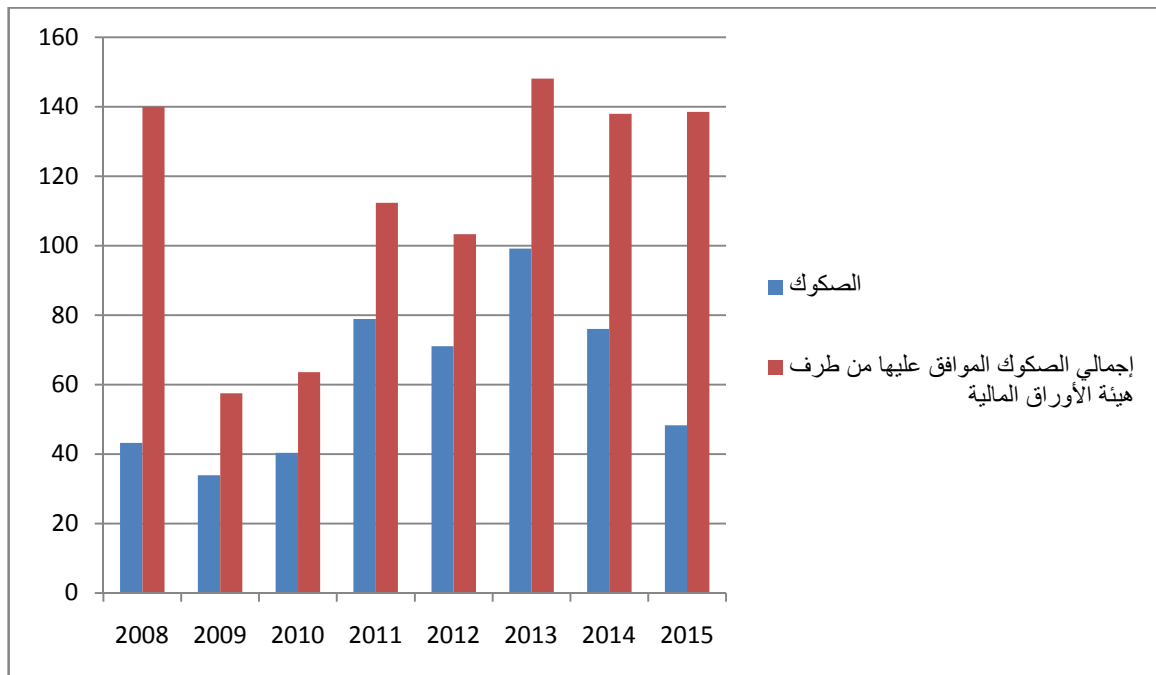
الوحدة: بليون ريجينت ماليزي.

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008		
25	47	49	41	44	21	11	47	العدد	الصكوك
48.33	76.07	99.13	71.1	78.9	40.33	33.96	43.2	القيمة	
40.80	55.1	66.93	68.80	70	63.40	59.10	30.90	النسبة	
/	/	88	81	85	52	34	99	العدد	إجمالي الصكوك الموافق عليها من طرف هيئة الأوراق المالية
138.5	138	148.07	103.3	112.33	63.58	57.49	140	القيمة	

Source/Securities commission Malaysia, Annual reports (2008, P:6-55), (2009, P:6-51), (2010, P:6-54), (2011, P:6-53), (2012, P:6-53), (2013, P:6-125), (2014, P:6-144), (2015, P:6-169).

يمكن تفريغ هذه البيانات في التمثيل البياني التالي:

الشكل رقم(09): يوضح تطور مؤشر قيمة الصكوك المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية للفترة(2008-2015)



المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقا من معطيات الجدول أعلاه.

## الفصل الثالث... الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية

من خلال بيانات الجدول نلاحظ أن حجم التداول (قيمة الصكوك المتداولة) في تذبذب بين الارتفاع والانخفاض خلال فترة الدراسة حيث كان في بداية فترة الدراسة 2008 43.2 بليون ريجينت ماليزي ليرتفع بأضعاف في سنة 2013 إلى 99.13 بليون ريجينت ماليزي وهي أكبر قيمة خلال فترة الدراسة مما يعكس حجم التداول و هذا راجع إلى ارتفاع قيمة الصكوك المتداولة خلال فترة الدراسة وإلى ما قامت به الحكومة الماليزية من مجهودات في سبيل تشجيع الإقبال على الصكوك في إطار التخطيط لجعل ماليزيا كمركز دولي للتمويل الإسلامي.

بما أنه يمكن بسهولة وبأقل تكلفة وأقل وقت تحويل الصكوك الإسلامية إلى سيولة، و سيولة سوق المالية الماليزية توفر السيولة في الاقتصاد ككل، ولكن رجعت هذه القيمة وانخفضت سنة 2016 و بلغت 76.07 بليون ريجينت ماليزي .

### الفرع الثالث :مؤشر معدل دوران الصكوك :

يعد هذا المؤشر من المؤشرات المهمة والمعتمدة في أغلب الدراسات المالية، ويشير إلى سيولة السوق المالية أيضا، وكذلك يشير إلى مستوى تكاليف إتمام الصفقات والمعاملات داخل السوق، بوصفه يمثل قيمة الصكوك المتداولة (أحجام التداول) إلى القيمة السوقية، فإذا ما ارتفعت قيمة الصكوك المتداولة بمعدلات أكبر من ارتفاع القيمة السوقية تعاضت قيمة هذا المؤشر ويشير بدوره إلى ارتفاع درجة السيولة للسوق المالية. الجدول التالي يوضح تطور مؤشر معدل دوران الصكوك :

### جدول رقم(11):تطور مؤشر معدل دوران الصكوك في سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية خلال الفترة(2008-2015)

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
قيمة الصكوك المتداولة	43.2	33.96	40.33	78.9	71.1	99.13	76.07	48.33
القيمة السوقية	426.4	637.9	759.1	806	942	1029.62	1012.14	1086.18
قيمة الصكوك المتداولة إلى القيمة السوقية%	10.13	5.32	5.31	9.78	7.54	9.62	7.51	4.45

المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقا من معطيات الجدولين السابقين حيث:

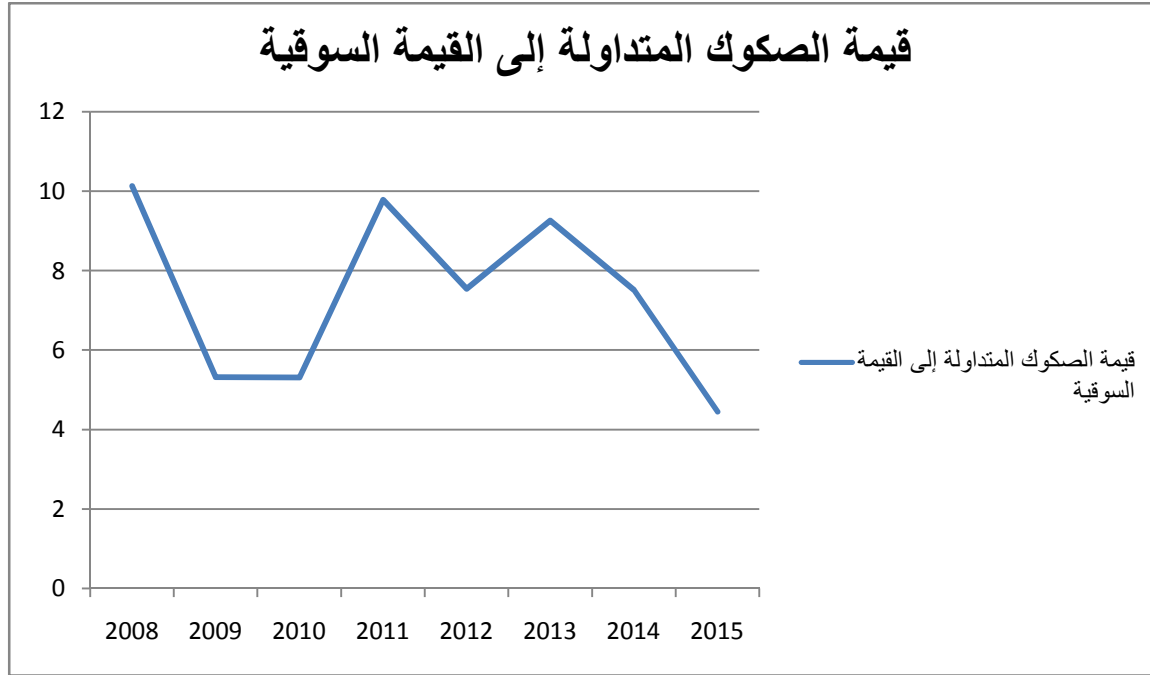
$$\text{مؤشر معدل دوران الصكوك} = \frac{\text{قيمة الصكوك المتداولة}}{\text{قيمة السوقية}} * 100$$

خلال الفترة 2008 إلى غاية 2013 نلاحظ تذبذبا شديدا وبالتالي يصعب تحديد الاتجاه العام في مؤشر معدل دوران الصكوك، وبالرغم من ذلك يمكن القول بأنه كان في اتجاه تصاعدي خلال الفترة المدروسة ككل، فقد

## الفصل الثالث... الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية

سجل أعلى معدل دوران خلال 2008 بمقدار 10.13% و خلال سنة 2011 بمقدار 9.78%، ثم في السنوات 2014، 2015 يكون الاتجاه تنازلي و أدنى قيمة كانت سنة 2015 بمقدار 4.45%  
يمكن توضيح التطور الحاصل في مؤشر دوران الصكوك في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (10): تطور مؤشر معدل دوران الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية للفترة (2008-2015)



المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقا من معطيات الجدول أعلاه.

وبالتالي فعند مقارنة معدل دوران الصكوك الإسلامية خلال فترة الدراسة نلاحظ أنه ارتفع عموما وقد كان أهم ارتفاع له سنة 2013 وهذا يعكس النتائج التالية:

- توفر السيولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية (ارتفاع درجة السيولة).

- مستوى مرض لتكاليف إتمام الصفقات والمعاملات داخل السوق، وبالتالي إمكانية جذب متعاملين على كل المستويات

لكنه عاود الانخفاض ابتداء من سنة 2014 وذلك راجع إشاعات أنه لن يتم الإصدار في تلك الفترة.

## الفصل الثالث... الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية

### المطلب الثالث : تقييم التجربة الماليزية في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية

بعد تناولنا التجربة الماليزية في سوق الأوراق المالية الإسلامية سوف نحاول تقييم هذه التجربة من خلال خصائصها المميزة و من ناحية إيجابيات و سلبيات التجربة الماليزية.

#### الفرع الأول : الخصائص المميزة لتجربة الماليزية

اهتمت دولة ماليزيا على تطوير سوق الأوراق المالية التقليدية بصفة عامة وسوق الأوراق المالية الإسلامية بصفة خاصة حيث أصبح محل اهتمام من مختلف الاقتصاديين والباحثين في مجال الصناعة المالية الإسلامية على المستوى العالمي، ومن أهم مميزات التي جعلت سوق الأوراق المالية الإسلامية هذه المكانة نذكر:

**1- موقعها من الأسواق العالمية:** حيث تعتبر التجربة الماليزية في الأوراق المالية هي الوحيدة التي عبرت الحدود إلى أسواق مالية خارجية بنسبة تراوحت بين 12% إلى 15% ويكفي أن أصول المصارف الإسلامية في الاستثمارات المختلفة بلغت 602 مليار دولار، وأن حجم الصكوك الإسلامية موزعة في 6 أقطار بلغت 2.5 مليار دولار.<sup>1</sup>

أضحى النظام المالي الإسلامي في ماليزيا النموذج الأمثل للاقتصاد الإسلامي المتطور و ساعده على هذا التنامي الاقتصادي الكبير وجوده في بيئة تتصف بالمزيد من الحرية والتنافس، و ذلك تماشياً مع الاندماج المتزايد بين النظام المالي الإسلامي الماليزي والساحة المالية الإسلامية العالمية.<sup>2</sup>

تعتبر ماليزيا من أوائل وكبار الدول التي تنشط فيها السوق المالية الإسلامية حيث تمثل الإصدارات الإسلامية فيها أكثر من ثلثي الإصدارات الخاصة في سوقها المالي.<sup>3</sup>

**2- الريادة في إصدار الصكوك:** تعتبر ماليزيا الدولة الأولى من حيث إصدار الصكوك الإسلامية حيث أصدرت العديد من الصكوك لتمويل البنى التحتية للدولة والشركات التابعة لها في سبيل تعزيز هذه الأداة في الأسواق المالية، كما أن ماليزيا عضو مؤسس في الكثير من المؤسسات والمراكز التي تخدم هذه الصناعة، ومنها على سبيل المثال مجلس الخدمات المالية الإسلامية ومقره كوالالمبور وهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ومقرها البحرين.<sup>4</sup>

نظام الإعفاءات الضريبية الذي جعل البورصة الماليزية وجهة مفضلة لإدراج الصكوك الإسلامية المحلية والدولية.<sup>5</sup>

لدى ماليزيا سوق أولية عميقة و سوق ثانوية نشطة و نظام تسوية فعال.<sup>6</sup>

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق، مؤسسة الرسالة الناشر، سوريا، 2008، ص286.

<sup>2</sup> ساسية جدي، مرجع سابق، ص 207.

<sup>3</sup> حكيم براضية، مرجع سابق، ص 164.

<sup>4</sup> عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص262.

<sup>5</sup> حكيم براضية، مرجع سابق، ص163.

<sup>6</sup> ساسية جدي، مرجع سابق، نفس الصفحة.

## الفصل الثالث... الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية

3-تنوع وتطوير الأدوات المالية: يعد تنوع وتطوير الأدوات المالية عاملا مهما في إدارة السيولة، ومواكبة تطور المصرفية الإسلامية المتسارع وقد حرصت ماليزيا على أخذ الريادة في هذا الجانب، فقد تقدمت الدول في نسبة إصدار الصكوك، كما توفرت على حزمة متنوعة من المنتجات المالية التي صممت أساسا لتسهيل إدارة السيولة بين المصارف الإسلامية<sup>1</sup>.

### 4-خصائص أخرى: نذكر منها:<sup>2</sup>

-أسست هيئة الأوراق المالية الماليزية نظاما للمتاجرة الالكترونية (ETP) Platform Trading Electronic لسوق السندات الماليزية في 10 مارس 2008.

- النجاح في إقامة الإطار القانوني والتشريعي والإداري الإسلامي لتنظيم هذه السوق وإدارتها وقد نجحت فيه فعلا، وكذلك نجاحها في وضع أطر تشريعية لتنظيم سوق الصكوك عالميا.

-النجاح في ترويج المنتجات الإسلامية مثل الصكوك مثلا، واعتبارها سفيرة فوق العادة عن التمويل الإسلامي في الغرب.

- ارتقاؤها بالعمل المصرفي والنشاط المالي الإسلامي واهتمامها بالأسواق المالية الناشئة: لا شك أن هذه السوق قد ارتقت بالعمل المالي والمصرفي الإسلامي وبالاستثمار بصورة عامة.

-تتميز سوق الأوراق المالية الإسلامية بالاستقرار مقارنة مع السوق المالي التقليدي؛ حيث تنوعت بها الصكوك القائمة على المشاركة، والإجارة، والبيع الآجل والمضاربة، والمرابحة.

### الفرع الثاني: بعض المآخذ على التجربة الماليزية.

على الرغم من الخصائص التي تتميز بها التجربة الماليزية إلا أنها لا تخلو من بعض نقاط الضعف والسلبيات :

1-إشكالية تعميم النموذج الماليزي في صناعة المالية الإسلامية:قد يثير التساؤل حول إمكانية تعميم النموذج الماليزي في الصناعة المالية والمصرفية الإسلامية على غيره من الدول، خاصة تلك التي يثير فيها اعتراض الفقه الغالب على الأسس والمبادئ الشرعية التي تقوم عليها العناصر الأساسية للصناعة المالية والمصرفية الإسلامية في ماليزيا، فكثير من منتجات صناعة الهندسة المالية الإسلامية تعتمد على بيع الدين بالدين، وهي قضية كما أشرنا فيما سبق تمثل نقطة خلاف كبير بين الفقهاء.<sup>3</sup>

2-إصدار وتداول صكوك الاستصناع في التجربة الماليزية لا يتم وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، لأنه يشمل على بيع الدين و الذي حرمه جمهور العلماء كما يقوم على مبدأ تصكيك الدين النقدي المحرم الشرعي.

<sup>1</sup> عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص263.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص ص262.263.

<sup>3</sup> عبد الكريم قندوز، مرجع سابق، ص289.



## الفصل الثالث... الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية

أيضا صكوك البيع بالثمن الآجل و صكوك المرابحة لأنه يقوم على أساس تطبيق بيع العينة ، و الذي أجمع الفقهاء على تحريمه.<sup>1</sup>

3- إشكالية التنافس بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية: إذ قد تؤدي هذه المنافسة في زيادة حجم وعدد وقيمة الإصدارات بين الصكوك والسندات إلى إهمال الجانب الشرعي كنتيجة للمنافسة، وبالتالي الاهتمام بالجانب الكمي لا بالجانب الشرعي والنوعي.<sup>2</sup>

4- إشكالية تطبيق المشتقات في الصناعة المالية الإسلامية: مازال النقاش والجدل حول جواز و عدم جواز المشتقات الإسلامية غير أن ماليزيا تطبق المشتقات الإسلامية على المؤشرات والعملات في إدارة المخاطر بعد موافقة الهيئة الشرعية الإسلامية على ذلك.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> حكيم براضية، مرجع سابق، ص165.

<sup>2</sup> عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص264.

<sup>3</sup> ساسية جدي، مرجع سابق، ص 209.

## الفصل الثالث... الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية

### ملخص الفصل :

يعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا أحد أهم مكونات النظام المالي الماليزي حيث هي سوق مالي تتوفر فيه فرص التمويل لمختلف الأنشطة الاقتصادية وكذا تجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وهذا جعله ذو أهمية بالغة بالنسبة للاقتصاد الماليزي ككل، وقد لعبت الحكومة الماليزية دورا كبيرا في إنشائه وتطويره.

من خلال هذا الفصل تم عرض للتجربة الماليزية من خلال بيان ماهية سوق الأوراق المالية الماليزي ومراحل تطوره حتى وصل تسميتها بالبورصة الماليزية، وما تحتويه من أقسام كسوق الملكية وسوق السندات وسوق المشتقات وسوق الأوراق المالية الإسلامية.

حيث يتم تداول مختلف الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والتي منها الأسهم، وصناديق الاستثمار الإسلامية والصكوك الإسلامية والتي تتمثل في صكوك المرابحة وصكوك البيع بثمن آجل وصكوك المضاربة وصكوك المشاركة وصكوك الاستصناع وصكوك الإجارة إضافة إلى صكوك الوكالة بالاستثمار والتي تم إصدارها أول مرة في سنة 2010 ، وبعض هذه الصكوك مازالت محل خلاف فقهي كصكوك البيع بثمن آجل وصكوك الاستصناع كونها تقوم على بيع الدين المحرم شرعا، والدور الذي تقوم به الجهات الرقابية في تطوير سوق الأوراق المالية، والمتمثلة في هيئة الأوراق المالية لسوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا، ودورها في الموافقة والمصادقة على إصدارات الصكوك وفق الضوابط الشرعية من جهة، وتفعيل العمل بهذه الأدوات في السوق المالية الإسلامية من جهة أخرى.

كما تطرقنا إلى تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية الإسلامية من خلال المؤشرات المتداولة في هذه السوق وأيضا إلى تطور إصدار الصكوك الإسلامية خلال الفترة 2008-2015 والدور الذي تلعبه في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية وتقييم التجربة الماليزية من حيث الخصائص المميزة لها وسلبيات هذه التجربة . وفي الأخير من خلال تأمل التجربة الماليزية نجد أنها تجربة رائدة وتنبئ بمستقبل متطور للصناعة المالية الإسلامية ككل، رغم أنها تعاني من نقائص ومشاكل منها الشرعية ومنها القانونية والتنظيمية.

الخاتمة العامة

## الخاتمة العامة

### الخاتمة العامة:

قد حظيت الهندسة المالية باهتمام بالغ من قبل المؤسسات المالية، و ذلك لدورها الأساسي في ابتكار وتطوير المنتجات المالية التي تحتاجها هذه المؤسسات لكي تحافظ على ديمومة نموها و زيادة تنافسيتها وربحيتها بالإضافة إلى ضمان بقاءها في السوق لكن بعض الظروف التي مر بها الاقتصاد العالمي غيرت المفاهيم وأظهرت فشل الهندسة المالية التقليدية هذا كله أدى إلى زيادة الاهتمام بالهندسة المالية الإسلامية على اعتبارها أداة مناسبة لإيجاد منتجات مالية مبتكرة تجمع بين المصداقية والشرعية لهذا تعتبر الهندسة المالية الإسلامية الأنسب للمحافظة على استقرار النظام المالي والمصرفي.

تعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية ركيزة أساسية من ركائز النشاط الاقتصادي وتضطلع بدور حيوي ومهم في دفع عجلة النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية، حيث تقوم بدور في غاية الأهمية في عمليات التمويل المالي اللاربوي للمشاريع الاقتصادية المختلفة المنتجة والحيوية.

ونظرا لوظائفها وأدوارها الكثيرة ومنافعها ومزاياها العديدة، فقد أخذ موضوع إنشاء وتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية تقوم على الالتزام الشرع في جميع هيئاتها وعناصرها ومؤسساتها وتعاملاتها وصفقاتها وخاصة أدواتها المتداولة فيها، يحظى بأهمية كبيرة في السنوات الأخيرة.

حيث تبين أن أولى الخطوات وأهمها لإنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامية تقوم على أسس متينة ومنيعة، يكمن في ضرورة توفر ووجود أدوات مالية إسلامية تكون مصممة وفق شروط وأحكام تسمح بالتعامل فيها بواسطة مختلف شرائح المستثمرين، بحيث تكون هذه الأدوات أدوات ملكية ومشاركة ومساهمة في رؤوس أموال المشروعات، ومن أهمها الأسهم المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية والصكوك الإسلامية ووثائق صناديق الاستثمار الإسلامية، فهذه الأدوات التي تتفق وأحكام الشريعة الإسلامية إصدارا وتداولاً لها دور كبير ومهم جدا في تنشيط وتطوير وتفعيل السوق المالية الإسلامية.

وتجدر الإشارة إلى أن الهندسة المالية الإسلامية بدورها، لها دور مهم ومساهمة كبيرة في تطوير وتنشيط سوق الأوراق المالية الإسلامية، من خلال إمدادها بأدوات وأوراق مالية، وطرق وعمليات تمويلية، قديمة ومعدلة أو جديدة ومبتكرة تجمع بين الكفاءة المهنية والمصداقية الشرعية، حيث أن تنوع وتطور الأدوات المالية وإتاحة أكثر من بديل أمام المستثمرين يُضف النجاح والتميز على أداء أسواق الأوراق المالية ويعتبر من أبرز عوامل نموها و تماسكها و تطورها.

### نتائج اختبار الفرضيات:

**الفرضية الأولى:** الهندسة المالية الإسلامية عملية تصميم وابتكار أدوات مالية جديدة أو تطوير أدوات مالية موجودة كل هذا في إطار ضوابط الشرع الحنيف.

هذه الفرضية صحيحة فقد أثبتت الدراسة صحة هذه الفرضية فالهندسة المالية الإسلامية هي مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم و التطوير للأدوات المالية المبتكرة، وصياغة حلول لمشاكل التمويل وتتيح فرص التقليل من المخاطر من خلال إطار الإسلامي الذي يشترط على مبدأ الربح والخسارة في إطار الشريعة الإسلامية.

## الخاتمة العامة

**الفرضية الثالثة:** يكمن دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية في تنوع وتعدد الأدوات المتداولة واتساع السوق وعدد الشركات المدرجة.

قد تبين صحة هذه الفرضية حيث أنه منذ ظهور الهندسة المالية الإسلامية تطورت سوق الأوراق المالية وذلك لقلّة مخاطرها و سهولة التعامل بها وخلوها من الربا وكونها البديل الأمثل للهندسة المالية التقليدية.

**الفرضية الرابعة:** تعتبر الصكوك الإسلامية من أهم الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في ماليزيا حيث تؤدي دورا بارزا في استقرار سوق الأوراق المالية الإسلامية ورفع كفاءته.

وقد أثبت هذا البحث صحة هذه الفرضية حيث أن الصكوك الإسلامية أهم أداة في التعاملات المالية فس السوق الماليزية و ذلك نظرا لنسب التداول المرتفعة حيث تسهم الصكوك الإسلامية ومن خلال خصائصها في صد الأزمات المالية وكذا توفير السيولة وجذب متعاملين جدد إلى سوق الأوراق المالية الإسلامية مما يرفع من كفاءته.

**الفرضية الخامسة:** نجحت التجربة الماليزية في تطويرها سوقها للأوراق المالية الإسلامية.

ومن خلال تناولنا للموضوع ثبت عدم صحة الفرضية حيث تعددت استخدامات أدوات الهندسة المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية حيث تعتبر مصدر هام للسيولة كما تستخدم في تمويل مختلف المشاريع الاقتصادية.

### نتائج الدراسة:

من خلال تناولنا لهذه الدراسة تم الوقوف على جملة من النتائج نذكر منها:

1- الهندسة المالية هي عملية التي من خلالها تصميم و تطوير و تنفيذ منتجات و أدوات مالية مبتكرة.  
2- لا تقتصر أدوات الهندسة المالية على الأدوات التقليدية و المشتقات المالية فقط بل كل ابتكار مالية يعتبر هندسة مالية كصناديق الاستثمار و التوريق... الخ حيث تقوم مجملها على الفائدة و القمار المنافيان للشريعة الإسلامية.

3- تكمن أهمية الهندسة المالية في إدارة المخاطر وإدارة السيولة والمنافسة المالية وتجاوز القيود القانونية.

4- الهندسة المالية الإسلامية هي مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة تعمل وفق الشريعة الإسلامية.

5- تعتبر أغلب المنتجات المالية الإسلامية منتجات تقوم على محاكاة منتجات وليدة للبيئة التقليدية، ولا تولد أي قيمة مضافة؛ وهو الأمر الذي رتب بالعمل المالي الإسلامي مرتبة العمل التقليدي مع بعض جهود الاقتصاديين بتطويرها.

6- إن الهندسة المالية الإسلامية لا تختلف عن الهندسة المالية التقليدية في كونها تقوم على إيجاد أدوات مالية تمكن من التحوط ضدّ مخاطر الاستثمار، لكن الاختلاف الأهم هو أن الهندسة المالية من المنظور الإسلامي تحكمها ضوابط الشرع الحنيف مما يجعلها مستقلة بخصائصها وأهدافها والمبادئ القائمة عليها.

7- إن سوق الأوراق المالية بالمنظور التقليدي تلعب أهمية في تمويل الاقتصاد، لكنها تتعامل بمخالفات شرعية

## الخاتمة العامة

لذلك كان لزاما على الاقتصاد الإسلامي إيجاد سوق الأوراق المالية الإسلامية خاصاً به يستمد مبادئه وقواعده من قواعد الشريعة الإسلامية.

8- إن الصكوك الإسلامية تعتبر وسيلة فعالة في مواجهة الأزمات المالية نظراً للمزايا التي تحققها والخصائص التي تميزها والتي منها أنها أداة قابلة للتسييل، وبالتالي فهي تساهم في تحقيق الاستقرار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، وتساهم في تطويره وزيادة كفاءته لما لها من قدرة على جذب المتعاملين وكذا لكونها إضافة جديدة في الأسواق المالية، ناهيك عن قبولها على المستوى العالمي.

9- إن سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا يعتبر من أهم مكونات النظام المالي الماليزي ككل، وقد ساهمت الحكومة الماليزية في إنشائه وتطويره لتحقيق مجموعة من الأهداف في الاقتصاد الماليزي ككل.

10- إن الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا متعددة ومنها الأسهم، صناديق الاستثمار الإسلامية، وكذا الصكوك الإسلامية.

11- تستخدم ماليزيا المشتقات الإسلامية رغم الجدل حول جواز وعدم جواز المشتقات الإسلامية في إدارة المخاطر بعد موافقة الهيئة الشرعية الإسلامية على ذلك.

12- إن بعض الصكوك الإسلامية في ماليزيا غير متوافقة مع الشريعة الإسلامية ومنها صكوك المرابحة وصكوك البيع بثمن أجل لقيامها على بيع العينة المحرم شرعاً، وكذا صكوك الاستصناع لما تقوم عليه من شبهة الربا.

13- إن الصكوك الإسلامية في ماليزيا ساهمت بشكل كبير في تم ويل المشاريع الاقتصادية التنموية، وبمبالغ ضخمة حيث بلغت قيمة إصدارات الصكوك لغرض التنمية الاقتصادية في ماليزيا بداية سنة 2014 ما قيمته 324 576.9 مليون دولار، وبذلك احتلت ماليزيا المرتبة الأولى عالمياً بنسبة 66.5% من إجمالي قيمة الصكوك الإسلامية المصدرة في العالم لغرض التنمية الاقتصادية.

14- إن الصكوك الإسلامية في ماليزيا ساهمت في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية لما توفره من سيولة في السوق والاقتصاد ككل، كما زادت من كبر حجم السوق، ويظهر ذلك من خلال مؤشرات حجم السوق، ومؤشرات حجم التداول ومؤشر معدل دوران الصكوك الإسلامية والذي يدل على وجود مستوى مرض لتكاليف إبرام الصفقات والمعاملات.

### التوصيات و الاقتراحات:

1- الابتعاد عن أدوات الهندسة المالية التقليدية، فقد بينت أزمة 2007 عدم فعاليتها و احتواءها على معاملات غير مشروعة.

2- ضرورة التوعية العامة بمختلف منتجات الهندسة المالية الإسلامية و مدى توافقها مع الشريعة الإسلامية و العمل على تطويرها

3- العمل على أن تكون سوق الأوراق المالية الإسلامية سوقاً مستقلة عن نظيرتها، وذلك بأدواتها وعملياتها ووسطائها وهيئات ولجان الرقابة فيها حتى تلعب الدور المخول لها، ولا مانع من أن تكون هناك هيئة عليا للرقابة على السوقين معاً.

## الخاتمة العامة

4- ضرورة مبادرة الحكومة - بشكل دائم- في إنشاء ودعم أسواق الأوراق المالية الإسلامية وتطويرها والعمل على التعريف بالأدوات المالية الإسلامية والمبادئ التي تقوم عليها وذلك باستخدام مختلف وسائل الإعلام المتاحة.

5- توجيه أموال أصحاب الثروة إلى أسواق الأوراق المالية الإسلامية لدعمها وتوسيع قاعدتها المالية.

6- ضرورة وضع تشريعات وقوانين من شأنها أن تشجع توسع أسواق الأوراق المالية الإسلامية وتكبح توسع أسواق الأوراق المالية التقليدية

7- من المهم إيجاد سوق ثانوية منتظمة تعمل بالشفافية المطلوبة، وبها أنظمة رقابة فعالة تضمن تداول الأدوات المالية الإسلامية من أجل تنشيط وتكملة سوق الإصدار.

8- ضرورة استبعاد كل المعاملات والأدوات التي هي محل خلاف شرعي، وبالتالي يجب الاستغناء عن كل الصكوك القائمة على الربا وبيع العينة - كما في ماليزيا- واستئصالها من أسواقنا تماما.

9- ضرورة إنشاء معاهد تعليمية متخصصة ومراكز تدريب وعقد مؤتمرات وندوات علمية دولية، لتأهيل الكوادر البشرية اللازمة للعمل في سوق الأوراق المالية الإسلامية.

10- دعم سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي قانونيا وإداريا ومنحه الاستقلالية التامة عن سوق الأوراق المالية التقليدي، والعمل على كبح هذا الأخير قانونيا وإداريا.

11- إتباع الجزائر للصكوك الإسلامية كآلية لعلاج الأزمة الحالية.

### أفاق البحث:

في ضوء النتائج التي تم التوصل إليها، نقترح على الباحثين بإجراء الدراسات التالية:

1- دور الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر في سوق الأوراق المالية.

2- التحوط بالعقود المالية الإسلامية كآلية بديلة لمنتجات التقليدية ودورها في دعم العمل المالي الإسلامي.

3- تأثير الأدوات المالية الإسلامية والتقليدية على أسواق الأوراق المالية العربية -دراسة مقارنة.-

4- أثر الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية للبلدان العربية.

5- دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط وتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية.

6- إمكانات وشروط إيجاد سوق الأوراق المالية الإسلامية جزائرية بالاستفادة من التجربة الماليزية.

# قائمة المراجع



## قائمة المراجع

\*الكتب :

- 1- اندراوس عاطف وليم، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005.
- 2- البرواري شعبان محمد إسلام، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر دمشق سوريا، 2002.
- 3- بن الضيف محمد عدنان، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس لنشر والتوزيع، الأردن، 2013.
- 4- جبار محفوظ، البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية، دار هومة، 2002.
- 5- حردان طاهر، أساسيات الاستثمار، دار البداية ودار المستقبل، الأردن، 2009.
- 6- حسن عصام، أسواق الأوراق المالية (البورصات)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان الأردن 2008.
- 7- الحصري نبيه فرج أمين، تجربة ماليزيا في تطبيق الاقتصاد الإسلامي، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية مصر، 2009.
- 8- حماد طارق عبد العال، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر المحاسبية، الدار الجامعية للنشر، مصر 2001.
- 9- حماد طارق عبد العال، إدارة المخاطر المالية (أفراد، إدارات، شركات، بنوك)، الدار الجامعية للنشر مصر، 2003.
- 10- حماد طارق عبد العال، دليل المستثمر إلى لبورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر مصر، 2005.
- 11- الحناوي محمد صالح و آخرون، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، بدون ذكر بلد النشر، 2007.
- 12- خلف فليح حسن، الأسواق المالية النقدية، عالم الكتب الحديثة، أريد الأردن، 2006.
- 13- الدوري مؤيد عبد الرحمان وعقل سعيد جمعة، إدارة المشتقات المالية، دار الثراء للنشر والتوزيع، الأردن 2012.
- 14- الراوي خالد وهيب، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة لنشر و التوزيع، الأردن، ط2، 2011.
- 15- سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، 2000.
- 16- شقيري نوري موسى، إدارة المخاطر، دار المسيرة للنشر والتوزيع و الطباعة، عمان، 2012.
- 17- الصيرفي محمد، البورصات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006.
- 18- الكافي مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان، سوريا، 2009.
- 19- العارضي جليل كاظم مدلول و آخرون، إدارة المشتقات المالية مدخل نظري و تطبيقي متكامل، الدار المنهجية للنشر و التوزيع، الأردن، 2015.

## قائمة المراجع

- 20- العبادي هاشم فوزي دباس، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الوراق للنشر و التوزيع، عمان، 2008.
- 21- عرفة سيد سالم، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الياية للنشر و التوزيع، عمان، 2009.
- 22- عطون مروان، الأسواق المالية و النقدية: البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال، ديوان المطبوعات، ط3، الجزائر، بدون ذكر سنة النشر.
- 23- علي أحمد شعبان محمد، الصكوك و دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، مفهومها-أنواعها-آليات التعامل بها-الرقابة عليها-المخاطر و علاجها و دورها التنموي-سبل تحقيقها، دار التعليم الجامعي للنشر و التوزيع الإسكندرية مصر، 2014.
- 24- قندوز عبد الكريم، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق، مؤسسة الرسالة الناشر، دمشق سوريا، 2008
- 25- محفوظ جبار، الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية، ج2، 2002.
- 26- مطاوع سعد عبد الحميد، الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى، المنصورة، مصر، 2001.
- 27- المغربي عبد الحميد عبد الفتاح، إدارة المنشآت ( البنوك، منشآت، التأمين، البورصات) المكتبة العصرية لنشر و التوزيع، مصر، 2009.
- 28- موسى رسمية أحمد، الأسواق المالية و النقدية، دار المعتز لنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- 29- النجار فريد، المشتقات و الهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009.
- 30- هندي منير ابراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية: باستخدام التوريق و المشتقات المالية المشتقات العقود الآجلة و العقود المستقبلية، ج 2، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 31- هوشيار معروف، الاستثمارات و الأسواق المالية، دار الصفاء للنشر و التوزيع، عمان، 2015.
- \*أطروحات و رسائل التخرج:
- 32- براضية حكيم، التصكيك و دورها في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، تخصص محاسبة مالية، جامعة حسبية بن بوعلي، الشلف، 2010-2011.
- 33- بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في الأوراق المالية دراسة مقومات و الأدوات من وجهة نظر إسلامية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير و التجارية تخصص نقود و تمويل، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2007-2008.
- 34- بن عزوز عبد الرحمان، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2011-2012.

## قائمة المراجع

- 35-بن محياوي سميحة، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص تجارة دولية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015.
- 36-بلعيد سمية، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية، دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والتجارية، تخصص إدارة مالية، جامعة قسنطينة 2، 2013-2014.
- 37-بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، تخصص مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2006-2007.
- 38-بوعكاز نوال، حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية المخاطر المالية في ظل الأزمة المالية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية علوم التسيير تخصص دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة فرحات عباس سطيف، 2010-2011.
- 39-بني عامر زاهرة علي محمد، التصكيك ودوره في تطوير السوق المالية الإسلامية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير ، كلية الشريعة و الدراسات الإسلامية، تخصص الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2007-2008.
- 40-جابو سليم، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2001-2010، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011-2012.
- 41-جدي ساسية، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية-دراسة سوق ماليزيا- ، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير تخصص أسواق مالية وبورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015.
- 42-خزان عبد الحفيظ، تفعيل دور أسواق المالية وأثرها على نمو الاقتصادي دراسة"سوق عمان للأوراق المالية من 2002 إلى 2012"، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص أسواق مالية وبورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة 2013-2014.
- 43-سلماني عادل، دراسة العلاقة بين العائد و المخاطر على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي-دراسة حالة ماليزيا-، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص أسواق مالية وبورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2013-2014.

## قائمة المراجع

- 44-سمور نبيل خليل طه، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق" دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007.
- 45-سهام عيساوي، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال-دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي- أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015
- 46-شريط صلاح الدين، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجرية جمهورية مصر العربية " مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر 3، 2011-2012.
- 47-العائش ربيع بوصبيح، دور الهندسة المالية في خفض مخاطر المحافظ المالية تحليل دور استراتيجيات الخيارات في بناء المحفظة التحوط في السوق المالي القطري للفترة 2007-2011، رسالة مقدمة لنيل الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص مالية أسواق جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011-2012.
- 48- عبد القادر بن عيسى، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية-دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى ديسمبر 2010، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011-2012.
- 49-فيجل عبد الحميد، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الرأسمالي-تجربة ماليزيا نموذجا-رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير تخصص أسواق مالية و بورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015.
- 50-عبد الحي محمد عبد الحميد، استخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم المالية و المصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة حلب سوريا، 2014-2015.
- 51-غزال محمد، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، جامعة فرحات عباس سطيف، 2013-2014.
- 52-قط سليم، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة و سوق الأوراق المالية الإسلامية-دراسة مقارنة-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص نقود و تمويل، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015.

## قائمة المراجع

- 53- لعمش أمال، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية دراسة نقدية لبعض منتجات المصرفية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص دراسات مالية و محاسبة معمقة، جامعة فرحات عباس سطيف، 2011-2012.
- 54- المانبع رباح أمين، الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص نقود وبنوك، جامعة الجزائر 3، 2010-2011.
- 55- مسعودي حسام، واقع التداول الإلكتروني في السوق المالية السعودية خلال فترة 2000-2009، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص مالية وأسواق، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011-2012.
- 56- معتوق جمال، إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية-دراسة مقارنة بين سوقين ماليين- أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف المسيلة، 20015-2016.
- 57- نصبة مسعودة، نحو نموذج إسلامي رأسمال تجرية ماليزيا أنموذجا، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص نقود و تمويل، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2012-2013.
- \*الملتقيات و المؤتمرات:**
- 58- بن الضيف محمد عدنان، المسعود ربيع، أدوات الدين و بدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع-ورحانات المستقبل، جامعة غرداية، يومي 23-24/12/2011.
- 59- الجرف محمد سعدو، عقود الخيارات المالية في الفقه الإسلامي، التحوط في المعاملات المالية، الضوابط والأحكام، منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، 26-27/04/2010.
- 60- سحنون محمود، محسن سميرة، مخاطر المشتقات المالية ومساهماتها في خلق الأزمات ،ملتقى حول الأزمة المالية والاقتصادية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 2009/10/20.21.
- 61- قروف محمد كريم، الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الأول حول "الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل" المركز الجامعي غرداية، 23.24/02/2011
- 62- العايب وليد، بوخاري الحلو، إشكالية استخدام المشتقات المالية كأداة للتحوط من مخاطر في ظل الأزمات دراسة مقارنة بين المشتقات المالية التقليدية والصكوك الإسلامية، مؤتمر دولي حول منتجات وتطبيقات والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس سطيف 2015/05/5.6.
- 63- عماري صليحة، سعدان آسيا، الصكوك الإسلامية: تطوراتها وآليات إدارة مخاطرها ،الملتقى الدولي الثاني للصناعة المصرفية آليات ترشيد الصناعة المالية، مداخلة حول ،9.8/12/2013.

## قائمة المراجع

- 64-مفتاح صالح، ريمة العمري، الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تحقيق التنمية المستدامة، ملتقى حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قالمة، 3.4 / 2012/12.
- 65-لعمش أمل، شرفي سارة، أهمية منتجات الهندسة المالية في الصناعة المصرفية تجربة مصرف الإمارات الإسلامي في إصدار صكوك الإجارة، مؤتمر حول "منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة التقليدية والإسلامية، جامعة فرحات عباس سطيف، 5.6 / 2014/05.
- \*مجلات:
- 66-بن عمارة نوال، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية-البحرين- مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، عدد 2011، 09.
- 67-حاسين بن اعمر، آخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة حالة بورصة السعودية عمان، تونس، المغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2013، 20، ص 250.
- 68-فرحات منى خالد، توريق الدين التقليدي والإسلامي(دراسة مقارنة)، مجلة جامعة دمشق لعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 29، العدد 29، 2013.
- 69-قندوز عبد الكريم، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، العدد 20، 2007.
- 70-مرغاد لخضر، الهندسة المالية من منظور إسلامي مع الإشارة إلى تجارب بعض الدول، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 29، جامعة محمد خيضر بسكرة.
- 71-مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2009-2010.
- 72-مفتاح صالح والقط سليم، المشتقات المالية الإسلامية كبديل للمشتقات المالية الوضعية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية، مجلة الجلفة للعلوم للعلوم الإنسانية، العدد الاقتصادي، بدون ذكر سنة النشر.
- \*المراجع باللغة الأجنبية:

### -OUVRAGE :

73- Jean – Phillipe bouchaud ,Marc Potter, Theory of Financial RISK and dervative , 2<sup>eme</sup> edition , cambridge University press, 2003, United kingdom.

74- Slih N Neftci, Principle of financial engineering, Academic press ; Newyourk, 2008 .

### -RAPPORT :

75- Securities commission Malaysia, Annual Reports : 2008.2009.2010.2011.2012 2013.2014.2015,22/04/2017.09 :20.