

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير



العنوان

دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير أدوات التمويل في الأسواق المالية  
-دراسة حالة السوق المالي الماليزي-

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير  
تخصص: إدارة مالية

تحت إشراف الأستاذ (ة):  
قيرة عمر

من إعداد:

- بوجريو وسام
- كريد بشرى

رئيسا	جامعة جيجل	الأستاذ: عيمر عبد الحفيظ
مشرفا و مقررا	جامعة جيجل	الأستاذ: قيرة عمر
مناقشا	جامعة جيجل	الأستاذ: محصول نعمان

السنة الجامعية: 2022/2021

# دعاء

يا رب لا تدعني أصاب بالغرور إذا نجحت

و لا باليأس إذا فشلت

و ذكرني دائما أن الفشل هو التجارب التي تسبق النجاح....

يا رب إذا أعطيتني نجاحا فلا تأخذ تواضعي،

وإذا أعطيتني تواضعا لا تأخذ اعتزازي بكرامتي واجعلني من الذين

إذا أعطوا شكروا و إذا أودوا فيك صبروا و إذا

أذنبوا استغفروا

و إذا تقلبت بهم الأيام اعتبروا

# كلمة شكر

اللهم إن نشهدك أننا سلكننا طريقا نبتغي فيه علما فسهل لنا ربنا به طريقا إلى الجنة " ربنا أوزعنا أن نشكر نعمتك التي أنعمت بها علينا وعلى والدينا وأن نعمل صالحا ترضاه لنا وأدخلنا برحمتك في عبادك الصالحين نحمدك ربي ونسألك أن تجعل عملنا هذا خالصا لوجهك الكريم "

نشكر من كان رحمة للعالمين الذي هو مثالنا وقدوتنا في الدين، من أوصانا بطلب العلم سيدنا وحبیبنا ورسولنا الكريم الصادق الأمين محمد صلى الله عليه وسلم وعلى آله وصحبه الطاهرين صلاة وسلام إلى يوم الدين نتقدم بأسمى عبارات الشكر والتقدير إلى من ساعدنا طيلة فترة إنجاز هذا العمل الأستاذ المشرف " **قيرة عمر** " الذي أمد لنا يد العون ولم يبخل علينا بالمعلومات والنصح والتوجيه ثبته الله وجزاه ألف خير.

ونشكر كل الأساتذة الذين أشرفوا على تعليمنا من بداية مشوارنا الدراسي إلى غاية هذه المرحلة إلى كل من ساعدنا ولو بابتسامة صادقة أو كلمة طيبة.



إلى من خلقتني إنسانا وكرمني ببعض علمه إلى ربي الذي أحيا بفضلته أوجه له  
دعائي بالحمد والشكر على نعمته التي لا تعد لا تحصى.

إلى أعلى ما أملك في حياتي قدوتي ومرشدتي نبع الحب والعطاء "روح القلب...أمي"

إلى من أعطى حتى لم يبقى من العطاء وجود، ومهد لي طريق الوصول "أبي

الغالي"

إلى من تقاسموا معي الأيام بخلوها ومرها، وكانوا لي نعم السند إخوتي

زكرياء، أسماء، سلمى، فارس

إلى رمز البراءة وينبوع السعادة..... فلذة كبدي..... عماد الصغير

إلى صديقتي العزيزة ورفيقتي في هذا العمل "بشرى"

إلى رفيقاتي وصديقاتي سلمى، أميرة، كريمة، سميرة ....

إلى من حملهم قلبي ولم تسعهم صفحتي ....

أسأل الله أن ينفعني وإياكم بذلك، أنه قريب مجيب وما توفيقى إلا بالله عليه توكلت

وإليه أنيب

\*وسام\*



لك الحمد يا الهي يا كريم يا جبار، لك الحمد يا عزيز يا قهار صلي يا الهي وسلم على المصطفى  
المختار حبيبنا محمد ما تعاقب الليل والنهار

أهدي خلاصة جهدي وعملي الى أعلى ما أملك في الدنيا التي لا تكفيها العبارات الى أول اسم نطقت  
به شفاتي الى من لا أجد وسادة أفضل من حضنها اليك يا من الجنة تحت قدميك الى من حملتني  
وهن على وهن الى التي أسكنتني فؤادها قبل بيتها الى روح الروح وطبيبة الجروح

### حبيبتي أمي

الى **روح والدي** الطاهرة رحمه الله وجعل الجنة مثواه

أهدي العمل أيضا الى أخي العزيز **سهيل**

الى أخي **بشير** وزوجته

الى قرة العين وبهجة الصدر الى ابن أخي "**ايهاب**"

الى أختي نصيرة وزوجها جمال الى اولادهما "**هند، اباد و أسماء**"

الى أختي نادية وزوجها ادريس والبنتيهما "**هبة وياسمين**"

الى رفيق الدرب الى وزوجي العزيز محمد وغاليتي وحبيبتي وابنتي "**سيدة**"

الى كل الأهل والأقارب كل باسمه

الى صديقتي العزيزة ورفيقتي في هذا العمل "**وسام**"

الى من ذكرهم قلبي ولم يذكرهم قلبي

الى كل من صلي على الحبيب المصطفى صلي الله عليه وسلم

أهدي خلاصة جهدي وعملي

\***بشري**\*

# فهرس المحتويات

الصفحة	المحتويات
li	شكر و تقدير
lii	الإهداء
Vi	قائمة المحتويات
lx	قائمة الجداول
Xi	قائمة الأشكال
أ-ث	مقدمة
<b>الفصل الأول: الهندسة المالية الإسلامية</b>	
6	تمهيد
7	المبحث الأول: عموميات حول الهندسة المالية
7	المطلب الأول: مفهوم الهندسة المالية
9	المطلب الثاني: منتجات الهندسة المالية
14	المطلب الثالث: أغراض الهندسة المالية
15	المطلب الرابع: مخاطر الإستخدام الخاطئ للهندسة المالية
16	المبحث الثاني: الإطار النظري للهندسة المالية الإسلامية
17	المطلب الأول: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية
20	المطلب الثاني: أسس الهندسة المالية الإسلامية
22	المطلب الثالث: مناهج و إستراتيجيات الهندسة المالية الإسلامية
24	المطلب الرابع: ادوات و منتجات الهندسة المالية الإسلامية
31	خلاصة
<b>الفصل الثاني: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية</b>	
33	تمهيد
34	المبحث الأول: مدخل للأسواق المالية
34	المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية
36	المطلب الثاني: وظائف الأسواق المالية
37	المطلب الثالث: شروط قيام الأسواق المالية و عوامل نجاح فعاليتها
39	المبحث الثاني: هيكلة الأسواق المالية و مقومات نجاحها

39	المطلب الاول: مكونات الأسواق المالية
41	المطلب الثاني: هيكل الأسواق المالية
43	المطلب الثالث: أركان الأسواق المالية و مقومات نجاحها
49	خلاصة
<b>الفصل الثالث: دور الصكوك الإسلامية في السوق المالية الماليزية</b>	
51	تمهيد
52	المبحث الاول: دراسة سوق الأوراق المالية الماليزية
52	المطلب الاول: واقع سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية
53	المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية الماليزية
56	المطلب الثالث: منتجات الهندسة المالية الإسلامية في السوق الماليزي
58	المبحث الثاني: إصدار الصكوك و أثره في سوق الأوراق المالية الماليزية
58	المطلب الأول: واقع سوق الصكوك الإسلامية
63	المطلب الثاني: تطور سوق الصكوك الإسلامية الماليزية
68	المطلب الثالث: دور أنواع الصكوك في تفعيل سوق الأوراق المالية الماليزية
73	خلاصة
75	خاتمة
79	قائمة المراجع
83	ملخص



# قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
60	إصدار الصكوك من هيئات سيادية للمرة الأولى خلال الربع الثالث من 2014	01
61	إصدار الصكوك من شركات بارزة للمرة الأولى خلال الربع الثالث من 2014	02
62	إصدار الصكوك من هيئات متعددة الجنسيات	03
63	أهم أسواق الصكوك الإسلامية 2013-2014.	04

# قائمة الأشكال

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
59	تطور إجمالي الصكوك المصدرة عالميا خلال الفترة 2009-2014	01
65	تطور حجم الصكوك الماليزية خلال الفترة 2009-2014	02
67	أسواق الصكوك العالمية حسب البلد (الربع الثالث 2014)	03
68	إجمالي الصكوك العالمية حسب العملة (الربع الثالث 2014)	04
69	تطور إصدار صكوك المرابحة (2009-2014)	05
70	تطور إصدار صكوك المشاركة (2009-2014)	06
71	تطور إصدار صكوك المضاربة (2009-2014)	07
72	تطور إصدار صكوك الإجارة (2009-2014)	08

# المقدمة العامة

شهدت الفترة الأخيرة إهتماماً متزايداً بالأسواق المالية في الدول النامية و الدول المتقدمة على حد سواء، نظراً للدور الذي تؤديه في ميدان الحياة الاقتصادية، حيث تعتبر الأسواق المالية بمنزلة القلب النابض في الجهاز كونها عنصر مهم من عناصر النظام المالي.

ثم إن نجاح الأسواق المالية يعتمد على تنوع وتطور الأدوات المستخدمة فيها، وقد تطورت الأسواق المالية بشكل كبير إلا أنه في السنوات العشرة الأخيرة من القرن الماضي وبداية القرن الحالي ومع تكرار الأزمات المالية على غرار الأزمات المالية العالمية والتي أدت إلى انهيار العديد من الشركات، وتراجع أرباح العديد من المستثمرين في هذه الأسواق نتيجة المعاملات غير الأخلاقية والتي لا تتوافق مع ضوابط وأحكام الشريعة الإسلامية فتحوّلت الأنظار إلى أحكام الشريعة بداية من المؤتمر العالمي الأول للإقتصاد الإسلامي سنة 1976 حيث إزداد التركيز على الأدوات المتعامل بها، إلى أن برزت الهندسة المالية كأداة مناسبة لتفعيل الأسواق المالية وإدارة المخاطر، من خلال تصميم وابتكار أدوات مالية تجمع بين أحكام الشريعة الإسلامية وتفعيلات الإقتصاد وتنميته في نفس الوقت، وتعتبر الصكوك الإسلامية من أبرز الأدوات المالية في الهندسة المالية الإسلامية لدورها الهام في دعم وتطوير سوق رأس المال الإسلامي.

### إشكالية البحث

باعتبار الهندسة المالية الإسلامية الأداة الأنسب التي يمكننا تقديم مساعدة فعالة لتحقيق الأهداف الإستراتيجية التي تخطط لها المؤسسات المالية، فإن السؤال الجوهرى الذي تحاول هذه الدراسة الإجابة عليه يمكن صياغته على النحو التالي:

**ما هو دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير أدوات التمويل في الأسواق المالية؟ وما هو واقع وأثر**

**هذه الأدوات على سوق ماليزيا؟**

و من خلال هذه الإشكالية يمكن طرح الأسئلة الفرعية الآتية:

1- ما المقصود بالهندسة المالية ومنتجاتها؟

2- هل تساعد الهندسة المالية الإسلامية السوق المالي الماليزي في إيجاد منتجات وأدوات مالية جديدة؟

3- ما هي الأسواق المالية؟ وما هي مختلف وظائفها؟

4- ما هو حجم الهندسة المالية الإسلامية في السوق الماليزي؟

### فرضيات البحث

- 1- تقوم الهندسة المالية الإسلامية بالبحث وتطوير وابتكار أدوات مالية اسلامية في اطار التوجيهات الشرعية الاسلامية، والتي من شأنها أن ترفع مكانة السوق المالي الاسلامي.
- 2- تعتبر الهندسة المالية الإسلامية الأداة أو التقنية التي تستعملها المؤسسات لتحقيق أهدافها من أرباح، ومن جهة أخرى تقليل المخاطر وإدارتها عن طريق منتجات مالية جديدة كالسندات القابلة للاستدعاء.
- 3- تمثل الأسواق المالية قاعدة رئيسية ومطلب من متطلبات النمو الاقتصادي اذ لا يمكن لأي اقتصاد أن يحقق نتائج ملموسة دون رواج هذا السوق.
- 4- الأداة الأكثر استعمالاً والأسرع انتشاراً للحصول على التمويل الخارجي في التمويل الاسلامي هي الصكوك.

### أهمية الدراسة

تستمد هذه الدراسة أهمية من خلال ما اثير في الآونة الأخيرة من نقاشات حول مصداقية منتجات الهندسة المالية الإسلامية، والحاجة الى إيجاد منتجات تحقق الكفاءة الاقتصادية والمصداقية الشرعية خاصة، تبني الدول غير الإسلامية فكرة العمل وفق مبادئ النظام الاسلامي ومن ثم اتساع حجم النشاط المالي الاسلامي واشتداد المنافسة في المؤسسات المالية التقليدية.

### أهداف الدراسة

- فهم آلية عمل الأسواق المالية الإسلامية.
- التعرف على الضوابط و الأسس التي تقوم عليها الأسواق المالية الإسلامية.
- توسيع المعارف حول دور الهندسة المالية الإسلامية في ترقية و تطوير أدوات التمويل في السوق المالي.
- الخروج بنتائج تتعلق بمعايير نجاح الأسواق المالية الإسلامية

### المنهج المتبع و الأدوات المستخدمة

بالنظر الى طبيعة الموضوع وبيغية الوصول الى تحقيق أهداف الدراسة و الإحاطة بمختلف جوانبها، فان المنهج المتبع في هذه الدراسة يتمثل في المنهج الوصفي في الجانب النظري المتعلق بتقديم عام حول الهندسة المالية الإسلامية و كذا الأسواق المالية، أما المنهج التحليلي في الجانب التطبيقي، الذي يقوم على تجميع البيانات و المعلومات المرتبطة بالصكوك و الأسواق المالية، بإستخدام وسائل و

أدوات إيضاحية مختلفة كالجداول التوضيحية و الأشكال و المنحنيات البيانية، للوصول إلى نتائج واضحة و دقيقة يمكن تعميمها.

### أسباب اختيار الموضوع:

- لقد تم اختيار الموضوع لما له من أهمية اقتصادية في مجال الأسواق المالية، ومن بين أهم الأسباب التي دفعتنا الى اختيار الموضوع يمكن تلخيصها في النقاط التالية:
- 1- طبيعة التخصص والميول الشخصي للبحث أكثر في الأسواق المالية وتحدياتها.
  - 2- قلة البحوث المتعلقة بالدراسة التحليلية في مثل هذا الموضوع لاسيما على مستوى جامعة محمد الصديق بن يحي.
  - 3- باعتبار أن الأسواق المالية هي القلب النابض للاقتصاد.

### إطار الدراسة:

تتحصر حدود هذه الدراسة بين فترة من الزمن وفي مكان محدد وتم اختيار وحصر هذه الفترة بعد التحقق من المعطيات خلال السنوات (2009-2014) في السوق المالي الماليزي.

### الدراسات السابقة

بعد الاطلاع على الأبحاث والدراسات السابقة تناولت هذا الموضوع بشكل جزئي، فهناك من تناول موضوع الأدوات المالية الاسلامية، والآخر الأسواق المالية الاسلامية، والبعض الآخر قام بالدمج بينهما معا لكن بصيغ مختلفة ومن بين هذه الدراسات نجد:

-دراسة كتاف شافية، بعنوان دور الأدوات المالية الاسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالي الاسلامي سنة 2014: حيث قامت الباحثة من خلال الدراسة بتوضيح مفهوم السوق المالي الاسلامي وأنواعه وأدواته ومتطلبات انشائه كذلك عمليات تنظيمه وكيفية ادارته والدور الهام للأسهم والصكوك وصناديق الاستثمار في تنشيط عمليات السوق الاسلامي، والدور الكلي للهندسة الاسلامية في كيفية دمج سير عمل هاته المكونات المالية في صالح السوق المالي الاسلامي.

-دراسة سرارمة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008، سنة 2012: حيث قامت الكاتبة بالتعريف بالهندسة المالية وأهم مشتقاتها، حيث ركزت على معظم أنواع العقود المالية وكيفية ادارته، والدور الهام للأسهم والصكوك وصناديق الاستثمار في تنشيط عمليات السوق الاسلامي.



-دراسة سعيدة حرشوف بعنوان: سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق -دراسة حالة سوق ماليزيا- وهي عبارة عن رسالة ماجستير في علوم التسيير جامعة يحي فارس المدية، 2009، و كانت هذه الدراسة في معظمها نظرية، و لم تأخذ الدراسة التطبيقية الحجم الكافي، و تخصصت الدراسة في دراسة الضوابط الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية.

### صعوبات الدراسة

رغم الأهمية التي يحظى بها الموضوع، إلا انه لا يخلو أي بحث من صعوبات تواجه الطالب وإن كان ذلك على المستوى المنهجي أو المعرفي فلا بد من عثرات ومن بين الصعوبات التي واجهتنا نذكر:

- نقص الكتب التي تتناول الهندسة المالية الإسلامية.
- التوسع في الموضوع والصعوبة في الإلمام بجميع جوانبه.
- قلة الدراسات السابقة للموضوع.

### خطة الدراسة

من أجل الوصول إلى أهداف الدراسة وفقا لطبيعة المعلومات المتحصل عليها و للإجابة على الإشكالية المطروحة و التساؤلات الفرعية، تم تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول تمثلت في:

#### الفصل الأول: الهندسة المالية الإسلامية

و قد تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين، تطرقنا في المبحث الأول إلى عموميات حول الهندسة المالية من خلال تقديم مفهوم لها و أهميتها و منتجاتها و أغراضها، أما في المبحث الثاني فتطرقنا للإطار النظري للهندسة المالية الإسلامية من خلال التعرض إلى ماهيتها و مناهج و استراتيجياتها، و الأسس العامة و الخاصة بها.

#### الفصل الثاني: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية

و قد تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين، تطرقنا في المبحث الأول إلى مدخل للأسواق المالية من خلال تقديم مفهوم لها و التعرف على أهميتها و شروط إقامتها و المتعاملين فيها، أما المبحث الثاني تناولنا فيه هيكلية الأسواق المالية و مقومات نجاحها من خلال التعرف على أهم مكوناتها و أركانها.

#### الفصل الثالث: دور الصكوك الإسلامية في السوق المالية الماليزية

و قد تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين: تطرقنا في المبحث الأول على دراسة سوق الأوراق المالية الماليزية من خلال دراسة واقعها و منتجات الهندسة المالية الإسلامية في السوق الماليزي، أما المبحث الثاني تناولنا فيه إصدار الصكوك و أثره في سوق الأوراق المالية الماليزية، من حيث حجم الإصدارات و أهم أنواعها و أثرها في هذه السوق.

## الفصل الأول: الهندسة المالية الإسلامية

❖ المبحث الأول: عموميات حول الهندسة المالية

❖ المبحث الثاني: الإطار النظري للهندسة المالية الإسلامية.

### تمهيد:

أدى التغير المستمر في البيئة الاقتصادية والمالية إلى ضرورة البحث عن أدوات ومنتجات مالية جديدة، وفي ظل ما تشهده أسواق المال من تطور على نحو فعال بات من الضروري وضع المزيد من التركيز على العوامل الهامة لتحسين إجراءات إدارة المخاطر في المنشآت، واستجابة لذلك ظهر في السنوات الماضية وتحديدا في عالم المال مفهوم جديد أطلق عليه الهندسة المالية، حيث تمثل الأداة الأنسب التي يمكنها تقديم مساعدة فعالة لتحقيق الأهداف الاستراتيجية التي خططت لها منشآت الأعمال، وذلك برسم سياسات مالية قوية وابتكار منتجات وأدوات مالية جديدة وآليات واستراتيجيات مالية مرنة تتفاعل وتستفيد من التغيرات المستمرة في أسواق المال، أي محاولة جعل هذه التغيرات مفيدة بدلا من اعتبارها مصدر خطر عليها.

ومن خلال هذا الفصل سيتم محاولة التعرف على الهندسة المالية، أدواتها واستراتيجياتها وقد تم

تقسيم هذا

الفصل كالتالي:

المبحث الأول: عموميات حول الهندسة المالية

المبحث الثاني: الإطار النظري للهندسة المالية الإسلامية

### المبحث الأول: عموميات حول الهندسة المالية

تعتبر الهندسة المالية التقليدية الأداة الأنسب لتقديم المساعدة الفعالة لتحقيق الأهداف الإستراتيجية التي تخطط لها المؤسسات المالية الإقتصادية، وتسعى هذه المؤسسات إلى رسم سياسات مالية قوية لتطوير وابتكار منتجاتها و أدواتها المالية الجديدة، و للتعرف على الهندسة المالية تطرقنا في هذا المبحث إلى مفهومها، نشأتها، و منتجاتها، و كذا أغراضها بالإضافة إلى مخاطر الإستخدام الخاطئ للهندسة المالية.

### المطلب الأول: مفهوم الهندسة المالية

نعرض في النقاط التالية نشأة الهندسة المالية ومختلف التعاريف المتعلقة بها و أهميتها:

### الفرع الأول: نشأة الهندسة المالية

إن التطورات في الاقتصاد العالمي منذ السبعينيات من القرن العشرين جعل من الأسواق المالية ومؤسسات الوساطة المالية محاطة بمخاطر مالية أثرت بشكل واسع على عوائد إستثماراتها، الشيء الذي استدعى الصناعة المالية من أجل استحداث طرق و إستراتيجيات تمويلية جديدة تسمح بتلبية رغبات المتعاملين في الأسواق المالية مع تحقيق تدفقات نقدية معتبرة لاستثماراتهم سواء كانوا أفراداً، منشآت، مؤسسات مالية أو حكومات، و هذا ما عرف بثورة الابتكارات المالية في إدارة المخاطر وعمليات التحوط فالهندسة المالية نشأت في وسط اقتصادي عالمي عمته المخاطر و التغيرات المستمرة في القيم الإقتصادية الجزئية او الكمية، وفي ظل هذه الظروف ظهرت الحاجة للإنتقال إلى اقتصاد مالي متطور يولد مصادر استثمارية جديدة تخدم مصالح الأفراد و المؤسسات، وكذلك الدول أيضاً، كما يعزز التكتلات الاقتصادية.

إن ممارسة الابتكار قديمة جداً، حيث وجدت أدلة على استخدام صكوك متطورة في الائتمان الدفع و ترجع إلى حقبة الحملة الصليبية الأولى ما بين (1095-1099) ولقد وثق ذلك في رسائل التجار اليهود في القاهرة<sup>1</sup>.

وفي مطلع الثمانينات بدأت بورصة وول ستريت (بورصة نيويورك للو ا رق المالية) بالاستعانة ببعض الأكاديميين ذوي الشهرة العلمية الواسعة مثل Ficher blaak- Rechard roly في البحث عن كيفية تطوير منتجات أسواق رأس المال وذلك لتلبية حاجات المتعاملين المتزايدة و المتجددة، وكانت كلما زادت المنتجات تعقيداً كلما زادت الاستعانة بالأكاديميين، وفي منتصف الثمانينات أخذت هذه العملية

<sup>1</sup> ساسية جدي، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية، رسالة الماجستير، كلية العلوم الإقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014/2015، ص19.

إسما أكثر قبولاً وانتشاراً وهو الهندسة المالية، وهكذا ظهر مفهوم الهندسة المالية بشقيه العلمي و الأكاديمي على أنه مفهوم حديث غير أن الهندسة المالية قديمة قدم التعامل المالي<sup>1</sup>. وبعد ظهور مفهوم الهندسة المالية تم إنشاء الإتحاد الدولي لمهندسين الماليين في علم 1992 وذلك للإرتقاء بصناعاتها، حيث ضم الإتحاد 2000 عضو من شتى أنحاء العالم يمثلون الممارسين، الأكاديميين و المهنيين في المحاسبة و التمويل و الإقتصاد و القانون وتكنولوجيا المعلومات، حيث قام الإتحاد بصياغة مجموعة من المعايير لصناعة الهندسة المالية تركز على النظرية و التطبيق<sup>2</sup>.

### الفرع الثاني: تعريف الهندسة المالية

إن معظم تعاريف الهندسة المالية مستخلصة من وجهات نظر الباحثين الذين قاموا بتطوير النماذج والنظريات أو مصممي المنتجات المالية في المؤسسات المالية، سوف نناقش أهم تعريفات الهندسة المالية فيما يلي:

- **تعريف الهندسة المالية من وجهة نظر الإدارة المالية بالمؤسسات:** تعرف بأنها تلك العمليات التي تهدف إلى تعظيم قيمة المؤسسة، إدارة محفظة الأوراق المالية، تنظيم صفقات المبيعات بشكل يراعي مصالح كل من الزبون والشركة، وتنظيم صفقات الشراء بشكل يوازي مصالح كل من المورد والشركة.
- **تعريف الهندسة المالية من وجهة نظر الأسواق المالية:** من وجهة نظر الأسواق المالية فمصطلح الهندسة المالية يستعمل لوصف و تحليل البيانات المحصلة من السوق المالية بطريقة علمية، مثل الخوارزميات الرياضية أو النماذج المالية، بحيث تمكن تقنياتها للمهندسين الماليين من فهم أفضل لسوق المالية، من خلال دقة المعلومات وسرعتها لاتخاذ القرارات<sup>3</sup>.
- **تعريف الهندسة المالية من وجهة نظر الجمعية الدولية للمهندسين الماليين:** تتضمن الهندسة المالية التطوير والتطبيق المبتكر لنظرية المالية والأدوات المالية لإيجاد حلول للمشاكل المالية المعقدة ولإستغلال الفرص المالية، فالهندسة المالية ليست أداة، بل هي المهنة التي تستعمل الأدوات، علماً أن الهندسة المالية تختلف عن التحليل المالي، فمصطلح تحليل يعني تشييت الشيء لفهمه، أما مصطلح هندسة نقصد به بنية.

<sup>1</sup> سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص 91.

<sup>2</sup> ساسية جدي، مرجع سبق ذكره، ص 20.

<sup>3</sup> بلغامي وسيلة نجاه، الهندسة المالية الإسلامية بين الإنجاز و آفاق إعادة التنمية، مجلة الدراسات الاقتصادية المعقدة، رقم 06، 2017، ص 64.

- **تعريف فينرتي 1988:** تعنى الهندسة المالية بتصميم وتطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة، وتقديم حلول خلاقة ومبدعة للمشكلات المالي<sup>1</sup>.
- **تعريف جون مارشال:** يعرف الهندسة المالية على أنها استخدام أدوات مالية مثل المشتقات، للحصول على ميزات المزيج 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>2</sup>.

### الفرع الثالث: أهمية الهندسة المالية:

يمكن إبراز أهمية الهندسة المالية في النقاط التالية<sup>3</sup>:

- إن التعامل بالهندسة المالية يكون أقل تكلفة من التعامل بالموجودات الأساسية كالأسهم والسندات ؛
- يمكن للمؤسسات المالية والمصرفية والمستثمرين عموماً التحوط من المخاطر المحتملة وذلك باستعمال أموال أقل مما لو اشترت موجودات تظهر في الميزانية؛
- تقليل التكاليف للمصدرين والمستثمرين وترفع من العوائد وتوسع مجموعة بدائل التمويل والاستثمار وتقليل مخاطر الخسارة إذ ما أحسنت إدارة مخاطرها؛
- تدعم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية والمصرفية لزيائنها وتساهم في بناء محافظ مالية أكثر تنوعاً.

### المطلب الثاني: منتجات الهندسة المالية

لقد أدى انتشار مظاهر العولمة ومنها التطور التكنولوجي في الاتصالات والتوسع في عالم الاستثمار والتمويل، إضافة إلى ازدياد مخاطر تقلب أسعار العملات وأسعار الفائدة وارتفاع حجم الأموال الفائضة، كل ذلك أدى إلى ابتكار أدوات استثمارية غير تقليدية لجني الأرباح ونقل وتوزيع المخاطرة والمساعدة على توفير السيولة في السوق المالي وتحسين كفاءته تسمى "المشتقات المالية".

<sup>1</sup> بن علي بلعوز، إدارة المخاطر-المشتقات المالية- الهندسة المالية، الورق للنشر و التوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2013، ص 406.

<sup>2</sup>John Marshall, **Dictionary of Financial Engineering**, Wiley series in financial Engineering, New York, John Wiley&Sons, 2000, p79.

<sup>3</sup> جليل كاظم مدلول العارض، وعلي عبودي نعمة الجبوري، الهندسة المالية وأدواتها المشتقة، مفاهيم نظرية وتطبيقية، دار المنهجية، عمان، 2016، ص20.

### الفرع الأول: تعريف المشتقات المالية

عرف بنك التسويات الدولية (BIS) وهو أحد المؤسسات التابعة لصندوق النقد الدولي (FMI) المشتقات المالية بأنها "عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار لأصل المال في هذه الأصول. وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العقود، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد يصبح أمراً غير ضروري"<sup>1</sup>.

بينما عرفت المجموعة الاستشارية لنظم المحاسبة القومية المشتقات المالية بأنها "أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر، أو سلعة، والتي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في الأسواق المالية. أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد. وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدماً استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار. وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر، والتحوط ضد المخاطر، والمراجعة بين الأسواق وأخيراً المضاربة"<sup>2</sup>.

مما سبق نستنتج أن المشتقات المالية عبارة عن عقود مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد (مثل السندات والأسهم والسلع والنقد الأجنبي.... الخ)، وهي تستخدم غالباً لغرض التحوط ضد مخاطر التغير المتوقع في أسعار تلك الأصول.

### الفرع الثاني: أنواع المشتقات المالية

#### 1- العقود الآجلة:

تعد العقود الآجلة الصورة الأولى للعقود المستقبلية حيث ظهرت تلك العقود لتسهيل حصول الإمبراطورية الرومانية على احتياجاتها من الحبوب في مصر، ثم تطورت تلك الأسواق لتسهيل السلع الزراعية و من ثم البنترول و النحاس و غيرها، ويعود السبب الرئيسي لظهور هذه العقود تخفيض أو تجنب المخاطر الناتجة عن تغير الأسعار، وللتغلب على عدم التأكد من المستقبل سواء بالنسبة للسعر أو كمية الحصول المطلوبة بغرض التحوط.

حيث عرف " Kleibard Edward " العقد الآجل بأنه عقد ثنائي خاص مؤجل التنفيذ والذي يقتضي تسليم كمية معينة من الملكية بسعر محدد في تاريخ محدد في المستقبل، ولا يطالب أطراف العقد بإيداع أي ضمان<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> عصام الدين أباضة، العولمة المصرفية، دار النهضة العربية، مصر، 2010، ص 371.

<sup>2</sup> بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستخدمة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية الدولية، جامعة سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص 04.

<sup>3</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 208.

مما سبق نستنتج أن العقد الآجل هو عقد بين طرفين ينص على بيع أو شراء قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر يتم تحديده بصورة مسبقة عند إنشاء العقد، حيث يتم التسليم والتسوية في تاريخ محدد في المستقبل يتم الاتفاق عليه وقت التعاقد.

وكما تنقسم العقود الآجلة إلى نوعين رئيسيين هما:

• **العقود الآجلة لأسعار الفائدة:** تستخدم هذه العقود في الحماية من تقلبات أسعار الفائدة وهنا يتم الاتفاق على سعر الفائدة عن قرض معين يتم الحصول عليه في المستقبل ويتم تثبيت سعر الفائدة من تاريخ الاتفاق وحتى تاريخ التنفيذ.

• **العقود الآجلة لأسعار الصرف:** هي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية مقابل عملة محلية، وذلك في تاريخ آجال ويسعر يتم الاتفاق عليه عند إبرام العقد و يثبت حتى تاريخ التنفيذ، وتستخدم هذه العقود للحماية ضد مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، فإذا قام الطرف (أ) ببيع بضاعة على الحساب للطرف (ب) في دولة أخرى على أن يقبض ثمنها بعد ستة أشهر مثلا بالعملة الأجنبية، وتوقع (أ) أن تنخفض قيمة العملة الأجنبية مستقبلا فإن بإمكانه أن يبيع العملات الأجنبية هذه من خلال السوق بسعر صرف يتم الاتفاق عليه آنيا على أن يتم التسليم بعد ستة أشهر وبذلك فإن أي انخفاض بالعملة الأجنبية لن يؤثر على صاحب المبلغ الذي سوف يقبضه بالعملة المحلية.

### 2- العقود المستقبلية :

" العقود المستقبلية هي عقود قانونية ملزمة تمثل اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر معين، ويتم تداولها في البورصات، و من أجل جعل التداول ممكنا تحدد البورصة سمات معيارية معينة للعقد، ونظرا لأن طرفي العقد لا يعرفان بعضهما البعض بالضرورة فإن البورصة توفر آلية تعطي كلا من الطرفين ضمانا بأن العقد سوف يحترم"<sup>1</sup>.

كما عرفت العقود المستقبلية بأنها عقود لشراء السلع أو أصول مالية يتم استلامها أو تسليمها في وقت محدد في المستقبل ويتيح لأحد أطراف العقد شراء أو بيع أصل معين إلى طرف آخر بسعر محدد متفق عليه مسبقاً يسمى بالسعر المستقبلي على أن يتم التسليم أو تنفيذ الاتفاق في تاريخ لاحق هو تاريخ استحقاق العقد<sup>2</sup>.

و نجد فيها نوعان:

- **مستقبليات السلع:** تتضمن بيع و شراء البضائع على أن يتم التسليم في المستقبل.

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة)، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، القاهرة، مصر، 2001، ص

16.

<sup>2</sup> دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر، عمان، 2007، ص 411.



-مستقبلات الأوراق المالية: و تنقسم أيضا الى:

- **مستقبلات أسعار الفائدة** : المستقبلات المالية ساعدت على نقل المخاطرة لحاملي السندات الذين يتأثرون بتقلبات أسعار الفائدة، و أن هذه العقود يمكن أن تخلق فرصا جديدة للذين يتعرضون لمخاطر التغير في أسعار الفائدة لتحوط من هذه المخاطر.
- **مستقبلات مؤشرات الأسهم**: هي أدوات للمضاربة عالية السيولة إذ يستطيع المستثمرون الدخول مباشرة إلى أسواقها و شراء تلك العقود و مؤشرات الأسهم، تمثل التزام لتسليم كمية من النقد في تاريخ التسوية، ولا يوجد هناك تسليم فعلي لأي أسهم إلى المشتريين.
- **مستقبلات العملات**: هي أحد أنواع العقود المستقبلية التي يتم فيها على بيع و شراء كمية محدودة من العملات الأجنبية، توفر هذه العقود مرونة عالية لتقليل المخاطر الناتجة عن التغيرات في أسعار صرف العملات.

### 3- عقود المقايضة أو المبادلة:

تعرف عقود المبادلات بأنها "الالتزام تعاقدى بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين مقابل تدفق أو أصل آخر وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد". وتحدد عقود المقايضة طبيعة الأصل وقيمة المدفوعات والسعر الآجل لمقايضة العملة المتفق عليها وفترة العقد<sup>1</sup>.

وتعرف كذلك بأنها "اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من أصل مالي أو عيني مقابل أصل آخر. ويتم تبادل الأصول في تاريخ لاحق"<sup>2</sup>.

مما سبق نستنتج أن عقود المبادلات تمثل عقود لمبادلة أدوات مالية بين طرفين بأسعار وشروط محددة، يتم تنفيذها في المستقبل.

لعقود المبادلات ثلاثة أنواع هي:

**مبادلات أسعار الفائدة**: يمكن انشائها بتكلفة منخفضة جدا، و بكلفة أقل من كلفة أخذ قروض بأسعار فائدة ثابتة، و استثمار القروض بسندات ذات أسعار متغيرة لدفع فوائد ثابتة، و استثمار القروض بسندات ذات أسعار متغيرة لدفع فوائد الشركة المتغيرة.

**مبادلات العملة**: تتضمن مبادلة العملات في ابط صورها مبادلة أصل و مدفوعات ثابتة على قرض بعملة ما بأصل قرض و مدفوعات ثابتة على القرض مكافئ تقريبا بعملة أخرى، و يمكن استخدام مبادلة العملة في تحويل القرض بعملة ما إلى قرض بعملة أخرى.

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 417.

<sup>2</sup> عصام الدين أحمد أباضة، مرجع سبق ذكره، ص 389.

المبادلة الخيارية: هي عقد خيار لمبادلة أسعار فائدة يعطى حامله الحق و ليس الالتزام للدخول في صفقة مبادلة أسعار فائدة ثابتة أو متغيرة، خلال مدة مستقبلية محددة بشروط يتم الاتفاق عليها وقت التعاقد على الخيار، فالغرض من المبادلة الخيارية هو إتاحة الفرصة للعميل للاستفادة من أسعار الفائدة المنخفضة خلال فترة زمنية قادمة<sup>1</sup>.

### 4- عقود الخيار:

من أهم التعاريف المقدمة لعقود الخيار ما يلي<sup>2</sup>:

عرف "ستيف كرول" عقد الخيار بقوله: "هو عقد بين مشتري ويأع يعطي للمشتري حقاً في أن يبيع وأن يشتري أصلاً معيناً بسعر محدد سلفاً خلال فترة زمنية معينة محددة مسبقاً. ويلتزم البائع بمقتضى هذا العقد بتنفيذه إذا ما طلب إليه ذلك وذلك بشراء أو بيع الأصل محل التعاقد بالسعر المتفق عليه، بينما يمارس الشاري حقه في تنفيذ العقد أو فسخه دون أي التزام من جانبه تجاه الطرف الآخر".  
بينما عرفه "شانس" "بأنه عقد بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري ، يعطى الشاري حقاً - وليس التزاماً- عليه أن يشتري أو أن يبيع شيئاً ما في تاريخ لاحق بسعر متفق عليه عند تحرير العقد".  
أما "بنتون وروبرت بروكس" فقد عرف عقد الخيار بمعنى قريب من التعريفين السابقين وذلك على الوجه التالي:

"الخيار عقد يعطى حامله الحق دون أن يكون التزاماً بأن يشتري أو يبيع أصلاً بالسعر الوارد بالعقد وقبل نفاذ فترة سريانه".

مما سبق نستنتج أن عقود الخيارات تمثل اتفاقاً شخصياً بموجب عقد لتنفيذ أو عدم تنفيذ عملية شراء أو بيع لمقدار محدد من أصل مالي في المستقبل بسعر يحدد وقت الاتفاق، وذلك نظير عمولة للبائع عند التعاقد ويحصل البائع على عمولة سواء تم تنفيذ العملية أو لم تنفذ.

### الفرع الثالث: خصائص المشتقات المالية

تتصف المشتقات المالية بالخصائص التالية<sup>3</sup>:

- يتم تنفيذ وتسوية عقود المشتقات المالية في تاريخ مستقبلي؛

- تتغير قيمة المشتقات المالية استجابة للتغير الحاصل في سعر الصرف، سعر الفائدة أو سعر الأوراق المالية أو أية مؤشرات ائتمانية أخرى . بمعنى آخر ترتبط العقود المالية المشتقة بسعر فائدة محدد أو سعر صرف أجنبي أو سعر سلعة ما أو مؤشر أسعار أو مؤشرات ائتمانية؛

<sup>1</sup> - محمد مطر ، ادارة الاستثمارات ( الاطار النظري و التطبيقات العملية)، الطبعة الثالثة ، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان، 2004، ص 360.

<sup>2</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص ص 153-154.

<sup>3</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص398.

- تشتق قيمة العقود من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد، مثل سعر الصرف سعر الصرف الحالي أو سعر الفائدة الحالي؛
- تستخدم عقود المشتقات المالية للتحوط و ضد المخاطرة نتيجة التغير في تلك الأصول؛
- تتيح عقود المشتقات المالية تحديد سعر السلعة، الصرف، الفائدة، الورقة المالية محل التعاقد؛
- تتسم المشتقات المالية بالتعقيد، فقد يتم تصميمها لمقابلة الحاجات الخاصة للمستخدمين النهائيين وبالتالي قد يكون استخدام تلك الأدوات غير واضح بالإضافة إلى كيفية تقويمها والمحاسبة عنها وكيفية تحقيق الأهداف الاقتصادية المرغوبة الأمر التي يترتب عليه مشاكل أساسية ناتجة عن سوء فهم شروط وأثار عقد مشتقات معين، مما قد يؤدي إلى تعرض المؤسسة المالية للارتباك المالي؛
- أحيانا تتصف بعض أسواق المشتقات المالية بعدم السيولة، وبالتالي صعوبة تسوية بعض أنواع عقود المشتقات، علاوة على مشاكل أخرى تتعلق بعمليات تقييمها أو تصفية وإزالة المراكز المفتوحة المرتبطة بها؛
- عقود مالية تتعلق بعمليات خارج الميزانية حيث لا يتم إثباتها داخل الميزانية، وهو ما يعرف ببند خارج الميزانية.

### المطلب الثالث: أغراض الهندسة المالية

تسعى الهندسة المالية إلى تحقيق ثلاثة أغراض أساسية تتمثل في:

#### أولاً: التحوط

- إن المقصود من التحوط هو التقليل من المخاطر التي يمكن أن تحدث، والهدف الأساسي لعملية التحوط هو إدارة المخاطر والتحكم فيها، ويكون ذلك من خلال استخدام مجموعة من الأساليب التي تركز في مجملها على تنويع الأصول المالية أو نقل المخاطر إلى أطراف أخرى من خلال الاستثمار في منتجات مبتكرة لهذا الغرض أو عن طريق اجتناب هذه المخاطر كلية كما هو معمول به في التأمين<sup>1</sup>، وللتحوط من مختلف المخاطر التي تواجه المستثمرين هناك إستراتيجيتين لذلك:
- إستراتيجية التحوط باستخدام مركز قصير: حيث تسمح هذه الإستراتيجية للمستثمر بأن يبيع أصلا ماليا أو سلعة وفق عقد ينفذ مستقبلا، فيتجنب مخاطر انخفاض الأسعار من خلال الاحتفاظ بمركز قصير في السوق المستقبلي، ويحقق ذلك الربح المتمثل في الفرق بين السعر السوقي للأصل أثناء التنفيذ (السعر المنخفض) وسعر البيع المتفق عليه في العقد (السعر المرتفع) ومثال ذلك: عملية البيع على المكشوف.
  - إستراتيجية التحوط باستخدام مركز طويل: وتسمح هذه الإستراتيجية للمستثمر بأن يشتري أصلا ماليا أو سلعة وفق عقد ينفذ مستقبلا، فيتجنب مخاطر ارتفاع الأسعار من خلال الاحتفاظ بمركز طويل في السوق

<sup>1</sup> أمال لعش، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2011، ص 69-70.

المستقبلي، ويحقق بذلك الربح المتمثل في الفرق بين السعر السوقي للأصل أثناء التنفيذ (السعر المرتفع) وسعر البيع المتفق عليه في العقد (السعر المنخفض).

### ثانياً: المراجعة

تعتبر المراجعة من بين العمليات التي تمكن بعض المستثمرين من الحصول على أرباح لا يمكن لأي كان أن يحصل عليها وذلك بسبب عدم التوازن في السوق، حيث يقوم المستثمر بشراء السلعة ذات السعر المنخفض في السوق وبيعها في سوق آخر تكون فيه هذه السلعة مرتفعة الثمن وهو بذلك يستفيد من الفرق بين السعرين، وهذه كفيلة بإرجاع السوق إلى حالة التوازن بسبب حدوث ارتفاع في الأسعار المنخفضة وانخفاض في الأسعار المرتفعة.

تهدف الهندسة المالية من خلال المراجعة إلى ابتكار فرص خالية من المخاطر في ظل سوق تتميز بعدم الكفاءة بمعنى وجود تباين في الأسعار بين مختلف الأسواق، وهي فرصة لزيادة معدلات العائد المتوقع وتخفيض تكلفة التمويل إلى مستوى محدد من المخاطر غير أنها لا تخلو من المخاطر لأنها تقنية تحتوي على إجراءات متزامنة لعملية الشراء والبيع<sup>1</sup>.

### ثالثاً: المضاربة

تعتبر المضاربة عملية تداول الأوراق المالية بهدف تحقيق الربح من توقع الأسعار في المستقبل، اعتماداً على المعلومات التي يجمعها المضارب ويحلها أو في بعض الأحيان يصنعها. ويختلف المضاربون باختلاف توقعاتهم بشأن أسعار الأصول المتداولة، فجد المضارب على الصعود وهو المضارب الذي يعتقد أن الأسعار تأخذ اتجاهها تصاعدياً، فيقوم بشراء أوراق مالية في الوقت الحاضر على إن يبيعها بسعر مرتفع مستقبلاً محققاً ربحاً من الفرق بين السعرين، أما المضارب على الهبوط فهو الذي يعتقد أن الأسعار تنحدر نحو الانخفاض فيقوم ببيع الأوراق المالية في الحاضر على أمل شرائها بسعر أقل في المستقبل<sup>2</sup>.

### المطلب الرابع: مخاطر الإستخدام الخاطئ للهندسة المالية

بصفة عامة يؤدي الإستخدام الخاطئ لأدوات الهندسة المالية إلى مخاطر جسيمة وافلاس الشركات وتدهور أسواق المال، فالمقامرة وعدم حساب المخاطر وغياب الرقابة على أسواق المال وعدم تدخل البنوك المركزية تؤدي جميعها إلى خسائر كبيرة، ومثال ذلك المضاربة على أسعار الفائدة دون تطبيق معايير مخاطر الأسواق.

<sup>1</sup> ساسية جدي، مرجع سبق ذكره، ص ص 35-36.

<sup>2</sup> أمال لعمش مرجع سبق ذكره، ص 36.

ومن أهم العمليات الخطرة في تطبيق الهندسة المالية (عمليات الاستثمار في المشتقات المالية وعدم وضع حدود للمضاريات في أسواق العقود الآجلة للشراء أو البيع) ما يلي<sup>1</sup>:

- الاستثمار في السندات الوهمية مثل ما قامت به بعض البنوك في أوروبا وترتب عليه إفلاس بنك الاعتماد والتجارة وبناء هيراشتار الألماني؛
- المقامرة على حجم الرافعة المالية في أسواق إعادة الشراء والمنتجات المالية المركبة (فقد يعتمد المنتج المالي المركب على بعض الأدوات المالية الخطرة المثقلة بالديون)؛

ونذكر أيضا<sup>2</sup>:

- عدم توفر المعلومات الكافية عن البورصات العالمية للمدير ضد التقلبات الكبيرة والمتكررة في أسواق الاستثمارات مثل تقلبات سعر الفائدة أو سعر الصرف؛
  - المخاطر الناجمة عن استعمال الخيارات المالية، وهي منتج عن الخطأ في تقديرات الخطر هنا إذا فشل المشتري في الرهان ولم يصل سعر البضاعة إلى المستوى المتوقع حيث تصبح قيمة الخيار المالي صفرا لذلك يجب استخدام مؤشرات أسواق الخيارات الاستثمار؛
  - يؤدي غياب الحيطة والحذر في إدارة الخيارات المالية إلى خسائر فادحة؛
  - ترجع المخاطر في المشتقات المالية أيضا إلا أن قيمة الاستثمار فيها لا تدفع بالكامل مقدما ولكن تدفع هوامش فقط، وعندما تتم المطالبة فهي تطلب بالكامل، كما ترجع إلى المنافسة الشرسة في أسواق المشتقات المالية في العالم وتخفيض شروط الهوامش المطلوبة، على العقود واصدار أنواع من العقود التي لا يتم تداولها داخل مقتصرات البورصة ولكن خارجها؛
- إن استخدام الحكومات للمشتقات المالية كعنصر جذب للعملة الأجنبية دون تحليل المخاطر يؤدي إلى زيادة الطلب على المشتقات لتعويض خسائر العمليات التقليدية.

### المبحث الثاني: الإطار النظري للهندسة المالية الإسلامية

تعتبر الهندسة المالية الإسلامية مصدرا من مصادر الإبداع والابتكار الذي تحتاج إليه المؤسسات المالية بمختلف أنواعها. فتمثل الهندسة المالية الإسلامية البديل الإسلامي للهندسة المالية التقليدية من خلال آليات ومنتجات ذات كفاءة مبنية على الاقتصاد الحقيقي وقادرة على مواجهة التغيرات الاقتصادية ووقوع الأزمات ومنه الخروج بمقدرة التمويل الإسلامي.

حيث تطرقنا في هذا المبحث إلى مفهوم الهندسة المالية الإسلامية، أسسها، مناهجها، و إستراتيجيات تطويرها.

<sup>1</sup> بن علي بلعزوز و آخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 208-209.

<sup>2</sup> هشام فوزي دباس العبدوي، مرجع سبق ذكره، ص ص 102-103.

### المطلب الأول: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية

يعد مصطلح الهندسة المالية الإسلامية من المستجدات في الصناعة المالية العالمية الأمر الذي يستوجب علينا التعرف على مفهوم ومدلول الهندسة المالية في إطار الشريعة الإسلامية، إضافة إلى خصائصها و أهميتها.

### الفرع الأول: تعريف الهندسة المالية الإسلامية

يقصد بالهندسة المالية الإسلامية بأنها مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة مع صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار أحكام الشريعة الإسلامية<sup>1</sup>.

والملاحظ من التعريف أعلاه أن هناك اختلاف جوهري بين الهندسة المالية الإسلامية ونظيرتها التقليدية وهو ضرورة ابتكار وتطوير الأدوات التمويلية... الخ، بمعنى أن الأدوات المالية المبتكرة بعيدة عن المعاملات المحرمة وغير المشروعة وعلى هذا فتتضمن الهندسة المالية الإسلامية العناصر التالية<sup>2</sup>:

- ❖ ابتكار أدوات مالية جديدة؛
  - ❖ ابتكار اليات تمويل جديدة؛
  - ❖ ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية مثل إدارة السيولة أو الديون أو إعادة صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع؛
  - ❖ أن تكون الابتكارات المشار إليها سابقا سواء في الأدوات أو العمليات التمويلية موافقة للشرع مع الابتعاد بأكبر قدر ممكن من الاختلافات الفقهية أي أن تتميز بالمصادقية الشرعية.
- ومن التعاريف السابقة نستنتج أن الهندسة المالية الإسلامية هي تصميم وتطوير وتنفيذ الأدوات وآليات مالية مبتكرة، وصياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وفقا لمبادئ وقواعد الشريعة الإسلامية.

### الفرع الثاني: خصائص الهندسة المالية الإسلامية

تتميز الهندسة المالية الإسلامية بمجموعة من الخصائص تذكر منها:

<sup>1</sup> العجيلي ساسي زميم، إستراتيجيات الهندسة المالية الإسلامية وإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، مجلة دراسات الإقتصاد و الأعمال، م4، ع1، يونيو 2016، ص 103.

<sup>2</sup> محمد الأمين خنيوة، منتجات الهندسة المالية الإسلامية الواقع و التحديات و مناهج التطوير، مجلة الواحات للبحوث و الدراسات، ع12،

2011، ص 642.

### -المصادقية الشرعية

ويقصد بالمصادقية الشرعية أن تكون المنتجات الإسلامية متوافقة مع الشريعة الإسلامية ويتضمن ذلك الخروج من الخلاف الفقهي قدر المستطاع فليس الهدف الأساس من الهندسة المالية الإسلامية ترجيح الآراء الفقهية على بعضها البعض وإنما الهدف منها الوصول إلى حلول مبتكرة تكون محل اتفاق قدر الإمكان<sup>1</sup>.

### - الكفاءة الاقتصادية

إن التطرق لمفهوم الكفاءة الاقتصادية يستدعي البحث في المفاهيم التالية الربح القياسي، الربح البديل والتكلفة تتميز الهندسة المالية الإسلامية بالإضافة إلى المصادقية عن طريق توسيع الفرص الاستثمارية في مشاركة المخاطر وتخفيض تكاليف المعاملات وتكاليف الحصول على معلومات وعمولات الوساطة والسمسة.

والمصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية ليستا منعزلتين عن بعضهما بل في غالب الحالات نجد أن البحث عن الكفاءة الاقتصادية يؤدي إلى حلول أكثر مصادقية والعكس صحيح<sup>2</sup>.

### - الإبتكار الحقيقي بدل التقليدي

يعتبر التنوع المتوفر في المنتجات المالية الإسلامية تنوعا حقيقيا وليس صوريا كما هو في أدوات الهندسة المالية التقليدية، حيث أن كل أداة من أدوات الهندسة المالية الإسلامية لها طبيعة تعاقدية وخصائص تميزها عن غيرها من الأدوات الأخرى، وهذا من منطلق أن المقصود من الهندسة المالية الإسلامية هو أن يلبي مصلحة حقيقية للمتعاملين الاقتصاديين في الأسواق وليس مجرد عقد صوري من العقود الوهمية وهو ما يؤكد القيمة المضافة للإبتكار<sup>3</sup>.

### الفرع الثالث: أهمية الهندسة المالية الإسلامية

تكمن أهمية الهندسة المالية الإسلامية في<sup>4</sup>:

- توفير التكاليف لما يتحقق من وفورات الحجم الكبير فالمصاريف الإدارية العامة وتكلفة الخدمات المالية تتوزع على حجم أكبر؛

<sup>1</sup> مرضي بن مشوح العلزي، فقه الهندسة المالية الإسلامية-دراسة تأصيلية تطبيقية-، ط1، شبكة الألوكة، 2015، ص39.

<sup>2</sup> عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز لاقتصاد الاسلامي، الجزائر، المجلد2، العدد2، المملكة العربية السعودية، 2007، ص23.

<sup>3</sup> العجيلي ساسي زميم، مرجع سبق ذكره، ص 106.

<sup>4</sup> أمال لعمش، مرجع سبق ذكره، ص 90.

- ابتكار منتجات مالية إسلامية جديدة بدعم استقطاب للأموال وبالتالي يزيد من القدرة التمويلية للمؤسسة المالية الإسلامية خصوصا إذا تأكد أصحاب الأموال من ان المعاملات المالية عالية مما قد يخالف الشريعة الإسلامية؛
- المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية على حد سواء؛

ونذكر أيضا:

- إن الهندسة المالية الإسلامية هي البديل والعلاج لبعض المشاكل والأزمات المالية التي يشهدها العالم بسبب المعاملات غير الملتزمة بضوابط الشرع الحنيف؛
- إن الهندسة المالية الإسلامية يجمعها عنصري المصادقية الشرعية و الكفاءة الاقتصادية العملية تضمن استمرارية النظام الإسلامي وحماية اقتصاده من التأثير بالأزمات الاقتصادية الخائفة المتتابة.

### الفرع الرابع: أسباب ظهور الهندسة المالية الإسلامي

وفيما يلي أهم الأسباب التي ساهمت في ظهور الهندسة المالية الإسلامية<sup>1</sup>:

- انضباط قواعد الشريعة الإسلامية: إن قواعد الشريعة الإسلامية خاصة بالتبادل وإن كانت شبه معدومة لكنها منضبطة وموحدة، وعليه فإن قبول تعاملات تلبى احتياجات الناس بصورة كفاءة اقتصاديا يظل مرهونا بعدم منافاة القواعد، واستيفاء هذا الشرط قد لا يكون عسيرا، لكنه بحاجة إلى استيعاب للقواعد والمقاصد الشرعية، وفي نفس الوقت إدراك وتقدير لاحتياجات الأفراد الاقتصادية، والجمع بينها يتطلب قدرا من البحث والعناية حتى يتمكن الوصول إلى الهدف المنشود، فالهندسة المالية الإسلامية مطلوبة للبحث عن الحلول التي تلبى الاحتياجات الاقتصادية مع استيفاء متطلبات القواعد الشرعية.
- تطور المعاملات المالية: تجمع المعاملات في الإسلام بين الثبات والتطور أو المرونة، فالربا والغش والاحتكار من الأشياء التي حرمها الإسلام، فالبيع حلال لكن نقود اليوم ليست كنقود عصر التشريع، ومن سلع اليوم ما لم يعرفه العالم من قبل واستحدثت أشكال يتعامل بها الأفراد في بيوعهم وما دام البيع يخلو من المحذور فيمكنه أن يأخذ الكثير من الأشكال لهذا كان لابد لمن يدرس فقه المعاملات المعاصرة أن يميز بين الثابت والمتطور وأن ينظر إلى التكيف الشرعي للصور المستحدثة حتى يتمكن من بيان الحكم الشرعي ومن ثم إيجاد البدائل إن أمكن ذلك.

<sup>1</sup> صالح مفتاح و ريمة عمري، الهندسة المالية الإسلامية و دورها في تحقيق التنمية المستدامة، ملتقى دولي حول مقومات تصنيف التنمية المستدامة في الإقتصاد الإسلامي، جامعة ورقلة، يومي 3 و 4 ديسمبر 2012، ص 229.



إن فتطور المعاملات المالية في العصر الحاضر وتزايد عوامل المخاطر وعدم التأكد وتغير الأنظمة الحاكمة للتمويل والتبادل الاقتصادي جعل الاحتياجات الاقتصادية معقدة ومتشعبة وزاد من الحاجة إلى البحث عن حلول ملائمة.

- **المنافسة مع المؤسسات المالية التقليدية:** يعد 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.

- **مواجهة التحديات التي تواجه المؤسسات المالية الإسلامية:** إن التحديات التي تواجه المؤسسات الإسلامية كثيرة ومتشعبة، ولعل غياب الهندسة المالية الإسلامية يعتبر من أهم تلك التحديات، وهو ما تشير إليه الدراسات التطبيقية، حيث أشنت العديد منها أن أهم خطر يواجه المؤسسات المالية الإسلامية هو غياب أو ضعف الابتكار المالي الموافق للشريعة بهذه المؤسسات، من هنا تبرز لنا ضرورة وأهمية وجود الهندسة المالية.

### المطلب الثاني: أسس الهندسة المالية الإسلامية

تضمنت الشريعة الإسلامية أسس ضرورية لقيام الهندسة المالية الإسلامية حيث يقول صلى الله عليه وسلم: (من سن في الإسلام سنة حسنة فله أجرها وأجر من عمل بها إلى يوم القيامة لا ينقص ذلك من أوزانهم شيئا، ومن سن في الإسلام سنة سيئة فعليه وزرها ووزر من عمل بها إلى يوم القيامة لا ينقص ذلك من أوزانهم شيئا) (رواه مسلم)، هذا الحديث الشريف يمثل الأساس الأول في الحث على الإبداع والابتكار الذي ينعف المسلمين ويحقق المصلحة الشرعية<sup>1</sup>.

كما يتصف الحديث بالأمور التالية<sup>2</sup>:

- أنه حديث أو جديد، لأنه وجه أنظار الناس على شيء لم يكونوا قد عملوا به من قبل؛
- أنه في الإسلام، أي في المجتمع الإسلامي و في البيئة الإسلامية و ظاهر العبارة تشير إلى أن المقصود من السنة المبتكرة هو إتباع الإسلام، و إن كان هذا القصد وحده لا يكفي في اعتبار العمل نفسه إسلاميا؛

<sup>1</sup> بونقاب مختار، دور الهندسة المالية الإسلامية في إدارة مخاطر صيغ التمويل الإسلامي-دراسة حالة بنك البركة الجزائري-، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، ورقلة، العدد5، ديسمبر2016،ص50.

<sup>2</sup> عبد الكريم قندوز، مرجع سبق ذكره، ص28.

- أنه يوصف بالحسن و السوء، بحسب موافقته أو مخالفته لأحكام الشريعة و مقاصدها، لكن لا يلزم أن يعمل الناس بهذه السنة حتى تستحق هذا الوصف، لأن الأجر أو الوزر ثابت، سواء وجد الأتباع أم لم يوجد .

### الفرع الأول: الأسس العامة للهندسة المالية الإسلامية

و في ما يلي أهم الأسس لقيام الهندسة المالية الإسلامية:

#### أولاً: تحريم الربا والغرر

الربا في اللغة الزيادة، والمقصود به هنا هو الزيادة على رأس المال، يقول الله تعالى { يا أيها الذين آمنوا اتقوا الله وذروا ما بقي من الربا إن كنتم مؤمنين " فإن لم تفعلوا فأذنوا بحرب من الله ورسوله وإن تبتم فلكم رعبوس أموالكم لا تظلمون ولا تظلمون " } ( البقرة: 278-279)، أما الغرر في اللغة فتعني الخطر والجهالة، ومن أمثلة بيع الغرر البيوع المجهولة كبيع السمك في الماء والطير في الهواء، وما كان له ظاهر يغري المشتري وباطن مشتري، فالغرر إذن هو ما كان مجهول العاقبة والذي لا يدري أيحصل أو لا وهو يكون في المبيع وفي ثمنه<sup>1</sup>.

#### ثانياً: حرية التعاقد

والمقصود بحرية التعاقد إطلاق الحرية للناس في أن يعقدوا من العقود ما يرون، وبالشروط التي يشترطون غير مقيدين إلا بقيد واحد وهو ألا تشتمل عقودهم على أمور قد نهى عنها الشرع وحرمها، كأن يشتمل العقد على الربا أو نحوه مما حرمه الشرع الإسلامي، فإذا لم تشتمل تلك العقود على أمور محرمة بنص أو بمقتضى القواعد العامة المقررة التي ترتفع إلى درجة القطع واليقين فإن الوفاء بها لازم، وإن اشتملت العقود على أمر حرمه الشرع فهي فاسدة أو على الأقل لا يجب الوفاء بالجزء المحرم منها<sup>2</sup>.

#### ثالثاً: التيسير و رفع الحرج

أي أن تكون الهندسة المالية من غير عسر أو حرج أي بدون مشقة، فالله جل وعلا جعل باب التعاقد مفتوحاً وجعل الأصل فيها من الإباحة ولم يضع من القيود إلا تلك التي تمنع الظلم أو تحرم أكل أموال الناس بالباطل.

#### رابعاً: التحذير من بيعين في بيع واحد

<sup>1</sup> عيد الكريم قندوز، مرجع سبق ذكره، ص 171.

<sup>2</sup> بونقاب مختار، مرجع سبق ذكره، ص 51.

والنهي هنا ينصب على ما كان بين الطرفين لأنه صلى الله عليه وسلم نهى عن بيعين في بيع، والبيع إنما تكون بين طرفين فإذا تضمن بيعين علم أنه بين طرفين فإذا كان إحدى البيعين من طرف والآخر من طرف آخر لم تخل في النهي<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: الأسس الخاصة للهندسة المالية الإسلامية

توجد أربعة أسس خاصة للهندسة المالية الإسلامية يمكن تقسيمها كما يلي<sup>2</sup>:

**أولاً: الوعي بالسوق:** أن تكون الحاجات التي يتطلبها السوق معروفة لمن يقوم بالابتكار والتطوير للأدوات والمنتجات المالية.

**ثانياً: الإفصاح:** يتم بيان المعاملات التي تؤديها الأدوات المبتكرة والمطورة من أجل سد جميع الثغرات لكي نتبتعد عن هدفها الأساسي.

**ثالثاً: المقدرة:** يقصد بها وجود مقدرة رأسمالية تمكن من الشراء والتعامل.

**رابعاً: الإلزام بالشريعة الإسلامية:** عدم التعامل بالأدوات والمعاملات المحرمة كالربا والغرر وغيرها .

### المطلب الثالث: مناهج واستراتيجيات تطوير الهندسة المالية الإسلامية

يرى خبراء المصرفية الإسلامية أنه يجب على المؤسسات المالية اتباع المنهج والأسلوب الابتكاري الذي يمكنها من مواكبة التطورات المالية السريعة، وإيجاد منتجات ذات كفاءة ومصداقية شرعية، بتبني مجموعة من المناهج والاستراتيجيات.

### الفرع الأول: مناهج تطوير الهندسة المالية الإسلامية:

هناك عدة مناهج يمكن للمؤسسات المالية استخدامها نلخصها فيما يلي<sup>3</sup>:

**أولاً: منهج المحاكاة:** وهو المنهج أو الأسلوب الأكثر ممارسة في واقع الصناعة المالية الإسلامية، يعتمد على تقليد المنتجات المالية التقليدية مع بعض الضوابط الشرعية، أسلوب سهل التطبيق، يوفر الوقت والجهد، لكن ما يعاب عليه أنه بذلك يبقى الصناعة المالية الإسلامية في تبعية لنظيرتها التقليدية، وهذا يفقدها خصوصيتها وثقة العملاء فيها.

**ثانياً: منهج التحوير:** يعتمد في فلسفته على تحوير منتجات شرعية للوصول إلى أخرى جديدة، أي اشتقاق منتج أو أكثر من منتجات أخرى قائمة، ما يعاب على هذا المنهج هو أنه في كل مرة نشق منتج

<sup>1</sup> بوداب سهام، صناعة الهندسة المالية الإسلامية-الواقع والتحديات، مجلة الدراسات المالية والمحاسبة الإدارية، جامعة أم البواقي، الجزائر، العدد الثامن، ديسمبر 2017، ص532.

<sup>2</sup> حرنان نجوى وآخرون، منتجات الهندسة المالية بين أصالة الابتكار والمحاكاة، ملتقى الصفاقص الدولي الرابع المالية الإسلامية، تونس، 27 و28 أبريل 2016، ص5.

<sup>3</sup> نجار حياة وبورمة هشام، الهندسة المالية الإسلامية كمدخل لتطوير اصيرفة الإسلامية-دراسة التجربة السودانية، مجلة معارف للبحوث والدراسات، المجلد23، البويرة، الجزائر، ديسمبر 2017، ص12.

أو أكثر ويجب التأكد من أن المنتج الجديد متوافق مع الضوابط الشرعية، فخلق منتج أو أكثر من منتجات شرعية ليس بالضرورة يولد أخرى شرعية.

**ثالثا: منهج الأصالة والابتكار :** أو إستراتيجية الاحتياجات الفعلية، حيث تعتمد على استكشاف وتحليل الاحتياجات الحقيقية للعملاء ثم العمل على تصميم المنتجات المناسبة لهم، فهذا المنهج يتطلب دراسة مستمرة لاحتياجات العملاء والعمل كذلك على تطوير الأساليب الفنية الأزمة والمناسبة لها. يعد هذا المنهج أكبر تكلفة من سابقه، لكن أكثر جدوى والتاجية، فهو يحافظ على أصالة وشخصية المؤسسات المالية الإسلامية.

### الفرع الثاني: إستراتيجيات تطوير منتجات الهندسة المالية الإسلامية

تتمثل أهم إستراتيجيات تطوير منتجات المالية الإسلامية فيما يلي<sup>1</sup>:

#### أولاً: إستراتيجية الخروج من الجدل الفقهي

تعتبر إستراتيجية الخروج من الجدل الفقهي إحدى أهم الاستراتيجيات التي يجب على المؤسسات المالية الإسلامية أخذها بعين الاعتبار في ابتكار مختلف منتجات الهندسة المالية الإسلامية، والتي يتم طرحها لتلبية مختلف الاحتياجات التمويلية والاستثمارية للعملاء.

وعلى الرغم من أن الخلاف الفقهي يعتبر من بين الظواهر الايجابية في الفقه الإسلامي، لأنه وجد يسبب اختلاف الزمان والمكان والظروف، إلا أنه كذلك يعتبر من بين نقاط الضعف التي تحول دون وجود معايير موحدة للعمل المالي الإسلامي.

#### ثانياً: إستراتيجية التميز في الكفاءة الاقتصادية

المبتكرات المالية التي تقوم بها المؤسسات المالية الإسلامية لا يكفيها اليوم أن يكون لها تكييف فقهي معين، وإنما يجب أن تكون ذات كفاءة اقتصادية عالية مقارنة بالمبتكرات المالية التقليدية لان المنافسة وعدم وجود فوارق جوهرية بين المنتجات المالية التي تطرحها المؤسسات المالية بشكل عام تجعل الطلب على هذه المنتجات مرناً جداً، أي أن هذه المنتجات النمطية تتسم بمخاطر السوق العالمية لحساسيتها لأي تغير في السوق، كذلك يجب على المبتكرات المالية في المؤسسات المالية الإسلامية أن تتجلب المساعدة في زيادة الآثار الاقتصادية السلبية مثل التضخم والبطالة وسوء توزيع الثروة.

#### ثالثاً: إستراتيجية الاتفاق مع السياسات و التشريعات الحكومية

تعمل المؤسسات المالية الإسلامية في بيئة تحكمها القوانين والتشريعات والسياسات الحكومية التي تسعى إلى تحقيق الهدفين التاليين:

- تحقيق مصلحة الفرد والمجتمع في شتى مجالات الحياة؛

<sup>1</sup> لعمش أمال، مرجع سبق ذكره، ص ص 94-95.

- تجعل مصلحة المجتمع متطابقة مع مصلحة الفرد.

إن المؤسسات المالية الإسلامية ومن خلال عملها على تطوير المنتجات المالية تفي بالاحتياجات التمويلية والاستثمارية، عليها أن تحرص كل الحرص على تحقيق الهدفين السابقين وعدم الخروج عنهما، لأن الاقتصاد ككل لا يتجزأ وأي خلل في جزء يظهر في الآخر، أي أن تحقيق مصلحة فردية دون النظر أو الاهتمام إلى أثرها على المجتمع، هو بحد ذاته تخطيط غير سليم ومضر.

### رابعاً: إستراتيجية التميز في خدمة المجتمع

يعتبر القطاع الخيري جزءاً لا يتجزأ من الاقتصاد الإسلامي، فالعمل الخيري خاصية تميز المؤسسات المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية، لذا فقد كان لزاماً على المؤسسات المالية الإسلامية بمختلف أنواعها أن تراعي خدمة المجتمع، وذلك من خلال تقديم منتجات مالية تلي هذه الحاجة والاستفادة من الأفكار الواردة في مباحث الزكاة والوقف والصدقات في المدونات الفقهية، وكيفية تطبيقها على أرض الواقع، مثل: إدارة صناديق الزكاة والقيام بالنظارة على الوقف.

### المطلب الرابع: أدوات ومنتجات الهندسة المالية الإسلامية

قدمت الهندسة المالية الإسلامية تشكيلة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية والتي يمكن تقسيمها كالتالي:

#### الفرع الأول: الأدوات التمويلية للهندسة المالية الإسلامية

تقسم الأدوات التمويلية بالمؤسسات المالية الإسلامية إلى قسمين<sup>1</sup>:

أولاً: الأدوات التمويلية القائمة على أساس الملكية (على المشاركة في الأرباح)

و تتمثل في:

- المضاربة: هي عقد شراكة في الربح بين الطرفين يقدم احدهما مالا ويسمى رب المال إلى الطرف الذي يقوم بالعمل ويسمى المضارب، ويتحدد أقسام الربح المتحقق من المضاربة بينهما بحسب النسبة المتفق عليها سلفاً، أما الخسارة غير الناتجة عن التعدي والتقصير فتكون على رب العمل ويخسر المضارب عمله، والمضاربة أنواع هي:

- المضاربة العامة أو المطلقة: هي التي لا تنتقيد بشروط يضعها البنك (رب المال) سواء فيما

يخص نوع العمل أو الزمان أو المكان.

<sup>1</sup> شوقي بورقية، الكفاءة التشغيلية للمصارف الإسلامية دراسة تطبيقية مقارنة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية و علوم التسير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2010/2011، ص 05.

- المضاربة الخاصة أو المقيدة: وهي المفيدة بشروط يضعها البنك (رب المال) على العميل (المضارب) بشرط أن لا تقسد هذه القيود العقد.
- المشاركة: هي عقد يلتزم بمقتضاه شخصان أو أكثر (البنك والعميل) بأن يساهم كل منهما في مشروع معين بتقديم حصة من المال لاستثمارها بهدف الربح، وللمشاركة أنواع هي:
  - المشاركة الثابتة: هي المشاركة التي يرتبط أجلها بأجل المشروع الممول نفسه، فالمشاركة قائمة طالما بقي المشروع قائما.
  - المشاركة المتناقصة (المنتهية بالتمليك): هي نوع من المشاركة بين البنك والعميل الذي يكون له الحق أن يحل محل البنك في ملكية المشروع أما دفعة واحدة أو دفعات، حسب الشروط المتفق عليها بين الطرفين وطبيعة العملية التمويلية.
- أساليب التمويل الزراعي: ويشتمل هذا النوع على:
  - المزارعة: تعرف بأنها "عبارة عن دفع أرض من مالها إلى من يزرعها أو يعمل عليها، ويقومان باقتسام الزرع بينهما"، فهي بذلك عقد شركة بين مالك الأرض والعامل عليها.
  - المساقاة: وهي ذلك النوع من الشراكة التي تقوم على أساس بذل جهد من العامل في رعاية الأشجار المثمرة وتعهده بالسقي والرعاية على أساس أن يوزع الناتج من الأثمار بينهما بحسب نسبة متفق عليها.
  - المغارسة: هي أن يدفع الرجل من أرضه لمن يغرس فيها شجرا بعوض معلومة لمدة معلومة على أن يكون الثمار بينهما.

### ثانيا: أدوات التمويل القائمة على المديونية

و تتمثل في:

- المrabحة: هو بيع الشيء بثمنه مضافا إليه زيادة معينة، المrabحة أنواع هي:
  - المrabحة العادية: وهي التي تتكون بين طرفين هما البائع والمشتري، ويمتنع فيها البائع التجارة فيها البائع التجارة فيشتري السلع دون الحاجة إلى الاعتماد على وعد مسبق بشرائها ، ثم يعرضها بعد ذلك للبيع مrabحة بثمن وريح ينفق عليه، وتسمى كذلك بالمrabحة الفقهية، ونظرا لأن هذه الصيغة لا تتلاءم مع طبيعة نشاط البنك، عمل الباحثون على إيجاد صيغة أخرى تتلاءم وطبيعة نشاطه والتي تتمثل في بيع المrabحة للأمر بالشراء.
  - المrabحة للأمر بالشراء: وهي التي يشتري فيها البنك السلعة بناء على طلب المشتري وذلك على أساس وعد منه بشراء تلك السلعة مrabحة، وبيعها له بزيادة معلومة مع بيان الثمن الأساسي للسلعة وسداد الثمن على اقساط معينة.

-الإجارة: هي اتفاق تعاقدى يمنح بمقتضاه المستأجر الحق في استخدام أصل مملوك للمؤجر وذلك خلال فترة زمنية معينة مقابل أجر معلوم يدفع حسب الاتفاق، والإجارة تنقسم إلى:

- عقد الإجارة التشغيلية: وهي أصل الإجارة التي يقوم فيها البنك بتأجير أصل معين لأي جهة ترغب فيه بهدف تشغيلها والاستفادة من منافعها خلال مدة العقد
- عقد الإجارة المنتهية بالتملك: هي الإجارة التي يتعهد فيها البنك للمستأجر بنقل الملكية له نهاية المدة.

-السلم: هو بيع موصوف في الذمة ببديل يعطى عاجلا، ومعنى ذلك أنه يبيع أجل بعاجل، فأجل هو السلعة المباعة التي يتعهد البائع بتسليمها بعد أجل محدد والعاجل هو الثمن الذي يدفعه

- السلم العادي: حيث يقوم البنك بتمويل عاجل وحصوله على سلعة في وقت أجل.
- السلم الموازي: يقوم بموجبه البنك بشراء سلعة يتحصل عليها مستقبلا ويبيع سلعة مستحقة في نفس الاجل ومماثلة لتلك التي اشتراها بموجب العقد الأول.

-الإستصناع: عقد الاستصناع هو عقد يتعهد بموجبه البنك بإنتاج شيء معين وفقا لمواصفات تم الاتفاق عليها ويشمل هذا التعهد كل خطوات التصنيع وكذلك سعر وتاريخ التسليم، وهو انواع:

- الاستصناع العادي: حيث يقوم البنك في هذه الحالة بصناعة السلعة محل العقد بنفسه.
- الاستصناع الموازي: وهو أن يعقد البنك الإسلامي بخصوص السلعة الواحدة عقدين: أحدهما مع العميل طالب السلعة يكون البنك فيه في دور الصانع، والآخر مع القادر على الصناعة.

### الفرع الثاني: الصكوك الإسلامية

تشكل الصكوك محور استثمارات الأعداد كبيرة من المستثمرين في البلدان الإسلامية وفي البلدان غير الإسلامية أيضا لما تتميز به من مرونة واضحة من حيث العائد والمخاطرة نظرا لتعدد هياكل إصدارها .

### أولا: تعريف الصكوك الإسلامية

الصكوك: لغة جمع صك وصكه بمعنى ضربه، والصك وثيقة اعتراف بالمال المقبوض أو وثيقة حق في ملك نحوه.

وقد عرفتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: " بأنها وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا 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 وبدأ استخدامها فيما أصدرت لأجله<sup>1</sup>.

### ثانياً: خصائص الصكوك

يمكن القول أن أهم خصائص الصكوك تتمثل فيما يلي<sup>2</sup>:

- تمثل وثائق متساوية القيمة؛
- 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 طرفين أو آلية إصدارها و تداولها و العائد عليها؛
- الصك الاستثماري الإسلامي يلزم صاحبه بتحمل مخاطر الإستثمار كاملة؛
- المدير (المضارب أو الوكيل أو الشريك ) لا يتحمل الخسارة إلا في حالة ثبوت تقصيره أو تعديه وهو في نفس الوقت لا يضمن رأس المال لحامل الصك.

### ثالثاً: أنواع الصكوك الإسلامية

والصكوك لها أنواع عديدة أهمها<sup>3</sup>:

- **صكوك المربحة:** هي وثائق استثمارية تمثل ملكية حصص متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المربحة.
- **صكوك المشاركة:** هي وثائق استثمارية تمثل ملكية رأس مال المشاركة على أساس وحدات متساوية في عقار مؤجر تعطي لصاحبها حق ملكية الأصل المؤجر.
- **صكوك الإجارة:** هي وثائق استثمارية تمثل ملكية حصص متساوية في عقار مؤجر تعطي لصاحبها حق ملكية الأصل المؤجر.
- **صكوك الإستصناع و السلم:** هي وثائق استثمارية تمثل ملكية حصص متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلة الإكتتاب فيها للحصول على سلعة السلم / تصنيع سلعة الإستصناع ، و تصبح سلعة السلم /سلعة الاستصناع مملوكة لحملة الصكوك، وهي غير قابلة للتداول وبالتالي يتم الاحتفاظ بها إلى غاية تاريخ الاستحقاق .
- **صكوك المضاربة:** المضاربة هي وثائق متساوية القيمة تمثل ملكية رأس مال المضاربة ويجوز تداول صكوك المضاربة بعد بدء النشاط.

<sup>1</sup> أحمد شعبان محمد علي، الصكوك والبنوك الإسلامية أدوات لتحقيق التنمية، ط1، دار الفكر الجامعي للنشر والتوزيع، مصر، 2013، ص ص

26-25

<sup>2</sup> العجيلي ساسي زميم، مرجع سبق ذكره، ص106.

<sup>3</sup> أحمد شعبان محمد علي، مرجع سبق ذكره، ص ص 30-31.



### رابعاً: دور الصكوك الإسلامية على مستوى السوق المالية

لآلية الصكوك دور هام في تنشيط تنمية السوق المالي حيث أن استخدام الصكوك والتوسع في التعامل بها من قبل المدخرين والمستثمرين والمصارف والحكومة يؤدي إلى تدعيم دور الحكومة المالية وذلك من خلال<sup>1</sup>:

- توسيع تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية في السوق التي تشمل صكوك الشركات وصكوك البنوك الإسلامية والصكوك الحكومية؛

- توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة في السوق المالي والتي تتعامل في الصكوك الإسلامية إصداراً وتداولاً وتشمل المصارف الإسلامية بل والتقليدية كما في ماليزيا وشركات الاستثمار المؤسسي والحكومة والقطاع الخاص والمؤسسات المالية الوسيطة وذلك إذا تمتعت بالتداول في السوق المالية.

### الفرع الثالث: منتجات أخرى للهندسة المالية الإسلامية

أفرزت الهندسة المالية الإسلامية عدة منتجات أخرى منها:

#### أولاً: التأمين التعاوني

##### - تعريف التأمين التعاوني

يعرف التأمين التعاوني الإسلامي على أنه تعاون مجموعة من الأشخاص يتعرضون لخطر أو أخطار معينة، على تلاقي الآثار التي قد يتعرض لها أحدهم بتعويضه عن الضرر الناتج عن وقوع هذه الأخطار، وذلك بالتزام كل منهم يدفع مبلغ معين على سبيل المتبرع يسمى القسط أو الاشتراك تحدد وثيقة التأمين أو عقد الاشتراك وتتولى شركات التأمين الإسلامية إدارة عمليات التأمين واستثمار أمواله نيابة عن هيئة الشركين مقابل حصة معلومة باعتبارها مضارياً، أو مبلغ معلوما باعتبارهما وكيلاً أو هما معاً<sup>2</sup>.

##### - أركان التأمين التعاوني الإسلامي:

يتكون عقد التأمين التعاوني من الأركان التالية<sup>3</sup>:

- **المستامن:** وهو الطرف المؤمن له سواء أكان شخصاً أو جهة.
- **شركة التأمين:** التي تتولى إبرام عقد التأمين مع المستامن نيابة عن بقية المشتركين في التأمين التعاوني على أساس الوكالة بأجر معلوم.

<sup>1</sup> أدهم ابراهيم جلال الدين، الصكوك و الأسواق المالية الإسلامية، ط1، دار الجوهرة للنشر والتوزيع ، مصر ، 2014، ص ص106.

<sup>2</sup> شنشونة محمد، خبيرة أنفال حدة، تطور صناعة التأمين التكافلي وآفاقه المستقبلية، تجارب بعض الدول العربية، الملتقى الدولي السابع، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، يومي 3-4 ديسمبر 2012، ص3.

<sup>3</sup> أحمد سالم ملحم، التأمين الإسلامي، ط1، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص24.

- **الخطر المؤمن منه:** وهو الحادث الاحتمالي المستقبلي لأنه يقع، دون أن يكون وقوعه متوافقاً على إرادة أحد المتعاقدين (المستأمن والشركة) بل إن ذلك كله موكول للقدر، كخرق البضاعة المؤمن عليها.
- **قسط التأمين:** وهو محل الالتزام المستكن عليه ويقصد به المبلغ المالي الذي يدفعه المستأمن لصندوق التأمين التعاوني بمقتضى عقد التأمين.

### - صور التأمين التعاوني

إن أساس التأمين التعاوني كفكرة عامة، ونظام شرعي عام ينبثق من مبادئ الشريعة الإسلامية، مثل مبدأ التعاون التكافل التي دعت الشريعة إليهما وشكل التعاون يختلف بحسب الحالة التي تتراد ويأتي على صورتين<sup>1</sup>.

- **تعاون غير منظم:** وهو التعاون الذي لا يقوم على الاشتراك والتحديد (الشخص الذي يصرف له غير معين)، وإنما يمارس بين الناس على وجه العموم من قبيل المساعدة لبعضهم البعض للتخفيف مما قد يطرا عليهم من أضرار، وهذا النوع يشكل الأصل الذي ينبني عليه النوع الثاني.
- **تعاون منظم:** وهو ما يأخذ شكل التنظيم، والإدارة، و الاشتراك، والتحديد بين الجماعة المتضامنة من أجل مواجهة الأخطار والكوارث التي تقع على بعضهم، وهو ينقسم إلى قسمين:
  - **التأمين التعاوني البسيط:** وهذا النوع من أبسط صور التأمين التعاوني المنظم الذي تعارف عليه الناس بصورته البدائية، خاصة أصحاب الحرف منهم، لأنه يتسم بمحدودية العدد وانعدام الريحية فيه، إذ يقوم عمله على الإغاثة والعون فقط لا.
  - **التأمين التعاوني المركب:** وهذا النوع يعد الأكثر تنظيماً للعمليات، وأداة التعاقد، واستثماراً للأموال، وعدداً في المساهمين، وتنوعاً في شمول الأخطار والكوارث، وتحديدًا لحجم الضرر ومقدار التعويض.

مما يعني ذلك أن الأمر يتطلب إنشاء مؤسسات متخصصة للقيام بمثل هذا النوع من التأمين المتطور في منهجه، وأسلوبه، وأدائه الذي يكفل تحقيق الأمور السابقة، فنشأ ما يعرف بالتأمين التعاوني المركب والذي يشكل نواة عمل شركات التأمين الإسلامي المعاصر.

### ثانياً: البطاقات المصرفية الإسلامية

هي البطاقة التي يتم منحها من خلال البنوك أو المؤسسات المالية الأخرى لعملائها ونذكر منها<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> مرزوق أمال، التأمين التعاوني بصيغة الوقف، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة 8 ماي 1945، قالمة، العدد 6، سبتمبر 2016، ص ص 48-

- بطاقة الخصم الفوري: وهي بطاقة تمكن حاملها من استخدامها بعمليات الشراء المختلفة، وتلقي الخدمات في شتى أنحاء العالم، إضافة إلى عمليات السحب النقدي من خلال الأجهزة التابعة للبنوك المصدرة في جميع أنحاء العالم.
- بطاقة الخصم الشهري: حيث يتم فيها خصم أو حسم المبلغ المستحق على العميل في نهاية المدة بكامله بدون زيادة فهذه البطاقات يجوز استخدامها في المستحق النقدي إذا كان المصرف المصدر لها يأخذ رسوما أكثر من التكلفة الفعلية، كما اشترط في هذه البطاقات إلا يكون إصدارها مصحوبا بشرط غرامة التأخير فيها إذا تأخر العميل عن سداد الدين المستحق عليه.

### ثالثا: الوقف

#### - تعريف الوقف

- الوقف لغة: الحبس، ووقف الأرض على المساكين أي حبسها عليه.
- الوقف اصطلاحا: يقصد بالوقف إخراج الشيء من تصرف صاحبه وتخصيص منفعه للموقفي عليهم<sup>2</sup>.
- وقد يكون الوقف عقارا كان يبني مسجدا أو يقف أرضا لتبني عليها مدرسة وقد يكون منقولاً كان يقف مصحفاً أو كتاباً نافعا وقد لا يكون للوقف ربع كما في الأمثلة السابقة، وقد يكون له ربع كما وقفت عبارة تؤجر للناس وتصرف أجرتها في أوجه البر، أو وقف مزرعة تصرف ثمرتها على المحتاجين.

#### - أنواع الوقف

- الوقف على معين: وهو الذي يكون مصرفه على معينين كأقارب المواقف أو ذريته، زمنه الوقف الأهلي أو الذري.
- الوقف على جهات عامة: وهو الذي يكون مصرفه على جهة عامة غير معين، ومنه الوقف الخيري<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> فتحي شوكت مصطفى عرفات، بطاقات الائتمان البنكية في الفقه الإسلامي، أطروحة استكمال لمتطلبات درجة الماجستير في الفقه والشريعة، الدراسات العليا في جامعة النجاح الوطنية نابلس، فلسطين، 2007، ص ص20-21.

<sup>2</sup> جمال لعمارة، تمويل عجز الموازنة العامة للدولة في الاقتصاد الإسلامي، ط1، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، 2007، ص 217.

<sup>3</sup> مرزوق أمال، مرجع سبق ذكره، ص52.



### خلاصة الفصل

الهندسة المالية الإسلامية هي مجموعة الأنشطة التي تتضمن عملية التصميم والتطوير والتنفيذ لكل الأدوات والعمليات المالية المبتكرة التي من خلالها يتم معالجة المشكلات المالية والاقتصادية وفق قواعد الشريعة الإسلامية، وتتميز الهندسة المالية الإسلامية بمجموعة من الخصائص عن الهندسة المالية التقليدية فهي تجمع بين المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية.

وقد تبين من خلال هذا الفصل أن المنتجات والخدمات المالية الإسلامية تتنوع بشكل كبير ليشمل كل الأدوات والعمليات التمويلية التي تتوافق مع موجبات الشرع الحنيف.

ومن هنا يبرز أمام الأسواق المالية الإسلامية تحدي كبير في المحافظة على المكاسب المحققة من خلال مسيرتها وهو المسؤولية عن بقاء واستمرارية النظام المالي الإسلامي ككل، من خلال استيعاب منتجات جديدة في الصناعة المالية ولا يتحقق لها ذلك إلا من خلال الأخذ بالهندسة المالية الإسلامية.

## الفصل الثاني: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية

❖ المبحث الأول: مدخل للأسواق المالية

❖ المبحث الثاني: هيكلية الأسواق المالية ومقومات نجاحها

### تمهيد:

تعمل الأسواق المالية على حشد وتعبئة الموارد المالية، إذ أنها تمثل آلية لتحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفوائض المالية والتي تمثل عرض الأموال، إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز الموارد المالية وتعكس الطلب على الموارد المالية. كما تعمل من خلال وظيفتها على تحقيق الكفاءة الاقتصادية باستغلال الموارد، من خلال تحويل الفوائض المالية من مجرد مدخرات متراكمة إلى استخدامات إنتاجية تؤدي إلى توسيع القاعدة الإنتاجية، ومن ثم زيادة فرص العمالة وزيادة الدخل القومي، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع مستويات الرفاهية الاقتصادية.

نتناول في هذا الفصل الإطار النظري للأسواق المالية حيث سنتطرق إلى:

المبحث الأول: مدخل للأسواق المالية

المبحث الثاني: هيكلية الأسواق المالية ومقومات نجاحها

### المبحث الأول: مدخل للأسواق المالية

تحتل الأسواق المالية مركز حيويًا في النظم الاقتصادية المعاصرة، وتتمتع بأهمية خاصة نظراً لما تقوم به من أنشطة، لذلك سنتناول في هذا المبحث، الأسواق المالية، أهمية الأسواق المالية وظائفها، و أخيراً سنتناول شروط قيام الأسواق المالية و عوامل نجاح فعاليتها.

#### المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية

في هذا المطلب سنتطرق إلى تعريف الأسواق المالية، والمتعاملين فيها.

#### الفرع الأول: تعريف الأسواق المالية

تُعرف الأسواق المالية على أنها: "مكان الإلتقاء بين عارضي رؤوس أموال طويلة الأجل والطالبين لها بغية تعبئة وتسهيل تدفق الفوائض المالية نحو من لهم عجز مالي، وفق شروط معينة من أجل المساهمة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية"<sup>1</sup>.

كما عرفت بأنها: "الآلية التي يتم تصميمها لتسهيل تلاقي العرض والطلب على الأموال لاستثمارها في مشاريع محددة، ولتسهيل عمليات الشراء والبيع للحصص الاستثمارية بعد ذلك"<sup>2</sup>.

ويمكن تعريفها أيضاً على أنها: "مكان التقاء المدخرين بالمستثمرين وفق سياسات معينة وطرق متنوعة، وتعمل الأسواق المالية على الوساطة بينهما، وتلجأ في هذا إلى وسائل كثيرة بحيث يجد كل ذي فائض الطريقة التي تناسبه من حيث الفترة التي يمكنه التخلي عن هذا الفائض خلالها، أو شروط التخلي عنه وما إذا كان يرغب في نوع المخاطرة أم لا يريد تحمل أي قدر منها"<sup>3</sup>.

كما عرفت بأنها: "أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، ومعلن عنها على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سمسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين ضمن هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية، أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع"<sup>4</sup>.

<sup>1</sup>- حسين علي خربوش و اخرون، الاسواق المالية-مفاهيم و تطبيقات، دار زهران للنشر، 1998، ص12-16.

<sup>2</sup>- فداء محمد بهجت، دور مهنة المحاسبة و المراجعة في اسواق المال في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، الكويت، 2005، ص6.

<sup>3</sup>- عطية فياض، سوق الاوراق المالية، الطبعة الاولى، دار النشر للجامعات، مصر، 1998، ص35.

<sup>4</sup>- وليد احمد صافي و أنس البكري، الأسواق المالية الدولية، دار المستقبل للنشر و التوزيع، الطبعة الاولى، عمان، 2002، ص62.



## الفصل الثاني: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية

### الفرع الثاني: المتعاملون في السوق المالي

هناك عدة أطراف عديدة تتعامل في الأسواق المالية، أهمها<sup>1</sup>:

#### أولاً: البنوك المركزية

إن أهم وظائف البنوك المركزية هي إصدار النقد اللازم للأسواق المالية، والتدخل في هذا السوق النقدي سواء كان بطريقة مباشرة أو غير مباشرة أو عن طريق ما يسمى بالسياسة النقدية في السوق المالي والنقدي ويتمثل دور البنوك المركزية في السوق المالي والنقدي من خلال:

- توجيه السياسة النقدية؛
- مراقبة البنوك التجارية من حيث الاحتياطي المفروض عليها؛
- مراقبة عملية بيع وشراء العملات الأجنبية،
- ممارسة سياسة السوق المفتوحة بالإشراف على أدوات السوق النقدي، من بيع وشراء السندات و اذونات الخزينة؛
- إصدار النقد وعرضه في السوق مع مراقبة وضبط سعر الفائدة بما يحقق الازدهار الاقتصادي.

#### ثانياً: البنوك التجارية

إن بروز دور البنوك التجارية كأحد المشاركين في الأسواق المالية والنقدية يظهر من خلال التركيز والنظر في الميزانية العمومية للبنك التجاري وبالأخص التركيز على بنود الموجودات والمطلوبات للبنوك، فتقوم البنوك التجارية بوظيفتين أساسيتين في سوق الخصم:

- توفير بيوت الخصم من خلال الاقتراض المباشر للأرصدة النقدية اللازمة لشراء الكمبيالات؛
- تقوم البنوك بشراء الكمبيالات والاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق.

وتتمثل أهداف البنوك التجارية داخل السوق النقدي في:

- المحافظة على درجة عالية من السيولة؛
- القدرة على الوفاء بالتزاماتها اتجاه الغير؛
- الحصول على أعلى مردود ممكن مع عدم التفريط بدرجة السيولة الملائمة والمقدرة على الوفاء والسداد؛
- وأصبحت البنوك بذلك تعمل على تنمية الادخارات وتوجيهها نحو الاستثمارات، فأخذت تعمل في السوق المالية والنقدية من خلال توظيفها للأموال ومنح القروض واصدار شهادات إيداع والقبولات المصرفية وتقديم الخدمات الاستشارية للعملاء وتحصيل الأوراق التجارية إضافة لشراء وبيع العملات الأجنبية والعربية على حد سواء.

<sup>1</sup>-بن ابراهيم الغاني و اخرون، الاسواق المالية الدولية، تقييم الاسهم و السندات-، دار علي بن زيد للطباعة و النشر، الطبعة الاولى، الجزائر، 2019، ص37.

### ثالثاً: المؤسسات والشركات المالية

وهي مؤسسات تعمل داخل السوق النقدي لأنها تقوم بالمحاولة للوصول إلى درجة عالية من السيولة، وذلك لتأمين نفسها لتسديد التزاماتها مع مراعاة الحصول على أعلى مردود ممكن لمجموع استثماراتها، وعليه فهي المؤسسات التي تقوم بالوساطة المالية وتقوم ببعض الأعمال الاستثمارية لصالح محفظتها المالية كالتعهد والتغطية، ولهذه الشركات مصادر تمويل كالودائع التي تشمل شهادات الإيداع والتوفير لأجل وكذلك راس المال المدفوع واحتياطات والعمولات التي تحققها، ويلخص دورها في:

- تعبئة المدخرات المالية وتوجيهها؛
- خلق الفرص الاستثمارية.

### رابعاً: الأفراد

تعتبر الحسابات الجارية للأفراد هي أكبر الأمثلة على تعامل الأفراد داخل السوق النقدي وبعض الحسابات الأخرى مثل حساب تحت الطلب، الودائع الآجلة، وبعض أدوات الاستثمار قصيرة الأجل داخل السوق النقدية، ويهدف الأفراد من خلال تعاملهم في الأسواق المالية إلى:

- مواجهة أي طوارئ وأحداث غير متوقعة؛
- تحقيق أعلى مردود يمكن الحصول عليه من خلال تغيير أسعار الفوائد في الأسواق النقدية.

### المطلب الثاني: أهمية ووظائف الأسواق المالية

تحتل الأسواق المالية مركزاً حيويًا في النظم الاقتصادية المعاصرة خاصة التي تعتمد على نشاط القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف التنمية الاقتصادية.

### الفرع الأول: أهمية الأسواق المالية

تكتسي الأسواق المالية أهمية خاصة تكمن فيما يلي<sup>1</sup>:

- توفير فرص لاستثمار الفوائض ونشر سلوك الاستثمار من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجري في الأسواق المالية، حيث أن مجرد عرض الأدوات الاستثمارية القابلة للتداول في الأسواق المعينة يساهم مباشرة في تحويل المدخرين إلى مستثمرين وذلك عند الطلب على هذه الأدوات والتخلي عن السيولة المدخرة مقابلها؛

- تعبئة الموارد المالية وتحفيز المدخرين وذلك عندما تمارس الأسواق المالية دوراً فعالاً في رفع عوائد المدخرات التي تصبح موارد تمثيلية للمستثمرين من خلال الاكتتاب في الأسهم والسندات، خاصة عندما

<sup>1</sup> هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، ص ص 84-86

## الفصل الثاني: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية

- يكتشف المدخرون بأن العوائد المحققة من مدخراتهم أكبر من تلك التي يمكن تحقيقها من خلال التوفير الاعتباري في الأجهزة المصرفية؛
- تعد الأسواق المالية مجالاً واسعاً لتسهيل عمليات تبادل الأصول الاستثمارية فيما بين الأسر والمؤسسات والحكومة كأطراف اقتصادية رئيسية؛
- تربط الأسواق المالية النشاطات الاستثمارية قصيرة الأجل بالنشاطات الاستثمارية طويلة الأجل، كما يلاحظ أيضاً وجود أسواق العملات الأجنبية التي يمكن لها أن تستأثر جانب هام من الأسواق المالية؛
- إن إلزام الشركات بالإفصاح و مراقبة عمليات التبادل في ردهات السوق يضمن إلى حد بعيد مناخاً استثمارياً يتسم بالشفافية؛
- تعد الأسواق المالية مرجعاً هاماً لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية في الاقتصاد.

### الفرع الثاني: وظائف الأسواق المالية

- يمكن تلخيص أهم الوظائف الاقتصادية للأسواق المالية فيما يلي<sup>1</sup>:
- إيجاد وسيلة فعالة للادخار والاستثمار وذلك بتوفير الأدوات الادخارية القادرة على جذب المدخرات وتوجيهها لأغراض استثمارية، بما يساعد على تدعيم عملية التكوين الأسمالي في الاقتصاد وزيادة معدلات النمو الاقتصادي فيه؛
- يعطي نشاط السوق المالي مؤشراً عاماً لاتجاهات الوضع الاقتصادي للدولة في مجال الادخار والاستثمار المحلي والخارجي، والقدرة على اتخاذ القرار بشأن السياسة النقدية والسياسة المالية لتحقيق الاستقرار فيها؛
- توفير فرص استثمارية متنوعة: تتنوع هذه الفرص وتتفاوت من خلال الخطر المرتبط بالأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويكون ذلك من خلال كثرة وتنوع هذه الأوراق، وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل بها، فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم مبينة بذلك الأوراق التي حدث عليها التعامل وحركة الأسعار الخاصة، مما يمكن المستثمرين من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق، وبالتالي يعتبر مرشداً عند اختياره للأوراق المالية التي يرغب في الاستثمار فيها.

### المطلب الثالث: شروط قيام الأسواق المالية.

- تبنى الأسواق المالية على مجموعة من الشروط تؤدي إلى قيامها ولنجاح فعالية هذه الأسواق يجب توفر مجموعة من العوامل.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، رسمية قرياقص، الأسواق المالية والمؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع، مصر، 1997، ص 45.

### الفرع الأول: شروط قيام الأسواق المالية

لكي تقوم الأسواق المالية يجب توفر مجموعة من الشروط تتمثل فيما يلي<sup>1</sup> :

#### أولاً: زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة

تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية ادخارية لعامة الأفراد وتقوم المالية بعمليات الإقراض إلى الأفراد والمستثمرين من أجل إنشاء شركات ومشاريع منتجة، وتعتبر هذه الشركات وهذه المشاريع جزءاً هاماً من عملية التنمية الاقتصادية والتي لا يمكن الاستغناء عنها في أي نظام اقتصادي، لذا فإن تشجيع السوق المالي يقتضي تشجيع الادخار في القطاع الخاص، والتي تتحول في النهاية إلى عمليات استثمارية منتجة، والتي لا يمكن أن تتم بدون توفر المؤسسات المالية في داخل الدولة.

#### ثانياً: تحويل المدخرات إلى استثمارات

يعتبر السوق المالي من أهم الوسائل التي يتم بواسطتها تحويل المدخرات المجمعة إلى استثمارات، حيث يعد السوق بمثابة سوق الاستثمار أموال الأفراد والمؤسسات والبنوك في شراء الأوراق المالية التي تمثل حصصاً من رأسمال مؤسسات صناعية أو تجارية أو عقارية أو قروض تتمثل في السندات.

#### ثالثاً: ضرورة الاهتمام بالتنسيق بين الأنظمة والقوانين المالية المعمول بها في الدولة

ويرجع ذلك لتشجيع انتقال الأموال في دولة وأخرى، مما يشجع لك على إقامة مشاريع مشتركة مساهمة يتم الاكتتاب بها، ومن أهم النظم والقوانين التي تتطلب تنسيق أسعار صرف العملات والنظم والقوانين الضريبية.

#### رابعاً: الاهتمام بوسائل الإعلام

إن تكوين الشركات أو طرح السندات لا بد أن يصاحبه إعلان مناسباً حتى يحظى كل مستثمر وكل مدخر بالفرصة التي قد يحتاجها لتوظيف أمواله، وللمحافظة على مصلحة صغار المدخرين فإنه لا بد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الإعلانات حتى تكون لها صيغة جديّة.

#### خامساً: وجود حد أدنى للاستقرار السياسي داخل الدولة

تعتبر هذه النقطة من أهم العوامل لجذب رؤوس الأموال المحلية وتحويلها من الادخارات الخاصة إلى استثمارات متوسطة وطويلة الأجل، كما أنه يعتبر عاملاً مهماً لجذب رؤوس الأموال الأجنبية، وكذلك توفر التسهيلات للمستثمرين الأجانب وتحويل صافي أرباحهم إلى الخارج، وتحويل رأس مال المستثمر الأجنبي أيضاً عند نهاية الاستثمار إلى بلده.

<sup>1</sup> -رسمية احمد ابو موسى، الاسواق المالية و النقدية، دار المعزز للنشر و التوزيع، عمان، ص ص10-11.

### المبحث الثاني: هيكل الأسواق المالية ومقومات نجاحها

تأسيسا على مفهوم السوق المالي وما يتضمنه من أنماط مختلفة للتمويل أو دور المؤسسات الوسيطة وطبيعة الأصول المتداولة، تتعدد التقسيمات للأسواق المالية، كما أدى توسيع النشاط الاقتصادي إلى صعوبة فصل كل نوع عن الآخر، و بدأت تظهر ملامح واضحة الاتجاه نحو شمولية السوق المالية المعاصرة من خلال تعدد الوظائف وتعدد الأدوات.

#### المطلب الأول: مكونات الأسواق المالية

يمكن تقسيم الأسواق المالية وفق مايلي:

##### الفرع الأول: سوق رأس المال

هي المكان التي يتم عن طريقها خلق وتداول الأصول المالية طويلة الأجل أي أن التعامل في هذا السوق يجري على رؤوس أموال طويلة الأجل (أطول من عام). ويأتي عرض هذه الأموال من جانب اولئك الذين يرغبون بتوظيف أموالهم لأجل طويل، أما الطلب على هذه الأموال فيأتي من قبل اولئك الذين يرغبون استخدامها في استثمارات طويلة الأجل. ولسوق المال سوقا أولية يجري فيها تداول الاصدارات الجديدة وسوقا ثانوية يجري فيها تداول الاصدارات القائمة .

ومن أهم الاصدارات المتداولة في سوق رأس المال نجد الأوراق المالية الحكومية طويلة الأجل والتي عادة تكون على شكل سندات او سندات أذنية وكذلك نجد الأوراق المالية طويلة الأجل التي تصدرها الهيئات والوكالات التي تخضع للإشراف والرقابة الحكومية والأوراق التي تصدرها الادارات المحلية كالمحافظات والمجالس البلدية والقروية، وأخيرا هناك سندات المؤسسات الخاصة وسندات الرهن والأسهم ومن الجدير بالذكر أنه في الأسواق المالية الكبيرة المنظمة توجد لكل نوع من هذه الاصدارات سوق ثانوية متميزة خاصة بها.

ومن أهم متطلبات سوق المال يوجد تدفق مستمر من الأموال الباحثة عن الاستثمار وفي نفس الوقت توجد مؤسسات مالية قادرة على امتصاص هذه الأموال، وتوجهها نحو الاستثمارات المأمونة والمریحة. بحيث يتم اصال هذه الأموال الى مقترضين ممتازين بحاجة إليها، وبالطبع يتم ذلك كله من خلال ميكانيكية تختلف من مؤسسة لأخرى ومن بلد لآخر<sup>1</sup>.

وينقسم سوق رأس المال الى:

#### 1- أسواق الإقراض طويلة الأجل: وتشمل التعاملات في الأدوات التالية:

<sup>1</sup> إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص132 .

## الفصل الثاني: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية

- **القروض المصرفية:** هي قروض تمنحها البنوك التجارية لأصحاب الأعمال أو الشركات وجمهور المستهلكين ولا يوجد سوق ثاني لهذه القروض لذا فإنه أقل أدوات رأس المال سيولة.
- **القيود العقارية:** وهي القروض التي تمنح لأصحاب الأعمال، والأفراد لأغراض شراء البيوت والأراضي و العقارات الأخرى، حيث تمثل هذه العقارات ضمان لهذه القروض، وتعتبر هذه السوق من أكبر أسواق الدين.
- **القروض الزراعية والصناعية:** هناك مؤسسات وبنوك متخصصة تتعامل مع هاذين القطاعين إضافة الى البنوك التجارية.

2- **أسواق الأوراق المالية:** تعتبر أسواق الأوراق المالية فائقة الأهمية في اطار الأسواق المالية وتتعامل هذه الأسواق بأدوات دين كالسندات وأدوات ملكية كالأسهم، مدة استحقاق الأوراق المالية تزيد عن سنة، حيث تتصف هذه الأدوات بتقلبات كبيرة ومفاجئة في أسعارها مقارنة بأدوات السوق النقدي لذا تعتبر أكثر مخاطرة.

### الفرع الثاني: سوق النقد:

هو سوق القروض القصيرة جدا وهي التي تتراوح آجالها بين (01 الى 07 أيام) وحتى ثلاثة أشهر، في المصطلح الأنكلوسكسوني تسمى النقود اليومية.

ان السوق النقدي هو سوق التعامل بين البنوك الذي يضمن تحقيق التوازن اليومي بين آجال العمليات الدائنة والمدينة للمؤسسات الائتمانية، حيث تقوم البنوك باستثمار فوائضها لدى هذا السوق، كما تحصل منه على القروض اللازمة استنادا الى وضعية احتياطياتها لدى البنك المركزي. بهذا الشكل فان السوق النقدي يعمل على تحقيق الربحية الأمثل لحسابات البنوك<sup>1</sup>.

يقصد بسوق النقد الذي يتعامل فيه الأوراق القصيرة الأجل حيث تمثل هذه الأوراق أدوات دين أو صكوك مديونية، مدون عليها بأن لحاملها أو لحائزها الحق في استرداد مبلغ معين من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر وهذه الأدوات تكون للتداول وأن تواريخ استحقاقها لا تزيد عن سنة.

تتصف هذه الأدوات (أوراق مالية قصيرة الأجل) بسيولة عالية حيث يمكن التخلص منها في أي وقت وبحد أدنى من الخسائر أو دون الخسائر أو بربح ونظرا لانخفاض مخاطر مدة الأدوات فيتوقع أن يكون العائد (الربح) المتولد عنها منخفض وفي حالة التضخم الذي تكون نسبته قليلة في الفترة القصيرة فإن العائد المتولد عن هذه الأدوات لن يتأثر كثيرا ويمكن أن يعطي نسبة التضخم وهناك بعض من هذه الأوراق كأذونات الخزنة قد يحصل مشتري هذه الأوراق على عائد مقدما عند شرائه الأوراق بخصم على القيمة الإسمية ويمكن لحامل الورقة أن يتصرف بها قبل موعد الاستحقاق وذلك ببيعها في سوق النقد

<sup>1</sup> مروان عطوان، الأسواق المالية و النقدية، ج1، ديوان المطبوعات الجامعية، 1993، ص16.

## الفصل الثاني: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية

ولكن بقيمة أقل من قيمتها عند الاستحقاق وتزداد تلك القيمة كلما اقترب تاريخ الاستحقاق وتشمل هذه الأوراق شهادات الإيداع، كمبيالات مصرفية، أوراق تجارية، قرض فائض الاحتياطي الإلزامي، قرض الدولار الأوروبي، اتفاقيات إعادة الإصدار، أدونات الخزنة، قبولات مصرفية<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: هيكل الأسواق المالية

إن العمل داخل البورصات بداية من خلال قيام مصدري الأوراق المالية بعرض أوراقهم على المدخرين للاكتتاب بها، وتحقيق هذا اللقاء بين مصدري الأوراق المالية والمدخرين وهو ما يمثل الدورة المالية الأولى يتم من خلال السوق الأولى ويأتي ذلك خطوة أخرى تتمثل في قيام حاملي تلك الأوراق المالية ببيع هذه الأوراق سواء لحاجاتهم لسيولة نقدية أو لإعادة استثمار أموالهم في استثمارات بديلة، وهذا ما يخلق دورة مالية ثانية للأوراق المالية تعرف باسم السوق الثانوي.

### الفرع الأول: السوق الأولى

يقصد بالسوق الأولى أو سوق الإصدار السوق الذي تخلفه مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجمهور أوراقا مالية قامت بإصدارها لأول مرة لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية، وعادة ما يطلق على هذه المؤسسة بنك الاستثمار الذي عادة ما لا يكون مؤسسة مالية متخصصة. قد تتولى بعض البنوك التجارية العاملة فيها مهمة الإصدار، وتصريف الأوراق المالية فهناك طريقتان أخريتان وهما<sup>2</sup>:

- **الأسلوب المباشر:** المتمثل في قيام الجهة المصدرة للورقة المالية بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة لكي تبيع لها الأسهم أو السندات التي أصدرها.
- **الأسلوب المزاد:** تتبعه وزارة الخزانة الأمريكية بتصريف ما تصدره من أوراق و بمقتضاه تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات، تتضمن الكميات المراد شراؤها وسعر الشراء، ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم العطاءات ذات السعر الأقل إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار.

ونظرا لأن الاعتماد على بنوك الاستثمار هو الأسلوب السائد في إصدار الأوامر المالية فقد يكون من المناسب بقدر من التفضيل التطرق للمهام الرئيسية التي تضطلع بها تلك البنوك وهي:

<sup>1</sup> عيد النافع الزرري، عازي فرح، الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، 2001، ص36.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي و آخرون، مرجع سبق ذكره، ص11

## الفصل الثاني: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية

- توجيه النصح والمشورة بشأن حجم الاصدار ومدى ملائمة توقيته وما إذا كان هناك وسائل تمويل بديلة أكثر ملائمة وهو ما يعني في الواقع احتمال إعادة النظر في القرارات الميدانية التي سبق وإن إتخذتها المنشأة في هذا الشأن.

- القيام بكافة المهام التنفيذية للإصدار الفعلي للورقة وما يتطلبه ذلك من اتصالات بجهات أخرى مثل لجنة الأوراق المالية و البورصة.

- التعهد بتصريف كل أو حد أدنى من الكمية المقرر اصدارها، بل وقد يدفع البنك للجهة صاحبة الإصدار قيمة الكمية التي تعهد بتصريفها، وفي بعض الحالات قد يقتصر تعهد البنك على أقصى جهد لتصريف الإصدار دون أن يلتزم بتصريف قدر محدد منه لك في مقابل عمولة و لم يتم تصريف جزء يرد الى الجهة صاحبة الاصدار.

- التوزيع الفعلي للاصدار وذلك ببيعه لجمهور أو لعملاء البنك الذين درجوا على التعامل معه من خلال نشاط السمسرة الذي يمارسه.

### الفرع الثاني: السوق الثانوي

السوق الثانوي هي التي تمكن المستثمرين من المتاجرة فيما بينهم في الأوراق المالية التي يتم اصدارها من قبل في السوق الأولية ويجب أن يلاحظ متحصلات بيع الأوراق المالية تذهب مباشرة لحملة الأوراق المالية وليس للشركات كما يحدث في السوق الاولية ويمكن تصنيف السوق الثانوية الى نوعين:

#### 1- الأسواق المنظمة

يقصد بها البورصات التي يتم تداول الأوراق المالية المكتملة الشروط بعد الاكتتاب فيها من قبل بعض حاملي هذه الأوراق وبين مستثمر آخر بالبيع أو الشراء وتلعب البورصات دورا هاما وسياسيا في تعبئة المدخرات وإعادة استثمارها في الوحدات الانتاجية نتيجة لما توفره من أموال سائلة لحملة الأسهم كما نعمل على تمويل خطط التنمية الاقتصادية وخاصة الخطط التي تحتاج الى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوافر لدى الدولة، وفي هذه الحالة بدلا من إلتجاء الدولة الى عملية الإقتراض الخارجية التي غالبا ما يترتب عليها أعباء كبيرة تنقل كاهل الدولة بالديون تقوم بطرح مشاريعها التنموية في البورصات، وبواسطة هذه الأخيرة تستطيع تمويل عملياتها التنموية، ويكون ذلك بإشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع بواسطة طرح أسهمها في البورصات والاكتتاب فيها.

#### 2- الأسواق غير المنظمة

وهي أسواق التفاوض حيث تتعامل في الأوراق المالية خارج البورصة (الأسواق المنظمة) وتتم إجراءات التعامل من خلال شبكة اتصالات واسعة النطاق بمساعدة الحاسوب الآلي وعادة ما يجري التعامل في الأوراق المالية غير مسجلة في البورصة، وقد تزايد دور هذه الأسواق بدرجة كبيرة في و.م.أ حيث تعتبر أكبر ثاني سوقا بعد بورصة نيويورك وتايوان ولندن وخامس سوق في العالم بعد بورصة طوكيو وذلك من



## الفصل الثاني: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية

حيث حجم الأموال المتداولة في الأوراق المالية ونظرا لضخامة ما تقوم به من أعمال في مجال الأوراق المالية فقد تم تكوين ما يسمى بالإتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية كتنظيم ذاتي ينظم السماسرة بعد إختيار الاختبارات المؤهلة بهم في العمل فيها وبالتالي فإن هذا الإتحاد يهدف الى حماية المستثمرين من جانب والمحافظة على مصالح أعضائه من جانب آخر بالإضافة الى أن هذا الإتحاد يقوم بتوفير المعلومات الضرورية وخاصة عن أسعار وأحجام التعامل وأي مستثمر يمكنه الحصول على هذه المعلومات مما يساعده في إتخاذ قرار سليم وسريع<sup>1</sup>.

### الفرع الثالث: السوق الثالث و الرابع

هنا نميز بين نوعين من الأسواق و هي السوق الثالث و الرابع و نبرزهما كالتالي:

**1-السوق الثالث:** وهو قطاع من السوق غير المنظم بمعنى أن صفقات بيع وشراء الأوراق المالية تتم خارج البورصة، ويتم التعامل من خلال أعضاء من بيوت السمسرة خارج أعضاء السوق المنظم وهذه الأسواق على استعداد لشراء أو بيع الأوراق المالية بأي كمية، وكذلك نجد أنه من حق أعضاء بيوت السمسرة التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم بينما أعضاء السوق المنظم ليس لهم حق التنفيذ أو عقد صفقات خارج السوق على هذه الأوراق المالية المسجلة فيها، والواضح أن أعضاء بيوت السمسرة هذه قد تشكل عنصرا مناسباً للأعضاء داخل السوق المنظم خاصة أن العملاء في السوق الغير منظمة من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، ومن أهم أسباب وجود هذه السوق اعتقاد العملاء بأن تنفيذ العمليات يتم بسرعة كبيرة وأيضاً إمكانية التفاوض في مقدار العمولة التي يحصل عليها أعضاء بيوت السمسرة من خارج البورصة إلى حد الحصول على تخفيضات مغرية.

**2-السوق الرابع:** وهو شبيه السوق الثالث في أن الصفقات تتم خارج السوق المنظمة غير أن التعامل يتم عن طريق الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة أو بين الأفراد الأغنياء دون حاجة لأعضاء بيوت السمسرة، ومما يسهل هذا الاتصال وجود شبكة قوية من الاتصالات عن طريق الهاتف أو الحاسوب، وبالتالي يمكن القول أن أهم أسباب وجود هذا السوق هو الحد من العملات التي تدفع لسماسرة، فالجدير بالذكر ما قد يتم الاستعانة بوسيط لإتمام الصفقة والمعروف أن أعباء الوسيط تكون أقل بكثير من تكلفة وعمولة السماسرة.

### المطلب الثالث: أركان الأسواق المالية ومقومات نجاحها

إن السوق المالية تقوم على مجموعة من الأركان التي تعد أركان رئيسية لا بد من وجودها أو توفرها في السوق المالية.

<sup>1</sup> سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1998، ص 75-76.

## الفصل الثاني: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية

### الفرع الأول: أركان الأسواق المالية

و تتمثل في المقرضين و المقرضين و الوسطاء الذين سنتطرق لهم بالتفصيل في هذا الجزء.

#### الركن الأول: المقرضين أو المستثمرين

تتضمن هذه الفئة الأفراد أو المؤسسات المالية و يقصد بفئة الأفراد هم الذين تزيد دخولهم النقدية عن احتياجاتهم الاستهلاكية و يقصد بالمؤسسات المالية و البنوك و مكاتب السمسرة و شركات الاستثمار القادرة على استثمار بعض أموالهم في مشاريع استثمارية تعود عليهم بالنفع الوفير أو بمعنى آخر تعود عليهم بعوائد عالية و مخاطر قليلة، هذا و من جدير بالملاحظة أنه بمقدور هذه المؤسسات (البنوك و شركات الاستثمار و مكاتب السمسرة ) القيام بدور المقرض أو المستثمر في السوق المالية، إذا ما استطاعت هذه المؤسسات من الحصول على عوائد معقولة و مقبولة إضافة إلى توفير عامل الأمان و عامل السيولة و هذا ما يسعى إليه كل مستثمر رشيد من أجل أمواله و المحافظة عليها.

#### الركن الثاني: المقرضين أو المصدرين

هذه الفئة تتكون من الأفراد و المؤسسات التي تكون بحاجة إلى أموال حيث أن إيراداتهم النقدية تقل عن احتياجاتهم الاستهلاكية و في هذه الحالة تستطيع هذه الفئة الحصول على الأموال المطلوبة بواسطة إصدار أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال و لكنه يشترط في مصدر الورقة المالية ، أن تكون مؤسسة أو مكتب سمسرة أو شركة إستثمارية، بينما يمكن للأفراد الاقتراض من المؤسسات المالية على صورة قرض مباشر حيث يتطلب في هذه الحالة أن يكون هناك عقد مبرم بين المقرض(المؤسسة المالية) و المقرض و هو الفرد و عادة ما يدون في هذا العقد القيمة الاسمية للمقرض و المدة الزمنية للقرض و سعر الفائدة و تاريخ دفع أقساط الفائدة و تاريخ استحقاق سداد القرض.

#### الركن الثالث: الوسطاء أو الوكلاء

فئة الوسطاء هم الذين يقومون بدور الوسيط بين جمهور المستثمرين أو المقرضين أو المصدرين للأوراق المالية، و عادة ما يكون الوسيط شخص طبيعي أو معنوي و يقوم الوسطاء بمجموعة من الإعمال و هي<sup>1</sup>:

#### 1- أعمال السمسرة:

تتضمن أعمال السمسرة قيام السمسار بمجموعة من الأعمال بناء على الأوامر التي يصدرها إليه العميل و يمكن تلخيص هذه الأوامر إلى مايلي:

#### • الأمر السوقي:

يتضمن الأمر السوقي قيام العميل بمنح السمسار صلاحية الشراء أو بيع الأوراق المالية حسب ما يراه السمسار مناسباً و بما يتلاءم مع السوق (العرض و الطلب)<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> جمال جويدان الجمال، الاسواق المالية و النقدية، دار صفاء للنشر و التوزيع، طبعة أولى، عمان، 2002، ص 27، 26.

<sup>2</sup> حسين على خريوش و آخرون، الاسواق المالية، مفاهيم و تطبيقات، دار زهران، عمان، 1998، ص 28-30.

### • الأمر المحدد:

يتضمن هذا الأمر إعطاء العميل أسعار محددة يتم بموجبها إعطاء العميل وقيامه ببيع أو شراء الأوراق المالية و يتطلب من السمسار في هذه الحالة تنفيذ الأمر بمجرد وصول السعر إلى هذا الحد.

### • أمر التوقف:

يعتبر هذا الأمر مزيج من النوعين السابقين، و عادة ما يلجأ العميل إلى التوقف في حالة انقاز ما يمكن إنقاذه من الربح أو تقادي ما يمكن تقاديه من خسارة.

### • الأمر الفوري:

و يقتضي هذا الأمر تنفيذ ما يطلب العميل من السمسار فوراً و إلا اعتبار هذا الأمر لاغياً<sup>1</sup>.

### • الأمر الحر أو المطلق:

يعطي هذا الأمر للسمسار الحرية المطلقة في عمليات الشراء و البيع للأوراق المالية حسب ما يعتقد السمسار.

### • الأمر المحدد الزمن:

و يقتضي هذا الأمر بان يكون محددًا بسقف زمني بسنين كأسبوع أو شهر... الخ<sup>2</sup>.

## 2- صناعة الاسواق:

من أعمال الوسطاء او الوكلاء القيام بدور صناعة الاسواق و ذلك لممارسة مهنة بيع و شراء الأوراق المالية بموجب ترخيص تمنحه إياه إدارة السوق، و في هذه الحالة يقوم الوسيط بممارسة نشاطه في السوق الثانوي او السوق الموازي، و ذلك إما لصالح عملائه او لصالح نفسه و يتطلب في هذه الحالة من الوسيط المحافظة على:

-توفير السيولة اللازمة للسوق و ذلك عن طريق تفعيل آلية السوق بالتحكم في حركة العرض و الطلب.  
-المحافظة على حركة استقرار الأسعار و حجم التعامل و ذلك بممارسة حقه في البيع و الشراء حسب ما يقتضيه ذلك لمصلحة السوق المالي، و بما يتحقق نوع من الاستقرار للأسعار و حجم التعامل بالأوراق المالية.

## 3-قيام الوسيط بتغطية الإصدارات الأولية:

<sup>1</sup> حسين على خريوش و آخرون، مرجع سابق، ص 30-32

<sup>2</sup> جمال جويدان الجمال، مرجع سابق، ص 28، 29.

## الفصل الثاني: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية

يلعب الوسيط في هذه الحالة دور المتعهد لتغطية إصدار أولي معين سواء أكان في صورة أسهم او سندات ويتطلب في هذه الحالة ان يكون الوسيط مؤسسة مالية حتى يقوم بمثل هذا العمل ،حيث انه إذا لم يستطيع تسويق الإصدارات الأولية يقوم هو نفسه بشرائها لحسابه الخاص وهذا لا يمكن تحقيقه إلا إذا كان الوسيط مؤسسة مالية كبنك استثمار مثلا او شركة استثمارية...الخ.

### 4- العمل على إطالة فترة استحقاق الدين:

لما كان الوسيط في الغالب عبارة عن مؤسسة مالية او شركة استثمارية فانه يستطيع إطالة فترة استحقاق الدين بعمل آلية محددة لعمليات الدفع،سواء أكان ذلك بإطالة فترة استحقاق الدين(السند)،او الفائدة المترتبة عليه (فائدة السند).

### 5- تقليل المخاطر و النفقات:

غالبا ما يكون الوسيط كما و سبق ان ذكرنا مؤسسات او شركات استثمارية و بالنظر لما يتوفر لدى هذه المؤسسات من هيئات استثمارية متخصصة في كافة المجالات، فغالبا ما يعمل ذلك على تخفيض المخاطر و التكاليف التي يتحملها المستثمر.

## الفرع الثاني: مقومات نجاح الأسواق المالية<sup>1</sup>

بهذا الصدد يمكن تمييز نوعين من المقومات، و إحداها أساسية و أخرى سائدة تساهم في تدعيم و فاعلية السوق المالي و فيما يلي إيجاز لهذه المقومات.

ان الوضع السياسي والاجتماعي الذي يتسم بالاستقرار المستمد من فلسفة اقتصادية واضحة الأطر و محددة المعالم تفسح المجال لدور اكبر للقطاع الخاص في إدارة عملية التنمية الاقتصادية و كذلك توافر تنظيمات إدارية تتسم بالكفاءة و الفعالية كل ذلك يسهم بدوره من توفير متطلبات الاستثمار المحلي فضلا بما يوفره من عامل جذب للاستثمارات الأجنبية، كما ان النظام القانوني و مدى وضوحه و اتساقه و التشريعات المنظمة لعمل السوق تؤدي إلى دور مهم في توفير المناخ الملائم للاستثمار.

- فلسفة اقتصادية واضحة: تسمح لرأس المال الخاص بتكوين الشركات المساهمة المختلطة و الخاصة، ويتبعها من أنظمة و قوانين.

- تنوع أدوات الاستثمار: وهي سلعة سوق سلعة سوق المال، فالتنوع بالأدوات يعني تعدد الخيارات أمام المدخرات.

- مؤسسات مالية و مصرفية متنوعة و متعددة: قادرة على خلق الفرصة وتجميع المخاطر و تقليلها، هذا إلى جانب فاعليتها بتسويق الإصدارات.

<sup>1</sup> حسين علي خريوش و آخرون، مرجع سبق ذكره، ص19.

## الفصل الثاني: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية

-تحويل المدخرات إلى استثمارات: تغير السوق المالية من أهم الأدوات التي يتم بواسطتها تحويل المدخرات المجتمعة إلى استثمارات وذلك لكون هذه السوق تعد بمثابة، سوق لاستثمار أوراق الأفراد والمؤسسات والبنوك في شراء الأوراق المالية التي تمثل حصصا من رأس المال المؤسسات صناعية او تجارية او عقارية او قروضا تتمثل في السندات.

فالسوق المالي يمثل مجموعة أنشطة (سياحة، صناعة، عقارية) تتداول أوراقها في السوق، وهناك عدة طرق اتبعت لتحويل المدخرات إلى استثمارات منها.

-اقتطاعات إجبارية من الموظفين و ذلك لاقتطاع نسبة من مرتبات الموظفين مقابل منحهم أسهم في شركات قوية مساهمة او مدعم بسندات قوية، كما تقوم بعض الدول باقتطاع جبيري من المزارعين عند بيع محصولهم الزراعي و تخصيص هذه المبالغ في إنشاء شركات زراعية مساهمة.

-تخصيص أيام خاصة للجمهور بزيارة البورصات من اجل معرفة عمل البورصة و تسمى هذه المحاولة بجعل البورصة الشعبية في متناول الجميع.

-إنشاء ما يسمى بنوادي الاستثمار و هي عبارة عن جمعيات أشخاص يخصص كل عضو من أفرادها مبلغا معيناً من المال، و تقوم الجمعية باستثماره لحساب أعضائها في شراء أوراق مالية.

### - المقومات الساندة:

سميت بالساندة لأنها تساهم في تطور و نجاح السوق، و إضفاءه صفة العمق و الإتساع، ومن هذه المقومات:

1-نظم اتصال فعالة و متطور و كفنة تساهم في توفير المعلومات الدقيقة و الموثوق بها حول حركة الأسعار.

2-الإفصاح المالي و إشهار المعلومات: لا يختلف اثنان حول أهمية و دور الإفصاح المالي و إشهار المعلومات الكامل و الصحيح في بناء سوق الأوراق المالية و أساس لسلامته و استمراره،و يعد الإفلاس و إشهار البيانات الصحيحة المالية و غير المالية المتعلقة بالشركات التي يتم تداول أدواتها في السوق المالية ليتمكن المستثمرين و المتعاملين في هذه السوق من ترشيد قراراتهم الاستثمارية.

ان الإفصاح المالي أصبح مسألة قانونية، أي انه قد سنت له القوانين التي تلتزم الشركات بنشر البيانات و الإفصاح عنها في أوقات محددة كل سنة من حيث ميزانياتها، و حساب الأرباح، و الخسائر و تقارير مجالس الإدارة و مراقبي الحسابات و إظهار مراكزها المالية... الخ، إذ يؤدي إلى تعميق ثقة الجمهور بعمليات السوق و إلى استقطاب مشاركة أوسع منها و غالبا ما تتم عمليات الإفصاح بواسطة النشرات التي يصدرها السوق او التي تصدرها الشركات نفسها والتي يمكن ان تكون يومية او أسبوعية أو شهرية أو عبر وسائل الإعلام المختلفة.(2)

3- تشريعات تضيي صفة المنافسة الكاملة و منح الاحتكار، في شكل يجعل السوق ذو أرضية خصبة للعرض و الطلب.

## الفصل الثاني: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية

---

4- هيكل مؤسسي منظم، يعبر عنه بجهاز إداري متكامل تحكمه هيئة او لجنة و يشترط بأعضاء السوق الحياد و الخبرة بشؤون المال.

5- تشريعات و أحكام تحمي المستثمرين من الغش و التلاعب و تحديد التصرفات ذات القبول العام بين أوساط المتعاملين، و بشكل يعزز من ثقة الجمهور بنظام السوق و هيئته.

### خلاصة الفصل

تتمتع الاسواق المالية بأهمية بالغة كإطار مؤسساتي قائم يعمل على تسهيل انسياب الأموال من المدخرين إلى المستثمرين و كقناة توجيه و استخدام للمواد المتاحة بكفاءة على النحو الذي يحقق توفير موارد التمويل للاستثمار و توظيف الأموال و سد العجز بين المعروض من عدة الموارد و المطلوب منها.

كما تتنوع الاسواق المالية بتنوع الأسس المستخدمة في تبويبها او تقسيمها، في طبيعة الاستحقاق للأموال، يقسم السوق المالي إلى سوق نقد للأموال القصيرة الأجل و سوق رأس المال للأموال الطويلة الأجل و الأخير يقسم حسب طبيعة الإصدارات إلى سوق أولية و ثانوية. و تشهد الاسواق المالية على صعيد بنيتها و أدواتها تطورات عديدة، أنتجت صور إبداعية لأدوات الاستثمار، شكلت عامل جذب للعديد من المستثمرين فضلا عن دورها الحيوي في المجتمع، كونها تمثل قناة اتصال مهمة من خلالها تستطيع الوحدات العاملة في الاقتصاد الوطني من سد احتياجاتها المالية.

## الفصل الثالث: دور الصكوك الإسلامية في السوق المالية الماليزية

❖ المبحث الأول: دراسة سوق الأوراق المالية



❖ المبحث الثاني: إصدار الصكوك و أثره في سوق الأوراق المالية الماليزية



## الفصل الثالث: دور الصكوك الإسلامية في السوق المالية الماليزية

### تمهيد:

شهد الإقتصاد الماليزي قفزة نوعية خلال النصف الثاني من القرن الماضي، حيث ساهمت عدة ظروف بالنهوض بالإقتصاد الماليزي للوصول به إلى اقتصاديات الدول المتقدمة وتعد التجربة الإقتصادية الماليزية بالحديثة نسبيا، غير أن نموذجها في تحقيق التنمية الاقتصادية للبلاد تجربة تستحق الدراسة، وما يلفت الانتباه اعتماد ماليزيا على مبادئ الإقتصاد 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 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.

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 في 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 بتكليفها وفق الأحكام الشرعية.

فجاء هذا الفصل ليدرس ويحلل دور الصكوك في السوق المالية الماليزية، حيث سنتطرق فيه إلى المباحث الآتية:

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

**المبحث الثاني: إصدار الصكوك وأثره في سوق الأوراق المالية الماليزية.**

### المبحث الأول: دراسة سوق الأوراق المالية الماليزية

يعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا البديل الشرعي لسوق الأوراق المالية التقليدي، لما يتوافر عليه من أدوات استثمار طويلة الأجل تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية كما يقوم على اجتناب جميع المحرمات التي تقوم عليها السوق التقليدية فهو يتميز بالضوابط التي سبق ذكرها من اجتناب للربا، الميسر، الغرر، إلى غير ذلك من المعاملات التي تتنافى مع الشريعة الإسلامية، ولذلك سنتطرق أولاً إلى مفهوم ونشأة سوق الأوراق المالية في ماليزيا وأقسامه قبل تطرقنا إلى سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا.

### المطلب الأول: واقع سوق الأوراق المالية الماليزية

سوق الأوراق المالية الماليزية كغيرها من الأسواق المالية الأخرى، لا تختلف عن المفهوم العام المتعارف عليه، كما أن نشأتها تعود إلى أواخر القرن التاسع عشر، في ظل الإحتلال البريطاني لها.

### الفرع الأول: نشأة سوق الأوراق المالية الماليزية

بدأت صناعة التعامل بالأوراق المالية في ماليزيا في أواخر القرن التاسع عشر بظهور الشركات البريطانية العاملة في مجال الصناعات المطاطية، وفي عام 1930 م أسست جمعية سماسرة بورصة سنغافورة (Singapore Stockbrokers Association) كأول جمعية منظمة رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية، كما بدأ النظام المالي المنظم بتأسيس البنك المركزي الماليزي في تاريخ 24 جانفي 1959 م<sup>1</sup>.

لكن الظهور الفعلي لسوق الأوراق المالية الماليزي كان بتاريخ 9 ماي 1960 م وتشكلت سوق منظمة مشتركة بين سنغافورة وكوالالمبور أين تم إدخال نظم الغرف التجارية، حيث يكون في كل واحدة منهما نفس الأوراق المالية المدرجة والأسعار نفسها ويتم الربط بينهما بواسطة خطوط الهاتف، وفي عام 1964 م انفصلت سنغافورة عن ماليزيا وأُسست هذه الأخيرة بورصة مستقلة.

كما أسست سنغافورة أيضا بورصة مستقلة ولكن الارتباط بين البورصتين ظل قائما، وفي تاريخ 14 ديسمبر 1976 م تم تأسيس بورصة كوالالمبور لتداول الأسهم تحت اسم كوالالمبور للأوراق المالية المحدودة، وفي عام 1990 م ألغي الارتباط القائم بين بورصة سنغافورة وبورصة كوالالمبور<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة في المقومات و الأدوات من وجهة نظر إسلامية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2008، ص 173.

<sup>2</sup> سعيدة حرفوش، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق "دراسة حالة سوق ماليزيا"، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة يحي فارس، المدينة، 2009، ص 37.

## الفصل الثالث: دور الصكوك الإسلامية في السوق المالية الماليزية

وشهدت سوق الأوراق المالية الماليزية تطورا ملحوظا بعد عام 1993 م بتأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية وسوق المشتقات، كما التزمت الحكومة الماليزية بالاعتماد على الخطط الرئيسية لسوق الأوراق المالية الماليزية - التي افتتحها وزير المالية الماليزية بتاريخ 22 فيفري 2001 م بغرض تدعيم السوق- وتضمنت الخطة ستة أهداف جوهرية:

- جعل سوق الأوراق المالية الماليزية مركزا للمحصول على الموارد التمويلية لشركات الماليزية؛
  - إيجاد بيئة استثمارية أمثل للمستثمرين؛
  - خلق موقع تنافسي وكفاءة لمؤسسات السوق؛
  - تطوير خدمات الوساطة بخلق بيئة تنافسية جيدة؛
  - تقوية وتنظيم أنظمة الرقابة؛
  - اعتبار ماليزيا مركزا دوليا لسوق الأوراق المالية الإسلامية.
- وفي تاريخ 14 أبريل 2004 م تم تغيير اسمها إلى بورصة ماليزيا برهاد المحدودة.

### الفرع الثاني: سوق الأوراق المالية الماليزية

كما سبق وأن ذكرنا فإن سوق الأوراق المالية الماليزي لا يختلف في مفهومه عن المفهوم الشائع، حيث يعرف على أنه المجال الذي يتم فيه الجمع بين الوحدات ذات العجز المالي والوحدات ذات الفائض المالي، عبر قنوات اتصال فعالة ويكون التعامل فيها من خلال إصدار أدوات مالية طويلة الأجل وتداولها.

ويتكون سوق الأوراق المالية الماليزي، من سوق الأوراق المالية التقليدي وسوق الأوراق المالية الإسلامي، كما يشتمل على السوق المنظم (البورصة) والسوق غير المنظم، وهو يعد من أهم الروافد لسد الاحتياجات في الاستثمار والتمويل طويل ومتوسط الأجل للمشاريع التنموية الماليزية، وميدان المنافسة بين الشركات للحصول على رؤوس الأموال بهدف التطويل إلى الأفضل<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

يعد سوق الأوراق المالية الإسلامية من أهم أقسام البورصة الماليزية، حيث عرف تطورا ملحوظا في السنوات القليلة الماضية، وذلك بتشجيع من الحكومة الماليزية التي عملت على النهوض بهذا القسم حتى يؤدي الدور المنوط به والمتمثل في توفير الأدوات والمعاملات التي تتماشى مع الشريعة الإسلامية، حتى تلبي طلبات الأفراد والمتعاملين في السوق المالية الماليزية وكهدف أساسي حسب الخطة المعلن عليها في 2001 م وهو الوصول بماليزيا كمركز دولي لسوق رأس المال الإسلامي .

<sup>1</sup> نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007، ص 84.

## الفصل الثالث: دور الصكوك الإسلامية في السوق المالية الماليزية

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

تعود بداية أنشطة الاستثمار الإسلامي إلى أوائل الستينات، بتأسيس هيئة صندوق الحجاج في نوفمبر 1962 م، حيث يدير هذا الصندوق أموال الحجاج بشكل متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، أما عن أول بداية حقيقية لتطوير نظام العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا فتعود إلى عام 1983 م مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي والذي بدأ سريانه في 7 أبريل عام 1983 م، وتم بموجبه استحداث مجموعة من الخدمات والمنتجات المصرفية وفق مبادئ الشريعة الإسلامية، وجاء بذلك تأسيس أول بنك إسلامي ماليزي وهو بنك إسلامي ماليزيا برهارد، تبع ذلك تأسيس شركة التأمين التكافلي الإسلامي الماليزي في عام 1984 م بعد صدور قانون التأمين الإسلامي في العام نفسه، إضافة إلى ظهور نافذة المعاملات الإسلامية في البنوك التجارية التقليدية المعروفة باسم نظام العمل المصرفي اللاربوي في عام 1993 م.

وأما التطور الحقيقي لسوق الأوراق المالية الإسلامية فيعود إلى أوائل التسعينات من القرن الماضي حيث أصدرت الشركة الخاصة (Shall Mdn Sdn Bhd) الصكوك الإسلامية الأولى في السوق المحمية في عام 1990 م، وقد أدى ذلك إلى إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى مما أدى إلى تعميق سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا واتساعها.

وتم تشكيل قسم خاص بسوق الأوراق المالية الإسلامية من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية سنة 1994 م، إضافة إلى تشكيل اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية في أواخر سنة 1994 م، التي تحولت إلى اللجنة الاستشارية الشرعية بعد عام و أصبحت مسؤولياتها بذلك أوسع. وفي 17 أبريل 1999 م تم تطوير مؤشر حركة الاسعار للأسهم العادية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، في اللوحة الرئيسية لسوق ماليزيا وسمي بمؤشر الشريعة، حيث تمثل الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة ثلثي الاسهم المدرجة في السوق المنظمة لماليزيا (البورصة).

### الفرع الثاني: تعريف سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي بأنه السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل المتوافقة تماما مع أحكام الشريعة الإسلامية وخالية من الأنشطة المحرمة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> العياشي زرزار، سوق الأوراق المالية الإسلامية " تجربة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، مجلة ملفات الأبحاث في الاقتصاد والتسيير الملف الخاص الرابع، د م، د ع، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، الجزائر، 2018، ص ص 38-39.

### الفرع الثالث: أقسام سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

تعد بورصة ماليزيا سوقا منظمة و سهلة الوصول إليها، لما تقدمه من منتجات متنوعة ومبتكرة، ولتعزيز المنتجات المقدمة لمستثمرين أنشأت بورصة ماليزيا سوق للأوراق المالية الإسلامية، وهذا من أجل تطوير أسواق رأس المال المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والمنتجات والأدوات المتداولة فيها . ويمكن تقسيم سوق الأوراق المالية الإسلامية إلى سوق السلع وسوق الأسهم الإسلامية وسوق الصكوك وسوق المشتقات .

**أولاً: سوق السمع:** ويتداول فيها جميع السلع التي يتاجر فيها وفق الأحكام الشرعية، وهذا من أجل تسهيل المعاملات التجارية والمالية وكذلك عمليات الإستثمار

**ثانياً: سوق الأسهم الإسلامية:** ويتداول فيه جميع الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والتي تم الموافقة عليها من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية، وتمثل الأسهم الإسلامية (74.4%) من إجمالي الأسهم المدرجة في البورصة وهذا حتى 31 جانفي 2015 م.

**ثالثاً: سوق الصكوك:** وهي من أهم أقسام السوق الإسلامية للأوراق المالية، وهذا لكونها تصدر بالعملة المحلية الرينغت الماليزي أو بالعملات الأجنبية، مصدرة من قبل هيئات محلية أو دولية مقيدة أو غير مقيدة، ويتم طلب تسجيل الصكوك الجديدة لدى البورصة الماليزية.

### الفرع الرابع: وظائف سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

تؤدي سوق رأس المال الإسلامي الماليزي عدة وظائف والتمثلة فيما يلي:

**أولاً: دعم الاقتصاد المحلي:** للسوق دور حيوي في دعم تنمية الاقتصاد المحلي وذلك عن طريق تعبئة وتحويل مدخرات الأفراد والشركات إلى الوحدات ذات العجز لتوظيفها في المشاريع التنموية للقطاع العام والخاص على أن يدفع الطرف الأخير عائدا يرضي به أصحاب رؤوس الأموال، مما ينتج عنه نمو وازدهار الاقتصاد المحلي؛

**ثانياً: الرقابة والإشراف على تعاملات السوق بما يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية:** توجد هيئة رقابية لكل سوق مالية وتشرف هيئة الأوراق المالية الماليزية الإسلامية عن طريق اللجنة الاستثمارية الشرعية على مطابقة و موافقة العمليات المعمول بها في السوق المالي الإسلامي للأوراق المالية، وهذا بتوفير الأطر والقوانين الخاضعة لمبادئ الشريعة الإسلامية والموافقة لإصدارات الأدوات المالية الإسلامية، كما تعمل على تطوير المنتجات المالية الإسلامية في ماليزيا وجذب الاستثمارات الأجنبية في السوق الإسلامية؛

## الفصل الثالث: دور الصكوك الإسلامية في السوق المالية الماليزية

ثالثاً: توفير الأدوات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية: تمثل هذه السوق للجهات المصدرة من حكومات وشركات مكان لإصدار الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وهذا بعد المصادقة عليها من طرف الهيئة الشرعية للسوق من أجل تعزيز ثقة المتعاملين في السوق والجهات المصدرة لتلك الأدوات المالية الشرعية<sup>1</sup>؛

رابعاً: إتاحة الفرص لاستثمار الحلال للمستثمرين: تتوفر السوق على العديد من الفرص الاستثمارية في مجالات عديدة وأدوات مالية مقبولة شرعاً، وهذا ما يفضله أصحاب الأموال الفائضة من تقليل للمخاطر ورجاء عائد مجزي و فترات محددة خاصة في المدى القصير، مما يسمح للمستثمر بالمفاضلة في استثماراته وتسييلها عند الحاجة، وحتى لا يدع أمواله تتآكل بالزكاة.

### المطلب الثالث: منتجات الهندسة المالية الإسلامية في السوق الماليزي

تشمل منتجات الهندسة المالية الإسلامية المتداولة في سوق رأس المال الماليزي العديد من أشكال المعاملات المالية والمتمثلة في الآتي:

#### الفرع الأول: الأدوات التمويلية

تتمثل هذه الأدوات فيما يلي:

1. **الاستثمار من خلال المضاربة بين المصارف:** هي إحدى الآليات التي تستطيع من خلالها المؤسسة المصرفية التي تعاني عجز الحصول على استثمارات من المؤسسات المصرفية ذات الفائض، وتكون على أساس المضاربة وتتراوح المدة بين يوم إلى سنة ومعدل العائد يعتمد على معدل الربح الإجمالي قبل توازي الاستثمارات التي تدوم ليوم واحد، و نسبة الأرباح قابلة للتفاوض بين الطرفين.
2. **قبول الودائع بين المصارف:** هي أحد المعاملات بين بنك نيجارا ماليزيا و المؤسسات المصرفية الأخرى حيث يحتفظ بنك نيجارا على الودائع بالإضافة إلى أنه يقوم بإمتصاص السيولة الزائدة في السوق.
3. **اتفاقية البيع وإعادة الشراء:** تتم بين طرفين، حيث يقوم البائع ببيع أصول مالية إلى المشتري بسعر متفق عليه، ويتم إبرام اتفاقية أخرى يتعهد المشتري ببيع الأصول المعنية إلى البائع بسعر متفق عليه.
4. **اتفاقية الرهن الأولى:** بموجبها يقدم المقرض قرصاً للمقترض وفق مبدأ القرض الحسن، بشرط أن يودع المقترض سندات المديونية على سبيل الرهن لتكون ضماناً للقرض الممنوح، ويحق للمقرض بيع هذه السندات في حالة عجز المقترض على السداد عند فترة الاستحقاق.

<sup>1</sup> نيبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص102.

## الفصل الثالث: دور الصكوك الإسلامية في السوق المالية الماليزية

### الفرع الثاني: الأدوات المالية

تتمثل الأدوات المالية المتداولة في ماليزيا فيما يلي:

1. الإصدارات الاستثمارية الحكومية: تم تقديم هذا النوع لأول مرة في جوان 1983 وفقا لمبدأ القرض الحسن، ووفقا لنظام الشهادات فان القرض يرد إلى أصحابه مرة أخرى من الحكومة لكن دون عائد أو نفع مادي، وحصيلة هذه الشهادات تمكن الحكومة من إتمام مشروعها دون الحاجة إلى زيادة كمية النقود المصدرة أو فرض ضرائب على الممولين وتعتبر ناجحة لتحقيقها عنصر الكفاءة الاقتصادية.

2. السندات المالية القابلة للتداول: يندرج نوعان من الأوراق المالية التجارية في هذه السندات.

• الأوراق التجارية الإسلامية القابلة للتداول الخاصة بالإيداع: يطبق هذا النوع مبدأ المضاربة، حيث يتم إيداع مبلغ من المال لدى المؤسسات المصرفية المالية ويدفع لصاحبه في ميعاد محدد في المستقبل، ويشمل هذا المبلغ على القيمة الاسمية للأوراق التجارية الإسلامية القابلة للتداول الخاصة بالإيداع بالإضافة للربح.

• صك المديونية القابل للتداول: يتضمن بيع أصول المؤسسات المصرفية للعميل نقدا بسعر متفق عليه ويتم فيما بعد شراء الأصول بالقيمة الأصلية مضافا لها الربح وتتم التسوية في وقت متفق عليه في المستقبل.

3. سندات المديونية الخاصة الإسلامية: تعد من أشكال التعاملات البارزة في السوق المالي في هذا الوقت بناء على مبادئ البيع بثمن اجل، المرابحة والمضاربة المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

4. الكمبيالات الإسلامية المقبولة: وهي سندات بدون فائدة أصدرت أول مرة سنة 1991 بهدف تشجيع وتعزيز التجارة المحلية والخارجية بتزويد التجار الماليزيين بخدمة تمويل مغرية، وصيغتين من هذه السندات وفقا لمبدأين هما المرابحة وبيع الدين.

5. صكوك أخرى: من بين هذه الصكوك ما يلي:

- صكوك بنك نيجارا ماليزيا القابلة للتداول: تعد هذه الصكوك مستندات قصيرة الأجل تتداول في السوق الثانوي وتصل مدة الانتفاع إلى عام واحد، تعتبر وسيلة لإدارة السيولة.
- سندات كاجاماس للمضاربة: تهدف إلى تمويل شراء ديون الإسكان الإسلامي من المؤسسات المالية التي توفر سبل تمويل الإسكان الإسلامي إلى السكان المحليين، وتعتمد هذه السندات على مبدأ المضاربة، ويتقاسم حملة السندات الأرباح مع هذه الشركة وفقا لنسب متفق عليها.

### الفرع الثالث: الدينار الذهبي الإسلامي

تعود فكرة الدينار الذهبي الإسلامي المصدرة من طرف ماليزيا إلى دار بنك العملات الإسلامية، والهدف منه هو قيام سوق إسلامية مشتركة بعملة موحدة وإحلال الدينار الذهبي الإسلامي محل الدولار

## الفصل الثالث: دور الصكوك الإسلامية في السوق المالية الماليزية

الأمريكي كعملة دولية موحدة لان أسعار العملات الورقية في تذبذب مستمر وليس كالذهب الذي يحتفظ بقيمته من خلال امتلاكه كمعدن ثمين<sup>1</sup>.

### المبحث الثاني: إصدار الصكوك وأثره في سوق الأوراق المالية الماليزية

شهدت ماليزيا في السنوات الأخيرة نقلة نوعية في إصدار وتداول الصكوك الإسلامية، وهذا لكونها السباق في إصدار وابتكار أنواع عديدة من الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة فضلا عن خبرتها في مجال الصيرفة الإسلامية، مما جعل منها قطبا عالميا للمالية الإسلامية و ساهم في ذلك توفير الظروف الملائمة من طرف الجهات المعنية للإستثمار في هذه الأدوات .

### المطلب الاول: واقع سوق الصكوك الاسلامية

لقد برزت صناعة الصكوك الإسلامية باعتبارها واحدة من المكونات الرئيسية للنظام المالي الإسلامي، وتنامي دورها لتصبح على نحو متزايد أحد المنتجات المستخدمة على نطاق دولي واسع، مما أدى إلى نمو وتطور سوق الصكوك الإسلامية بشكل كبير وملحوظ في السنوات الأخيرة، ولذلك سيتم التركيز على السوق العالمية للصكوك خلال الفترة 2009-2014.

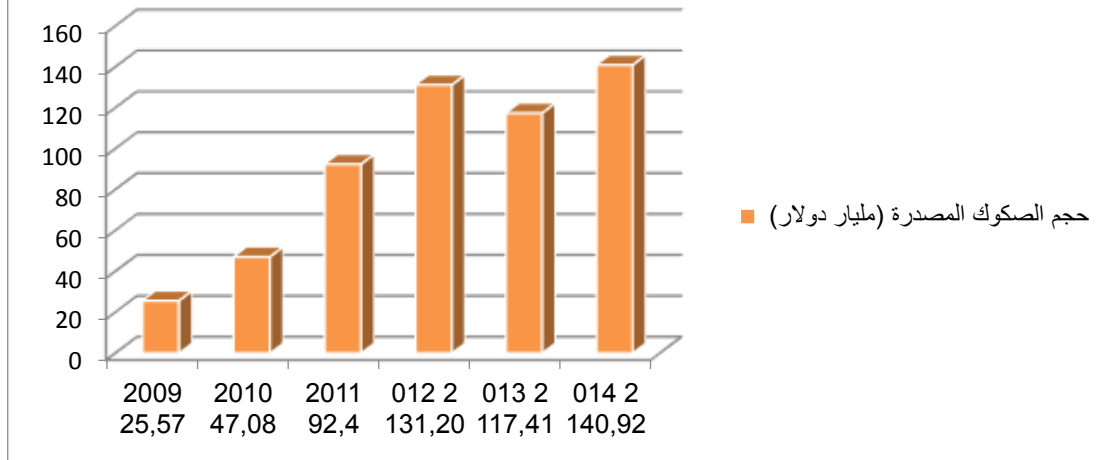
**الفرع الأول: تطور إجمالي الصكوك المصدرة عالميا:** لقد شهد سوق الصكوك الإسلامية نموا سريعا وتطورا ملحوظا في السنوات الأخيرة، لاسيما في السنة الأخيرة 2014 والشكل التالي يوضح إجمالي إصدارات الصكوك عالميا من سنة 2009 إلى سنة 2014 كما يلي:

**الشكل رقم ( 01): تطور إجمالي الصكوك المصدرة عالميا خلال الفترة 2009-2014**

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز، مرجع سبق ذكره، ص ص 204-210.



### حجم الصكوك المصدرة عالميا من سنة 2009 إلى سنة 2014 (مليار دولار)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على تقارير بنك نيجارا ماليزيا متوفر على الرابط

(<http://www.mifc.com>)

شهد سوق الصكوك الإسلامية نموا سريعا ورواجا واسعا منذ إنطلاقه، حيث زادت إجمالي إصدارات الصكوك عالميا بحوالي خمس أضعاف من 25,57 مليار دولار سنة 2009 إلى 140,92 مليار دولار سنة 2014.

وقد كانت سنة 2014 السنة الأبرز في إصدار الصكوك الإسلامية عالميا بزيادة (20.02%) عن السنة السابقة 2013 ، وبزيادة (8%) عن السنة 2012.

ومن أهم العوامل التي ساعدت على النمو السريع في إصدار الصكوك خلال السنة 2014 نذكر مايلي :

- استغل السوق الأولية خمسة من مصدري الهيئات السيادية للمرة الأولى خلال الربع الثالث من 2014 منها ثلاثة من خارج بمدان منظمة التعاون الإسلامي وهم هونج كونج وجنوب افريقيا ولكسمبورج؛
  - رحبت سوق الصكوك بأول إصدار على الإطلاق من قبل بنك استثماري امريكي وهو بنك غولدمان ساكس؛
  - أول إصدار في العالم مقوم بالين الياباني والذي صدر من مؤسسة مالية من أصل ياباني في ماليزيا، وهو بنك طوكيو ميتسوبيشي يو اف جي (ماليزيا).
- وتشير هذه التطورات إشارة ملحوظة إلى زيادة قبول أدوات الصكوك كأدوات يمكن تطبيقها لجمع التمويلات من قبل مختلف المصدرين بما في ذلك الهيئات السيادية والمؤسسات والشركات.

## الفصل الثالث: دور الصكوك الإسلامية في السوق المالية الماليزية

الفرع الثاني: إصدار الصكوك من هيئات سيادية للمرة الأولى خلال الربع الثالث من 2014 جاءت الإصدارات خلال الربع الثالث من 2014 بقيادة مجموعة متنوعة من المصدرين من الهيئات السيادية وشبه السيادية وكذلك الشركات، وكانت أبرز الإصدارات في قطاع الصكوك السيادية، حيث أطلق خمسة مصدرين من أربعة بلدان مختلفة أول إصدارات صكوك لهم باستخدام ثلاثة عملات مختلفة، والجدول التالي يوضح أهم هاته الهيئات:

### جدول رقم (01) إصدار الصكوك من هيئات سيادية للمرة الأولى خلال الربع الثالث من 2014

المصدر	الهيكل	العملة	تاريخ الإصدار	حجم الإصدار (مليون دولار)	الأجل (سنة)
الحكومة السنغالية	إجارة	فرنك غرب إفريقي	18 جويلية	200.5	04
إمارة الشارقة الإمارات	إجارة	دولار أمريكي	17 سبتمبر	700	10
حكومة هون كونغ	إجارة	دولار أمريكي	18 سبتمبر	1000	05
حكومة جنوب إفريقيا	إجارة	دولار أمريكي	24 سبتمبر	500	5.75
حكومة لوكسمبورج	إجارة	اليورو	30 سبتمبر	252.5	05

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على تقارير بنك نيجارا ماليزيا متوفر على الرابط

<http://www.mifc.com>

قامت الحكومة السنغالية بتسعير أول صكوك سيادية لها في 18 جويلية بقيمة 100 مليار فرنك غرب إفريقي وهو ما يعادل 200,5 مليون دولار، وبهذا ينضم السنغال إلى قائمة البلدان التي قامت باستغلال سوق الصكوك في الماضي عبر الهيئات السيادية من أمثال السودان وولاية أوسون النيجيرية. حيث أصدرت جمهورية جنوب إفريقيا أولى إصداراتها من الصكوك السيادية بتاريخ 24 سبتمبر بقيمة 500 مليون دولار موفرة لمستثمرين فرصة فريدة متوافقة مع الشريعة الإسلامية، لاستغلال الدخول إلى السوق بدخل ثابت مقومة بالدولار الأمريكي في أفريقيا جنوب الصحراء. في الشرق الأوسط حققت إمارة الشارقة في دولة الإمارات العربية المتحدة نجاحاً، من خلال إصدارها لأول صكوك سيادية بأجل استحقاق طويل قدره 10 سنوات بقيمة 750 مليون دولار. وفي نفس الوقت في منطقة آسيا والمحيط الهادئ، دخلت

## الفصل الثالث: دور الصكوك الإسلامية في السوق المالية الماليزية

حكومة هونج كونج للمرة الأولى سوق الصكوك العالمي من خلال إصدار ضخم بمبلغ مليار دولار لأجل 5 سنوات.

وأخيرا في أوروبا قامت لوكسمبورج بتسعير أول صكوك سيادية لها بتاريخ 30 سبتمبر بقيمة 200 مليون يورو، لتصبح ثاني بلد أوروبي تستفيد من سوق الصكوك السيادية بعد المملكة المتحدة على المستوى القومي.

هذا ويتوقع أن تفتح هذه النجاحات ذات الصلة في إصدارات صكوك سيادية لأول مرة من هذه البلدان وغيرها المجال لإصدارات مماثلة من بلدان دول أخرى.

### الفرع الثالث: إصدار الصكوك من شركات بارزة للمرة الأولى خلال الربع الثالث من 2014

في قطاع صكوك الشركات كان البنك الأمريكي غولدمان ساكس و بنك طوكيو ميتسوبيشي يو اف جى، أهم الشركات البارزة في إصدارات الصكوك للمرة الأولى خلال الربع الثالث من 2014 والجدول التالي يوضح أهم هاته الإصدارات:

#### جدول رقم ( 02 ) : إصدار الصكوك من شركات بارزة للمرة الأولى خلال الربع الثالث من 2014

المصدر	بلد الإصدار	العملة	تاريخ الإصدار	حجم الإصدار (مليون دولار)	الأجل (سنة)
غولدمان ساكس	جزر الكايمان	دولار أمريكي	23 سبتمبر	500	05
بنك طوكيو ميتسوبيشي يو اف جى (ماليزيا)	ماليزيا	دولار أمريكي	23 سبتمبر	250	01
بنك طوكيو ميتسوبيشي يو اف جى (ماليزيا)	ماليزيا	ين ياباني	25 سبتمبر	23	01

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على تقارير بنك نيجارا ماليزيا

وفي قطاع صكوك الشركات أصبح غولدمان ساكس أول بنك استثماري أمريكي يستغل سوق الصكوك العالمي، من خلال أول صفقة له بمبلغ 500 مليون دولار، وتطرح هذه الصفقة فرصة أمام

## الفصل الثالث: دور الصكوك الإسلامية في السوق المالية الماليزية

المستثمرين المسلمين للدخول إلى القطاع المالي الأمريكي، ونجاحها قد يشجع على نحو فعال البنوك الاستثمارية العالمية الأخرى للتفكير في الاستفادة من السيولة الإسلامية من خلال سوق الصكوك . وعلاوة على ذلك دخلت الشركة الماليزية (بي تي إم يو) وهي شركة تابعة لبنك طوكيو ميتسوبيشي يو اف جي، إحدى المؤسسات المالية اليابانية إلى سوق صكوك الشركات للمرة الأولى من خلال شريحتي صكوك مقومتين بعملة أجنبية من مقرها في ماليزيا، حيث أصدرت بي تي إم يو شريحة بمبلغ 250 مليون دولار وشريحة أخرى بمبلغ 2,5 مليار ين ياباني (23 مليون دولار).

### الفرع الرابع: إصدار الصكوك من الهيئات متعددة الجنسيات خلال الربع الثالث من 2014

تم استغلال سوق الصكوك الأولية بشكل فعال من قبل بعض الجهات العالمية المتعددة الأطراف، وتحديدًا شركة خدمات الثقة المحدودة التابعة للبنك الإسلامي للتنمية ومؤسسة إدارة السيولة الإسلامية الدولية، والجدول التالي يوضح أهم هاته الإصدارات:

جدول رقم (03): إصدار الصكوك من هيئات متعددة الجنسيات

المصدر	العملة	تاريخ الإصدار	حجم الإصدار (مليون دولار)	الأجل ( السنة )
البنك الإسلامي للتنمية	دولار امريكي	17 جويلية	1000	05
مؤسسة إدارة السيولة الإسلامية الدولية	دولار امريكي	28 جويلية	860	03 أشهر
مؤسسة إدارة السيولة الإسلامية الدولية	دولار امريكي	28 أوت	390	03 أشهر
مؤسسة إدارة السيولة الإسلامية الدولية	دولار امريكي	28 أوت	400	06 أشهر
البنك الإسلامي للتنمية	دولار امريكي	25 سبتمبر	1500	05

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على تقارير بنك نيجارا ماليزيا.

## الفصل الثالث: دور الصكوك الإسلامية في السوق المالية الماليزية

تم استغلال سوق الصكوك الأولية بشكل فعال من قبل بعض الجهات العالمية المتعددة الأطراف، وتحديدًا البنك الإسلامي للتنمية ومؤسسة إدارة السيولة الإسلامية الدولية. حيث استغل البنك الإسلامي للتنمية سوق الصكوك مرتين في الربع الثالث من 2014 كانت المرة الأولى بمبلغ 1 مليار دولار في شهر جويلية من خلال اكتتاب خاص، فيما كانت المرة الثانية في سبتمبر من خلال طرح عام بمبلغ 1,5 مليار دولار، وقد حملت كلا الشريحتين أجالاً لمدة خمس سنوات. بالإضافة إلى ذلك أصدرت مؤسسة إدارة السيولة الإسلامية الدولية أيضاً ثلاث شرائح من صكوك إدارة السيولة قصيرة الأجل خلال الربع الثالث من 2014 بقيمة 1,65 مليار دولار.

### المطلب الثاني: تطور سوق الصكوك الإسلامية الماليزية

عرف سوق الصكوك الإسلامية الماليزية نشاطاً ملحوظاً في السنوات الأخيرة، وهذا ما تم عن طريق عدة إصدارات مختلفة ومتنوعة للصكوك جعل منها رائدة في هذا الميدان، سواء للمحكومة الماليزية أو للشركات الخاصة، وبالعملة المحلية أو الأجنبية، ودورها البارز في تمويل المشاريع الاقتصادية مما زاد في نشاط إصدارها وتداولها قيمة وحكما مقارنة بالسندات.

### الفرع الأول: تطور حجم الصكوك الإسلامية في ماليزيا

استغل مصدرو الصكوك من 14 بلداً السوق الأولية العالمية للصكوك خلال 2014 ومن بين هؤلاء واصلت ماليزيا الريادة والجدول التالي يوضح أهم هاته الإصدارات:

#### جدول رقم (04): أهم أسواق الصكوك الإسلامية 2013-2014.

سوق الأوراق المالية	2013			2014		
	الرتبة	عدد الصكوك	حجم الصكوك (مليار دولار)	الرتبة	عدد الصكوك (مليار دولار)	حجم الصكوك
بورصة ماليزيا	01	20	32.88	01	20	34.16
بورصة لندن	02	36	25.70	02	35	24.28
بورصة الأسهم الايرلندية	03	22	12.65	03	34	22.20

الفصل الثالث: دور الصكوك الإسلامية في السوق المالية الماليزية

21.30	31	04	9.35	15	04	ناسداك دبي
8.59	16	05	7.00	12	06	بورصة سنغافورة
6.61	06	06	7.47	07	05	بورصة السعودية
6.00	09	07	6.85	09	07	هيئة لابوان للخدمات المالية الدولية
5.75	58	08	4.53	51	08	بورصة آفاق اندونيسيا
4.61	05	09	3.61	04	10	بورصة هونج كونج المحدودة
2.75	04	10	3.93	05	09	سوق دبي المالي (دبي)
2.51	07	11	1.77	02	11	بورصة لكسمبرغ
1.22	03	12	1.43	05	12	بورصة البحرين
0.17	01	13	0.17	01	13	بورصة فيينا
0.07	01	14	0.07	01	14	بورصة كازاخستان

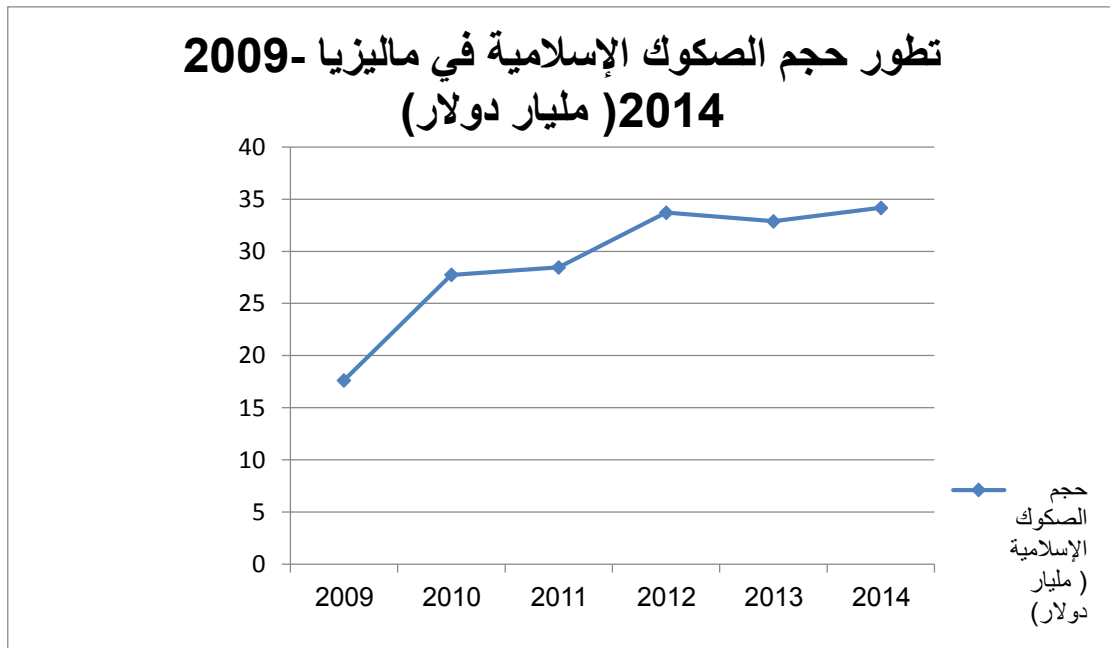
المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على تقارير بورصة ماليزيا.

## الفصل الثالث: دور الصكوك الإسلامية في السوق المالية الماليزية

واصلت ماليزيا ريادتها لسوق الصكوك الإسلامية العالمية، كونها أكبر بلد من حيث الإصدارات باستحواذها على نسبة ( 24.24 % ) من إجمالي الإصدارات بقيمة 34,16 مليار دولار خلال السنة 2014 بزيادة نسبة قدرها ( 3.9 % ) عن السنة 2013 وذلك و هذا راجع إلى أنها استفادت من سوق الصكوك الماليزي مجموعة واسعة من مصدري الصكوك شملت إصدارات صكوك قياسية ذات تواريخ استحقاق متنوعة، صادرة عن البنك المركزي الماليزي وبنك نيجارا ماليزيا. صكوك زيادة رأس المال وصكوك دارة السيولة الصادرة عن العديد من المؤسسات والشركات الماليزية. و كذلك صكوك البنية التحتية وجمع الأموال التي تشرف عليها كيانات ذات صلة بالحكومة الماليزية مثل بينجوروسان آير وي شركة محدودة ذات غرض خاص. صكوك قطاع التجزئة الصادرة عن دانا إنفرا والتي تمنح للأفراد فرصاً استثمارية ذات دخل ثابت في أسواق رأس المال المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. كما كان هناك صكوك صادرة عن هيئات أجنبية مثل الصكوك الصادرة عن شركة بوميتاما الزراعية السنغافورية، والتي أصدرت صكوكها ضمن أسواق رأس المال الماليزية. كما صدرت أيضاً صكوكاً مقومة بالعملة الأجنبية والتي شملت إصدار أول صكوك في العالم مقومة بالين الياباني.

حسب البيانات والمعلومات المستقاة من مختلف التقارير ( تقارير هيئة الأوراق الماليزية، تقارير بورصة ماليزيا، تقارير بنك نيجارا)، حققت الصكوك الإسلامية المرخصة من طرف هيئة الأوراق الماليزية، تطورات من حيث العدد والقيمة خلال الفترة (2009-2014) كما هو مبين في الشكل البياني الموالي:

الشكل رقم ( 02 ): تطور حجم الصكوك الماليزية خلال الفترة 2009-2014



المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على تقارير بورصة ماليزيا.

## الفصل الثالث: دور الصكوك الإسلامية في السوق المالية الماليزية

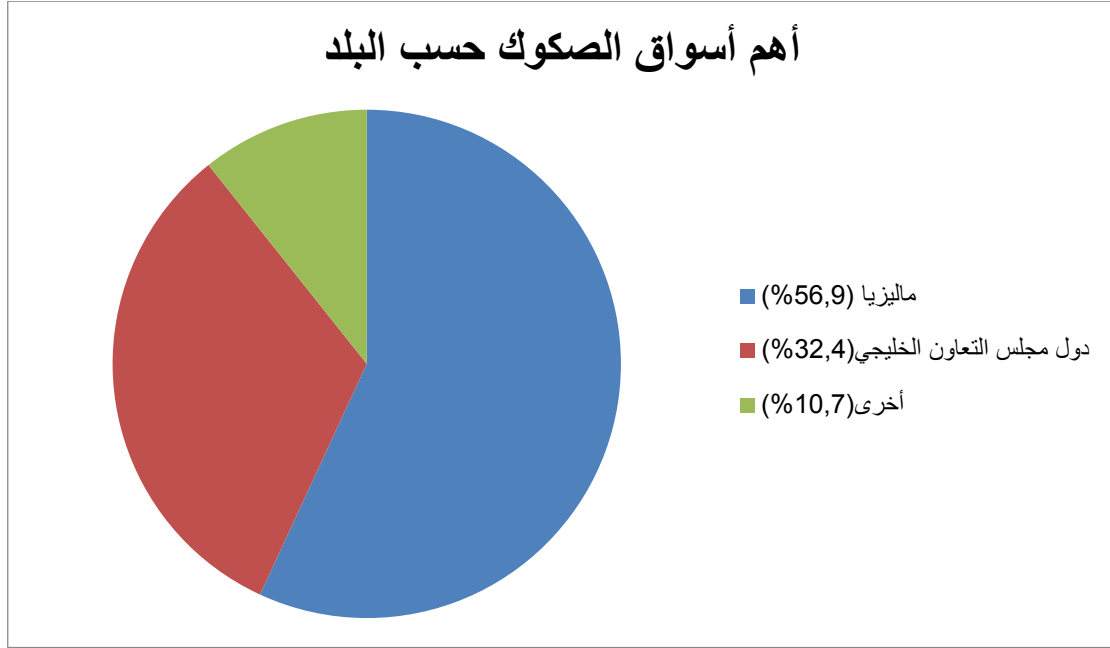
من خلال الشكل السابق يتضح لنا أن إصدار الصكوك الإسلامية في تطور كبير ومستمر خلال الفترة (2009-2014) حيث بلغ حجم الصكوك 34,16 مليار دولار في 2014، أي بزيادة قدرها (3.9%) عن السنة السابقة 2013، ويتطور كبير بنسبة (93.76%) عن 2009. ومما ساعد الصكوك لإحتلال هذه المكانة في ماليزيا، هي أن المستثمر بإمكانه الإختيار بين الصكوك المصدرة بالعملة المحلية والعملة الأجنبية، وكذا نوعيا، ومدة إستحقاقها وهيكتها وطبيعة الأصول المدعومة بها، وكذا هوية المصدر وطبيعة الخطر المحتمل. وكذا تشجيع السلطات الحكومية لمستثمرين في الصكوك، بإتخاذها إجراءات تحفيزية كقرار الإعفاء من الضريبة على الصكوك المصدرة من طرف الشركات، مما زاد في إصدار الصكوك مقارنة بالسندات التقليدية.

### الفرع الثاني: إجمالي الصكوك العالمية حسب البلد

وصل حجم السوق العالمية للصكوك القائمة وهي التي لم يحن أجل استحقاقها إلى 294,69 مليار دولار في نهاية الربع الثالث من 2014، وهو ما يعد توسعاً قدره (9.4%) منذ بداية العام وحتى نهاية الربع الثالث من مبلغ الـ 269,4 مليار دولار في نهاية 2013 إلى مبلغ 294,69 مليار دولار في نهاية الربع الثالث من 2014، ونمو قدره (18.2%) على أساس سنوي منذ الربع الثالث من 2013. مازالت ماليزيا بمثابة السوق الوحيدة للصكوك الثانوية التي تتجاوز حاجز الـ 100 مليار دولار من الصكوك القائمة، وفي الربع الثالث من 2014 بلغت الصكوك القائمة لماليزيا نحو 167,6 مليار دولار، أي زيادة قدرها (5.9%) مقارنة بمبلغ 158,3 مليار دولار قائمة في نهاية سنة 2013، حيث تمثل الصكوك الماليزية حالياً نسبة قدرها (56.9%) من إجمالي السوق العالمية. وفي نفس الوقت زاد إجمالي الصكوك الخليجية القائمة بنسبة (12%) لتصل قيمتها إلى 95,5 مليار دولار تقريباً في الربع الثالث من 2014 مقارنة بمبلغ 85,3 مليار دولار في نهاية سنة 2013، بينما تمثل حصة بلدان مجلس التعاون الخليجي (32.4%) من إجمالي الصكوك العالمية القائمة والتي لم يحن أجل استحقاقها. والشكل الموالي يبرز أهم أسواق الصكوك العالمية حسب البلد:

الشكل رقم (03): أهم أسواق الصكوك العالمية حسب البلد (الربع الثالث 2014)





المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على تقارير بنك نيجارا ماليزيا.

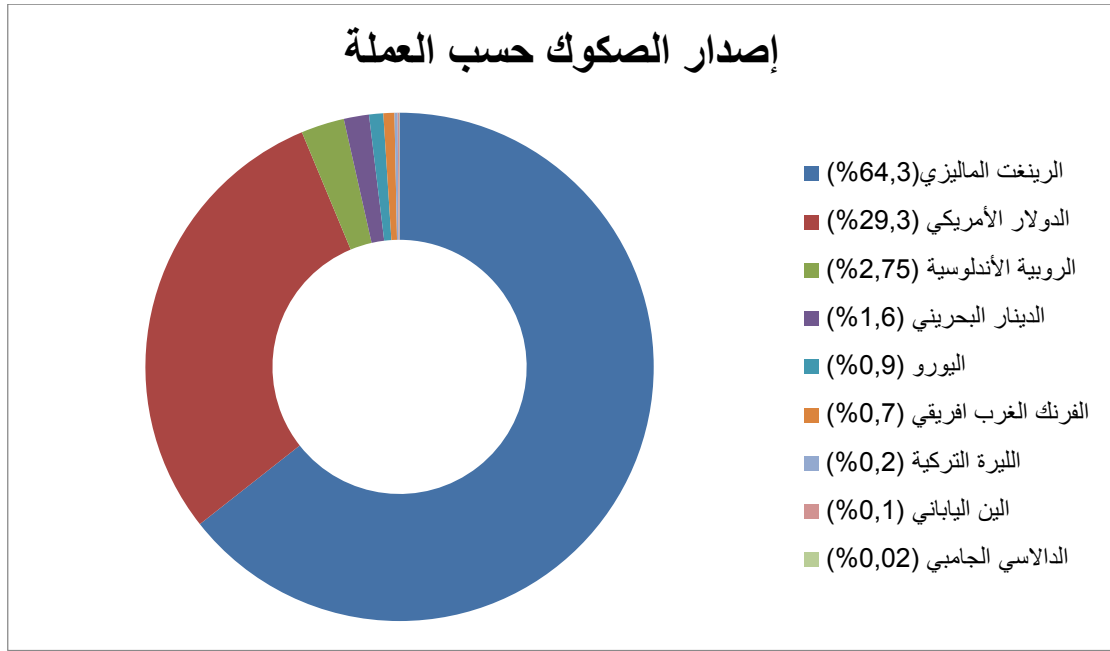
#### الفرع الثالث: إجمالي الصكوك العالمية حسب العملة

تمثل العملة التي أصدرت بها الصكوك، الجهة أو بلد الإصدار بالأساس، وباعتبار ماليزيا البلد الرائد في السوق الأولي، سيطرت أيضا العملة الماليزية الرينغت على مجمل الإصدارات العالمية، وبشكل عام استخدمت 9 عملات في إصدار أدوات الصكوك في سوق الصكوك الأولية العالمية. هذا وقد شكلت الرينغت الماليزي ثلثي حجم الإصدارات تقريبا بنسبة ( 64.3 %) من الحصة السوقية، تليها الدولار الأمريكي بحصة قدرها ( 29.3 %) وهو بالخصوص مدعوم بإصدارات دول مجلس التعاون الخليجي.

فيما كان للعملات المتبقية حصص سوقية منخفضة وشملت ذلك الروبية الاندونيسية ( 2.75 %) والدينار البحريني ( 1.6 %)، واليورو ( 0.9 %)، والفرنك الغرب أفريقي ( 0.7 %)، والليرة التركية ( 0.2 %)، والين الياباني ( 0.1 %) والدالاسي الجامبي ( 0.02 %).

والشكل الموالي يوضح إجمالي الصكوك العالمية حسب العملة :

الشكل رقم ( 04 ): إجمالي الصكوك العالمية حسب العملة (الربع الثالث 2014)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على تقارير بنك نيجارا ماليزيا.

#### المطلب الثالث: دور أنواع الصكوك في تفعيل سوق الأوراق المالية الماليزية

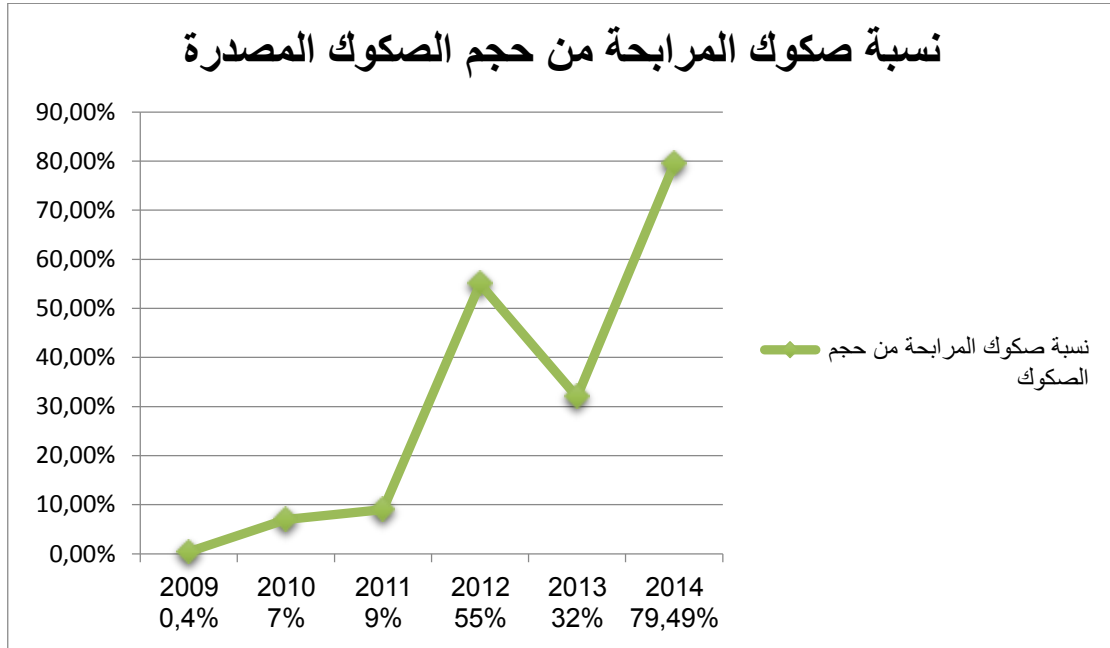
عرفت ماليزيا في السنوات الأخيرة نشاط ملحوظ في إصدار أنواع مختلفة من الصكوك، وهذا في وجود هيئة للأوراق المالية التي يوكل لها الموافقة على الإصدارات الجديدة ومدى توافقها مع الضوابط الشرعية، وهذا ما شجع القطاع الخاص من الشركات في زيادة إصداراتها بأحجام كبيرة من مختلف أنواعها.

من بين أهم أنواع الصكوك الموافق إصدارها سنويا من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية، نجد صكوك المرابحة، صكوك الإستصناع، صكوك الإجارة ونجد أيضا صكوك المضاربة، وصكوك المشاركة وفيما يلي نستعرض أهم الأنواع.

#### الفرع الأول: تطور إصدار صكوك المرابحة

تم التعامل بصكوك المرابحة في السوق الماليزية في مارس 1994 م، ثم تلاحقت الإصدارات بشكل متزايد في السنوات الأخيرة، و تعتبر صكوك المرابحة إستثمارات متوسطة وقصيرة الأجل حيث تكون مدة استحقاقها من سنة إلى خمس سنوات ومن ثلاثة أشهر إلى سنة على التوالي. عرفت صكوك المرابحة ازدهارا كبيرا في السنوات الأخيرة، ويمكن توضيح هذه التطورات من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم ( 05): تطور إصدار صكوك المرابحة (2009-2014)



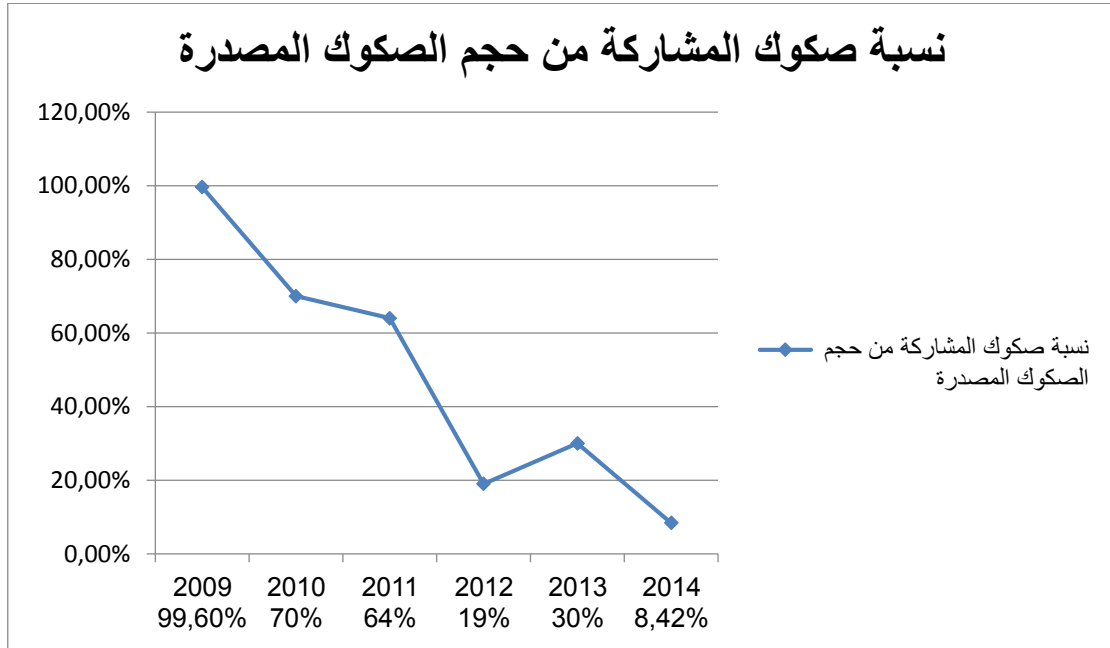
المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على التقارير السنوية لهيئة الأوراق الماليزية .

من خلال الشكل البياني يتضح إستمرار صكوك المرابحة في أخذ موقع الصدارة، واستحوذت على حوالي 27,15 مليار دولار في 2014 بنسبة (79.49 %) من الحجم الإجمالي للصكوك المصدرة، حيث كانت لا تتعدى نسبتها (0.40 %) سنة 2009 اي ما قيمته 0,07 مليار دولار فقط، وأصبحت بذلك المصدر الاساسي لتمويل الإقتصاد الماليزي. و يرجع الإعتماد على هذا النوع من الصكوك لسهولة عملية تصكيك الأصول واصدار الصكوك حيث انعكس إصدارها بالقبول العام لدى المستثمرين الماليزيين.

#### الفرع الثاني: تطور إصدار صكوك المشاركة

كان أول إصدار لصكوك المشاركة من طرف شركة Musyarakah One Capital Bhd في 2005 ، ثم تلاحت الإصدارات في السنوات الأخيرة. ويمكن توضيح تطور إصدار صكوك المشاركة من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (06): تطور إصدار صكوك المشاركة (2009-2014)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على التقارير السنوية لهيئة الأوراق الماليزية .

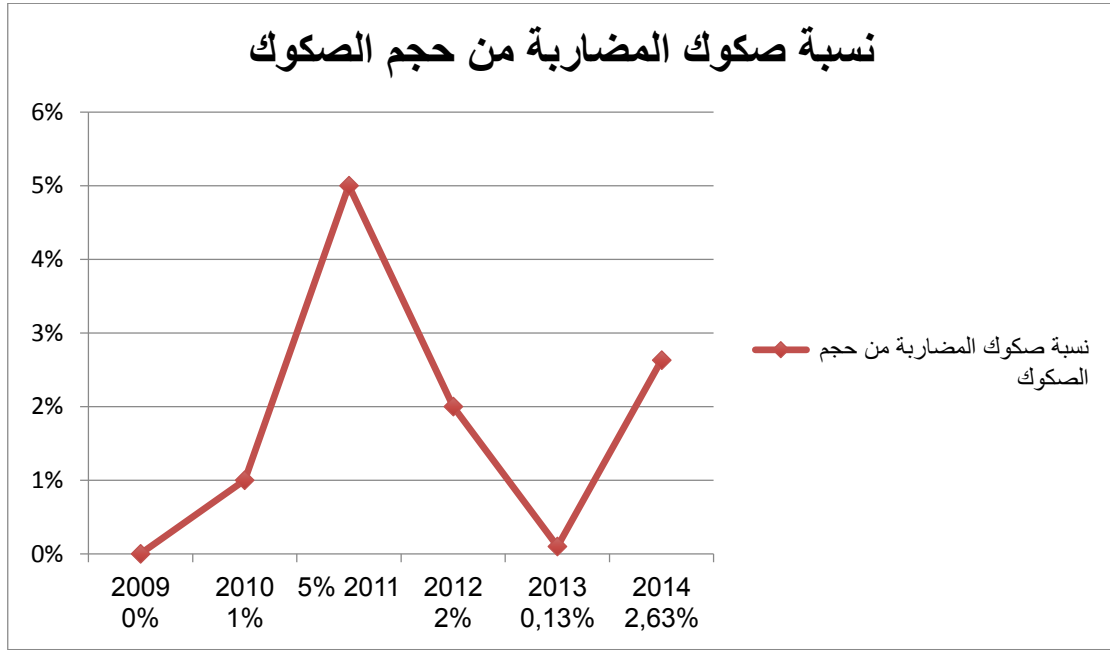
من خلال الشكل البياني يتضح أن سنة 2009 شكلت سنة إستثنائية في إصدار هذا النوع من الصكوك، حيث وصلت نسبة الإصدار إلى (99.60%) أو ما يعادل أكثر من 17 مليار دولار من مجمل الصكوك الموافق اصدارها في 2009، حيث كان الإعتماد على صيغة المشاركة من أهم الصيغ في إصدار الصكوك، وهذا لما تتميز به في مفهوم تقاسم الربح والخسارة، مما أدى إلى زيادة قناعة لدى المستثمرين الماليزيين في إصدار هذا النوع من الصكوك، مقابل التخلي على إصدار صكوك الأخرى. لتعود للانخفاض بداية من 2010، لتصل إلى أقل قيمة لها (8.42%) في نهاية السنة الماضية 2014، وهذا الانخفاض الكبير راجع إلى زيادة الإقبال على صكوك المرابحة.

#### الفرع الثالث: تطور إصدار صكوك المضاربة

كان أول إصدار لصكوك المضاربة من طرف PG Municipal Assets BHD في سنة 2005 بقيمة ثمانين مليون رينغت، وتم الإصدار تماشياً مع تعليمات وارشادات هيئة الأوراق المالية الإسلامية الصادر في جويلية 2004 من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية لإصدار صكوك تبنى على عقد المضاربة.

ويمكن توضيح تطور إصدار صكوك المضاربة من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم ( 07 ): تطور إصدار صكوك المضاربة (2009-2014)



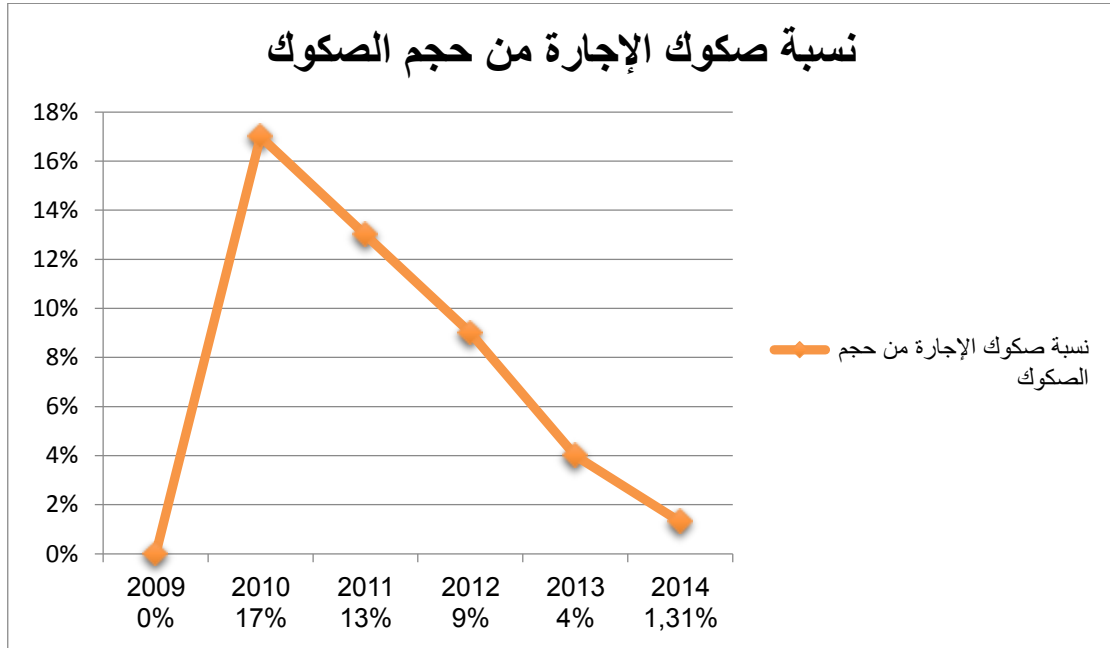
المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على التقارير السنوية لهيئة الأوراق الماليزية .

من خلال الشكل السابق يمكن ملاحظة أن حجم إصدار صكوك المضاربة في سوق الأوراق المالية الماليزية يتميز بالضعف وقلة مساهمتها في الإصدار العام للصكوك. حيث نلاحظ أنه في سنة 2009 لم يتم إصدار هذا النوع من الصكوك، في حين سجلت سنة 2001 الإستثناء بوصولها الى ما يقارب ( 5%) من إجمالي الصكوك المصدرة أي مايعادل 1,42 مليار دولار.

#### الفرع الرابع: تطور إصدار صكوك الإجارة

أصدرت الحكومة الماليزية صكوك إجارة لأول مرة في سنة 2002 عن طريق شركة Malaysian (Global Sukuk) بقيمة 600 مليون دولار، لتكون أول دولة في العالم تصدر صكوك إجارة سيادية دولية وبموعد استحقاق 5 سنوات. ولقد لاقى هذه الصكوك القبول من المستثمرين المسلمين على المستوى العالمي، وتم إصدار أول صكوك إجارة بالعملة المحلية في سنة 2004. ويمكن توضيح تطور إصدار صكوك الإجارة من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم ( 08 ): تطور إصدار صكوك الإجارة (2009-2014)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية .

من خلال الشكل السابق يمكن ملاحظة أن سنة 2009 لم تسجل أي إصدار من هذا النوع من الصكوك لإستحواد صكوك المشاركة على أكبر نسبة إصدار ( 99.60%) وسجلت أعلى إصدار لها في سنة 2010 و حصولها على المرتبة الثانية في عدد الإصدارات بنسبة ( 17 %) من إجمالي الصكوك المصدرة أي ما يعادل 4,71 مليار دولار. ثم ما لبثت أن عادت إلى الإنخفاض من جديد بداية من 2011 لتسجل قيمة متدنية في سنة 2014 بنسبة ( 1.31 %) من إجمالي الصكوك المصدرة أي ما يعادل 0,44 مليار دولار.

### خلاصة الفصل:

تناول هذا الفصل سوق الأوراق المالية الماليزية ودور الصكوك الإسلامية في تفعيلها، حيث تم عرض التجربة الماليزية في سوق رأس المال الماليزي ومراحل تطوره حتى وصل تسميتها بالبورصة الماليزية، وما تحتويه من أقسام.

وقمنا في هذا الفصل بعرض وتحليل للمكانة القيادية التي صارت تحتلها ماليزيا في اصدار الصكوك، حيث أنها أكبر بلد من حيث قيمة الاصدارات والحجم والعدد والعملية مقارنة بباقي البلدان المصدرة للصكوك، كما أنها السبّاقة لإستحداث أهم أنواع الصكوك وتطوير إصدارها خلال العقد الأخير وتحديد بنية كل نوع ومراحل إصداره وطرق تداوله.

وشكلت مجمل الصكوك المصدرة أكبر نسبة مقارنة مع السندات الموافق عليها من طرف هيئة الأوراق المالية مؤخرًا، والدور الكبير للشركات الخاصة الماليزية في تفعيل سوق الصكوك بتربعها في اصدار الصكوك من حيث القيمة أو نوعها على المستوى العالمي، مما ينعكس بالإيجاب على سوق الأوراق المالية الماليزية.



خاتمة



بعد دراستنا لموضوع دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير أدوات التمويل في الأسواق المالية، ومعرفة مدى ارتباطها بالصكوك وتحديد المنظور الإسلامي للهندسة المالية والأسواق المالية، وهي من المعروف أن هذه الأخيرة ركيزة أساسية في الاقتصاد وله الدور الأساسي في تحريك عجلة الاقتصاد الإسلامي، حيث يهدف إلى المساهمة العملية في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية وذلك من خلال تركيزها على الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي، ومن المعروف عن الهندسة المالية الإسلامية أنها أداة مهمة في عالم الأعمال المعاصرة، فهي علم رياضي يبحث في المبادئ والأصول العلمية في بناء الأشياء وتنظيمها وتقويمها، فأهم أدوات الهندسة المالية الإسلامية ومدى تأثيرها والتي هي موضوع دراستنا، هي العامل الرئيسي لتدوير عجلة الهندسة المالية الإسلامية بالأسواق المالية الإسلامية، والغرض الأساسي لها هو التحوط ونقل المخاطرة، وقد استعرضنا نتائج وحقائق نأمل أن تكون دراسة سابقة أو نواة لعدد من البحوث العلمية التي يتم فيها التركيز على أدوات الهندسة المالية التي تتعامل بأحكام الشريعة الإسلامية وتجنب المحرمة منها، وإيجاد طريق ناجحة لسير إصدار الصكوك الإسلامية وتطويرها والتعامل بها لتطبع آثار إيجابية على الأسواق المالية الإسلامية، كما لا بد من الإشارة إلى أن تجربة ماليزيا هي أكبر نموذج ناجح في هذه العملية.

### اختبار الفرضيات

- أثبات الفرضية الثانية: تعتبر الهندسة المالية الإسلامية التقنية أو الأداة التي تستعملها المؤسسات لتحقيق أهدافها من أرباح، ومن جهة أخرى تقليل المخاطر وإدارتها عن طريق منتجات مالية جديدة كالمشتقات المالية مثلا.  
- أما الفرضيات الأولى والثالثة والرابعة فهي صحيحة.

### نتائج الدراسة

- تتمثل آثار الهندسة المالية الإسلامية في الأسواق المالية الإسلامية في تطور وانتشار التعامل بالصكوك الإسلامية وتجنب المعاملات الربوية، وكذلك تجنب الأزمات المالية الناشئة بسبب المعاملات المحرمة.  
- من خلال تجربة ماليزيا، نجد أنها في صدارة التجارب العالمية.  
- تعتبر صكوك المرابحة الأداة التمويلية الأكثر انتشارا واتساعا للحصول على التمويل الخارجي.  
كما توصلنا إلى أهمية الدور الذي تلعبه الهندسة المالية الإسلامية في تطوير الأسواق المالية الإسلامية بشكل خاص والتمويل الإسلامي بشكل عام، وذلك لما يقدمه من منتجات مالية مبتكرة تلبى الاحتياجات التمويلية لمختلف المتعاملين الاقتصاديين وقادرة على تحقيق الكفاءة الاقتصادية واحترام ضوابط الشريعة الإسلامية ولكن في أرض الواقع تجد أن الهندسة المالية الإسلامية تواجه عدة عوائق

كالإختاف الفقهي، وبالتالي تعدد الفتاوي حول المنتجات المالية الإسلامية واللجوء الى تقليد المنتجات المالية الربوية، مما يهدد التمويل الإسلامي بفقدان هويته ووتعرضه الى أزمات متشابهة للأزمات المالية التي يتعرض لها النظام الرأسمالي.

### الإقتراحات

- من أجل تطوير الهندسة المالية الإسلامية وتنشيط الأسواق المالية الإسلامية نقترح التوصيات التي كانت محل إجتماع العديد من الدراسات السابقة
- العمل على توحيد الفتوى الفقهية عن طريق إنشاء هيئة عليا دولية لإصدار فتوى موحدة تخص التعاملات المالية الإسلامية.
- ضرورة تعزيز الصلة بين المختصين في الأسواق المالية وأعضاء هيئات الرقابة الشرعية لضمان طرح منتجات تجمع بين الكفاءة الإقتصادية والتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.
- الإهتمام أكثر بتكوين الكوادر البشرية في مجال فقه المعاملات الإسلامية من أجل ضمان توافق النشاط المالي الإسلامي مع أحكام الشريعة.
- الابتعاد عن محاكاة وتقليد المنتجات التقليدية والتركيز على إصدار منتجات مالية إسلامية مبتكرة وأصلية.

### آفاق الدراسة

- هذا البحث مفتوح لدراسات أعمق وأدق تقوم بإثراء معارفنا التي لم نتمكن من الإلمام بها ومن بين النقاط التي يمكن أن تكون آفاقا للدراسة:
- تطورات الصكوك الإسلامية ما بعد سنة 2014.
  - دراسة تجربة الجزائر للصكوك الإسلامية ومدى توافقها مع أحكام الشريعة الإسلامية.

# قائمة المراجع

1. المراجع باللغة العربية

أولاً: الكتب

01. أباضة عصام الدين، العولمة المصرفية، دار النهضة العربية، مصر، 2010.
02. أحمد شعبان محمد علي، الصكوك والبنوك الإسلامية أدوات لتحقيق التنمية، ط1، دار الفكر الجامعي للنشر والتوزيع، مصر، 2013.
03. أدهم إبراهيم جلال الدين، الصكوك والأسواق المالية الإسلامية، طبعة الأولى، دار الجوهرة للنشر والتوزيع، مصر، 2014.
04. آل شبيب دريد كامل، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر، عمان، 2007.
05. بهجت فداء محمد، دور مهنة المحاسبة والمراجعة في أسواق المال في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، الكويت، 2005.
06. الجمل جمال جويدان، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، طبعة الأولى، عمان، 2002.
07. حماد طارق عبد العال، المشتقات المالية (المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة)، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2001.
08. حسين علي خريوش وآخرون، الأسواق المالية- مفاهيم وتطبيقات-، دار زهران للنشر، 1998.
09. رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتز للنشر والتوزيع، عمان.
10. الزرري عبد النافع وعازي فرح، الأسواق المالية، الطبعة الأولى، داروائل للنشر، عمان، 2001.
11. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.
12. الشناوي إسماعيل أحمد وعبدالنعيم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية.
13. عطوان مروان، الأسواق المالية والنقدية، ج1، ديون المطبوعات الجامعية، 1993.
14. عبيد سعيد توفيق، الإستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين الشمس، القاهرة، 1998.
15. العارض جليل كاظم مدلول، الهندسة المالية وأدواتها المشتقة، مفاهيم نظرية وتطبيقية، دارالمنهجية، 2016 .
16. عطية فياض، سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر، 1998.
17. لعمارة جمال، تمويل عجز الموازنة العامة للدولة في الاقتصاد الإسلامي، طبعة الأولى، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، 2007.

18. ملحم أحمد سالم ، التأمين الاسلامي، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع ،عمان،2012.
19. محمد مطر، إدارة الاستثمارات (الاطار النظري والتطبيقات العملية)، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع ،عمان، 2004.
20. هندي منير ابراهيم، الأسواق المالية والمؤسسات المالية، مكتبة الاشعاع، مصر،1997.
21. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن،2003.
22. وليد أحمد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية الدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى،عمان، 2001.
- ثانيا: المقالات والدوريات العلمية:
23. بلغامي وسيلة نجاة، الهندسة المالية الإسلامية بين الإنجاز و آفاق إعادة التنمية، مجلة الدراسات الاقتصادية المعمقة، رقم 06، 2017.
24. بوداب سهام، صناعة الهندسة المالية الإسلامية-الواقع والتحديات، مجلة الدراسات المالية والمحاسبة الادارية، جامعة أم البواقي،الجزائر،العدد الثامن، ديسمبر 2017.
25. خنيوة محمد الأمين، منتجات الهندسة المالية الإسلامية الواقع و التحديات و مناهج التطوير، مجلة الواحات للبحوث و الدراسات، ع12، 2011.
26. زرزاز العياشي، سوق الأوراق المالية الإسلامية" تجربة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، مجلة ملفات الأبحاث في الاقتصاد والتسيير الملف الخاص الرابع، د م، دع، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، الجزائر، 2018.
27. زميم العجيلي ساسي، إستراتيجيات الهندسة المالية الإسلامية و إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، مجلة دراسات الإقتصاد و الأعمال، م4، ع1، يونيو2016.
28. قندوز عبد الكريم، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز لاقتصاد الاسلامي، الجزائر، المجلد2، العدد2، المملكة العربية السعودية،2007.
29. مرزوق أمال، التأمين التعاوني بصيغة الوقف، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة 8 ماي1945، قالمة، العدد6، سبتمبر2016.
30. نجار حياة وبورمة هشام، الهندسة المالية الإسلامية كمدخل لتطوير اصيرفة الاسلامية-دراسة التجربة السودانية،مجلة معارف للبحوث والدراسات، المجلد23، البويرة ،الجزائر، ديسمبر2017.
- ثالثا: الأطروحات و الرسائل الجامعية:
31. بورقبة شوقي، الكفاءة التشغيلية للمصارف الإسلامية دراسة تطبيقية مقارنة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، قسم العلوم الإقتصادية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2010/2011.
32. جدي ساسية، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية، رسالة الماجستير، كلية العلوم الإقتصادية و التجارية و علوم التسيير،جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014/2015.

33. حرفوش سعيدة، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق "دراسة حالة سوق ماليزيا"، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة يحي فارس، المدينة، 2009.
34. فتحي شوكت مصطفى عرفات، بطاقات الائتمان البنكية في الفقه الإسلامي، أطروحة استكمال لمتطلبات درجة الماجستير في الفقه والشريعة، الدراسات العليا في جامعة النجاح الوطنية نابلس، فلسطين، 2007.
35. لعمش أمال، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2011.
36. سمور نبيل خليل طه، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007.
37. بن الصيف محمد عدنان، الإستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة في المقومات و الأدوات من وجهة نظر إسلامية، رسالة ماجستير في العلوم الإقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2008.
- رابعا: الملتقيات والمؤتمرات العلمية:
38. حرنان نجوى وآخرون، منتجات الهندسة المالية بين أصالة الابتكار والمحاكاة، ملتقى الصفاقس الدولي الرابع المالية الإسلامية، تونس، 27 و 28 افريل، 2016.
39. بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستخدمة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية الدولية، جامعة سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
40. شنشونة محمد وخبيزة أنفال حدة، تطور صناعة التأمين التكافلي وآفاقه المستقبلية، تجارب بعض الدول العربية، الملتقى الدولي السابع، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، يومي 3-4 ديسمبر 2012.
41. صالح مفتاح و ريمة عمري، الهندسة المالية الإسلامية و دورها في تحقيق التنمية المستدامة، ملتقى دولي حول مقومات تصنيف التنمية المستدامة في الإقتصاد الإسلامي، جامعة ورقلة، يومي 3 و 4 ديسمبر 2012.

#### خامسا: التقارير

- . التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية لسنة 2009.
- . التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية لسنة 2010.
- . التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية لسنة 2011.
- . التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية لسنة 2012.
- . التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية لسنة 2013.
- . التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية لسنة 2014.

#### سادسا: المواقع الإلكترونية

- http://www.bursamalaysia.com 42. بورصة ماليزيا
- http://www.mifc.com 43. بنك نيجارا ماليزيا
- http://www.fiqhacademy.org.sa 44. مجمع الفقه الإسلامي الدولي
- .II المراجع باللغة الأجنبية

**Books:**

01. John Marshall, **Dictionary of Financial Engineering**, Wiley series in financial Engineering, New York, John Wiley&Sons, 2000.

# ملخص الدراسة



### الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على مختلف المنتجات المالية المبتكرة من قبل الهندسة الإسلامية، و من ثم الوقوف على مدى تأثيرها و تطبيقها في السوق المالي الماليزي. وقد إستخدمنا لدراسة هذا الموضوع المنهج الوصفي، و توصلت الدراسة إلى أن الصكوك الإسلامية من الأدوات التي إستطاعت أن تجد لها مكانة هامة و مميزة في الأسواق المالية في مختلف دول العالم الإسلامي، و في السوق المالي الماليزي خاصة.

**الكلمات المفتاحية:** الهندسة المالية، الهندسة المالية الإسلامية، الأسواق المالية، أدوات التمويل، الصكوك الإسلامية.

#### **Abstract:**

This study aimed to identify the various innovative financial products by Islamic engineering, and then determine the extent of their impact and application in the Malaysian financial market.

We have used the descriptive approach to study this subject, and the study concluded that Islamic sukuk is one of the tools that was able to find an important and distinguished position in the financial markets in various countries of the Islamic world, and in the Malaysian market in particular.

**Key words:** financial engineering, Islamic financial engineering, financial markets, financing instruments, Islamic sukuk.