

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة محمد خيضر - بسكرة -  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية



دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية  
دراسة حالة ماليزيا و السودان

مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية  
تخصص : أسواق مالية و بورصات

إشراف الأستاذ الدكتور

صالح مفتاح

إعداد الطالبة:

ساسية جدي

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا -	جامعة بسكرة -	أستاذ -	أ.د/الطيب داودي
مشرفا -	جامعة بسكرة -	أستاذ -	أ.د/صالح مفتاح
ممتحنا -	جامعة بسكرة -	أستاذ -	أ.د/حدة رايس
ممتحنا -	جامعة ورقلة -	أستاذ -	أ.د/محمد شيخي

السنة الجامعية

2015/2014

## بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

قال تعالى ﴿يَمْحَقُ اللَّهُ الرَّبَا وَيُرِي الصَّدَقَاتِ وَاللَّهُ لَا يُحِبُّ كُلَّ كَفَّارٍ أَثِيمٍ﴾ (276) إِنَّ الَّذِينَ آمَنُوا وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ وَأَقَامُوا الصَّلَاةَ وَآتَوُا الزَّكَاةَ لَهُمْ أَجْرُهُمْ عِنْدَ رَبِّهِمْ وَلَا خَوْفٌ عَلَيْهِمْ وَلَا هُمْ يَحْزَنُونَ (277) يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ (278) فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ وَإِن تُبْتُمْ فَلَكُمْ رُؤُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلِمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ (279) وَإِن كَانَ ذُو عُسْرَةٍ فَنَظِرَةٌ إِلَىٰ مَيْسَرَةٍ وَأَن تَصَدَّقُوا خَيْرٌ لَّكُمْ إِن كُنْتُمْ تَعْلَمُونَ (280) ﴿سورة البقرة

صدق الله العظيم

قال القاضي الفاضل أستاذ العلماء عبد الرحيم البيساني وهو يعتذر إلى العماد الأصفهاني عن كلام استدركه عليه : " إنه قد وقع لي شيء وما أدري أوقع لك أم لا ؟ وها أنا أخبرك به وذلك إني رأيت أنه لا يكتب أحد كتاباً في يومه إلا قال في عَدِهِ: لَوْ عَيَّرَ هَذَا لَكَانَ أَحْسَنَ وَلَوْ زِيدَ هَذَا لَكَانَ يُسْتَحْسَنُ وَلَوْ قُدِّمَ هَذَا لَكَانَ أَفْضَلَ وَلَوْ تَرِكَ هَذَا لَكَانَ أَجْمَلَ. وهذا أعظم العبر وهو دليل على استيلاء النقص على جملة البشر "

## شكر و عرفان

رب أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي بإتمام هذا البحث، وعلى ما مننت به علي من توفيق وسداد، وعلى ما منحني إياه من صحة وقدرة على تخطي الصعاب وتذليل العقبات. و عملاً بقول الرسول صلى الله عليه وسلم "من لم يشكر الناس لم يشكر الله" يسعدني أن أتقدم بجزيل الشكر وخالص التقدير والعرفان لمن قدم لي يد المساعدة في إنجاز هذا العمل المتواضع، وأخص بالذكر:

- الدكتور الفاضل؛ صالح مفتاح الأخ والأستاذ والإنسان و المشرف على ما قدمه لي من عون ومساندة في مراحل إعداد الرسالة، حيث تبني الفكرة دون تردد وشجع على إنجازها إلى أن أصبحت خطة، ثم واصل رعايتها وقدم النصح والإرشاد من أجل إنجاز هذه الدراسة.

كما أتقدم كذلك بالشكر لجميع أساتذة كلية العلوم الاقتصادية بسكرة وبالأخص أساتذة الماجستير تخصص أسواق مالية و بورصات.

-ولا يفوتني أن أتقدم بالشكر المسبق لأعضاء اللجنة الموقرة على قبولهم إثراء هذا البحث وتوجيهه.

## الإهداء

الحمد لله رب العالمين، أعطى اللسان، وعلمَّ البيان، وخلق الإنسان، لك الحمد يا من هو للحمد أهل، أهل الثناء والمجد، أحقُّ ما قال العبد وكلنا لك عبد.  
ما دعوناك إلا حسنَ ظنٍ بك ..وما رجوناك إلا ثقةً فيك، وما خفناك إلا تصديقاً  
بوعدك ووعدك ..فلك الحمد..والصلاة والسلام على علم الأعلام، وإمام كل إمام، محمد  
بن عبد الله وعلى آله وصحبه أجمعين.  
أهدي ثمرة جهدي إلى:

- روح والديا الغاليان عسى الله أن يجمعني بهما في جنة الخلد.....محبة ووفاء.

- رفيق الدرب ونبراسه لدوام التشجيع والمساعدة.....زوجي الغالي.

- إلى ياسمين، وئام و ابتسام، سيد علي وعبد السلام زهور العمر وأحلى لحظاته،  
من قصرت في حقهم طيلة فترة إعداد الدراسة.

- إلى أساتذتي الكرام، طلبة الماجستير تخصص أسواق مالية وإلى كل طالب علم  
مثابر مجتهد



## ملخص البحث باللغة العربية

إن ظهور الهندسة المالية أعطى مجال ابتكارات متعددة ومتطورة وهذا الاتجاه إحتاج إليه علماء التمويل الاسلامي في سعيهم للتخلص من الأوراق المالية الربوية وإستبدالها بأخرى توافق الشريعة الإسلامية وبذلك يتضح أن للصناعة المالية الإسلامية فرصة الإستفادة من المزايا الهائلة التي توفرها الهندسة المالية خاصة وأن التجربة العملية للصكوك الإسلامية أثبتت نجاحها في كثير من البلدان الإسلامية كإيران، ماليزيا، السودان غير أنه بسبب المستجدات والتقلبات المالية نتيجة العولمة المالية وتحرير الأسواق جعل الفقهاء الماليين في تحد مستمر لمواكبة المستجدات وإرضاء تطلعات المستثمرين دون الإخلاء بالموجهات الشرعية؛ فضلاً في السعي إلى الحصول على ميزات تنافسية خاصة، بعدما أثبتت الصناعة المالية الإسلامية كفاءتها في تحد الأزمات ومن هذا المنطلق تمت صياغة الإشكالية التالية " دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية: دراسة حالة ماليزيا والسودان " بهدف تحقيق مجموعة من الغايات وذلك من خلال :

- التعرف على ماهية الهندسة المالية ومختلف منتجاتها ومدى تأثيرها على سوق المال.

- توضيح أهمية ودور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير منتجات جديدة وذلك من خلال الإستفادة من تجارب الاسواق التقليدية.

ولقد أسفرت هذه الدراسة عن النتائج التالية:

- تعد الهندسة المالية منهجا لنظام التمويل، تهدف إلى تحقيق الكفاءة في المنتجات والعمليات المالية وتطويرها في ظل الإحتياجات التي تتصف بأنها متجددة ومتنوعة.

- زاد دور الهندسة المالية في إبتكار أدوات مالية جديدة كان أبرزها المشتقات فكانت وليدة حاجة وخدمة التغطية ضد المخاطر إلا أن تشابك معاملاتها زاد من حدة الأزمات وأصبحت تشكل الخطر بعينه الأمر الذي دعى المهندسون الماليون للإهتمام بإستراتيجيات إدارة المخاطر وطرق قياسها.

-الصناعة المالية الإسلامية هي: عملية تطويرية وتنويعية وإبداعية لأدوات التمويل في الأسواق المالية والنقدية التي تتيح فرص التقليل من المخاطر والتخلي عن شرط الفائدة الربوية، تميزت عن نظيرتها بتمسكها بضوابط الشريعة الإسلامية إضافة للكفاءة الإقتصادية.

-على الرغم من صدارة ماليزيا في إصدار وتداول المنتجات الإسلامية محاليا ودوليا وإبتكار السودان لمنتجات إسلامية أصيلة، إلا أن كل منهما تعاني من معوقات تحد من إنتشار الهندسة المالية الإسلامية

الكلمات المفتاحية: الهندسة المالية، المشتقات، الصناعة المالية الإسلامية، الصكوك، الكفاءة الإقتصادية، إدارة

المخاطر

## **Abstract**

The emergence of financial engineering; has given; Several areas of innovation and development, and this trend; is an urgent need for specialists in Islamic finance; in their quest to get rid of usurious securities and replace them with instruments tuned by sharia, which implies that the Islamic financial industry has the opportunity to benefit from the huge advantages Provided by financial engineering.

Especially as the practical experience of Islamic Sukuk was giving his evidence in many Muslim as Iran, Malaysia and Sudan country.

However, due to the trends and the volatility caused by globalization and liberalization of financial markets , financial Islamist lawyers put themselves in a continual challenge to monitor and meet the expectations of investors without deviating principles of sharia, so that in the quest to gain a competitive advantage in particular,after the Islamic financial industry has proved effective against the financial crisis.

This point was made the following problem "**The role of financial engineering in the development of the Islamic financial industry: a case study of Malaysia and Sudan**"; aims to achieve a number of objectives:

- Identify what financial engineering , their different products and their impact on the capital market.
- To illustrate the importance and role of Islamic financial engineering in the development of new products through to benefit from the experience of traditional markets

This study yielded the following results:

- Financial engineering is an approach to the system of funding, aims to achieve the efficiency of financial products and processes and its development according to the needs that are characterized as diverse and renewable.
- The role of financial engineering has increased the innovation of new financial instruments, including derivatives that were the result of necessity and service coverage against risks, but the complexity of transactions has increased the severity of attacks and have become a particular financial engineers called to the attention of strategies and methods for measuring risk management .
- Islamic financia industry is: a process of development and diversification of innovative financing instruments in the capital and money markets that allow opportunities to minimize risk and give up the usury of these controls Shariah add to economic efficiency.
- Although the forefront of MALAYSIA in issuing and marketing of Islamic products Locally and abroad, and despite the Islamist innovation products of SUDAN, each of them suffer constraints limiting the spread Islamic financial industry.

**Keywords: financial engineering, derivatives, Islamic financial industry, sukuk, economic efficiency, risk management.**

## **Résumé**

L'émergence de l'ingénierie financière ; a donné plusieurs domaines de l'innovation et de développement , Cette tendance est un besoin urgent pour les spécialistes de la finance islamique ; dans leur quête pour se débarrasser des titres usuraires et les remplacer par des instruments accordés par la charia, ce qui implique que l'industrie financière islamique a la possibilité de bénéficier des avantages fournies par l'ingénierie financier, d'autant plus que l'expérience pratique des Sukuks islamiques donnais ses preuves dans de nombreux pays musulmans Comme l'Iran, la Malaisie et le Soudan.

Toutefois, en raison de l'évolution et la volatilité financière provoquées par la mondialisation et la libéralisation des marchés les financiers juristes islamistes se sont mis dans un défi permanent pour suivre l'évolution et satisfaire les attentes des investisseurs sans dévier des principes de la charia ;ainsi que dans la quête d'obtenir un avantage concurrentiel, en particulier,après que l'industrie financière islamique a prouvé son efficacité contre les crises financières.

De ce point a été formulé la problématique suivante « **Le rôle de l'ingénierie financière dans le développement de l'industrie financière islamique: étude de cas de la Malaisie et du Soudan** »

En visant atteindre une série d'objectifs:

- Identifier ce que l'ingénierie financière et ces différents produits et leur impact sur le marché des capitaux.
- Illustrer l'importance et le rôle de l'industrie financière islamique dans le développement de nouveaux produits par le biais de bénéficier de l'expérience des marchés traditionnels.

Cette étude a donné les résultats suivants:

L'ingénierie financière est une approche pour le système du financement, vise à atteindre l'efficacité des produits et des processus financiers et son développement en fonction des besoins qui sont caractérisées comme étant variés et renouvelables .

- Le role de l'ingénierie financière a fructifié l'innovation de nouveaux instruments financiers, notamment les dérivés qui étaient le résultat de nécessité et de couverture des services contre les risques, mais la complexité de ses transactions a augmenté la sévérité des crises , sont devenues un danger particulier que les ingénieurs financiers appelés à l'attention des stratégies et méthodes de mesure de gestion des risques.

- L'industrie financière islamique est : un processus de développement et de diversification des instruments de financement novateurs dans les marchés financiers et monétaires qui permettent des possibilités de minimiser les risques et renonce les intérêts usuraires de ces contrôles chariatique ajouter à l'efficacité économique.

- Bien que l'avant-garde de la MALAISIE dans l'émission et la commercialisation des produits islamiques Localement et à l'étranger et malgré l'innovation des produits authentiques islamiste du SOUDAN, chacun d'entre eux souffrent des contraintes limitant la propagation de l'industrie financière islamique.

**Mots clés: ingénierie financière, produits dérivés, industrie financière islamique,Sukuks, l'efficacité économique, la gestion des risques.**

فهرس المحتويات  
و الجداول و الأشكال

## فهرس المحتويات

الصفحة	المحتوى	الموضوع
I	.....	آيات قرآنية
II	.....	كلمة شكر وعرهان
III	.....	الإهداء
IV	.....	ملخص البحث بالعربية
V	.....	ملخص البحث بالإنجليزية
VI	.....	ملخص البحث بالفرنسية
IX-VII	.....	فهرس المحتويات
X	.....	فهرس الجداول
XI	.....	فهرس الأشكال

### المقدمة العامة : (أ-د)

أ	.....	تمهيد
أ	.....	تحديد إشكالية البحث
ب	.....	فرضيات البحث
ب	.....	مبررات إختيار الموضوع
ت	.....	أهمية الدراسة
ت	.....	أهداف البحث
ث	.....	منهج الدراسة و الأدوات المستخدمة
ث	.....	موقع البحث من الدراسات السابقة
ح	.....	صعوبات الدراسة
ح	.....	حدود الدراسة
خ	.....	خطة وهيكل البحث

### الفصل الأول : الإطار النظري للهندسة المالية (1-57)

2	.....	تمهيد
3	.....	المبحث الأول : مفاهيم عامة حول التمويل، الأسواق و الهندسة المالية
3	.....	المطلب الأول : مدخل تمهيدي للتمويل و أسواق المال
19	.....	المطلب الثاني : ماهية الهندسة المالية
24	.....	المطلب الثالث : الإبتكار المالي وعلاقته بالهندسة المالية
28	.....	المبحث الثاني : أساسيات حول الهندسة المالية
28	.....	المطلب الأول : أركان الهندسة المالية
33	.....	المطلب الثاني : إستراتيجيات وأهداف الهندسة المالية
40	.....	المبحث الثالث : تقنيات وآثار تطبيق الهندسة المالية

40	المطلب الأول	: تقنيات الهندسة المالية
48	المطلب الثاني	: آثار الهندسة المالية
50	المطلب الثالث	: مخاطر التطبيق الخاطئ للهندسة المالية وآفاقها
57	خلاصة الفصل الأول	

### الفصل الثاني : منتجات الهندسة المالية (58-119)

58	تمهيد	
59	المبحث الأول	: أدوات الهندسة المالية
59	المطلب الأول	: بعض أهم أدوات الهندسة المالية في سوق النقد
64	المطلب الثاني	: بعض أهم الأوراق المالية المستحدثة في سوق رأس المال
68	المطلب الثالث	: المشتقات المالية
74	المبحث الثاني	: المنتجات المالية المشتقة
74	المطلب الأول	: إدارة مخاطر المشتقات المالية
82	المطلب الثاني	: أنواع الأدوات المشتقة
94	المبحث الثالث	: هندسة عقود الخيار
94	المطلب الأول	: ماهية عقود الخيار
100	المطلب الثاني	: أسواق عقود الخيار
105	المطلب الثالث	: تسعير الخيارات وإستراتيجياتها
119	خلاصة الفصل الثاني	

### الفصل الثالث : الصناعة المالية الإسلامية (120-174)

120	تمهيد	
121	المبحث الأول	: الصناعة المالية من منظور إسلامي
121	المطلب الأول	: مفاهيم عامة حول الصناعة المالية الإسلامية
127	المطلب الثاني	: حدود ونطاق الصناعة المالية الإسلامية
132	المطلب الثالث	: مميزات الصناعة المالية الإسلامية
137	المبحث الثاني	: منتجات الصناعة المالية الإسلامية
137	المطلب الأول	: الصكوك الإسلامية
144	المطلب الثاني	: أنواع الصكوك الإسلامية
152	المطلب الثالث	: المنتجات المالية المستحدثة
160	المبحث الثالث	: إصدار الصكوك و معيقاتها
160	المطلب الأول	: آليات إصدار الصكوك الإسلامية
162	المطلب الثاني	: إدارة مخاطر الصناعة المالية الإسلامية
170	المطلب الثالث	: التحديات التي تواجه الصكوك الإسلامية

174 ..... خلاصة الفصل الثالث

**الفصل الرابع: دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية في ماليزيا والسودان (175-230)**

175	.....	تمهيد الفصل الرابع
176	.....	المبحث الأول : دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية
176	.....	المطلب الأول : دور الهندسة المالية في تطور حجم الصناعة المالية الإسلامية
180	.....	المطلب الثاني : دور الهندسة المالية في ادارة المخاطر
182	.....	المطلب الثالث : مناهج واستراتيجيات تطوير الصناعة المالية الإسلامية
186	.....	المبحث لثاني : تجربة ماليزيا في الصناعة المالية الإسلامية
187	.....	المطلب الأول : النظام المالي الماليزي
193	.....	المطلب الثاني : سوق الأوراق المالية الماليزية (التقليدية والإسلامية)
203	.....	المطلب الثالث : تقييم التجربة الماليزية في الصناعة المالية الإسلامية
210	.....	المبحث الثالث : تجربة السودان في الصناعة المالية الإسلامية
210	.....	المطلب الأول : النظام المالي في السودان
218	.....	المطلب الثاني : منتجات الصناعة المالية في السودان
223	.....	المطلب الثالث : تقييم التجربة السودانية في صناعة الهندسة المالية
229	.....	خلاصة الفصل الرابع

الخاتمة العامة ( 230-234 )

قائمة المراجع ( 251-235 )

## قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
26	تصنيف الابتكارات المالية	1
46	حجم عقود المشتقات المالية المتداولة من (1999-2003) عالميا	2
72	دور المشتقات المالية في إدارة مخاطر السوق الغير المنظمة	3
73	هيكل تداول المشتقات حسب المناطق	4
96	التقرير حسب الربحية: مربحة. غير مربحة. متعادلة	5
106	نوع العلاقة بين العوامل المؤثرة على العقد و سعر العقد	6
117	مقارنة بين حجم تداول الخيارات و العقود المستقبلية في السوق المنظمة	7
117	مقارنة بين حجم تداول الخيارات و العقود المستقبلية في السوق الغير منظمة	8
118	وصف المشتقات المالية	9
118	مقارنة بين عقود المشتقات	10
136	جدول مقارنة بين الهندسة المالية الإسلامية و نظيرتها التقليدية	11
171	الإختلاف بين السندات التقليدية والصكوك الإسلامية	12
176	اصدار الصكوك عالميا	13
177	حجم إصدارات الصكوك عالميا حسب البلدان	14
178	حجم إصدارات الصكوك حسب نوع القطاع	15
178	نوع الإصدار عالميا 2012/2005	16
202	تطور إصدار المنتجات الإسلامية في سوق المال بماليزيا	17
205	تنوع الإصدارات في ماليزيا من 2008 الى 2012	18
205	تطور سوق الأوراق المالية في ماليزيا	19
211	هيكل الجهاز المصرفي بالسودان 2012/2011	20
212	المعاملات المصرفية الإلكترونية	21
220	الاختلافات بين شمم و شهامة	22
224	شهادات الحكومة شهامة 2012/2008	23
224	شهادات الإستثمار الحكومية صرح	24
225	شهادات إجارة مصفاة الخرطوم	25
226	حجم وتنوع الإصدارات 2012/2008	26
227	حجم تداول سوق الخرطوم 2009/2008	27
227	حجم تداول سوق الخرطوم 2011/2010	28
227	الصكوك المتداولة حسب القطاعات 2013/2012 في السودان	29



## قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
27	علاقة الهندسة المالية بالابتكارات المالية	1
30	فلسفة الهندسة المالية	2
45	نمو الثروة العالمية مقارنة بنمو المشتقات بيت 1998-2007	3
47	القيمة الإسمية للمشتقات المالية في الأسواق المفتوحة والمنظمة	4
74	المخاطر الكلية	5
83	أنواع المشتقات المالية	6
91	أنواع عقود المبادلة	7
125	تصنيف أقسام بيعتين في بيعة	8
176	وتيرة إصدار الصكوك عالميا من 2006 إلى النصف الأول 2014	9
177	نسبة الإصدارات عالميا حسب البلدان	10
177	عدد و قيمة الصكوك المسجلة في السوق الثانوي في سبتمبر 2012م	11
177	نوع الصكوك المصدرة عالميا و محليا	12
191	هيكل النظام المالي في ماليزيا	13
203	إصدارات ماليزيا مقارنة بدول العالم الأخرى	14
204	إصدارات ماليزيا بين الصكوك والسندات المحلية	15
204	2012 سبتمبر الى 1996 الفترة ماليزيا في الصكوك بإصدارات الممولة الاقتصادية المشاريع	16
205	تنوع الإصدارات خلال فترة الدراسة	17
205	نسبة الإصدارات في ماليزيا من 2008 الى 2012	18
206	تطور مؤشرات نمو سوق الأوراق المالية في ماليزيا	19
206	سوق رأس المال الماليزي بشقيه الإسلامي و التقليدي	20
225	قيمة شهادات الإجارة شهاب	21
225	عدد شهادات الإجارة شهاب المباعة	22
226	قيمة إصدارات الصكوك في السودان 2012/2008	23
226	نسب صيغ التمويل في سنوات الدراسة	24

## المقدمة العامة

تمهيد

شهد العالم تغيرات اقتصادية ومالية نتيجة لتأثير العولمة والثورة التكنولوجية فأدى ذلك إلى توسع أنشطة الصناعة المالية و المصرفية واتسعت دائرة المخاطر وارتفعت التكاليف؛ فاندفعت المؤسسات إلى البحث عن منتجات مالية مبتكرة لتقليل من المخاطر وتخفيض التكاليف وكذلك تحقيق عوائد تسمح لهذه المؤسسات بالبقاء، الاستمرارية ومواجهة المنافسة. وهكذا ظهرت أدوات مالية جديدة، متنوعة وفرت للمتعاملين الماليين وغير الماليين مجالات استثمارية مستحدثة وأساليب مبتكرة في التحوط من المخاطر؛ وكان ذلك بالاعتماد على أسس النظام الرأسمالي بمعنى الفائدة الربوية والمجازفات غير المقيدة مما جعل منها بدلا من أن تكون أدوات لإدارة المخاطر أصبحت هي الخطر بعينه مما أدى إلى حدوث سلاسل من الأزمات المالية منها أزمة 2008م والتي أحلت باستقرار وتوازن الاقتصاد الكلي وأثرت على الاقتصاد العالمي بأكمله. في خضم هذه الظروف زاد الاهتمام بمبادئ النظام المالي الإسلامي؛ فزاد الاهتمام بالمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية نظرا لما تمتعت به من استقرار بالمقارنة مع نظيرتها التقليدية في وقت الأزمات وانتشرت صيغ التمويل الإسلامي في الدول الأجنبية؛ غير أنه مع تطور النشاطات الاقتصادية المختلفة وجدت المؤسسات المالية الإسلامية نفسها على الرغم من النجاح الذي حققته سواء من حيث حجم سوقها أو من حيث دائرة انتشارها؛ تواجه جملة من التحديات، تأتي على رأسها تطوير وابتكار منتجات مالية إسلامية قادرة على منافسة المنتجات التقليدية وتلبية احتياجات جميع الشرائح ومن هنا جاءت الفكرة إلى فهم الهندسة المالية فهما دقيقا حتى نستطيع تفهم آليات السوق الرأسمالي ثم تحديد ما تستطيع هذه الهندسة من تقديمه للمنتجات الإسلامية مع الحفاظ على الضوابط الشرعية

1 - تحديد إشكالية البحث

أدى ظهور الهندسة المالية إلى توفير مجالات ابتكار متعددة ومتطورة في أسواق المال وهذا الاتجاه أحتاج إليه علماء التمويل الإسلامي في سعيهم للتخلص من الأوراق المالية الربوية واستبدالها بأخرى توافق الشريعة الإسلامية وبذلك يتضح أن للمؤسسات المالية الإسلامية فرصة الاستفادة من المزايا الهائلة التي توفرها الهندسة المالية كما أن التجربة العملية للصكوك الإسلامية قد أثبتت نجاحا هائلا في كثير من البلدان الإسلامية كإيران، ماليزيا، السودان وباكستان وبسبب المستجدات المتنوعة والمتغيرة فإن الفقهاء الماليين الإسلاميين في تحد مستمر لمواكبة المستجدات وإرضاء تطلعات المستثمرين دون الإحلاء بالموجهات الشرعية؛ فضلا في السعي إلى الحصول على ميزات تنافسية خاصة بعدما أثبتت الهندسة المالية الإسلامية كفاءتها في إدارة المخاطر وتحد الأزمات فما يمكن أن تقدمه الهندسة المالية بتجارها وتطورها

للصناعة المالية الإسلامية حديثة النشأة من أجل الحفاظ على استمراريتها؟ وانطلاقاً مما سبق ذكره يمكن طرح الإشكالية الرئيسية التالية: ما هو دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية في كل من ماليزيا و السودان؟

و تندرج تحت هذه الاشكالية مجموعة من الاسئلة الفرعية تتمثل فيما يلي:

\* ما هي الهندسة المالية؛ خصائصها؛ مزاياها و عيوبها؟

\* ما هي أشهر منتجات الهندسة المالية وما هي مخاطرها؟

\* هل الصناعة المالية الإسلامية تختلف عن الهندسة المالية التقليدية؟

\* هل توفر الصناعة المالية الإسلامية في ماليزيا و السودان نماذج ومنتجات مالية مبتكرة مطبقة أو قابلة للتطبيق

بالمؤسسات المالية الإسلامية؟

انطلاقاً من التساؤلات السابقة فإن هذه الدراسة تقوم على اختبار الفروض التالية:

## 2 - فرضيات البحث:

- الهندسة المالية هي ابتكار لحلول ومنتجات وأدوات مالية، بهدف التحوط من المخاطر وتقليل التكاليف
- المشتقات المالية هي من أشهر ما ابتكرته الهندسة المالية لإدارة المخاطر غير أن الإسراف في التعامل بها أصبح هو الخطر بعينه مما زاد من حدة الأزمات المالية الدورية للنظام المالي الرأسمالي.
- الصناعة المالية الإسلامية هي كل عمليات التطوير والابتكار لأدوات مالية أو آليات تمويلية أو حلول جديدة لإدارة التمويل، السيولة والديون مع مراعاة ضوابط الشريعة الإسلامية.
- توفر المؤسسات المالية الإسلامية نماذج قابلة للتطبيق ولكنها تعاني من عقبات عديدة تحد من تطورها بسرعة في العديد من البلدان الإسلامية مثل ماليزيا و السودان.

## 3 - مبررات إختيار الموضوع

- تم اختيار الموضوع بناء على مجموعة من الاعتبارات الموضوعية و الذاتية، يمكن التطرق إليها فيما يلي:
- حداثة الموضوع و قلة الدراسات التي تتناول هذا البحث من خلال الزاويتين معا "الفقهية و الاقتصادية" على الرغم من وجود عدة مواضيع مشابهة و أن هذا الموضوع لم ينال القدر الكافي من البحث و الدراسة العميقة خاصة بعد ظهور الازمة المالية العالمية 2008 و تأثير الاقتصاد العالمي بما فيها الدول الإسلامية
  - إبراز تميز و كفاءة صيغ و أساليب الاستثمار و التمويل الإسلامية

- المساهمة في عملية بعث الاقتصاد الإسلامي بحثا و تأصيلا و التأكيد على مدى أهمية تطوير السوق المالية الاسلامية و تحريرها من دائرة التخلف و التبعية للمناهج الرأسمالية.
- المساهمة في جهود و عمليات الربط بين الدراسات الفقهية و الاقتصادية بهدف التمكن من تجديد و تطوير منتجات قد تكون موجودة ولم نستطع الوصول إليها أو قد يكون الاجتهاد هو همزة الوصل للابتكار و التطلع للجديد
- ارتباط الموضوع بتخصص "الأسواق المالية و البورصات"
- قلة الأبحاث التي تتناول بصورة وافية "الهندسة المالية الإسلامية"

#### 4 - أهمية الدراسة:

تبرز أهمية هذا البحث من خلال ما أثير في الآونة الأخيرة من نقاشات حول مصداقية منتجات الهندسة المالية والحاجة إلى إيجاد منتجات تحقق الكفاءة الاقتصادية والمصداقية الشرعية خاصة بعد تبني الدول غير الاسلامية فكرة العمل وفق مبادئ النظام المالي الإسلامي وتتجلى الأهمية في إظهار الدور الذي يمكن أن تلعبه الصناعة المالية الإسلامية في دعم المؤسسات المالية الإسلامية وزيادة قدرتها التنافسية خاصة إذا ما تم تطوير وابتكار منتجات مالية إسلامية أصيلة متنوعة و قادرة على تلبية الاحتياجات الاقتصادية فموضوع صناعة الهندسة المالية قضية أساسية بحيث أصبح بقاء المؤسسات المالية الإسلامية مرهونا بوجودها، ضف إلى ذلك الاضطرابات التي يمر بها الاقتصاد العالمي اليوم جعلته يخوض في البحث عن بدائل و حلول جديدة و هو على استعداد لقبولها مادامت تحقق أهدافه مما جعل بعض المؤسسات المالية التقليدية تستخدم أدوات التمويل الاسلامية.

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

كما يتميز هذا البحث عن باقي الدراسات السابقة بمحاولة جمع أهم الدراسات السابقة العربية منها و الأجنبية و تحليلها حتى نحيط ونلم بجوانب الموضوع وبذلك نكون قد توصلنا الى رؤية واضحة وجليية حول الصناعة المالية الإسلامية ومستقبلها

#### 5 - أهداف البحث:

يهدف البحث إلى تحقيق مجموعة من الغايات ذلك من خلال التعرف على الهندسة المالية والأسس التي تقوم عليها، ثم الإلمام بمختلف الجوانب المالية والاقتصادية المرتبطة بمنتجات الصناعة المالية الإسلامية وهذا بدوره يتطلب رسم البيانات و

- الإستراتيجيات المبنية على الأسس العلمية بما يضمن تحقيق الدور المأمول من هذا البحث في إطار دعم جهود لبنات النظام الاقتصادي الإسلامي وعليه يمكن تلخيص أهداف الدراسة في النقاط التالية:
- التعرف على أهم المنتجات و الأدوات المالية المبتكرة من قبل الهندسة المالية، ثم الوقوف أمام منتجات و أدوات صناعة الهندسة المالية الإسلامية ومدى و كيفية تطبيقها بالمؤسسات المالية الإسلامية.
  - توضيح أهمية و دور الصناعة المالية الإسلامية في تطوير منتجات جديدة وذلك من خلال الاستفادة من تجارب الاسواق التقليدية.
  - بيان مدى قدرة الصناعة المالية الإسلامية على مواجهة الأزمات المالية مقارنة بنظيرتها التقليدية.
  - التعرف على أهم المخاطر المحيطة بالصناعة المالية الإسلامية.
  - تقديم اقتراحات لتطوير الصناعة المالية الإسلامية.

## 6 - منهج الدراسة و الأدوات المستخدمة

لتحقيق هدف البحث تم انتهاج المنهج الوصفي التحليلي لكونه ملائماً لعرض المفاهيم المرتبطة بالفصول الثلاثة الأولى وذلك من أجل تجميع الحقائق والمعلومات المتعلقة بالموضوع فتحليلها ثم تبويبها للوصول إلى معرفة دقيقة وتفصيلية وفهم أفضل وهذا لأننا بصدد توضيح العناصر المرتبطة بالهندسة المالية عامة وتلك المستخدمة من طرف المؤسسات المالية الإسلامية خاصة، مع الاستعانة بالمنهج المقارن لأننا بصدد إجراء مقارنة بين الهندسة المالية الإسلامية ونظيرتها التقليدية. أما في الفصل الرابع تم استخدام المنهج الاستنباطي أداة للتوصيف وذلك لعرض تجارب الدول محل الدراسة ثم انتهجنا التحليل و المقارنة لتقييم التجارب.

أما الأدوات المستخدمة: تم الاعتماد على مجموعة من المصادر لإثراء الجانبين النظري والتطبيقي فتنوعت بين: كتب بللغات العربية، الإنجليزية، الفرنسية وكذلك المجالات، البحوث والدراسات، ملتقيات ومؤتمرات، ندوات وكذلك التقارير السنوية للبنك المركزي بالسودان وتقارير سوق الخرطوم وتقارير هيئة الأوراق المالية بماليزيا بيرهاد ومجلس الخدمات المالية الإسلامي بعدما ما تم تبويبها في جداول ثم إخراجها ببرامج إحصائية Excel 2010 على شكل أعمدة ودوائر ومنحنيات بيانية .

## 7 - موقع البحث من الدراسات السابقة:

يعتبر موضوع الهندسة المالية من المواضيع الهامة؛ إلا أن الكتب حول هذا الموضوع وخاصة باللغة العربية لازالت غير كافية للإلمام بجوانب الموضوع، و هذا بدوره يطرح صعوبة فهم ما يتعلق بالصناعة المالية بالمؤسسات الاسلامية سيما بعد الأزمة

العالمية 2008 م والتي كشفت عن عجز النظام الرأسمالي وأثبتت فشله في إنتاج أدوات مالية قادرة على تجنب الأزمات أو حتى مواجهتها؛ وفي حدود ما توفر لدينا من مراجع ؛ يمكن تلخيص أهم الدراسات السابقة كما يلي:

1 - عبد الكريم قندوز "الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق" مؤسسة الرسالة ناشرون 1429 هـ - 2008م كتاب من 344صفحة

استهدف الكتاب معرفة أهمية السوقيين النقدية والمالية ودور الهندسة المالية في إيجادها بينهما وإمدادهما بالأدوات المالية الشرعية؛ كما تعرض الى أهم المخاطر المحيطة بعمل المؤسسات المالية الإسلامية ودور الهندسة المالية في إدارتها وتوصلت دراسته إلى ما يلي:

\*الهندسة المالية مفهوم قديم قدم التعاملات المالية لكنه من حيث التخصص و المفهوم حديث نسبيا.

\*تهدف الهندسة المالية عموما الى تحقيق مجموعة من الاهداف تتقاطع كلها في ضمان بقاء المؤسسة مستخدمة في ذلك مجموعة من الأدوات و الإستراتيجيات الأساسية كما أن لها حدودا وأساسا تقوم عليها إذا تم تخطيطها يؤدي الى نتائج خطيرة كالإفلاس و انهيار الأسواق المالية.

\*الهندسة المالية الإسلامية لها خصائص تميزها عن الهندسة المالية التقليدية.

\* ستشهد صناعة الهندسة المالية الإسلامية خلال السنوات القليلة القادمة طفرات كبيرة .

2 - سامي بن إبراهيم السويلم " التحوط في التمويل الإسلامي" بحث منشور من طرف المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب : البنك الإسلامي للتنمية ؛ جدة ، السعودية 1428هـ/2007م كتاب من 178صفحة

يهدف البحث الى تطوير أدوات إسلامية لإدارة المخاطر وفقا لمبادئ الاقتصاد الإسلامي؛ حيث تناول سبعة فصول وكان الفصل السادس يتحدث عن الهندسة المالية أما الفصل السابع والأخير تعرض فيه إلى أساليب تطوير المنتجات من منظور إسلامي، كما احتوى البحث على المخاطر المتصلة بالعقود الإسلامية المعروفة (المضاربة، البيع الآجل والسلم) ومن النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة هي:

\*إن الشريعة الإسلامية غنية بالحلول العملية التي تجمع بين الكفاءة و المصداقية الشرعية

\* توضح الدراسة كيف يمكن تطوير أدوات إدارة المخاطر ضمن إطار المبادلات غير الصفرية التي تسمح بانتفاع الطرفين

3 - أحمد بلخير "عقد الإستصناع و تطبيقاته المعاصرة(دراسة حالة البنك الإسلامي للتنمية)مذكرة مقدمة لنيل

درجة الماجستير في الاقتصاد الإسلامي؛ جامعة الحاج لخضر، باتنة؛ كلية العلوم الاجتماعية والإسلامية؛ قسم الشريعة؛ فرع الاقتصاد الإسلامي تطرق الباحث في الفصل الأول إلى التعريف بعقد الإستصناع من خلال استعراض أهم المبادئ ،

الأحكام الفقهية ؛ الأركان، الشروط و الآثار كما تعرض في الفصل الثاني إلى الوظيفة التمويلية لعقد الإستصناع معرجا على مفهوم التمويل الإسلامي وخصائصه لينتقل بعدها إلى توظيف الإستصناع في المصارف ثم إلى مخاطره ومزاياه .  
ينتقل بعده في الفصل الثالث إلى الوظيفة الاستثمارية لعقد الإستصناع و دوره في التنمية الاقتصادية ثم استعرض أهم مجالات تطبيق الإستصناع في الأنشطة الاقتصادية المعاصرة أما في الفصل الرابع، تناول فيه تجربة البنك الاسلامي للتنمية في التمويل بالإستصناع ليصل في الختام الى مجموعة من النتائج والإقتراحات التي تخدم بعض الجوانب النظرية والعملية :  
\* أعطى مفهوم عن الإستصناع الفقهي و الاقتصادي و ما يميزه عن باقي العقود الأخرى  
\* شروط صحة عقد الإستصناع و أنواع عقد الإستصناع و إلتزامات الأطراف في عقد الإستصناع

4 - هـاء محمد هلال الحنيطي " دور الهندسة المالية الاسلامية في معالجة الازمات المالية " ورقة بحثية أقيمت في المؤتمر العلمي الدولي حول " الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي " عمان الاردن 26/25/ذو الحجة 1431 هـ/2010 م بالاشتراك بين جامعة العلوم الإسلامية العالمية و المعهد العالمي للفكر الإسلامي  
جاءت هذه الدراسة لبيان دور الهندسة و الاسواق المالية الاسلامية لتوفير كل من الإجراءات الاحترازية لمنع وقوع الأزمات ؛ ذلك و توصلت الدراسة الى ان هناك ضوابط خاصة للهندسة المالية الإسلامية تتمثل بالالتزام بالضوابط الشرعية الإسلامية و بينت كيف يمكن توفير تدابير راسخة وواقعية لعدم الوقوع في الأزمات من خلال الأسواق و الأدوات الإسلامية، و أن تكون الهندسة المالية الإسلامية صمام أمان لأزمات المستقبل المالية.  
وبهذا جاء بحثنا ليكمل هذه الدراسات و يسلط الضوء عن الهندسة المالية التقليدية والإسلامية وما يميز هذه الأخيرة عن نظيرتها بسبب الاهتمام بالملكية العامة والخاصة معا و التعرف على ما يمكن أن، تقدمه الهندسة التقليدية من تكنولوجيا و كفاءة للهندسة المالية الإسلامية حديثة النشأة.

#### 8 - صعوبات الدراسة:

- قصر مدة البحث حيث يجب الامام بالجانب الفقهي ثم الجانب الاقتصادي و التطبيقي
- الاختلافات الفقهية و المذهبية حول ابتكار الصناعة المالية
- غياب الكتب التي تتناول موضوع الهندسة المالية الاسلامية و خاصة الكتب المتعلقة بالجانب الاقتصادي

#### 9 - حدود الدراسة:

تأخذ حدود الدراسة ثلاثة أبعاد يمكن تحديدها فيما يلي :



- من حيث البعد العلمي للموضوع: تناولنا صناعة الهندسة المالية الإسلامية بعد التعرّيج وفهم الهندسة المالية التقليدية ومنتجاتها.

- من حيث البعد المكاني: ركزنا على تجارب بعض الدول الإسلامية و هي ماليزيا ثم السودان.

وقع الاختيار على كل من ماليزيا والسودان حسب تنوع وقوة الأنظمة المالية والتوزيع الجغرافي:

- النظام المالي: تملك ماليزيا قطاع مالي تقليدي قوي وأقامت نظام مالي إسلامي بالتوازي وكان نجاحه مبرهنا على قدرته العلمية والعملية كما تميز بأكبر حجمه أما السودان فتخلت عن النظام التقليدي و أقامت مباشرة نظام مالي إسلامي كلل بالنجاح لكنه متوسط الحجم وهذا التنوع يجعلنا نلم أكثر بجوانب الموضوع.

- التوزيع الجغرافي: تقع ماليزيا في قارة آسيا بينما السودان تقع في قارة أفريقيا.

- من حيث البعد الزمني: تم اختيار سنوات الدراسة من 2008 الى 2012 حتى نكشف عن مدى تأثير الأزمة المالية العالمية 2008 على النظام المالي الإسلامي في ماليزيا و السودان.

## 10 - خطة و هيكل البحث

تم تقسيم هيكل البحث إلى أربعة فصول و مقدمة و خاتمة و ذلك كما يلي:

### - الفصل الأول: الإطار النظري للهندسة المالية

يعد الفصل الأول كمدخل لموضوع البحث نقدم من خلاله مفاهيم عامة حول التمويل، الأسواق؛ ماهية الهندسة المالية وعلاقتها بالابتكار المالي و ركزنا بعدها على الجانب العلمي للهندسة المالية من حيث الفلسفة؛ المبادئ؛ الدور؛ الخصائص والأهمية والإستراتيجيات ثم تعرضنا إلى آثار الهندسة المالية على السياسات الاقتصادية وعلاقتها بالأزمات ومخاطر التطبيق الخاطيء لها لنصل في الأخير إلى نظرة و آراء بعض العلماء في مستقبل الهندسة المالية .

### - الفصل الثاني: منتجات الهندسة المالية

يشمل هذا الفصل أهم منتجات الهندسة المالية مركزين على أهم أدواتها في سوق النقد و سوق رأس المال لنستهل بعدها آليات إدارة المخاطر وطرق قياسها في المشتقات ثم نقدم أهم منتجات المشتقات المالية المستخدمة في الأسواق العالمية مثل العقود الآجلة، العقود المستقبلية والمبادلات لنبحث بعدها في تقنيات وهندسة الخيارات المالية باعتبارها من أشهر ما صممته الهندسة المالية نظرا للإضافة التي قدمتها الخيارات عن العقود الآجلة والمستقبلية وهي التأمين؛ دون أن تضيع فرصة الاستفادة من التقلبات الإيجابية للأسعار

### – الفصل الثالث: الصناعة المالية الإسلامية

نتناول في الفصل الثالث ماهية الصناعة المالية وفق المنهج الإسلامي وتاريخها؛ خصائصها وما يميزها عن نظيرتها التقليدية لنبين بعدها أنواع منتجات الصناعة المالية الإسلامية من أدوات وعمليات تمويلية، إذ قدمت الصناعة المالية الإسلامية منتجات متنوعة بين منتجات أصيلة تم استنباطها من الفقه الإسلامي ومنتجات أخرى تقوم على محاكاة المنتجات المالية التقليدية، مع تكييفها وفق ضوابط وأحكام الشريعة ثم تطرقنا إلى تقنيات و عمليات إصدار الصكوك والتحديات التي تواجهها وأساليب إدارة مخاطرها بالمؤسسات المالية الإسلامية.

### – الفصل الرابع: دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية في كل من ماليزيا و السودان

نتناول في هذا الفصل تحليل هيكل الصناعة المالية الإسلامية لدولتي ماليزيا و السودان، بعدما نتناول دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية من خلال طرح منتجات جديدة وإدارة المخاطر وتطوير سوق المال وتحقيق التنمية من خلال الاستثمارات الحقيقية ثم تناولنا تجربة كل من ماليزيا والسودان في مجال صناعة المالية الإسلامية على التوالي و ذلك خلال سنوات 2008؛2010،2009؛2011 و2012م.

ثم ختمنا البحث بخاتمة تضمنت النتائج واختبار الفرضيات ثم توصيات وآفاق البحث .

الفصل الأول: الإطار النظري للهندسة

المالية

### تمهيد

نسعى من خلال هذا الفصل إلى تقديم المجال النظري للهندسة المالية حتى نتعرف على ماهيتها وما هو واقعها وكيف كان أثرها على الاقتصاد، المؤسسات وأسواق المال وما هي نتائج ومخاطر التطبيق الخاطيء لها وكيف سيكون مستقبلها وسنستهل الفصل الأول المعنون بالإطار النظري للهندسة المالية ببعض المصطلحات و المفاهيم الضرورية في سوق المال. حيث سيتم تقسيم الفصل إلى ثلاث مباحث، بداية نخص المبحث الأول: بمفاهيم عامة حول التمويل، الأسواق و الهندسة المالية و التي نعتبرها مصطلحات تمهيدية وأساسية في بحثنا ثم نعرف الهندسة المالية والابتكار والعلاقة بينهما في سوق المال، بينما نتناول في المبحث الثاني المبادئ و الفلسفة التي تقوم عليها الهندسة المالية والإستراتيجيات التي تستخدمها بالإضافة الى التعرف على الأهداف المرجوة من استخداماتها لنحدد بعد ذلك دورها. ونتعرض في المبحث الثالث إلى تقنيات وآثار تطبيق الهندسة المالية على الاقتصاد والمؤسسات والأسواق المالية موضحين واقعها ومساهماتها في تأجيج حدة الأزمات وكذلك مخاطر التطبيق الخاطيء لها لنصل أخيرا إلى وجهة نظر بعض الباحثين في رؤية مستقبل وآفاق الهندسة المالية وبالاعتماد على آرائهم سنقدم البديل من وجهة نظرنا.

### المبحث الأول: مفاهيم عامة حول التمويل، الأسواق و الهندسة المالية:

حتى نتوصل إلى ماهية الهندسة المالية سنقدم بعض المفاهيم وهي في نظرنا ضرورية لكل عناصر الموضوع؛ لهذا السبب تعرضنا للتمويل وأسواق المال كمطلب تمهيدي حتى يسهل علينا توضيح الترابط الوثيق بين آلية التمويل وأسواق المال و كذلك عمليات الابتكار التي تنشط بها حركية أسواق المال لهذا السبب عرضنا في المطلب الثاني ماهية الهندسة المالية ث تناولنا في المطلب الثالث الابتكار المالي و علاقته بالهندسة المالية.

### المطلب الأول: مدخل تمهيدي للتمويل و أسواق المال

قسمنا المطلب الأول إلى ثلاثة فروع حيث خصصنا الفرع الأول إلى مفاهيم حول تعريف التمويل، طرقه، مصادره والتعرف على مزاياه ومساوئه ومن خلال مساوئه قدمنا البديل حيث تطرقنا في الفرع الثاني إلى التمويل الإسلامي أما الفرع الثالث فنقدم من خلاله مدخل تمهيدي للأسواق المالية.

### الفرع الأول: التمويل:

يعرف التمويل بأنه عملية انتقال لرؤوس الأموال في وقت الحاجة إليها من أصحاب الفوائض الى أصحاب العجز عن طريق قنوات الوساطة بشتى أنواعها<sup>1</sup> من أجل الاستغلال الأمثل للموارد المتاحة وتحقيق العوائد في مستوى مقبول من الخطر فهو يشمل تلك العمليات ووسائل الإقراض التي تمكن العون الاقتصادي "المؤسسات الإنتاجية،العائلات،القطاع الحكومي" من تلبية احتياجاته، من رؤوس الأموال (ليست أصولا عينية)، فالتمويل يقوم بعملية الربط بين عارضي رؤوس الأموال وطالبيها بطريقتين رئيسيتين هما التمويل المباشر والتمويل غير المباشر<sup>2</sup> فالثاني تنشط فيه السوق المالية على المدى الطويل بهدف تمويل الأصول المالية و تقوم بهذه الوظيفة مؤسسات الوساطة المالية<sup>3</sup> أما الأول فتتنشط فيه السوق النقدية على المدى القصير ويكون المتدخل الرئيسي هو البنك المركزي ومع زيادة الحاجة للتمويل تطور النشاط الاقتصادي بفعل العولمة تداخل نشاط السوقين في بعضهما البعض وتنوعت مصادر التمويل.

### أولا: مؤسسات التمويل:

يمكن تقسيم مصادر التمويل إلى مصارف تقليدية وأسواق مالية:

<sup>1</sup> PAMELA PETERSON DRAKE FRANK J. FABOZZI "The Basics of Finance:an introduction to financial markets, business finance and portfolio management" John Wiley & Sons 2010 ;P 14

<sup>2</sup> محمود محمد الداغر"الأسواق المالية: مؤسسات ، أوراق،بورصات" دار الشروق للنشر و التوزيع ،عمان الأردن،2007،ص:93-41

<sup>3</sup> عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص "البورصات و المؤسسات المالية" الدار الجامعية،الإسكندرية،مصر،2002،ص18

**1- البنوك التقليدية<sup>1</sup>:** تعتبر المصارف في صورتها المعاصرة امتدادا للصارفة والمرابين القدامى، إذ يقوم البنك بدور الوساطة بين الأعوان الاقتصادية أي عارضي وطالبي التمويل حيث يمنح البنك سعر فائدة للمودعين مقابل تنازلهم عن السيولة النقدية كما يفرضها على الدائنين لقاء تنازله عن السيولة النقدية لصالحهم، وتطورت البنوك عبر عدة مراحل لتشمل الأنواع التالية:

**1-1 البنوك التجارية<sup>2</sup>:** تقبل الودائع التي يمكن السحب عليها بواسطة الشيكات وسميت بالبنوك التجارية لاقتصار

نشاطها في البداية على تمويل الأنشطة التجارية غير أنه بعدها تعاملت مع كافة منشآت المجتمع على المدى القصير

**1-2 البنوك المتخصصة:** تتخصص في تمويل نشاط اقتصادي معين، نتيجة لظروف التمويل في كل مجال من مجالاتها ذو طبيعة متباينة، عادة ما تقدم قروضا طويلة الأجل باستثناء بنوك تمويل التجارة الخارجية وهي لا تقبل الودائع.

**1-3 بنوك الاستثمار :** من الصعب إعطاؤها تعريفا محددًا وذلك لتعدد الأنشطة التي تضطلع بها حاليا وتنشط بكثرة في الدول الرأسمالية ليشمل التمويل المحلي وإدارة الاستثمارات وتقديم المشورة في المجالات الاندماجية بين الشركات وتمويل عمليات البيع الآجل، كما تلعب دورا هاما في الأسواق المالية الدولية .

**1-4 بنوك الادخار:** نشأت أساسا بغرض تجميع المدخرات الشعبية وبالتالي تعتبر هذه البنوك اقرب وسيلة للمدخر من ذوي الدخل الصغيرة لإيداع أمواله فيها.

**2- الأسواق المالية:** إن وجود سوق مال يعتبر أداة هامة لتعبئة المدخرات أو الموارد وتوجيهها لتلبية احتياجات الأنشطة المختلفة<sup>3</sup>، وبطبيعة الحال يتوقف أداء الوظيفتين السابقتين على مدى تقدم الاقتصاد الوطني ومدى تطور سوق المال، ويشمل جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة بالإضافة إلى سوق النقد ونظرا لأهميته سنخصه بالشرح لاحقا

**ثانيا : مزايا و مساوى التمويل:**

تميز التمويل الرأسمالي بمزايا و بالمقابل كانت له مساوى أيضا نذكر منها:

**1- المزايا:** تكمن أهمية التمويل في اعتباره الآلية التي توفر الاحتياجات المالية اللازمة للمؤسسة والممارسات التي تسمح بحسن استخدام هذه الأموال وتحقيق عوائد مالية عالية ، كما يساهم التمويل أيضا في الحفاظ على استمرارية حياة المشروع، وبقائه في موقع تنافسي .

<sup>1</sup> محمود يونس وعبد المنعم مبارك "مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية"الدار الجامعية مصر 2003 ، ص-ص : 216- 215

<sup>2</sup> محمد سعيد أنور سلطات "إدارة البنوك" دار الجامعة الجديدة ، الإسكندرية، 2005 ، ص-ص: 14-18.

<sup>3</sup> بن اعمر بن حاسين "فعالية الأسواق المالية في الدول النامية- دراسة قياسية- " أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود، بنوك ومالية ، جامعة أبي بكر بلقايد ، تلمسان ، الجزائر ، 2012/2013 ، ص 10

كما يلعب التمويل دورا فعالا في تحقيق سياسة التنمية وذلك عن طريق توفير رؤوس الأموال اللازمة لانجاز مختلف البرامج والمشاريع التي يترتب عنها توفير مناصب شغل جديدة تؤدي إلى القضاء على البطالة وتحقيق التنمية الاقتصادية للبلاد وكذلك تحقيق الرفاهية للمجتمع.

**2- مساوئ التمويل:** تعتمد البنوك و السوق المالية في أداء نشاطها وحجم معاملاتها على متغيرين أساسيين هما **سعر الفائدة والمضاربة** مع العلم أن هذان المتغيران يعدان سببان رئيسيان لمختلف الأزمات التي يشهدها النظام المالي والاقتصادي العالمي.

**1-2 سعر الفائدة:** الفائدة هي الركيزة الأساسية التي تعتمد عليها مختلف المعاملات الرأسمالية سواء في البنوك أو في الأسواق المالية ولما تزايد الاهتمام بمدى تأثير سعر الفائدة ازدادت صعوبة الوظيفة التمويلية<sup>1</sup>؛ عرف الرأسماليون الفائدة بأنها عبارة عن عائد مستلم من قبل عون اقتصادي لديه قدرة التمويل مقابل تنازله المؤقت عن السيولة النقدية لصالح عون اقتصادي يعاني من عجز التمويل<sup>2</sup> فالعائد مؤكد ومحقق لصالح الجهة الدائنة ومنه يتضح لنا ما يلي:

- إن الفائدة تنشأ نتيجة استغلال ظروف مدين يعاني من عجز في التمويل وبالتالي هي ناتجة عن نشاط غير منتج<sup>3</sup> وهو ما يخالف الهدف الأساسي للنظام الرأسمالي المتمثل في تحقيق الربح نتيجة القيام بنشاط منتج  
- يستفيد الدائن من الفائدة دون بذل أي مجهود في العملية وهذا يؤدي الى سوء توزيع الدخل الناتج عن عملية الإنتاج.  
- إن سهولة الحصول على العائد من خلال الإقراض بسعر فائدة يشجع مؤسسات الإقراض على التماهي في عملية الإقراض دون الأخذ بعين الاعتبار قواعد الحيطة والحذر مما يعرض أموال المودعين لمختلف المخاطر.

**2-2 المضاربة:** المضاربة عبارة عن نشاط اقتصادي يمارس في سوق المال بهدف تحقيق ربح على المدى القصير عن طريق المتاجرة في الأوراق المالية "و الاستفادة من الفارق في الأسعار"<sup>4</sup> نتيجة صفقات "عمليات شراء وبيع عاجلة أو آجلة" وتتميز عملية المضاربة بارتفاع مخاطرها إذ أن تحقيق المضارب لأرباح يعتمد أساسا على صحة ودقة التوقعات المستقبلية للمضارب حول توجهات الأسعار في السوق المالي<sup>5</sup>، و المضاربين الناشطين في السوق المالي هما نوعان **مضاربين**

<sup>1</sup> محب خلة توفيق "الهندسة المالية الإطار النظري و التطبيقي لأنشطة التمويل والإستثمار" دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2011م، ص31

<sup>2</sup> يوسف كمال محمد "فقه الإقتصاد النقدي: النقود، المصارف، البورصات"، دار القلم، ط4، القاهرة، 2002م، ص48

<sup>3</sup> سامي بن ابراهيم السويلم "مدخل الى أصول التمويل الإسلامي" البنك الإسلامي للتنمية ومركز أبحاث الإقتصاد الإسلامي جامعة الملك عبد العزيز، جمادي الأولى 1432 هـ/أفريل 2011م، ص40

<sup>4</sup> حسين عطا غنيم "دراسات في التمويل: التحليل المالي ودراسة صافي رأس المال العامل، أساسيات الإستثمار وتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية"، المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005، ص37

<sup>5</sup> ABDELHAKIM CHAIB «La finance islamique, entre opportunisme et pragmatisme» mémoire magistère ,option :Monaie ;Finance,Banque, dirigé par Boudjemaa Rachid,département des sciences économiques,UNIV.Mouloud Mammeri TIZI –OUZOU,Algerie ; P-P 25-26

كبار: وهم كبار المتدخلين مثل "بنوك، صناديق الاستثمار، شركات مالية" الذين يوظفون سيولة نقدية كبيرة في السوق وبالتالي يملكون قدرة تأثير كبيرة على التوجهات الحالية والآجلة لعمليات السوق،<sup>1</sup> ومضاربين صغار: يتمثلون أساساً في أفراد أو شركات صغيرة الحجم وهم الأكبر عدداً وأقل حجماً وتأثيراً من المضاربين الكبار وكما يتميز سلوكهم بالتبعية المطلقة لسلوك وتوجهات المضاربين الكبار.

بينت التجارب العملية والتطبيق العملي بأن المضاربة هي العامل الرئيسي المسبب لحالات عدم الاستقرار وحدوث الأزمات وذلك بسبب الاعتبارات التالية: إن معظم التداولات الآجلة والعاجلة في السوق يقوم بها المضاربون مما يعني أن أداء السوق يتحدد بشكل كبير بسلوك وتوجهات المضاربين.

- إن سلوك القطيع<sup>2</sup> الذي ينتهجه المضاربين يؤدي إلى سوء تخصيص الموارد في السوق المالي حيث تتركز معظم المعاملات والتداولات في قطاعات معينة في السوق وهو ما يؤدي إلى تكوين فقاعات مالية<sup>3</sup> تؤدي في حالة انفجارها إلى وقوع أزمات مالية في السوق المالي على غرار أزمة قطاع التكنولوجيا التي شهدتها سوق المال الأمريكي - إن تطور الهندسة المالية وظهور المشتقات المالية شجع المضاربين على التوجه نحو التداولات الآجلة وهي عمليات شراء وبيع مستقبلية للأوراق المالية ما يؤدي إلى تعاضد المخاطر المصاحبة لهذا النوع من المعاملات نتيجة حالة عدم التأكد التي تصاحبها وبالتالي ازدياد فرص وقوع الأزمات المالية.

وهكذا تبين لنا بأن السبب الرئيسي لمختلف الأزمات المالية التي يشهدها النظام المالي العالمي إنما يكمن في اعتماد نظام التمويل الكلاسيكي على سعر الفائدة والمضاربة كأسلوبين أساسيين في مختلف المعاملات المالية، وظهر في الآونة الأخيرة نظام تمويل جديد يحرم المعاملات الربوية والمضاربات الغير مشروعة تبنى أساليب تمويل مرنة تحقيق أرباح في إطار ضوابط موضوعية تراعي ظروف مختلف الجهات، ويقوم على مبدأ المشاركة وهذا ما سنوضحه في الفرع الثاني.

### الفرع الثاني: التمويل الإسلامي :

إن تجربة نظام التمويل الإسلامي تسمح بتحقيق التوازن وربط التدفقات المالية بالتدفقات الحقيقية في الاقتصاد مما يمنع حدوث تضخم في التدفقات المالية التي تعد السبب الرئيسي لمختلف الأزمات

### أولاً: ماهية التمويل الإسلامي :

<sup>1</sup> محمد عبد الحليم عمر "التفسير الإسلامي لأزمة البورصات العالمية" مجلة "أزمة البورصات العالمية" في أكتوبر 1997م: الأسباب، النتائج، تحليل اقتصادي شرعي، سلسلة

المنتدى مركز صالح كامل للإقتصاد الإسلامي بجامعة الأزهر، 22 نوفمبر 1997، ص 96

<sup>2</sup> سلوك القطيع مصطلح مالي يطلق على تحركات المضاربين في السوق المالي التي تشبه إلى حد ما تحركات القطيع نتيجة للترابط الشديد بين سلوكيات المضاربين الكبار والصغار.

<sup>3</sup> الفقاعة المالية مصطلح اقتصادي يطلق على الحالة التي تشهد فيها أسعار الأوراق المالية "أسهم، سندات" لبعض القطاعات الاقتصادية ارتفاعات قياسية وغير طبيعية في السوق المالي نتيجة لعمليات المضاربة عليها في السوق.



التمويل الإسلامي هو تقديم السلع أو الخدمات<sup>1</sup> أو وسائل الدفع مع تأجيل البدل المقابل أو بدون بدل أصلا ويكون التمويل لأهداف إنتاجية أو استهلاكية أو ربحية أو تبرعية<sup>2</sup> كما يتحوط التمويل الإسلامي بثلاث قواعد أساسية وهي التملك و الواقعية والمشاركة في الربح و الخسارة<sup>3</sup>.

وللتمويل الإسلامي خمسة أركان وهي: تحريم الربا؛ تحريم الميسر والغرر، تحريم بيع المحرمات؛ الاشتراك في الربح والخسارة وكذلك إسناد كل تمويل إلى أصل حقيقي مرتكزا في عملياته على قطاعين، قطاع ربحي وآخر خيري<sup>4</sup>؛ فالربحي يعتمد على آليات المراجعة، الإجارة، السلم الإستصناع، المشاركة، المزارعة، المساقاة، التورق، وغيرها، أما القطاع الخيري فيعتمد على الزكاة، الوقف، الصدقات، النفقة، القرض الحسن<sup>5</sup> والتكافل.

ثانيا: **مؤسسات التمويل الإسلامي**: تعتبر مؤسسات التمويل الإسلامي مؤسسات مشتقة من نظام التمويل الكلاسيكي إلا أنها مؤسسات معدلة تخضع في جميع معاملاتها لمبادئ الشريعة الإسلامية وبمعنى أصح فإن جميع المعاملات الكلاسيكية الموافقة للشريعة الإسلامية هي معاملات إسلامية وضمن هذا الإطار فإن المؤسسات المشكلة لنظام التمويل الإسلامي الحديث تتمثل فيما يلي:

**1- المصارف الإسلامية**: هي مؤسسات تعمل على جذب المدخرات من أفراد المجتمع وتوظيفها في إطار الشريعة الإسلامية بمعنى استبعاد الفوائد الربوية والاستثمار في المشاريع الحلال وربط التنمية الاقتصادية بالتنمية الاجتماعية.

**1-1 أنواع المصارف الإسلامية**: يمكن تصنيف المصارف الإسلامية وفقا للمعيار الوظيفي إلى:

- **مصارف إسلامية صناعية**: وهي التي تتخصص في تقديم التمويل للمشروعات الصناعية.

- **مصارف إسلامية زراعية**: وهي التي يغلب على توظيفاتها النشاط الزراعي.

- **مصارف إسلامية تجارية**: وهي التي تقوم بجذب الودائع واستثمارها فضلا عن أداء الخدمات المصرفية المختلفة

**2- صناديق الاستثمار الإسلامية**: تعد صناديق الاستثمار الإسلامية<sup>6</sup> بأنها " عقد شركة مضاربة بين إدارة الصندوق التي تقوم بالعمل فقط وبين المكتبتين فيه (أصحاب المال)، يدفع المكتبتون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق

<sup>1</sup> منذر قحف، " مفهوم التمويل في الإقتصاد الإسلامي، تحليل فقهي و إقتصادي " بحث تحليلي رقم 13، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب 1425 هجري ط 3 2004 م ص 12

<sup>2</sup> [http://monzer.kahf.com/books/arabic/al-iqtisad\\_al-islami\\_ilman\\_wa\\_nizaman.pdf](http://monzer.kahf.com/books/arabic/al-iqtisad_al-islami_ilman_wa_nizaman.pdf)

مذّر قحف، " الإقتصاد الإسلامي علما و نظما " ص 69 تاريخ الصفح يوم 2014/01/10 على الساعة 15س

<sup>3</sup> ABDELHAKIM CHAIB «La finance islamique, entre opportunisme et pragmatisme » ;Op-cit ;P 40 et plus.

<sup>4</sup> Abdel-Maoula CHAAR « LA STRUCTURATION DES STRATEGIES AU SEIN DE CHAMPS EN VOIE D'INSTITUTIONNALISATION: LE CAS DES BANQUES ISLAMIQUES AU LIBAN » Thèse de doctorat de l'université Paris-Est Sciences de Gestion, 2011, P-P 54-55

<sup>5</sup> سامي بن ابراهيم السويلم " مدخل الى أصول التمويل الإسلامي " مرجع سابق، ص 29

<sup>6</sup> أحمد بن حسين بن احمد الحسيني "صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الإقتصاد الإسلامي" مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999، ص 20

(المضارب)، فتتولى هذه الأخيرة تجميع حصيلة الاكتتاب التي تمثل رأس مال المضاربة وتدفع للمكتتبين صكوكا بقيمة معينة تمثل لكل منهم حصة شائعة في رأس المال فتقوم الإدارة باستثماره بطريق مباشرة في مشروعات حقيقية مختلفة ومتنوعة، أو بطريق غير مباشر كبيع وشراء أصول مالية وأوراق مالية كأسهم الشركات الإسلامية وتوزع الأرباح المحققة حسب نشرة الاكتتاب الملتمزم بها من كلا الطرفين، وأن حدثت خسارة تقع على المكتتبين بصفتهم أرباب المال ما لم تقصر إدارة الصندوق فإن قصرت يقع الغرم عليها.

**3- صندوق الزكاة:** يمكن اعتبار صندوق الزكاة أداة مالية لها أهميتها في المساعدة على التخفيف من حدة الاضطرابات النقدية ويتوقف على طرق استعمال هذه الأداة المالية أثناء تحصيل الإيرادات من أوعية الزكاة المتنوعة.

**ثالثا: أهم آليات التمويل الإسلامي:**

على الرغم من بساطة أنواع أدوات التمويل الإسلامية نظريا فإنها قد تصبح أحيانا مركبة ويرجع ذلك إلى استخدام الهندسة المالية بتركيب أو تشكيل أدوات جديدة لتلبية لرغبات عملائها اللامتناهية والغير محدودة، ومن بين الآليات: المرابحة، القرض الحسن، الإجارة التشغيلية، الإجارة المنتهية بالتملك، المشاركة، المضاربة

سوف نتعرض بالشرح لكل هذه الآليات في الفصل الثالث

**رابعا: الفرق بين التمويل الإسلامي و الكلاسيكي:**

يختلف التمويل الإسلامي عن التقليدي في:

- أساليب التمويل الإسلامية تنقل التمويل من أسلوب الضمان والعائد الثابت إلى أسلوب المخاطرة والمشاركة فالغرم بالغرم ولا مجال هنا لاستفادة طرف على حساب آخر بذلك يحقق التمويل الإسلامي معيار العدل في المعاملات.
- سعر الفائدة هو ربا محرم شرعا فضلا على أنه عملية دخيلة على النظام البشري<sup>1</sup> إذ تؤدي إلى تضخيم النشاط التمويلي بالمقارنة مع النشاط الإنتاجي أما أساليب التمويل الإسلامية فهي تغلب النشاط الإنتاجي على النشاط المالي.
- المضاربة الآجلة "الشراء والبيع الآجل" هي بيع غرر محرم شرعا لأنها تهدف إلى المتاجرة في أصل لم يتحقق بعد.
- تنوع أساليب التمويل الإسلامية وتعددتها يزيد من كفاءتها إذ توجد أساليب للتمويل قائمة على التبرعات والبر والإحسان وأساليب للتمويل قائمة على المشاركات، وأساليب تمويل أخرى قائمة على الائتمان التجاري كما تعتمد على أساس دراسات الجدوى من الناحية الاقتصادية ثم تخضع للأولويات الإسلامية من ضروريات وحاجيات وتحسينات مما يحقق تخصيصا أمثل للموارد ويحقق ما يصبو إليه البلد من تنمية اقتصادية واجتماعية مستدامة.

<sup>1</sup> Amr Abou-Zeid « La gestion des fonds de fonds islamique de capital investissement pour le développement des pays arabes » Directeur de la thèse de doctorat : Bernard de Montmorillon Université Paris Dauphine, 2008/2009 ,P38

### الفرع الثالث: أسواق المال

بعدها تعرفنا على التمويل الكلاسيكي و مزايا ومخاطره ثم مقارنة بالتمويل الإسلامي الذي أثبت كفاءته و صموده أمام الأزمات نتيجة لالتزامه بالضوابط الشرعية وسعيه وراء تحقيق العدالة والتوازن بين الملكية الخاصة و العامة، نخص الفرع الثالث بتقديم تمهيد عن مفهوم وأدوات سوق المال بهدف تبسيط المصطلحات قبل التعرض لماهية الهندسة المالية.

أولاً: نشأة أسواق المال ومفهومها:

ظهرت سوق الأوراق المالية لأول مرة مع انطلاقة الثورة الصناعية، في فرنسا في عام 1724 وفي بريطانيا ظهرت بورصة لندن في عام 1776، ثم ظهرت بعدها في الولايات المتحدة في عام 1821 بورصة نيويورك في وول ستريت، ثم تلتها بورصة طوكيو في اليابان في عام 1878 م وكانت بورصة باريس هي السوق المالية الأهم عالمياً حتى قيام الثورة الفرنسية، بعدها احتلت بورصة لندن المرتبة الأولى في العالم<sup>1</sup>، ومع نهاية عقد الثمانينات من القرن الماضي تغير ترتيب البورصات الدولية لصالح الولايات المتحدة واليابان ويطلق مصطلح السوق المالية بمعناه الضيق على سوق أو بورصة الأوراق المالية، كما يطلق بمعناه الواسع على مجموع التدفقات المالية في المجتمع سواء كانت لآجال قصيرة أو متوسطة أو طويلة بين أفرادهم ومؤسساتهم وقطاعاته، ويقوم سوق المال على ثلاث ركائز أساسية و هي المنظمات المالية في السوق، أدوات السوق، السياسات التي تحكم السوق<sup>2</sup>.

وتعرف السوق المالية بأنها: "عبارة عن تنظيم يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية<sup>3</sup> أو لأصل مالي معين، إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال؛ وقد تكون موجودة في موقع مادي أو تكون ببساطة عبارة عن شبكة حاسوبية وهاتفية أي أن وجودها يكون افتراضي.

وعرفت أيضاً بأنها المحرك الرئيسي للنمو الاقتصادي في البلاد إذ أن التطور الاقتصادي يرتبط بشكل وثيق بوجود سوق مالية مزدهرة ومتطورة<sup>4</sup>

وعرفت كذلك بأنها ذلك الإطار الذي يلتقي فيه الأعوان أصحاب العجز والفائض المالي، للتعامل على أساس الثروة التي يتفقون عليها، والتي تخص عائد كل من الطرفين<sup>5</sup>

<sup>1</sup> حسان المتني " الأسواق المالية" جامعة دمشق- كلية الاقتصاد ماجستير إدارة أعمال، 2009، ص 5

<sup>2</sup> عبد الحميد عبد الفتاح المغربي "الإدارة الإستراتيجية في البنوك الإسلامية" البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2004 م ص 58

<sup>3</sup> محمد مطر " إدارة الاستثمارات: الإطار النظري و التطبيقات العملية" دار وائل للنشر، ط 3، عمان، 2004، ص 164

<sup>4</sup> خليل الهندي " العمليات المصرفية و السوق المالية" الجزء 2، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000، ص 6

<sup>5</sup> F.LEROUX « Marchés internationaux des capitaux » Montréal, 2eme édition, 1995, p: 03.

### ثانياً: مفهوم الأوراق المالية وأنواعها:

وتعرف الورقة المالية بأنها "وثيقة تعطي مالكة الحق في الحصول على تدفقات نقدية مستقبلية؛ كما تصنف الأوراق المالية وفقاً لزمان استحقاقها ومصدر قيمتها إلى: أوراق سوق النقد وسوق رأس المال، أوراق مشتقة، صكوك إسلامية ومؤشرات<sup>1</sup> :

#### 1- أوراق سوق النقد: هي ديون قصيرة الأجل (مدة سريانها سنة أو أقل)، وأهم أنواعها:

-أذونات الخزينة التي تصدرها الحكومة

-الأوراق التجارية وهي سند دين مكتوب، وغالباً ما يكون بضمانة بنك ما.

-شهادات الإيداع التي هي أيضاً سند دين مكتوب يصدره البنك

-قبولات البنك: ديون قصيرة الأجل يقدمها البنك لتمويل معاملات معينة، غالباً لعمليات الاستيراد والتصدير؛ سوف

نخص بالدراسة أهم مبتكرات الهندسة المالية في سوق النقد.

#### 2- أوراق سوق رأس المال: هي أوراق مالية طويلة الأجل تصدر من قبل الشركات أو الحكومات<sup>2</sup>، وتشمل: الأسهم

بنوعها العادية والممتازة، والسندات، سوف لا نخص الأسهم و السندات بالدراسة باعتبار أن هذه الأوراق ظهرت قبل

أن يظهر مفهوم الهندسة المالية ولكننا سنتعرض بالبحث في مستحدثاتها باعتبارها مبتكرات للهندسة المالية.

#### 3- المشتقات المالية: هي عقود تأتي قيمتها من ورقة مالية أخرى، أو من معدل الفائدة في السوق، أو من سعر سلعة

معينة، أو من مؤشر مالي معين<sup>3</sup>، وتشمل المشتقات: عقود الخيار والعقود المستقبلية وعقود المبادلات وهذا ما سنخصه

بالبحث والتحليل في الفصل الثاني باعتبار المشتقات من أعظم ما توصلت إليه الهندسة المالية<sup>4</sup> من ابتكار.

#### 4- الصكوك الإسلامية: الصكوك الإسلامية هي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً في ملكية أعيان أو منافع أو

خدمات أو في وحدات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب

وبدء استخدامها فم أصدرت من أجله<sup>5</sup>؛ سوف نخصها بالدراسة باعتبارها ابتكار و صناعة مالية جديدة.

#### 5- مؤشرات السوق المالية:

**المؤشر:** هو قيمة عددية يقاس بها التغيير في الأسواق المالية، ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغير في زمن ما مقارنة مع

<sup>1</sup> - Frank J. Fabozzi & Pamela P. Peterson. **Financial Management and Analysis**. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. 2003.

<sup>2</sup> خليل الهندي "العمليات المصرفية و السوق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص12

<sup>3</sup> بوكساني رشيد "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها" رسالة دكتوراه تخصص علوم إقتصادية، جامعة الجزائر 2006/2005؛ ص 66

<sup>4</sup> محمد مطر "إدارة الإستثمارات: الإطار النظري و التطبيقات العملية" دار وائل للنشر، ط4، عمان، الأردن، 2006م ص296

<sup>5</sup> - سامر قنطجني "سياسة تحصيل الزكاة وإلغاء الضرائب المائتين" مجلة الأقتصاد الإسلامي العالمية على

زمن أساس<sup>1</sup>، الأمر الذي يعكس الأسعار في السوق المالية واتجاهها و هو يقوم على عينة من أسهم المنشآت التي يتم تداولها في السوق المالية، و يتم اختيار العينة (الحجم + الاتساع) بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها السوق، من أهم المؤشرات العالمية<sup>2</sup>:

● Dow-Jones: يحتوي هذا المؤشر على ثلاثين ورقة مالية تمثل 30 % من بورصة نيويورك.

● S&p500: يحتوي على مئة ورقة مالية تمثل 80 % من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك.

● FT-30: يحتوي هذا المؤشر ثلاثين من الأوراق المالية الأكثر أهمية في بورصة لندن.

● Nikkei: يحتوي على 225 ورقة مالية تمثل حوالي 70% من رسملة بورصة طوكيو.

وفي حال ما اتسمت السوق المالية بقدر من الكفاءة، فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق المالية ككل من شأنه أن يعكس الحالة الاقتصادية العامة للدولة حيث تكمن أهمية المؤشرات<sup>3</sup> في:

- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة التي يستثمر بها مستثمر ما من خلال المقارنة بين مؤشر المحفظة ومؤشر السوق.

- الحكم على أداء المديرين المحترفين إذ يمكن للمستثمر الذي يستخدم التنوع الساذج للأوراق المالية أن يحقق عائد يعادل تقريباً عائد السوق الذي يعكسه المؤشر وهذا يعني أن المدير المحترف الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يتوقع منه أن يحقق عائداً أعلى.

- التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق<sup>4</sup> فإذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات فإنه قد يستطيع التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل.

**ثالثاً: أنواع سوق المال:** ينقسم سوق المال إلى سوق رأس المال و سوق النقد

1- سوق رأس المال: يعرف سوق رأس المال بأنه السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات الأعمال ويتكون هذا السوق من<sup>5</sup>:

**1-1 السوق الأولي "سوق الإصدار":** هو سوق تنشأ فيه علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية وبين المكتتب الأول

<sup>1</sup> منير ابراهيم هندي "أساسيات الإستثمار وتحليل الأوراق المالية" منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2008م، ص 93

<sup>2</sup> حسان المتني "أسواق المالية" مرجع سابق ذكره، ص 11

<sup>3</sup> منير ابراهيم هندي "أساسيات الإستثمار وتحليل الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 112

<sup>4</sup> بوكساني رشيد "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها" مرجع سابق، ص 114

<sup>5</sup> محمود يونس، عبد المنعم مبارك، مرجع سبق ذكره، ص: 131

فيها<sup>1</sup> أي بين المقرض و المقترض "بهدف تجميع المدخرات و تحويلها إلى استثمارات جديدة أي أن الأوراق المالية المتداولة في هذا السوق تكون أوراقا جديدة محلها استثمارات جديدة<sup>2</sup>.

**1-2 السوق الثانوي:** هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية بعد الاكتتاب فيها من قبل حامليها<sup>3</sup>، وهو يعبر عن المكان الذي تتم فيه جميع المعاملات بيعا وشراء من الأوراق المالية بعدما تم إصدارها وطرحها في السوق الأولية، و تنقسم الأسواق الثانوية إلى أربعة أسواق (سوق أول منظم: يتكون من سماسرة مسجلين بالبورصة، سوق ثاني: يظم سماسرة الأسواق غير المنظمة لمختلف أنحاء العالم، سوق ثالث ويتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة ولهم الحق بالتعامل بالأوراق المسجلة وسوق رابعة تتكون من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة التي تتعامل بدون وساطة<sup>4</sup> وتستعمل الشبكة الإلكترونية وهكذا يتضح بأن السوق الثانوي قد تكون منظمة ولها مكان محدد للتعامل وقد تكون غير منظمة بمعنى لا وجود لمكان تعامل بل تتم العمليات من خلال الهواتف والشبكات الإلكترونية<sup>5</sup> كما يمكن تقسيم سوق رأس المال من حيث أجال المعاملات إلى : سوق حاضرة: وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فورا عند إتمام الصفقة وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها و سوق آجلة: يطلق عليها اسم سوق العقود المستقبلية وهي تتعامل أيضا في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تعيينها بتاريخ لاحق بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة ويتسلمها في تاريخ لاحق، والغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض وتجنب تغيير السعر<sup>6</sup>.

**2- سوق النقد:** وهي سوق يتم من خلالها إصدار وتداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل<sup>7</sup>، ففيها يتركز عرض وطلب الأموال القابلة للإقراض لفترة أقل عن السنة، مقابل دفع أو تلقي فائدة من قبل البنوك<sup>8</sup> ويمكن أن نميز في سوق النقد سوقين هما:

**1-2 السوق الأولي:** يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لآجال قصيرة بأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر هذه الأموال وقوة المقترض وسمعته المالية.

**2-2 السوق الثانوي:** يجري فيها تداول الإصدارات النقدية قصيرة الأجل بأسعار تتحدد حسب قانون العرض

<sup>1</sup> محمد مطر "إدارة الإستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية" مرجع سابق ذكره، ص 193

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي " الإستثمار في بورصة الأوراق المالية" الدار الجامعية الإسكندرية، 2004/2033م، ص 40

<sup>3</sup> عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص "البورصات و المؤسسات المالية" مرجع سبق ذكره ص 305

<sup>4</sup> عبد الغفار حنفي، " الإستثمار في بورصة الأوراق المالية" مرجع سبق ذكره، ص 68

<sup>5</sup> عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص "البورصات و المؤسسات المالية" مرجع سبق ذكره ص 306

<sup>6</sup> محمود سحنون "الاقتصاد النقدي والمصرفي" بهاء الدين للنشر و التوزيع، قسنطينة، الجزائر، 2003 م، ص 135

<sup>7</sup> عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص "البورصات و المؤسسات المالية" مرجع سبق ذكره، ص 268

<sup>8</sup> PAMELA PETERSON DRAKE FRANK J. FABOZZI "The Basics of Finance: an introduction to financial markets, business finance and portfolio management" Op-cit, P-P 26-27

والطلب، ويتكون سوق النقد الثانوي من سوقين فرعيين حسب نوع العمليات التي تتم في كل منهما: **سوق الخصم**: يتم فيها خصم أدوات الائتمان قصيرة الأجل بسعر فائدة أقل من قيمتها الاسمية<sup>1</sup> التي من أهمها الأوراق التجارية العادية (الكيميالات والسندات) وهي إصدارات تصدرها الشركات ذات السمعة التجارية الحسنة، وشركات التأمين وبعض الشركات غير المصرفية و **سوق القروض قصيرة الأجل**: تمثل هذه القروض جميع أنواع القروض التي تعقد لأجل قصيرة تتراوح بين أسبوع واحد وسنة كاملة، ويكون قوامها الأساسي من المشروعات والأفراد من ناحية والمصارف التجارية وبعض مؤسسات الإقراض المتخصصة في منح الائتمان قصيرة الأجل من ناحية أخرى.

**رابعا: الأطراف المتعاملة في الأسواق المالية**: إن المتعاملون في الأسواق المالية يتوزعون إلى عدة أطراف: مصدرو الأوراق المالية والتجارية، عارضو الأموال بالإضافة إلى الوسطاء.

**1- مصدرو الأوراق المالية**: مثالها المؤسسات الاقتصادية التي تصدر الأسهم سواء لرفع رأسمالها أو لتوسيع نشاطها بجلب الادخار العمومي، أما مصدرو السندات فهم خصوصا الدولة ومؤسسات الإقراض أو المؤسسات المالية، التي تريد رفع طاقاتها الإقتراضية، والمؤسسات التي ترى فيها إمكانية تدعيم أموالها الدائمة دون التعليق كثيرا بالقرض البنكي

**2- عارضو الأموال**: عارضو الأموال فهم يتوزعون إلى ثلاثة أطراف .

**1-2 الأسر و التجار**: عادة تستثمر الأسر مدخراتها في الأسواق المالية ، نظرا لإمكانية استرجاع الشكل النقدي في أي وقت، عكس الاستثمار العقاري ، إلا أنه تدخل الأسر والأشخاص عادة في الأسواق المالية تتم في استعمال مدخراتهم في مؤسسات أو مشاريع معينة خاصة، في حالات المدخرات البسيطة<sup>2</sup> وجعل البورصة في متناولهم

**2-2 المستثمرون التأسيسيون**: وتضم هذه الفئة عادة مؤسسات التأمين، صناديق التقاعد والضمان الاجتماعي وصناديق الودائع بالإضافة الى عارضون آخرون: مثل الجمعيات والبنوك والمؤسسات.

**3- الوسطاء في الأسواق المالية** : يتمثلون في البنوك أساسا وبعض الهيئات المرخص لها من القيام بالعمليات في الأسواق المالية لفائدة العارضين والمشتريين للقيم بمقابل<sup>3</sup>، وهؤلاء يتدخلون على مستويين:

**1-3 على مستوى المصدرين**: يعتبرون مستثمرين لعرضي الأموال يقومون بإنجاز عملياتهم ويساعدونهم في الحصول على التصريحات الضرورية، ويضمنون لهم نجاح إصدارهم<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> محمود سحنون "الاقتصاد النقدي و المصرفي" مرجع سبق ذكره ، ص 130

<sup>2</sup> خليل الهندي " العمليات المصرفية و السوق المالية " مرجع سبق ذكره ، ص 37

<sup>3</sup> حسين عطا غنيم ، مرجع سبق ذكره ، ص 38

<sup>4</sup> محمد مطر "إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية" مرجع سابق ذكره ، ص 185



**3-2** على مستوى التوظيف للأسهم والسندات: البنوك الخاصة تكون نقابة تضمن بيع هذه السندات المصدرة من طرف زبائنها، وأحياناً تشتري المتبقي منها، بالإضافة إلى تدخل البنوك هناك متدخلون آخرون وهم أعوان الصرف ، حيث يقومون بتنفيذ أوامر الزبائن التي تصلهم عن طريق البنوك<sup>1</sup>.

فمن خلال هذا العرض يتضح جلياً دور وأهمية السوق المالية في تدوير عجلة الاقتصاد مكتملة بذلك التمويل الذاتي والتمويل بواسطة القرض المصرفي؛ كما لها مهمة ضمان سيولة الادخار المعبأ وتسعير قيمة الأوراق المالية؛ وحتى تؤدي الأسواق المالية وظيفتها؛ تستخدم آليات سوف نعرضها بقصد التعرف على إجراءات التعامل فيها.

**خامساً: عمليات أسواق المال:** تتم عمليات سوق الأوراق المالية من خلال أوامر مختلفة يصدرها المستثمرون أو المالكون للأوراق المالية إلى الوسطاء، وتقسم هذه الأوامر إلى قسمين: الأمر السوقي والأمر المحدد

**1- الأمر السوقي The market Order:** ينفذ الأمر بمجرد استلامه من العميل وبأفضل سعر يتوفر بتاريخ التنفيذ<sup>2</sup>.

**2- الأمر المحدد The Limited Order**

**1-2 الأوامر المحددة لسعر التنفيذ (Price limit orders):** وهي أوامر توجه للوسيط من أجل تنفيذ العملية

بأفضل سعر متاح له في السوق، ويسمى الأمر في هذه الحالة بالأمر السوقي، (Market order) أو حسب سعر محدد يبينه المستثمر ويسمى في هذه الحالة بالأمر المحدد (Limit order)<sup>3</sup>.

**2-2 الأوامر المحددة لوقت التنفيذ (Time limit orders):** وهي أوامر تصدر ليتم تنفيذها في فترات زمنية محددة من قبل المستثمر، تكون غالباً أوامر محددة ليوم، وتنفذ العملية خلال يوم واحد، أو أوامر محددة بأسبوع أو شهر (Week or Month order) وبعض الأحيان تكون هذه الأوامر مفتوحة إذ لا يجوز التصرف بالأوراق المالية من قبل الوسيط في أي وقت ممكن<sup>4</sup>.

**3- بعض الأوامر الخاصة:** نذكر منها أوامر الإيقاف وأوامر حرية التصرف

**3-1 أوامر الإيقاف (Stop Order):**

وهذه الأوامر تلزم السمسار بتنفيذ أو عدم تنفيذ عمليات البيع أو الشراء عند وصول السعر إلى مستوى معين، وذلك رغبة بالمحافظة على أرباح تم تحقيقها أو تجنب خسائر إضافية يمكن حدوثها<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> خليل الهندي "العمليات المصرفية والسوق المالية" مرجع سبق ذكره ، ص 59

<sup>2</sup> محمد مطر "إدارة الإستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية" مرجع سابق ذكره، ص 189

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي "أساسيات الإستثمار وتحليل الأوراق المالية: الأسهم و السندات" مرجع سابق، ص 60

<sup>4</sup> عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص "أسواق المال و تمويل المشروعات"الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص 94

<sup>5</sup> منير إبراهيم هندي "أساسيات الإستثمار وتحليل الأوراق المالية: الأسهم و السندات" مرجع سابق ذكره، ص 62



**3-2 أوامر حرية التصرف:** من خلال هذه الأوامر يتصرف السمسار حسب مقتضى الحال وكما يراه مناسباً ضمن أوضاع السوق الحالية والتوقعات المستقبلية.

**سادساً: العلاقة التشابكية لسوق المال**

**1- السوق المالية والاقتصاد:** على الرغم من أهمية سوق المال بالنسبة للاقتصاد إلا أن آثارها السلبية وخيمة وهذا يعود لتشابك و عوملة أسواق المال ومن أهم الفوائد التي تحققها الأسواق المالية لاقتصادها الوطني:

### 1-1 المزايا<sup>1</sup>

- تعتبر السوق المالية أداة لجمع المدخرات واستثمارها في أماكن أكثر أماناً تحت إشراف الدولة.

- إعطاء مؤشر عن اتجاهات الأسعار وظروف الاستثمار ومعدلات الادخار.

- جذب رؤوس أموال خارجية للمشاركة في شركات محلية وفقاً لقوانين الاستثمار والإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الاقتصادي.

- التقليل من مخاطر التضخم والانكماش المالي، حيث تعتبر البورصة الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية (عمليات السوق المفتوحة) لتغيير كمية النقود لمعالجة التضخم والانكماش.

- تحفز حوكمة الشركات: لأن السوق المالية تساهم في توسيع قاعدة المساهمين فإن الشركات تسعى إلى استقطاب مساهمين أكثر لخدمة أهدافها التوسعية، ومن أهم معايير استقطاب المستثمرين كفاءة الإدارة والشفافية في عملها<sup>2</sup>.

### 1-2 السلبيات

وبالرغم من هذه الفوائد، فإن للسوق المالية بعض الآثار السلبية على الاقتصاد يمكن تلخيص أهمها بما يلي<sup>3</sup>:

- الإفراط في عمليات المضاربة حول سوق المال مما حولها إلى ساحة تبادل الثروة بدلاً من إنتاجها.

- غياب السيولة عن الاقتصاد الحقيقي: إذ يتسبب ضخ السيولة في السوق المالي خصوصاً أثناء فترات صعود السوق وارتفاع الأسعار في تشجيع الناس على المضاربة في السوق، وبالتالي نلاحظ تباطؤ في نشاطهم الاقتصادي خلال تلك الفترات.

- الأسواق المالية منقطعة عن الواقع: ففي عملية شراء الأوراق المالية يتم شراء الأوراق التي يظن أنها مربحة بدلاً من شراء الأوراق المربحة فعلاً، ويؤدي هذا الفارق إلى المبالغة في الدعاية والإعلان إذ أن الشركة لا تحتاج أن تكون رابحة بل يكفي

<sup>1</sup> يوسف كمال محمد "فقه الاقتصاد النقدي: النقود، المصارف، البورصات"، مرجع سبق ذكره، ص-ص 344-345

<sup>2</sup> ويكيبيديا. سوق\_الأوراق\_المالية تاريخ الاطلاع 2014/02/14 على 11سا http://ar.wikipedia.org/wiki / 45

<sup>3</sup> نفس المرجع سابق.

أن توهم الناس أنها رابحة مما يزيد من ثقة المستثمرين الذين يسعون لشراء أوراقها المالية.

### 2- السوق المالية والمدير المالي:

- إن وجود السوق المالية يمكن المدير المالي في المنشأة من الحكم على أدائه وكفاءته في عمله؛ أي التعرف على القيمة

السوقية للأسهم الشركة وهل قام المدير المالي بتعظيم ثروة المساهمين أم لا.

-يساعد سوق المال المدير المالي للمنشأة على بيع إصدارها من أسهم أو سندات لأن المشتري (المستثمر) يعلم إمكانية إعادة بيع الأسهم التي يمتلكها في السوق المالية بسهولة ويسر عند حاجته للنقود السائلة.

-تسمح سوق المال بتقديم خصائص الأوراق المالية من خلال نوعين من التحليل هما التحليل الأساسي و التحليل

-الفني؛ حيث يتضمن التحليل الأساسي<sup>1</sup> القيام بالتحليل على ثلاثة مستويات الأول مستوى الاقتصاد العام وذلك

بتحليل المؤشرات الاقتصادية مثل الناتج المحلي الإجمالي وأسعار الفائدة ومعدلات البطالة... إلخ، والمستوى الثاني

يتضمن تحليل الصناعة أو القطاع التي تنتمي إليه المنشأة بهدف معرفة مدى ربحية وجاذبية هذه الصناعة والمستوى الثالث

يشمل تحليل المنشأة من حيث الأصول والربحية وكفاءة الإدارة ومعرفة حقيقة الموقف المادي للشركة من حيث نقاط القوة

والضعف والتجانس، ويتضمن التحليل الفني دراسة حركة أسعار الأسهم وحجم التداول واتجاهات السوق لتوقع اتجاهات

الأسعار وكمية العرض والطلب في المستقبل.

### 3- السوق المالية والأزمات المالية: تعود الأزمات إلى جملة من الانحرافات الحاصلة في أسواق رؤوس الأموال<sup>2</sup>

ففي عام 1929 انخفض مؤشر داء جونز لمتوسط الصناعة بمعدل 20% خلال أقل من شهرين معلناً بذلك بداية

حدوث الكساد العظيم، واستمر الانخفاض في أسعار الأوراق المالية لمدة ثلاث سنوات إلى أن وصل المؤشر إلى 11% مما

كان عليه في بداية الكساد، وخلال تلك الفترة أفلس العديد من الشركات وانتشرت البطالة وفشل المدينون في الوفاء بما

عليهم من التزامات وانخفض حجم الاستثمار وأعلنت الكثير من البنوك إفلاسها، كما كشفت التحقيقات عن حدوث

انحرافات وممارسات غير أخلاقية في تلك الأسواق يعتقد أنها سبباً رئيسياً في حدوث الأزمة، ومن أبرز صور الانحراف التي

انتابت التعامل في الأوراق المالية في تلك الفترة<sup>3</sup>:

- البيع الصوري Wash Sale: هو خلق تعامل وهمي على سهم ما بالتواطؤ بين مستثمر مخادع وبعض أصدقائه بهدف

التخفيض من سعر سهم معين أو رفعه.

<sup>1</sup> حسان المتني "لأسواق المالية"، مرجع سابق ذكره ص14

<sup>2</sup> بوكساني رشيد "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها" مرجع سابق، ص 180

<sup>3</sup> عماد صلاح سلام "إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة" أبو ظبي للطباعة و النشر، 2002م، ص-ص 302-303

- الشراء بغرض الاحتكار Corner the Market: قيام شخص ما بالعمل على شراء كل أو معظم الكميات المعروضة من الأوراق؛ وذلك بغرض تحقيق نوع من الاحتكار يمكنه فيما بعد من بيع الورقة للراغبين في شرائها بالسعر الذي يراه.

- استغلال ثقة العملاء Churning: وهي الممارسات غير الأخلاقية من قبل السماسر تجاه أحد عملائه وذلك بإبرام صفقات نيابة عنه، أو تشجيعه على إبرام صفقات على أساس معلومات مضللة مستفيداً من عمولات هذه الصفقات.

- كما أدت عمليات المضاربة الشديدة في الأسواق المالية إلى انهيار عدد من المؤسسات المالية والشركات.

وبالرغم من اختلاف أسباب الأزمة المالية العالمية الحالية عن أسباب أزمة الكساد العظيم وغيرها من الأزمات إلا أنها تشترك في وجود بعض الممارسات غير الأخلاقية في الأسواق المالية، فعمليات المضاربة الشديدة والتعامل بالمشتقات المالية والقيام بعمليات البيع على المكشوف وبيع ما لا يملك قد جعل من أسواق المال دُوراً للمقامرة شبيهة بتلك التي في مونتني كارلو و لاس فيغاس ولكن بإقرار حكومي.

وأستشهد بقول الرئيس الفرنسي نيكولا ساركوزي القائل: إن حالة الاضطراب الاقتصادي التي أثارها أسواق المال الأمريكية وضعت نهاية لاقتصاد السوق الحرة و إن فكرة القوة المطلقة للأسواق ومنع تقييدها بأي قواعد أو بأي تدخل سياسي كانت فكرة مجنونة، وفكرة أن السوق دائماً على حق كانت أيضاً فكرة مجنونة.<sup>1</sup>

#### 4- السوق المالية والشريعة الإسلامية:

يؤمن الاقتصاد الإسلامي بالسوق ودوره في الاقتصاد حيث أن ثاني مؤسسة قامت بعد المسجد في المدينة المنورة هي السوق<sup>2</sup> ولم ينه النبي "صلى الله عليه وآله وسلم" الصحابة عن التجارة لا بل أن العديد من الصحابة كانوا من الأغنياء مثل أبو بكر الصديق، وعثمان بن عفان وغيرهم وبعد هجرة النبي صلى الله عليه وسلم من مكة إلى المدينة المنورة أقام المسلمون فيها سوقاً إثر تعنت تجار اليهود، وفرضهم رسوماً على من يدخل أسواقهم.

كما خضعت سوق المسلمين للرقابة على الموازين والمكاييل والسلع للتأكد من عدم الغش للكم أو النوع، ونهى صلى الله عليه وسلم عن فرض جزية (رسم) لدخول السوق كما حارب الاحتكار بشدة لذلك تحددت الأسعار بقوى الطلب والعرض التنافسية الخالصة، ولم يجد صلى الله عليه وسلم مبرراً للتسعير حينما سئل عن ذلك لما غلا السعر.

ورأى بعض الفقهاء فيما بعد جواز التسعير في السوق إذا ساد الاحتكار لتحقيق مقصد العدل في الشريعة، وتجسدت تشريعات تنظيم سوق المدينة فيما بعد بما يعرف بنظام الحسبة، وأصبح المحتسب فيما بعد مسؤولاً عن مراقبة السوق وحسم الخلافات فيها وبعد هدم اليهود للقبّة التي بناها الرسول الأكرم وقطعوا أطناجها، رد عليهم عملياً فقال متحدثاً عن

<sup>1</sup> [http://fr.wikipedia.org/wiki/Finance\\_islamique](http://fr.wikipedia.org/wiki/Finance_islamique) le 13/01/2014 à 10h45

<sup>2</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Financial\\_crisis\\_of\\_2007%E2%80%9308](http://en.wikipedia.org/wiki/Financial_crisis_of_2007%E2%80%9308) 06/02/2013 à 19h26

كعب بن الأشرف "والله لا ضرين لهم سوقا هو أغيب من هذا" واختار مكانا فسيحا بأطراف المدينة بعيدا عن المحال السكنية وقال صلى الله عليه و سلم نعم "سوقكم هذا ، فلا ينقصن ولا يضرين عليكم بخراج"<sup>1</sup> وقد ظلت هذه السوق طيلة عهد الرسول وعهد الخلفاء الراشدين عبارة عن فضاء حر من دون بناء، يخضع في تديره لنظام سنة المساجد ولم يبدأ البناء في الأسواق إلا على عهد معاوية بن أبي سفيان الذي سن تأجير أماكن السوق .

وكان الصحابة الكرام إذا ما انصرفوا إلى السوق لممارسة التجارة وتفرغوا لها تفرغا كاملا نسوا أمورهم الأخرى، وقالوا: "أهانا الصنفق بالأسواق" بمعنى الخروج إلى التجارة.

أما في العصر الحديث؛ تعود جذور بناء سوق مالي للأوراق المالية الإسلامية إلى تاريخ ظهور فكرة أسلمت الأوراق المالية ووضعتها في قالب إسلامي بضوابط شرعية وفق أسس الاقتصاد الإسلامي حيث تعتبر ماليزيا بعد إيران من أوائل وأكبر الدول التي تنشط فيها السوق المالية الإسلامية بعدما أنشأت سوق رأس المال الإسلامي في أوائل الستينات عندما تم إنشاء هيئة صندوق الحجاج في نوفمبر، ثم 1962 حيث طرحت فكرة سندات المقارضة لأول مرة من طرف الدكتور سامي حسن حمود بمناسبة قيامه بإعداد مشروع قانون البنك الإسلامي الأردني الذي صدر بالأردن بالقانون رقم (13) سنة 1978 م ثم تبني فكرة إصدار قانون خاص لسندات المقارضة لإعمار الأملاك الوقفية حيث صدر القانون رقم (10) لسنة 1981 م؛ بعدها تلقت تجربة المصارف الإسلامية خلال السنوات الأخيرة ترحيباً وقبولاً في كثير من بلدان العالم، وهذا الانتشار الواسع للمصرفية الإسلامية لم يكن وليد الصدفة، وإنما هو محصلة للمراحل التي مر بها تطور الصناعة المالية الإسلامية،<sup>2</sup> عرض رولان لاسكين Roland Laskine في مقاله، بصحيفة (Le Journal De Finances) الذي يرأس تحريرها «هل تأهلت وول ستريت لاعتماد مبادئ الشريعة الإسلامية»<sup>3</sup>، وهذا بعد وقوع الرأسمالية في مخاطر أدت بها لضرورة الإسراع بالبحث عن خيارات بديلة لإنقاذ الوضع، وقدم سلسلة من المقترحات المثيرة في مقدمتها تطبيق مبادئ الشريعة الإسلامية برغم تعارضها مع التقاليد الغربية ومعتقداتها الدينية، وذكر في هذا الصدد البعض من تلك المبادئ مثل تحريم بيع ما لا يملك (البيع على المكشوف)، ومنع الاقتراض بفائدة والناظر بموضوعية إلى الممارسات غير الأخلاقية وأنواع التعاملات التي ساهمت بحدوث الأزمة المالية يجد أن الشريعة الإسلامية قد ضبطتها ومنعت حدوثها بهذا

<sup>1</sup> سامر مظهر قنطججي "سلسلة فقه المعاملات : فقه الأسواق " مؤسسة الرسالة ناشرون ، بيروت ، لبنان، 2004 م ، ص 24

<sup>2</sup> مصطفى ناطق صالح مطلوب "موقوفات عمل المصارف الإسلامية وسبل المعالجة لتطويرها" موقع المجلات الاكاديمية العلمية العراقية برعاية دائرة البحث من 287 الى

332 ، سنة 2012 م ، على الموقع <http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=6101>

<sup>3</sup> [http://archives.investir.fr/2008/jdf/20080925ARTJDF00004-"wall-street-mur-pour-adopter-les-principes-de-la-charia-.php](http://archives.investir.fr/2008/jdf/20080925ARTJDF00004-) en date du 12/05/2014 à 6h52

يتجلى بوضوح لكي تكون السوق المالية إسلامية فينبغي أن تخضع هذه المؤسسات والبنوك للضوابط الشرعية<sup>1</sup> ومن المعلوم أن تحقق المعنى الضيق يرتبط بتحقيق المعنى الواسع، فلن توجد أسواق أوراق مالية إسلامية ما لم توجد أوراق مالية إسلامية، ولن توجد هذه الأوراق ما لم توجد مؤسسات مالية إسلامية تصدرها، وبنك مركزي أو جهاز إسلامي يمنح ترخيصاً بإصدارها.

وبهذا نكون قد تعرفنا عن المجال الذي سنخصه بالدراسة في إطار الهندسة المالية لتتفرغ بعدها إلى ماهية الهندسة المالية

### المطلب الثاني: ماهية الهندسة المالية

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

### الفرع الأول : نشأة الهندسة المالية :

إن التطورات في الاقتصاد العالمي منذ السبعينات من القرن العشرين وما عرفته التعاملات الاقتصادية من تحرير مالي شامل للأسعار (أسعار الصرف ، الفوائد ، حقوق الملكية والثورة التكنولوجية لوسائل الإعلام والاتصال)، جعل من الأسواق المالية ومؤسسات الوساطة المالية محاطة بمخاطر مالية أثرت بشكل واسع على عوائد استثماراتها الشيء الذي استدعى الصناعة المالية من أجل استحداث طرق و استراتيجيات تمويلية جديدة تسمح بتلبية رغبات المتعاملين في الأسواق المالية مع تحقيق تدفقات نقدية معتبرة لاستثماراتهم سواء كانوا أفراداً، منشآت، مؤسسات مالية أو حكومات وهذا ما عرف بثورة الابتكارات المالية في إدارة المخاطر وعمليات التحوط، وهكذا يتضح لنا بأن الهندسة المالية نشأت في وسط اقتصادي عالمي عمته المخاطر والتغيرات المستمرة في القيم الاقتصادية الجزئية والكلية، وفي ظل هذه الظروف ظهرت الحاجة للانتقال إلى اقتصاد مالي متطور يولد مصادر استثمارية جديدة و يخدم مصالح الأفراد والمؤسسات، الدول أيضاً؛ كما يعزز التكتلات الاقتصادية.

إن ممارسة الابتكار قديمة جداً، حيث وجدت أدلة على استخدام صكوك متطورة في الائتمان والدفع ترجع إلى حقبة الحملة الصليبية الأولى ما بين (1095-1099) ولقد وثق ذلك في رسائل التجار واليهود في القاهرة<sup>2</sup>، كما استوعب مفهوم تنويع المخاطر والقياس الكمي لمخاطر التأمين في القرن الرابع عشر وقد تضمنت رسائل التاجر والمصرفي الإيطالي

<sup>1</sup> الطراد إسماعيل، " التشريعات المالية والمصرفية في الأردن " دار وائل، عمان 1999 ، ص 43

<sup>2</sup> نوال بوعكاز " حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الازمة " مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص: دراسات مالية و محاسبية معمقة، جامعة فرحات عباس، سطيف 2010/2011، ص 25

فرانشيسكو داتيني تعليمات مفصلة إلى وكلائه عن كيفية تنويع المخاطر والتأمين على البضائع<sup>1</sup> أما ما يميز الهندسة المالية الحديثة هو الإدارة الكمية لعدم اليقين، فكل من تسعيرة العقود وتعظيم الاستفادة من الاستثمارات تتطلب بعض القدرات الأساسية في النمذجة الإحصائية لحالات الطوارئ المالية، فالحجم والتنوع وكفاءة الأسواق التنافسية الحديثة تجعل من الضروري استخدام النمذجة.

وفي مطلع الثمانينات بدأت بورصة وول ستريت (بورصة نيويورك للأوراق المالية) وذلك بالاستعانة ببعض الأكاديميين ذوي الشهرة العلمية الواسعة مثل fisher black و Recharde-Rolly في البحث عن كيفية تطوير منتجات أسواق المال وذلك لتلبية حاجات المتعاملين المتزايدة والمتجددة، وكانت كلما زادت المنتجات تعقيدا كلما زادت الاستعانة بالأكاديميين وفي منتصف الثمانينات أخذت هذه العملية الوليدة إسمًا أكثر قبولا وانتشارا وهو الهندسة المالية، وهكذا ظهر مفهوم الهندسة المالية بشقيه العلمي والأكاديمي على أنه مفهوم حديث غير أن الهندسة المالية قديمة قدم التعامل المالي<sup>2</sup> وبعد ظهور مفهومها تم انشاء الإتحاد الدولي للمهندسين الماليين في عام 1992 وذلك للارتقاء بصناعتها حيث ضم الإتحاد 2000 عضو من شتى أنحاء العلم يمثلون الممارسين والأكاديميين والمهنيين في المحاسبة والتمويل والاقتصاد والقانون وتكنولوجيا المعلومات، حيث قام الإتحاد بصياغة مجموعة من المعايير لصناعة الهندسة المالية تركز على النظرية والتطبيق<sup>3</sup>. وحتى نتفهم أكثر نشأة الهندسة المالية سنتطرق إلى عوامل ظهورها<sup>4</sup>.

### الفرع الثاني: عوامل ظهور الهندسة المالية:

من العرض السابق نستنتج بأن الهندسة المالية جأت من أجل تقديم العون لطالبي التمويل وذلك بتخفيف أو تخليص المتعاملين من القيود التشريعية المفروضة عليهم لأن لهذه القيود تكلفة تحد من نشاط المنشآت وتعرقل توسعاتهم وتقلل أرباحهم وهذا ما لخصه سيلبر (Silber) في تحليل متميز لنهضة الهندسة المالية بقوله « الحاجة أم الإختراع » ومما ساعد على إنزال مفهوم الهندسة المالية إلى أرض الواقع عوامل عديدة وأهمها<sup>5</sup>:

أولا: ظهور احتياجات مختلفة للمستثمرين وطالبي التمويل: إن ظهور الاحتياجات الجديدة والمتطورة لوسائل تمويل

<sup>1</sup> Sergio M.Focardi, Frank J « **Financial Modeling and investement management** » New Jersey Wiley & sons 2004 P10

<sup>2</sup> سمير عبد الحميد رضوان المشتقات المالية و دورها في ادارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها" دراسة مقارنة بين النظم الوضعية و احكام الشريعة الإسلامية دار النشر للجامعات القاهرة، ص92

<sup>3</sup> خالد محمد نصار "آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية" دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير بكلية التجارة، تخصص محاسبة وتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة فلسطين، 2006، ص 103

<sup>4</sup> بوعافية رشيد و ابراهيم مزبود " الهندسة المالية كمدخل لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية" الملتقى الدولي الثاني "الازمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية: النظام المصرفي الإسلامي أمودجا"، يومي 5-6 ماي 2009 المركز الجامعي بخميس مليانة، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر، ص 5

<sup>5</sup> منير ابراهيم هندي " الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام المشتقات و التوريق " دار ألعرف الاسكندرية، 1999، ص 16

مختلفة من حيث التصميم وتواريخ الاستحقاق جعل من الصعب على مؤسسات الوساطة بصورها التقليدية إشباع رغبات المستثمرين والمتعاملين في سوق المال فظهرت الحاجة للابتكار لسد الحاجات المتجددة<sup>1</sup>، كما أن الأسواق العالمية المتعددة والمنفصلة إلى سوق مالية لا متناهية تنعدم فيها الحواجز الزمانية والمكانية ويصل مداها إلى مدى وصول المعلومة المرسله فأصبح من السهل تصميم الاحتياجات واتسعت حركة مجال المهندسين الماليين وأصبحوا كلما ابتكروا أداة جديدة إلا ووجدوا من يطلبها ويقبلها<sup>2</sup> لاتساع قاعدة المشاركين.

**ثالثا: ظهور مفهومي الكفاءة والفعالية:** يعني مفهوم الفعالية (Effectiveness) في سوق المال مدى قدرة السوق على مقابلة احتياجات المشاركين فيها بينما تعني الكفاءة (efficiency) المدى الذي تستطيع فيه هذه السوق مقابلة الاحتياجات بتكلفة قليلة وبسرعة عاليتين فهذان المعياران يأخذان أهمية أكبر في حالة توسع قاعدة المشاركين وتوجه الأسواق لتقديم الخدمات الجديدة للعملاء كمبادلات أسعار الفائدة تحل محل إعادة تمويل القروض<sup>3</sup>.

**رابعا: حدة المنافسة:** دفعت إلى تحفيز الابتكار وإيجاد أدوات إدارة المخاطر وتجاوز قيود السياسة النقدية.

**خامسا: مساهمات البحث العلمي:**

إن التحليل الدقيق لمفهوم النظرية المالية يستقرأ العديد من أعمال منظري هذه النظرية أمثال (Markowitz-1952) الذي وضع أساسا لمقدمة النظرية الحديثة و(Sharpe, 1964) الذي قدم نموذج تسعير الموجودات المالية، وكذلك العالمان (Black-Scholes, 1973) اللذان تناولوا موضوع تسعير الخيار وطريقة تقييم الخيارات المالية، والعالم (Engler, 1982) الذي طور مفهوما جديدا في عملية تأطير النموذج وتقويم المخاطر وساعد في ذلك أيضا الحاسوب من تجميع وحفظ وتحليل البيانات بطريقة سهلة منذ 1990<sup>4</sup>.

**سادسا: تقلبات أسعار الفائدة:** أدت التقلبات الشديدة في أسعار الفائدة إلى تمكين الهندسة المالية من ابتكار فكرة أسعار الفائدة المتغيرة أو العائمة وبالتالي ابتكار السندات والأسهم الممتازة المستحدثة التي يتغير فيها معدل الكوبون مع تغيير أسعار الفائدة إضافة إلى مواجهة تكلفة الوكالة لحقوق الملكية بتوصل الهندسة المالية إلى ما يسمى باختيار الأسهم.

**سابعاً: التشريعات مصدر الإلهام:** ظهر الابتكار المالي كردة فعل للتشريعات والقيود القانونية والضريبية خاصة.

**ثامنا : ظهور المستثمرين المؤسساتيين:** هم كبار المساهمين الذين يهيمنون على المؤسسات الاقتصادية بفرض قراراتهم

<sup>1</sup> هاشم فوزي دباس العبادي " الهندسة لمالية و ادواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية" الوراق للنشر و التوزيع ، الاردن ، 23، 2008

<sup>2</sup> عبد الكريم أحمد قندوز " الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي " بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الرابع بالكويت حول "الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور

الاقتصاد الإسلامي" 16/15 ديسمبر 2010 Global Economic Crisis from Islamic، ص5

<sup>3</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 77

<sup>4</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق ذكره، ص 27



على الشركة وهم يحاولون تقليص التكاليف باللجوء إلى سبل وتقنيات جديدة لتمويل أنشطتها كالرافعة المالية<sup>1</sup>.

تاسعا: إنهيار اتفاقية: بريتون وودز: كانت التقلبات العنيفة في أسعار الصرف مدعاة لتطوير الصرف الآجل والبحث عن آلية التحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف<sup>2</sup>.

عاشرا: زيادة حدة التضخم: وكان ذلك في بداية الثمانينات مما أدى إلى زيادة سريعة في معدلات أسعار الفائدة فأندفع المهندسين في البحث عن أدوات تقلل من حدة التضخم وتخفض من أسعار الفائدة و التكاليف.

حديا عشر: إنهيار أسواق الأوراق المالية العالمية المتتالية: الانهيارات المتتالية دفعت المستثمرين بالبحث عن حماية أصولهم من خلال أسواق المشتقات.

### الفرع الثالث: تعاريف الهندسة المالية:

معظم تعاريف الهندسة المالية مستخلصة من وجهات نظر الباحثين الذين قاموا بتطوير النماذج والنظريات أو مصممي المنتجات المالية وسوف نتطرق إلى البعض من هذه التعاريف.

#### أولا : تعريف الهندسة المالية من وجهة نظر الإدارة المالية :

وهي العملية الكمية التحليلية المصممة لتحسين العمليات المالية للمؤسسة وذلك من خلال استخدام النماذج الكمية والبرامج التقنية حيث تشمل مجموعة النشاطات التالية<sup>3</sup>: تعظيم قيمة المؤسسة و إدارة محفظة الأوراق المالية والأخذ بعين الاعتبار المخاطر التنظيمية والسياسية وكذلك تنظيم صفقات المبيعات بشكل يراعي مصالح كل من الزبون والشركة و تنظيم صفقات الشراء بشكل يوازن مصالح كل من الموارد والشركة.

#### ثانيا : تعريف الهندسة المالية من وجهة نظر الأسواق المالية :

هي عملية وصف وتحليل البيانات المحصلة من السوق المالية بطريقة علمية حيث تأخذ عادة شكل الخوارزميات أو النماذج وتستخدم خاصة في العملات وتسعير الخيارات وأسهم المستقبلات<sup>4</sup>، كما يعود استخدام الهندسة المالية على المهندسين الماليين بفهم أفضل للسوق المالية حيث أن دقة المعلومات وسرعتها أساسية في اتخاذ القرارات<sup>5</sup>

#### ثالثا : تعريف الهندسة المالية من وجهة نظر المؤسسات المالية:

<sup>1</sup> المانسيح رابح أمين "الهندسة المالية وأثرها على الازمة المالية العالمية لسنة 2007" مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود و بنوك، جامعة الجزائر3 2011، ص 40

<sup>2</sup> ربيع بوبصع العائش "دور الهندسة المالية في خفض مخاطر المحافظ المالية، تحليل دور استراتيجيات الخيارات في بناء محفظة التحوط في السوق المالي القطري للفترة 2007/2011"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية السوق، قسم علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012/2011، ص 19

<sup>3</sup> - عبد الكريم قندوز "الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق" مؤسسة الرسالة ناشرون، لبنان، 2008، من ص 27 و ما فوق

<sup>4</sup> Jack marshall ,phd. Co.Founder of the international association of financial engineering (IAFE) and it's executive director from 1992 to 1998 « what is financial engineering »

<sup>5</sup> عبد الكريم قندوز، مرجع سابق ص 68.



تعتبر الهندسة المالية مدخلا نظاميا يستعمل من قبل المؤسسات المالية للوصول لحلول مناسبة للمشكلات: التي تواجه مختلف عملائها وتتضمن خمس خطوات<sup>1</sup>:

- التشخيص: التعريف بطبيعة المشكلة ومصدرها الاساسي<sup>2</sup>
  - التحليل: إيجاد الحل الأفضل أو مجموعة من الأدوات الجديدة في ضل النظام الحالي للمؤسسة.
  - الإنتاج: إنتاج أدوات مالية جديدة.
  - التسعير: تحديد تكلفة الإنتاج و هامش الربح.
  - التخصيص: إيجاد أداة تلائم متطلبات العميل و المفاضلة بين المبادلات.
- رابعا : التعريف الشامل للهندسة المالية :

**1-تعريف الجمعية الدولية للمهندسين الماليين (IAFE):** تتضمن الهندسة المالية التطوير والتطبيق المبتكر للنظرية المالية والأدوات المالية لإيجاد حلول للمشاكل المالية المعقدة والاستغلال الفرص المالية فهي ليست أداة بل هي المهنة التي تستعمل الأدوات وتشكل بنيتها<sup>3</sup>.

**2- تعريف بودي (ZviBodie):** هي عملية تطبيق للقواعد العلمية والنماذج الرياضية في شكل قرارات حول التوفير، الإستثمار، الإقتراض، الإقراض وإدارة المخاطر<sup>4</sup>

**3- تعريف جاكوبياك "Jakobiak":** يعرف الإبداع الذي يعتبره القدرة على الخلق والابتكار والذدان يتطلبان من أجل التطور عوامل اجتماعية وثقافية مناسبة، ثم النظر الذي يأخذ شكل مقدمة فعلية لما تم تطويره واكتشافه داخل المجال الاقتصادي والذي يُأخذ شكل أفكار تعكس التقدم من جهة أخرى<sup>5</sup>.

**4- تعريف سامي إبراهيم السويلم:** عرف الهندسة المالية بأنها تشمل ثلاثة أنواع من الأنشطة<sup>6</sup>

- ابتكار أدوات مالية جديدة مثل بطاقات الائتمان
- ابتكار آليات تمويلية من شأنها تخفيض التكاليف الإجرائية للأعمال مثل التبادل من خلال الشبكة العالمية
- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية مثل إدارة السيولة أو الديون أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف

<sup>1</sup> Robert Merton "A functional perspective of Financial inter médiation a research Financial management, vol 24 , 1995, p,p28-29

<sup>2</sup> محفوظ جبار و مريميت عديلة "الهندسة المالية و التحوط من مخاطر الاسواق الصاعدة، دراسة حالة السوق الكويتية للخيارات" مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير العدد 10 سنة 2010، ص 23

<sup>3</sup> نوال بوعكاز، مرجع سابق، ص 22

<sup>4</sup> ZVI Bodie3 what is Financial Engineering ?2005 www Fenens.com

<sup>5</sup> Francois Jakobiak « l'intelligence économique » 2eme tirage, édition d'organisation, paris 2006, p244

<sup>6</sup> سامي السويلم "صناعة الهندسة المالية نظرت في المنهج الإسلامي" مركز البحوث شركة الراجحي المصرفية للاستثمار ديسمبر 2000 ص 5

المحيطة بالمشروع والابتكار المقصود هو ذلك الجديد الذي يحقق الكفاءة والمثالية.

واستنادا إلى هذه التعاريف نستنتج بأن الهندسة المالية هي: التطبيق العملي لمبادئ علمية لصياغة حلول عملية للمشاكل المالية انطلاقا من تصميم، ابتكار، تطوير تقنيات، منتجات مالية وخدمات مفيدة، وبالتالي هي فن يمكن ممارسته إذا توفرت المعرفة والتفكير في مجال الإدارة المالية يقدم مجالات جديدة لإدارة المخاطر عبر إصدار أوراق مالية مستحدثة أو اقتراح آليات لرفع كفاءة السوق المالي، فهل هذا يعني بأن الهندسة المالية هي الابتكار المالي؟ إن هذا السؤال يفرض علينا التعرف على الابتكار المالي حتى نحدد العلاقة بينهما.

**المطلب الثالث: الابتكار المالي وعلاقته بالهندسة المالية:** يعني الابتكار لغة المبادرة إلى الشيء والإسراع إليه أي

الإقدام على فعل يسبق به صاحبه بقية الناس والتفكير الابتكاري يعني الوصول إلى نتائج إبداعية أما الابتكار اصطلاحا: فيعني عملية خلق أو إنتاج شيء جديد على أن يكون أصيلا وملائما للواقع وذو مضمون ومحل مشكلة من المشكلات ويحض بالقبول الاجتماعي فعرفه تورانس (Torrance) "بأنه قدرة الفرد على تجنب الطرق التقليدية في التفكير مع إنتاج أصيل وجديد يمكن تنفيذه أو تحقيقه.

**الفرع الأول : ماهية الابتكار المالي**

**أولا : مفهوم الابتكار المالي:** يعني ببساطة كل ما هو جديد وغير مألوف وخارج عن حدود المعرفة السابقة<sup>1</sup> فيرى بيتر دروكر "Peter Drucker" بأن الابتكار المالي هو وظيفة محدودة من المشاريع وبأنها هي الوسائل التي تمكن صاحب المشروع من خلالها أن يبدع موارد جديدة تنتج ثروة أو يعطي للموارد المتاحة إمكانية وإضافة لخلق الثروة<sup>2</sup> أما الاقتصادي: جوزيف شومبيتر "صاحب نظرية التنمية الاقتصادية يرى بأن الابتكار المالي يجب:<sup>3</sup>

- أن يجلب إلى السوق منتجا جديدا متميزا عن غيره وله وزن في الأهمية

- أن يقدم فنا إنتاجيا متقدما و أن يفتح أسواقا جديدة.

بينما يرى كل من فرنكلين ألين وغالين ياغو، بأن الابتكار المالي هو أي تطوير جديد في نظام مالي وطني أو دولي<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Hussein kotby « financial engineering for islamic banks the option approach » institute of middle eastern studies niigata-ken,japan 1990,217p

<sup>2</sup> Peter Ferdinarnd Drucker " the discipline of innovation " Harvard Business review , Nov , dec 1998.p149.

<sup>3</sup> سمير عبد الحميد رضوان " مرجع سابق ذكره، ص 78.

<sup>4</sup> Fran klin Allen and Glenu yago, Financing the futur Market-Based Innovations for growth, series on Financial innovation , new jerbey wharton school Publishing Milken , Institute , 2010.P8.

وعلى هذا الأساس ترى الباحثة بما أن الابتكار هو عدم التقييد بحدود معينة فلا يجب تقييده بتعريف محدد والابتكار المالي هو ببساطة كل ما هو جديد وغير معروف في الأساليب المالية أو الأدوات أو المؤسسات أو الأوراق و التي تضع بدائل جديدة لمتخذي القرارات

**ثانياً: أنواع الابتكارات المالية:** ازداد الابتكار المالي تعقيداً وأصبح من الصعب فهم ما يحدث من وقت لآخر غير أنه لا يخرج من الأبعاد الثلاثة:

1- تحويل الأصول المالية إلى منتجات أكثر تطوراً أو أقل وفقاً لاحتياجات المستخدمين النهائيين من حيث المخاطر والاستثمار ضمن مدة معينة (مثل إبداع أدوات مالية مبتكرة وبسيطة وأدوات إدارة المحافظ الفردية أو الجماعية).

2- إيجاد آليات لتسعير الأدوات المالية (في السوق المنظمة أو غير المنظمة).

3- تطوير التكنولوجيا اللازمة لتداول هذه الأدوات وتوفير جميع المعلومات ذات الصلة وفي سنة 1986 وضع بنك التسويات الدولية نظاماً لتصنيف الابتكارات المالية ثم جاء لولين (Lewellyn) وصنف الابتكار المالي في كتابته "الابتكارات المالية في الخدمات المعرفية والشركات" وبقي هذا إلى أن جاء (Perez) عام 2002 وقدم تصنيفاً آخر

**ثالثاً : تصنيف الابتكارات المالية :**

1- التصنيف الأول وهو تصنيف بنك التسويات الدولية مع إضافات لولين<sup>1</sup>.

- **ابتكارات نقل المخاطر:** هي الابتكارات التي تقلل من المخاطر الكامنة أو تمكن حاملها من التحوط ضد خطر معين<sup>2</sup> مثل عقود مبادلة التعثر عند السداد CDS

- **ابتكارات تعزيز السيولة:** هي ابتكارات لديها القدرة على زيادة سيولة الأوراق المالية والأصول مثلاً الأصول المورقة تجعل من الممكن بيع القروض في السوق الثانوية مما يوفر لمؤسسات الإقراض القدرة على تغيير هيكل محفظتها.

- **ابتكارات توليد الأسهم:** هي أدوات تمنح خصائص الأسهم للموجودات حيث أن طبيعة خدمة الديون فيها محددة سلفاً، كما يتم تحديد معدل العائد لأصل مالي بناءً على أداء الجهة المصدرة مثل مبادلة الديون بالأسهم

- **ابتكارات التأمين:** مثل عقود CDS حيث يدفع المشتري للبائع جزءاً من أقساط التأمين مقابل أن يتعهد البائع بتعويض المشتري في حال حدوث خلل ما.

- **ابتكارات إدارة الأصول والخصوم:** وذلك من خلال تقديم إدارة المخاطر وتوسيع فرص الإقراض أو تغيير هيكل الخطر

<sup>1</sup> نوال بوعكاز "حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الازمة" مرجع سابق، ص5

<sup>2</sup> صلاح الدين محمد امين "الابداع المالي في الاسواق المالية البنك الضامن أن نموذجاً إطار معرفي و صفي" مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، الجامعة. العدد 5 مؤتمر الكلية لسنة 2013 من 205 الى 225

## الفصل الأول: الإطار النظري للهندسة المالية

في الميزانية العمومية للبنك

– الابتكارات التمويلية للمؤسسات المالية: مثل الرهون العقارية

– ابتكارات توليد الائتمان: مثل توريق البنك لبعض قروضه.

2- التصنيف الثاني إقترح (Perez) عام 2002 تصنيفا بديلا للابتكارات المالية وهو موضح في الجدول التالي :

الجدول رقم 1، تصنيف الابتكارات المالية

نوع الابتكار المالي	أمثلة
أدوات ابتكارية لمساعدة الأنشطة الحقيقية	قروض البنوك، رأس المال الاستثماري، وشركات المساهمة
أدوات لمساعدة الشركات على النمو أو التوسع	السندات
تحديث الخدمات المالية	التحويلات البرقية، فحص الحسابات الشخصية، أجهزة الصراف الآلي، الخدمات المصرفية الإلكترونية
أدوات هادفة للربح ونشر الاستثمار والمخاطر	صناديق الإستثمار، السندات والإكتتابات. المشتقات وصناديق التحوط
أدوات لإعادة تمويل الألتزامات أو تعبئة الأصول	المبادلات، العقود الآجلة، عمليات الدمج وعمليات الإستحواذ
ابتكارات مشكوك فيها ( محل تساؤل)	مراجعة العملات الأجنبية، الملاذات الضريبة، الصفقات خارج الميزانية.

Source : Yuan K. chou and Martin S. Chin " Financial Innovations and Technological Innovation as Twin Engines of economic Grwth" University of Melbourne, Australia, January 9/2004 P10

### الفرع الثاني: قيمة الابتكار المالي وأهميته في الأسواق المالية :

إن الابتكار يتضمن التغيير والتغيير يتضمن عدم الاستقرار وعدم الاستقرار غير مرغوب فيه بطبيعة الحال وهذا إن دلّ على شيء فإنما يدل على أن الابتكار لا يطلب لذاته وليس هدفا في نفسه، بل هو وسيلة لتوليد قيمة مضافة وهذه القيمة تعادل سلبيات عدم الاستقرار فسيكون هذا الابتكار محمودا عندما تكون آثاره المالية والاقتصادية إيجابية ولهذا كانت الابتكارات المالية محل انتقاد بسبب آثارها السلبية على الاقتصاد<sup>1</sup> ويعتقد لويلين (lewellyn) أن المعيار النهائي عند الحكم على الابتكار المالي هو المدى الذي يزيد من كفاءة الوساطة المالية أما ميلر (Miller 1986) فأشار إلى أن الابتكار المالي قد سار بوتيرة سريعة خاصة في العشرينات الماضية حيث لم يكتفي بإصدار أوراق جديدة، وظهرت أسواق جديدة أيضا، وهو يرى بأن هذه الابتكارات الحديثة هي استجابة لملامح قانون الضرائب والتنظيم.

كما يقول روبرت ميرتون (Robert Merton) ردا على المشككين في الابتكارات المالية وهو من أكثر الكتاب تحمسا للمشتقات المالية والحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد<sup>2</sup> يرى بأن "الابتكارات تعتبر قوة دافعة للنظام العالمي نحو هدفها المتمثل في زيادة الكفاءة الاقتصادية وعلى وجه الخصوص الابتكارات التي تنطوي على المشتقات ومع ذلك لا

<sup>1</sup> سامي إبراهيم السويلم "التحوط في التمويل الإسلامي" بنك التنمية الإسلامية، المعهد الإسلامي لبحوث التدريب، جدة، مكتبة الملك فهد الوطنية، 2008 م ص-ص: 107-108

<sup>2</sup> بوغكاز نوال، مرجع سابق، ص ص 11-12

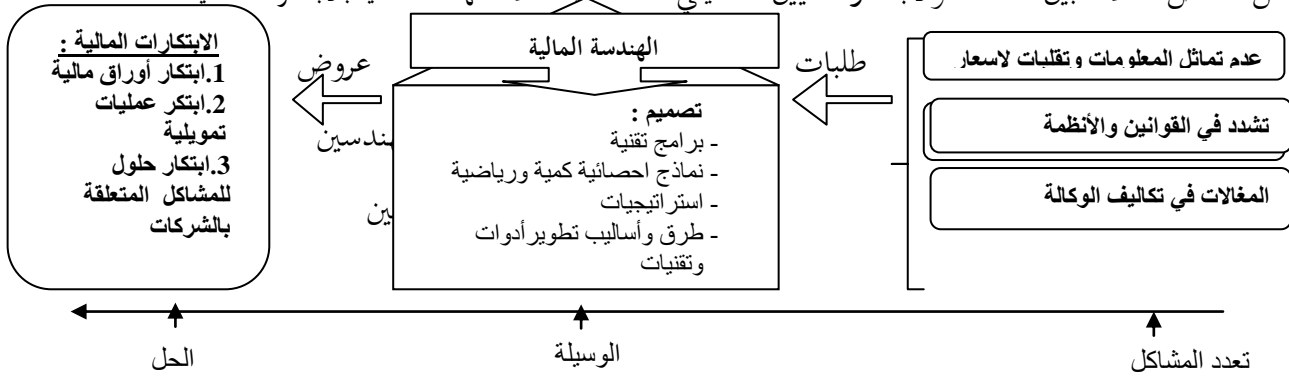
## الفصل الأول: الإطار النظري للهندسة المالية

يمكن تحسين الكفاءة عن طريق المنتجات المشتقة على نحو فعال دون تغيرات مترامنة في البنية التحتية المالية الداعمة و المتمثلة في الوسطاء والأسواق المالية فتطوير هذه البنية التحتية قد لا يكون الجزء الأكثر إثارة للابتكارات المالية ولكنه مهم جدا<sup>1</sup> أما بيتر تيفانو (Peter tufano) فهو يرى أن قيمة الابتكار المالي وأهميته تكمن في أنه<sup>2</sup> وجد لإكمال أسواق هي بطبيعتها غير مكتملة وهو وسيلة لمعالجة اهتمامات الاطراف ذات المصلحة ومشكل عدم تماثل المعلومات فهو وسيلة تستطيع من خلالها الأطراف تقليل تكاليف المعاملات والبحث والتسويق و هو رد على الضرائب والقوانين كما أن التطورات التكنولوجية تحفز الابتكارات وهي عاملا أساسيا في النمو الاقتصادي<sup>3</sup> وسنحدد علاقته بالهندسة المالية.

### أولا: علاقات الابتكار المالي بالهندسة المالية

أما ماسون (MASON1995) يرى بأن الابتكار المالي يجب أن يساهم في تحسين الأداء الاقتصادي من خلال ثلاث مداخل<sup>4</sup>: "تحقيق الكمال للسوق، تخفيض تكلفة المعاملات وتحسين السيولة وتخفيض تكلفة الوكالة" ويجب ميرتون على العلاقة بين الهندسة والابتكار فيقول "إن الهندسة هي وسيلة لتنفيذ الابتكار وهي منهج مصوغ في صورة نظام أو مجموعة من الأفكار والمبادئ تستخدمه مؤسسات أو شركات الخدمات المالية لإيجاد حلول أفضل لمشاكل مالية معنية تواجه عملائها، فالهندسة المالية والابتكار المالي هما عمليتان متكاملتان تعتمد كل واحدة منهما على الآخر، فالحاجة تدفع للابتكار والابتكار المالي يعتمد على الهندسة المالية لتوظيف النماذج، ثم تتم عملية طرحها أخيرا في الأسواق في صورة أدوات مالية وخدمات لها فضل الأسبقية<sup>5</sup> فالهندسة المالية هي مبادئ واستراتيجيات لتطوير الحلول المالية المبتكرة وعلى هذا

الأساس نلخص العلاقة بين الهندسة والابتكار الماليين كما يلي: الشكل 1 علاقة الهندسة المالية بالابتكارات المالية



من اعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات السابقة و تعريف سامي السويلم للهندسة المالية

<sup>1</sup>Robert Merton "financial innovation and management and regulation of financial institutions" journal of banking and finance, volume 19, Issue 3-4, 1995 p470-471

<sup>2</sup>Peter tufano "financial innovation paper, the division of research of havard business school, june 16<sup>th</sup> 2002, appear as a chapter in George Constantin, Milton Harris and Rene Stueez, the handbook of the economics of finance north Holland , 2004, p10

<sup>3</sup> فريدريك م شرر تعريف على أبو عشمه "نظرة جديدة الى النمو الاقتصادي و تأثيره بالابتكار التكنولوجي" مكتبة العبيكان، 2001، م، ص 81

<sup>4</sup> منير إبراهيم هندي "الفكر الحديث في ادارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام المشتقات و التوريق" ج 1، دار المعارف الاسكندرية، مصر، 1999، ص 19

<sup>5</sup> سمير عبد الحميد رضوان " مرجع سابق " ص 83.

### الفرع الثالث : الإبتكار المالي من المنظور الإسلامي

قال الله تعالى ﴿وَقِيلَ لِلَّذِينَ اتَّقَوْا مَاذَا أَنْزَلَ رَبُّكُمْ قَالُوا خَيْرًا لِلَّذِينَ أَحْسَنُوا فِي هَذِهِ الدُّنْيَا حَسَنَةٌ وَلَدَارُ الْآخِرَةِ خَيْرٌ وَلَنِعْمَ دَارُ الْمُتَّقِينَ﴾ سورة النحل الآية ﴿٣٠﴾ توجه الآية الكريمة للمسلمين بأن يكون شعارهم طلب خير الدنيا والآخرة، ذلك لأن الشريعة الإسلامية نظام متكامل للحياة<sup>1</sup> وهي بطبيعة الحال تقيد السلوك البشري وذلك بتحديد دائرة الممنوعات والمحرمات لكن في نفس الوقت تترك العنان لدائرة الحلال فالقيود تحفز الابتكار وتحث عليه والقيود أيضا وسيلة لاستكشاف الحقائق والدليل على ذلك أنه أحد أهم الحوافز وراء الابتكارات المالية كانت القيود التنظيمية للأنشطة والقوانين وقال عز وجل ﴿وَمِنْهُمْ مَّنْ يَقُولُ رَبَّنَا آتِنَا فِي الدُّنْيَا حَسَنَةً وَفِي الْآخِرَةِ حَسَنَةً وَقِنَا عَذَابَ النَّارِ \* أُولَئِكَ لَهُمْ نَصِيبٌ مِّمَّا كَسَبُوا وَاللَّهُ سَرِيعُ الْحِسَابِ﴾ سورة البقرة: ﴿الآيتين 201 - 202﴾ فعملية الابتكار في الإسلام يجب أن تقوم على منهجية مدروسة تتفق ووحدات زمانية تناسب التطور و التقدم السريع في الأسواق من خلال منطلقات أهمها<sup>2</sup> مايلي: بتوحيد المعايير المتبعة، إيجاد العناصر الكفأة وتأهيل العاملين، توفير السياسات الداعمة وتفعيل الإطار الإشرافي و تنظيمه، ومن خلال هذا المبحث نستنتج بأن التمويل يتطلب وجود مؤسسات مالية وهذه الأخيرة تتطلب وجود أسواق مالية والإطار التطبيقي لأنشطة التمويل والأسواق المالية هو الهندسة المالية مستخدمة في ذلك الإبتكار المالي.

### المبحث الثاني : أساسيات حول الهندسة المالية

حتى يكتمل مفهوم الهندسة المالية لابد من معرفة فلسفة ومبادئ الهندسة المالية وماهي إستراتيجياتها وأهدافها وماهو دورها، لهذا السبب قسمنا المبحث الثاني إلى ثلاث مطالب، مطلب أول نشرح فيه أركان الهندسة المالية والمطلب الثاني نعرف فيه إستراتيجياتها وأهدافها ليكون المطلب الثالث حوصلة المطلبين الأولين وهو يشمل دور الهندسة المالية.

### المطلب الأول: أركان الهندسة المالية

إن كلمة هندسة مصطلح مشتق من كلمة إنجليزية: "Engineering" وهي مجموعة الأنشطة الفكرية التي تساهم في تصميم العمل بطريقة عقلانية وعملية مع ضمان تكامل مختلف التنظيمات التي تساعد على تحقيقه ، فظهور الهندسة المالية "Financial Engeering" كمفهوم جديد في عالم المال أتاح إمكانية استغلال أكثر من عائد من الصفقات اليومية للأدوات المالية وبالتالي فهي عملية تطويرية ولها الفضل في تنشيط البورصات المالية والعالمية هذا فضلا عند الأثر الذي أحدثته في التفكير الإستراتيجي للمنشآت المالية والمصرفية وظهور الأسواق المالية الناشئة والمراكز المالية العالمية.

<sup>1</sup> سامي بن إبراهيم السويلم، "التحوط في التمويل الإسلامي" مرجع سابق ذكره، ص 107

<sup>2</sup> نوال بوعكاز، مرجع سابق ذكره، ص 16

### الفرع الأول: مجالات وفلسفة الهندسة المالية

ساهمت عمليات الهندسة المالية بما تضمنته من تصميم وابتكار أدوات مالية جديدة ، وأساليب تعامل مستحدثة بالإضافة إلى صياغة حلول مبتكرة لمواجهة المشاكل التمويلية في حل العديد من مشاكل التمويل في الأسواق المالية تم حصرها من قبل الباحثين إلى ثلاث مجالات سميت بالمجالات النظرية.

**أولاً: المجالات النظرية:** حصر مهندسوا المالية فضاءها في ثلاث مجالات رئيسية سميت<sup>1</sup> بالمجالات النظرية للهندسة المالية، التي تواجه منشآت الأعمال مثال (ابتكار إستراتيجيات جديدة لإدارة المخاطر المالية، أو إعادة هيكلة المؤسسات: إعادة الهندسة وكذلك عملية تحويل الشركة من النمط المساهم إلى نمط الملكية الخاصة، كما تقدم هذه الحلول إستراتيجيات مبتكرة لإدارة هيكل الأصول<sup>2</sup>

**المجال الثاني: تطوير أساليب مالية مستحدثة:** من شأن هذه الأساليب تخفيض تكاليف المعاملات فضلاً عن الأساليب المبتكرة لاستخدام الكفاء للموارد المالية، وقد يأتي هذا التطور نتيجة لتغيرات تشريعية أو تنظيمية مثال: التسجيل على الرف والتعامل الإلكتروني<sup>3</sup>

**المجال الثالث: تقديم أدوات مالية مبتكرة:** ويشمل تلك الأدوات التي تم تطويرها بالدرجة الأولى للوفاء باحتياجات المستثمرين والشركات المالية الكبيرة مثل الأسهم و السندات المستحدثة<sup>4</sup>، المشتقات والمشتقة وغيرها كما ويستحيل لأي باحث مهما علا قدره أن يتناول على سبيل الحصر كافة أدوات الهندسة المالية التي قدمتها مراكز البحث والابتكار غير أنه يمكن القول بأنها تنقسم إلى أدوات وعمليات مالية تقليدية مثل شهادات الإيداع وأخرى مستحدثة من الأدوات المالية التقليدية وأخرى مبتكرة وخير مثال عنها هو المشتقات المالية، حيث ان الحديث عن الهندسة المالية ارتبط عند الباحثين في السنوات الأخيرة بالمشتقات وكأن الهندسة المالية هي المشتقات، وهذا ما دعانا الى البحث عن فلسفة ومبادئ الهندسة المالية.

<sup>1</sup> - يسرى حسين خليفة " العوامل المؤثرة على قرار تبني استخدام المشتقات المالية " مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية ، جامعة الإسكندرية ، مصر : العدد1، جانفي 2009 ص 2.

<sup>2</sup> بن عيسى عبد القادر "أثر استخدام المشتقات المالية ومساهماتها في احداث الأزمة المالية العالمية ،دراسة حالة ، سوق الكويت للأوراق المالية الفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى غاية ديسمبر 2010" مذكرة ماجستير ،علوم التسيير ، تخصص مالية السوق ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ،جامعة قاصدي مرياح ورقلة 2011-2012 ،ص 48.

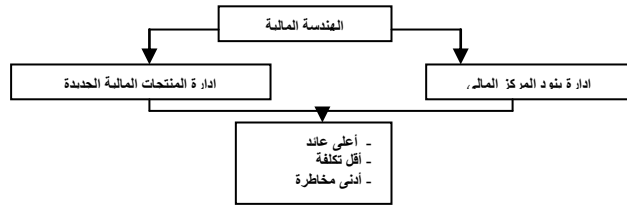
<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي "الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات" توزيع منشأة المعارف ، الإسكندرية ، بدون سنة نشر، ص 15

<sup>4</sup> عبد الكريم أحمد قندوز، بحث " الهندسة المالية و إضطراب النظام المالي العالمي" محور التمويل الإسلامي مقابل التمويل التقليدي، مؤتمر كلية العلوم الإدارية الدولي الرابع، اتجاهات عالمية" الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور إسلامي" جامعة الكويت؛ كلية العلوم الإدارية و الاجتماعية 15-16 ديسمبر 2010 ، ص 7



ثانياً: فلسفة الهندسة المالية:

ترتكز فلسفة الهندسة المالية على التحليل والقرارات الدولية الخاصة بالأدوات المالية (المنتجات المالية) <sup>1</sup> والتبادل والتوافق المختلفة التي تحقق أعلى عائد وأقل مخاطرة وذلك بتبديل أسهم بأسهم أخرى أو سندات بأسهم أو عملة أخرى حسب تقلبات الأسواق وتحركاتها وذلك من أجل <sup>2</sup> إدارة عناصر المركز المالي وإدارة المنتجات المالية الجديدة بهدف الوصول إلى أعلى قيمة للمشروع وبأقل التكاليف وأدنى المخاطر <sup>3</sup> ولتوضيح فلسفة الهندسة المالية عرض الدكتور فوزي دباس العبادي مخطط قدمناه في: الشكل رقم 2: فلسفة الهندسة المالية



المصدر: هاشم فوزي دباس العبادي " الهندسة المالية وأدائها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية" عمات، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، 2007م، ص 32  
تقوم الهندسة المالية على مجموعة من الأسس قسمت حسب بعض العلماء والمفكرين إلى أسس عامة و تعد هي سبب وجود الهندسة المالية وأساسا خاصة وهي التي تكفل تحقيق أهداف الهندسة المالية والتي وضعت لأجلها <sup>4</sup>.

الفرع الثاني : مبادئ الهندسة المالية

أولاً: الأسس العامة للهندسة المالية :تقوم على الدعوة للابتكار والتجديد في جميع المجالات باستثناء العقائد الدينية بهدف توفير بدائل مختلفة تناسب أدوات واحتياجات المتعاملين وهذا ما بين بأن مجال الفكر الإنساني هو الإبداع وابتكار بدائل واشتقاق أدوات ووسائل جديدة ، ولكن حتى تتجنب الهندسة المالية المخاطر في حالة عدم تقيدها، لا بد من أن تعتمد على مجموعة من الأسس الخاصة.

ثانياً: الأسس الخاصة للهندسة المالية: هناك مسلمات أساسية في الهندسة المالية يمكن إنجازها فيما يلي:

\* يجب أن يكون الربح حقيقي بعيداً عن الأنشطة الاقتصادية الوهمية أو غير الفعلية من مضاربات وتضخم في الأسعار وممارسات مالية غير عادية.

\* يعتبر التمويل في مشروعات الأعمال نشاط وسيط بغرض الإنتاج والتشغيل لتحقيق عائد مناسب يفوق تكلفة التمويل ويغطي المخاطر وبنود التكلفة.

<sup>1</sup> فريد النجار "المشتقات و الهندسة المالية" الدار الجامعية الاسكندرية، 2009 ، ص-ص: 121 وما فوق

<sup>2</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق ص-ص: 32-33

<sup>3</sup> - فريد النجار "البورصات والهندسة المالية" مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2004 ، ص 234

<sup>4</sup> عبد الكريم قندوز " الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق" مرجع سابق ذكره، ص-ص: 35-36



\* المنشآت المالية بمختلف أنواعها هي أجهزة وسيطة لخدمة عجلة الإنتاج وتحقيق التوازن النقدي ليقابل التوازن في السوق الحقيقي ( سوق السلع والعمل مما يؤدي إلى التشغيل الأمثل لموارد الدولة).

يجب أن تدار الوظيفة المالية بتركيز على المتغيرات الداخلية بالشركة والأبعاد البيئية المحيطة بما يحقق التوازن و الإستقرار والربحية والتحكم في المخاطر المالية وتخفيض تكلفة التمويل وتنمية مصادر بديلة للتمويل وإستخداماته الإقتصادية.  
\* أن يكون المنتج أو العملية ابداعية حقا ومبتكرا جديدا.

\* يجب أن تمكن هذه المنتجات أو العمليات المتعاملين من إنجاز عمليات لم تكن بإستطاعتهم القيام بها.

\* أن تجعل الهندسة المالية الأسواق أكثر كفاءة وأن تزيد من ثروة حاملي الأسهم أو مصدرها أو حتى الوسطاء.

\* يمكن تقسيم قرارات الإدارة المالية لعدد من المجالات مثل: قرارات تحديد هيكل رأس المال من حيث الحجم ومصادر التمويل<sup>1</sup>.

\* تخصيص الأموال المتاحة على الاستخدامات من الأصول المختلفة لضمان الربحية أو حل المشكلات المالية وتحليل النشاط المالي.

\* يجب قياس النتائج المترتبة على القرار المالي من حيث العائد والمخاطر والتكلفة في الأجلين الطويل والقصير.

بالإضافة الى أركانها الخاصة والعامة كانت هناك عدة عوامل حفزت على انتشارها وتطورها

### الفرع الثالث: العوامل المحفزة لانتشار الهندسة المالية

سنقدم بعض العوامل التي اشترك فيها الاقتصاديون و التي كانت فعلا حاسمة في انتشار الهندسة المالية<sup>2</sup> و تطورها:  
\_ الرغبة في إدارة المخاطر.

\_ الإستفادة من المزايا الضريبية، فالضرائب يمكن أن تكون دافعا لتطور و إنتشار الهندسة المالية و ذلك من خلال محاولة

المؤسسة إخضاع أرباحها لاقدر من الضرائب من خلال إعداد صيغ تمويلية لمشاريعها تهدف إلى الإستفادة من

تخفيضات في الضرائب، وذلك من خلال مايلي :

عن طريق الأوراق المالية التي تخفض الحجم الكلي للضرائب المدفوعة من قبل الشركة.

إختيار توقيت الضريبة: مرونة تقدير الأرباح و الخسائر للأعراض الضريبية .

\_ تخفيض تكاليف الإصدار و الوكالة.

\_ تقلبات (تغيرات) أسعار الفائدة و أسعار الصرف.

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز، " الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق " مرجع سابق ذكره، ص 37

<sup>2</sup> Imad Shehab "The Banking and Financial implications of Financial Engineering in the Arab Region" union of Arab Banks, Lebanon, 1996; P 8

- \_\_التقدم التكنولوجي، وتعتبر التكنولوجيا سببا رئيسيا في إنتشار الهندسة المالية و الهندسة المالية الدولية .
- \_\_البحث الأكاديمي: ففي الولايات المتحدة <sup>1</sup> أدركت بورصة وول ستريت منذ البداية إلى منتصف التسعينات يجب أن يكون المتعاملون فيها على دارية بمهارات الرياضيات وبعض تدريبات المالية،وهنا بدأت الجامعات بالرد على حاجة ماسة لنوع جديد من التدريب لخريجي الدراسات العليا، كما أدارت المؤسسات المالية في الولايات المتحدة هذا المطلب ببدء برامج الماجستير في الهندسة المالية.
- \_\_انفتاح الاقتصاديات الدول الآخذة في النمو في آسيا وأوروبا على التجارة الدولية أدى إلى اتساع الأسواق وزيادة الطلب على التمويل الدولي لأنشطة التجارة و الإستثمار.
- \_\_مصادرة الابتكار ليست موحدة عبر المشاريع و الصناعات: فطبيعة المشروع يمكن أن تكون حافزا للهندسة المالية،ومن أمثلة ذلك أن تطور الهندسة المالية تطور بشكل وثيق بالمؤسسات المالية وخاصة المصارف نظرا لطبيعة عملها التي تستدعي أحيانا وجود وظيفة متخصصة في الهندسة و الابتكار الماليين.
- \_\_قوة وحجم السوق، حجم المشروع، الملائمة ومتطلبات طلب سوق المنتج.
- \_\_التعليمات(البيئة القانونية): كما تم الإشارة فيما سبق حول أسباب ظهور الهندسة المالية فإن القوانين و التعليمات،يمكن أن تعوق المتعاملين الاقتصاديين عن تحقيق أهدافهم الاقتصادية سواء ما تعلق منها بالربح أو بالسيولة أو تقليل المخاطر وتحفز التعليمات المؤسسات على تجاوز هذه القيود القانونية من خلال تطور الأدوات والعمليات التي تحقق أهدافها... -إبتداع طرق جديدة لفهم وقياس و إدارة المخاطر المالية ،والتي من خلالها يمكن عزل أو فرز المخاطر المعقدة التي تتجمع سوية في الادوات المالية التقليدية ،بحيث يمكن إدارة كل مخاطرة فيها بشكل مستقل وبكفاءة أعلى.
- دعم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية للعلماء، بما يخدم أغراضهم في بناء محافظ أكثر تنوعا ،الامر الذي من شأنه زيادة قاعدة عملاء هذه المؤسسات .
- تعزيز فرص الإيرادات والأرباح الناجمة عن تنوع محافظ المؤسسات المالية من الأدوات المشتقة،من عوائد استثمارية و رسوم و عمولات خدمات وغيرها،وذلك من خلال قيام المصارف بعمليات التحوط و المضاربة وصناعة الاسواق و تكوين المراكز المالية
- قيام مدير المحفظة بشراء خيار في سوق العملات لكي يحميه ،ولغاية سقف معين من الأسعار،من احتمال التعرض لتقلبات غير مواتية في أسعار العملات الأجنبية مما قد يؤدي شراء هذا الخيار إلى تقليل تحقيق المكتسبات الناشئة عن شراء أسهم أجنبية،ولكنه يسمح مع ذلك بتحقيق نتائج إيجابية للأموال المطلوب استثمارها<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Imad Shehab "The Banking and Financial implications of Financial Engineering in the Arab Region" Op-Cit;P9

<sup>2</sup> عدنان الهندي "المشتقات المالية: ماهيتها وأنواعها، وطرق إدارة مخاطرها" مجلة الهندسة المالية وأهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية، اتحاد المصارف العربية ،لبنان، 1996م، ص19

- قيام مدير المالية في الشركة بمبادلة التدفق المتمثل بمدفوعات الفائدة على التزامات ذات أسعار فائدة متغيرة و الغرض من هذه العملية هو إما تقليل نسبة الالتزامات ذات الفائدة الثابتة (وزيادة الالتزامات ذات الفائدة المتغيرة) في الهيكل المالي للشركة أو لتقليل عبء مدفوعات الفائدة الثابتة إذا ما انخفضت أسعارها.
- شراء المستثمرين (من يرغبون في اقتناء حقوق ملكية معينة) لخيارات أو لصكوك شراء الأسهم، لكي تتاح لهم فرص مستقبلية لشراء الأسهم بسعر لا يساوي سوى جزء من سعرها السائد مستقبلاً (وذلك بعد تحسين اوضاع الشركة انذاك) ولكن هناك مخاطر فقدان قيمة الخيارات أو الصكوك ككل إذ ما انخفضت أسعار الأسهم في السوق مستقبلاً إلى مستويات متدنية تقل عن مستوى الشراء المحدد في الخيار أو الصك.
- تقليل الكلفة لكل من المصدرين و المستثمرين في الأدوات المشتقة، مع رفع عوائد الاستثمار وتنوعها، إلى جانب توسيع مجموعة بدائل التمويل والاستثمار المتاحة لهم وتقليل مخاطر الخسارة .

### المطلب الثاني: إستراتيجيات وأهداف الهندسة المالية

حتى تطبق الهندسة المالية مبادئها تعتمد في ذلك على استراتيجيات متنوعة بغرض تحقيق أهدافها ويقصد بالإستراتيجيات ما يلي :

### الفرع الأول: إستراتيجيات الهندسة المالية:

- يقصد بها التشغيل الفعال لمصادر واستخدامات الأموال وكذلك التشغيل الديناميكي للمنتجات المالية الجديدة عن طريق الصفقات التي تعقد لأوامر تنفيذ في المستقبل<sup>1</sup> وهي تعتمد على:
- تحديد عناصر القوة الداخلية للمشروع أو المؤسسة المالية (الأصول المادية والمالية قصيرة وطويلة الأجل، أصول متغيرة، أصول ثابتة، حقوق الملكية، الخصوم القصيرة والطويلة الأجل.
  - تحديد فرص الاستثمار والتمويل داخل أسواق المال وخارجها
  - تجنب التهديدات والمخاطر المالية في الأدوات المالية
  - الاستفادة من تغيرات الأسعار في أسواق المال الدولية في تعديل محفظة الإستثمار لزيادة العائد وخفض المخاطر
  - بناء وإعادة بناء المنظومة المالية في ضوء التغيرات الداخلية والخارجية لسوق المال والبيئة المحيطة<sup>2</sup>
- \* إدارة المنظومة المالية اليومية: أوراق مالية + أوراق القبض والدفع والمقاصة وذلك بهدف الاستفادة من القيمة الزمنية
- \* إدارة المنظومة المالية قصيرة الأجل: تهدف إلى ربط تمويل الأصول المتداولة قصيرة الأجل لكل عناصر الأصول المتداولة للنقود (تذبذبت أسعار الصرف والفائدة - التسويات والمقاصة)

<sup>1</sup> فريد النجار «المشتقات و الهندسة المالية»، مرجع سابق، ص- ص: 132-133

<sup>2</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص48

والخصوم المتداولة بغرض الاستفادة من اتجاهات التغير في أسعار الفائدة وأسعار الصرف ومعدلات التضخم خلال العام الواحد وبذلك فهي تقوم على:

- إدارة الأوراق المالية سريعة التسويق وإدارة القروض قصيرة الأجل

- إدارة النقدية وإدارة الحساب الجاري بالبنك

- إدارة التغيرات والأزمات المالية والضمانات والتسويات والمقاصة المالية وإدارة الضرائب والرسوم

- إدارة الربحية والمركز المالي في الأسواق المالية .

\* إدارة المنظومة المالية طويلة الأجل لضمان تمويل الأصول الثابتة<sup>1</sup> ( الاستثمارات المادية) من مصادر تمويلية طويلة الأجل ( حقوق الملكية ، الأسهم العادية والممتازة -الخصوم -القروض الطويلة والمتوسطة) فالاستثمار في الأصول الثابتة كالألات والمعدات والأراضي والمباني والسيارات وغيرها يحتاج إلى إدارة فعالة في اختيار فرص الإستثمار وتحديد تكلفة التمويل ومخصصات الإهلاك أو شراء الأصل أم استئجاره و الشراء نقدا أم بالتقسيط وكذلك إدارة كل مصدر من مصادر التمويل سواء بالاقتراض أم إصدار أسهم جديدة وإيجاد قرارات زيادة رأس المال والأرباح المحتجزة ونوع العملات والضمانات و الرهونات وغيرها وتعتمد الهندسة المالية هذه الإستراتيجي والمناهج بغرض تحقيق أهداف مرها

### الفرع الثاني : أهداف الهندسة المالية :

تسعى الهندسة المالية إلى تحقيق أربعة أهداف أساسية تتمثل في:

أولاً: التحوط "Hedging": الغرض من التحوط هو التقليل من المخاطر التي يمكن أن تحدث<sup>2</sup>، أو هو الاحتماء من خطر تقلبات الأسعار سواء كانت أسعار المواد الأولية والبضائع أم أسعار صرف العملات أم أسعار الأوراق المالية وذلك من خلال مجموعة من المنتجات المالية التي أبدعتها الهندسة المالية.

إن الهدف الرئيسي من التحوط هو إدارة المخاطر والتحكم فيها ويكون ذلك باستخدام مجموعة من الأساليب التي تتركز مجملها على التنوع في الأصول المالية أو نقل المخاطر إلى أطراف أخرى من خلال الإستثمار في منتجات مبتكرة لهذا الغرض أو عن طريق تجنب هذه المخاطر كلية بالتأمين عليها، وللتحوط من مختلف المخاطر التي قد تواجه المستثمرين هناك إستراتيجيتين<sup>3</sup>

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز؛ مرجع سابق، ص:39

<sup>2</sup> Asyraf wajdi dusuki, shabnam Mokhtar" the concept and operations of as a hedging mechanism for islamic financial institutions » international shari'ah academy for islamic finance;malaysia,2010 – p3

<sup>3</sup> - سمير عبد الحميد رضوان : مرجع سابق، ص ص 321-322.

**1- إستراتيجية التحوط باستخدام مركز قصير "Short hedge"** 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) مثال: عملية البيع على المكشوف حيث يقوم المستثمر الذي يتوقع انخفاض القيمة السوقية لأوراق معينة باقتراض تلك الأوراق من السمسار وبيعها في الوقت الحاضر، على أن يقوم بشرائها عند انخفاض قيمتها، ثم تسليمها للمقرض في الوقت المتفق عليه ويستفيد من الفرق بين السعرين.

**2- إستراتيجية التحوط باستخدام مركز طويل "long hedge"** وتسمح هذه الإستراتيجية للمستثمر بأن يشتري أصلا ماليا أو سلعة وفق عقد ينفذ مستقبلا<sup>1</sup> ، فيتجنب مخاطر ارتفاع الأسعار من خلال الاحتفاظ بمركز طويل في السوق المستقبلي، ويحقق بذلك الربح المتمثل في الفرق بين السعر السوقي للأصل أثناء التنفيذ (السعر المرتفع) وسعر البيع المتفق عليه في العقد (السعر المنخفض)<sup>2</sup>

**ثانيا: المضاربة speculation:** تعتبر المضاربة عملية تداول الأوراق المالية بهدف تحقيق الربح من توقعات الأسعار في المستقبل اعتمادا على المعلومات التي يجمعها المضارب ويحللها أو في بعض الأحيان التي يصنعها<sup>3</sup>، ولهذا يمكن النظر إلى المضاربة من وجهتي نظر مختلفتين فمن جهة يسعى المضاربون إلى تحقيق أرباح قصيرة المدى بناء على تحركات الأسعار المستقبلية ومن جهة أخرى فإن المضاربون يقدمون خدمات مالية تتمثل في تحمل الخطر، بما أن المضارب يعتبر الطرف الذي تنتقل إليه هذه المخاطر.

كما يمكن تعريفها على أنها عملية "بيع أو شراء" صوريين لا بغرض الإستثمار ولكن للاستفادة من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية في الأجل القصير جدا، إذ ينخفض بشدة معدل الارتباط بين القيمة السوقية للأوراق المالية من ناحية وبين القيمة الحقيقية من الناحية الأخرى.

ويختلف المضاربون باختلاف توقعاتهم بشأن أسعار الأصول المالية المتداولة ، فنجد المضارب على الصعود Bullish وهو المضارب الذي يعتقد أن الأسعار تأخذ اتجاهها تصاعديا، فيقوم بشراء أوراق مالية في الوقت الحاضر على أن يبيعها بسعر مرتفع مستقبلا محققا ربحا من الفرق بين السعرين

أما المضارب على الهبوط bearish فهو الذي يعتقد أن الأسعار تتجه نحو الانخفاض فيقوم ببيع الأوراق المالية في الحاضر على أمل شرائها بسعر أقل في المستقبل.

<sup>1</sup> Constantin Zopoundis ;Michael Doumpos ;Panos m.Paradalos « hand book of financial engineering,Nov 2007 –P 260

<sup>2</sup> Constantin Zopoundis ;Michael Doumpos ;Panos m.Paradalos « hand book of financial engineering,Op –Cit 261P

<sup>3</sup> السيد متولي عبد القادر " الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير " دار الفكر ، عمان ، 2010، ص 112.

### ثالثا: المراجعة Arbitrage

تعتبر المراجعة<sup>1</sup> من بين العمليات التي تمكن بعض المستثمرين من الحصول على أرباح لا يمكن لأي كان ان يحصل عليها وذلك بسبب عدم التوازن في السوق، حيث يقوم المستثمر بشراء السلعة ذات السعر المنخفض في سوق ثم بيعها في سوق آخر تكون فيه هذه السلعة مرتفعة الثمن وهو بذلك يستفيد من الفرق بين السعيرين وهذه العملية كفيلة بإرجاع السوق إلى حالة التوازن<sup>2</sup> بسبب حدوث ارتفاع في الأسعار المنخفضة وانخفاض الأسعار المرتفعة وتهدف 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 المتوقعة وتخفيض تكلفة التمويل إلى مستوى محدد من المخاطر غير أنها لا تخلو من المخاطر لأنها تقنية تحتوي على إجراءات متزامنة لعمليات الشراء والبيع<sup>3</sup>

**رابعا: إدارة الأصول والخصوم :** يمكن تعريف إدارة الأصول والخصوم على أنها: فن وعلم اختيار أفضل مزيج من الأصول لمحفظه المنشأة وأفضل مزيج من الخصوم لمحفظه الخصوم.

ولقد ركزت المؤسسات منذ زمن بعيد على اختيار مزيج من محفظه الأصول إلا أن ذلك تغير تماما منذ السبعينات حتى أعطت الإستراتيجيات الحديثة يدا طليقة للمنشآت على خصومها.

وتوجد خمس مفاهيم أساسية لفهم إدارة الأصول والخصوم وإستيعابها مثل :

\* السيولة، الهيكلية، حساسية أسعار الفائدة، الاستحقاق ومخاطر التوقف عن الدفع، ولضمان نجاح استراتيجية إدارة الأصول والخصوم، فإنه يقترح الاسترشاد ببعض الأسس والمبادئ في تطبيق الهندسة المالية منها: كثيرا ما يقترن نجاح عمليات التصويب الفني وإعادة الهندسة المالية للمشروعات بإجراء تغيرات جوهرية في الإدارة والتنظيم والتكنولوجيا المستخدمة حتى يكون طلبا فعالا ومتزايدا على الإنتاج.

\* مقارنة البدائل المختلفة بين الملكية والديون: سواء ما تعلق بالأوراق المالية التقليدية كالأسهم و السندات العادية أو حتى الأنواع الجديدة من الأوراق المهجنة<sup>4</sup> ومن خلال الأهداف المرجو تحقيقها من الهندسة المالية يتضح بأن لها دور رئيسي في تنشيط وتفعيل أسواق المال.

### الفرع الثالث: دور الهندسة المالية في المؤسسات و الأسواق

تسعى الهندسة المالية إلى قيام المؤسسات برسم سياسات مالية قوية وابتكار منتجات وأدوات مالية جديدة وآليات

<sup>1</sup>Imad Shehab "The Banking and Financial implications of Financial Engineering in the Arab Region" Op-Cit;P12

<sup>2</sup> Salih N. Neftci « Principles of financial engineering » september 2/2008 ; 2<sup>ème</sup> edition. NEW YORK :P-P :40-41

<sup>3</sup> ربيع بوصبيح العائش " مرجع سابق، ص 42.

<sup>4</sup> نوال بوعكاز " مرجع سابق، ص 34

وإستراتيجيات<sup>1</sup> مرنة تتفاعل وتستفيد من التغيرات في أسواق المال العالمية والإقليمية والمحلية مما تطلب من الإدارات والمنشآت المالية الحديثة، إنشاء أقسام البحوث والتطوير في حقل المنتجات والأدوات المالية ويساعد على قيام البحوث قاعدة بيانات مالية تسمح بالمحاكاة والتجارب بغرض تحقيق الربحية والنمو والاستقرار المالي: من أهم الأدوار التي تقوم بها الهندسة المالية ما يلي:

**أولاً: خلق المنافسة المالية:** يقصد بالمنافسة المالية، قدرة الشركة على استخدام الأموال بكفاءة تجعلها تتفوق على المنافسين من خلال اختيار أفضل لمصادر التمويل وتشغيل أحسن لفرص الإستثمار المتاحة.

كما أن الهندسة المالية دفعت الشركات إلى الاهتمام بالمنافسة المالية لزيادة القوة المالية وتحسين المركز المالي بصفة دورية ودائمة، كما تقاس المنافسة المالية (القدرة التنافسية) بعدد من المؤشرات منها:

- انخفاض تكلفة التمويل و ارتفاع عائد الإستثمار

- انخفاض مخاطر الإستثمار و ارتفاع مؤشر السيولة

- زيادة القيمة السوقية (المبيعات للشركة) وتحسين العلاقات المالية بين الشركات والبنوك

**ثانياً : تمويل أهداف الشركات:** يعتبر التمويل عصب الشركة والطاقة المحركة لجميع الوظائف والأعمال إذ يساند وظائف الإنتاج ويحرك عجلته، غير أنه يجب التحقق من الاختيار السليم لمصادر التمويل بأقل تكلفة وتحديد مخاطر وقرار الإستثمار المثالي الذي يعطي عائداً مناسباً على الأموال المستثمرة ومخاطر محسوبة وتنافسية لأن التمويل هو الدورة الدموية في الشركات والمؤسسات يجب أن يوضح الأموال بدقة في القنوات المختلفة حتى يحقق الأهداف التشغيلية (التكتيكية) والأهداف الإستراتيجية (الاستثمارية).

**ثالثاً: إعادة هيكلة الشركات:** يعني مصطلح إعادة هيكلة الشركات بمفهومه العريض هو عملية تعديل أو تغيير في العمليات أو في أسلوب الإدارة أو هيكل رأس المال<sup>2</sup>، أو في شكل ملكية شركات الاعمال بصورة غير مألوفة ولذا نجد بأن المطلوب من الهندسة المالية هو "إعادة الهيكلة"<sup>3</sup> وللهندسة المالية في إعادة هيكلة أساليب تقليدية كالتوسع بالاندماج و الامتلاك وأسلوب آخر ظهر في الثمانينات هو تحويل الشركات (شركة المساهمة) إلى شركات خاصة ونقل ملكيتها من عدد كبير إلى عدد صغير من الملاك أو ما يعرف بالخصوصية وهناك عدة مظاهر لإعادة الهيكلة نذكر منها:

<sup>1</sup> المانسيغ رايح أمين ، مرجع سابق، ص 18

<sup>2</sup> منير براهيم هندي "الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات" الجزء 1، مرجع سابق، ص-ص:140،139

<sup>3</sup> Joseph Antoine, Marie Claire CAPIAU-HUART "Dictionnaire des marches financiers" Boek université, Belgique, pages Bleus-2010 P-P 249-250



**1- الاندماج (Mergers):** هو دمج مجموعة من الشركات مع بعضها البعض لتكون شركة ذات شخصية اعتبارية

جديدة ، ويعني ذلك بالضرورة تقييم الأصول وأسعار الأسهم والسندات كتوطئة لعملية الاندماج، ومن أشكالها.

**1-1 الاندماج الأفقي (Horizontal.M)** ويتضمن منشأتين تعملان في نفس النشاط ويكون هذا الاندماج

لتحقيق مزايا الحجم الكبير وتخفيض التكاليف<sup>1</sup> على ألا يكون هذا الاندماج نذير احتكار<sup>2</sup>

**1-2 الاندماج الرأسي (vertical.M)** يتم بين شركتين تعملان في أنشطة تمثل مراحل إنتاج متتابعة

( كإندماج شركة منتجة للمواد الخام مع شركة أخرى تنتج سلع نهائية تعتمد على هذه المواد) وهذا بهدف تحقيق

الإستقرار في التدفقات النقدية نظرا للوفرات في المصاريف الإدارية والمبيعات.

**1-3 الإندماج المختلط ( Conglomerate.M )** وهو أسلوب يسمح بتنوع نشاط الشركة بهدف الحد من

تقلبات التدفقات النقدية، كما من شأنه أن يساهم في الصمود أمام النكبات العمالية<sup>3</sup> ، وعادة ما يحتاج هذا النوع من

الإندماج إلى اختيار الأسلوب الأمثل وتحديد الإجراءات المرحلية.

**2- الإمتلاك أو السيطرة (Public offerings )** إن التوسع بالإمتلاك هو صورة من صور السيطرة وتبدأ جهود

التوسع بمحاولة إمتلاك جزءا أو كل أسهم شركة أخرى أو امتلاك أصولها حيث لا تقتضي إجراءات التملك بشراء

الأصول سوى موافقة أغلبية المساهمين على أساس أن السيطرة سلمية ( friendly Take over ) وفي حالة فشل

محاولة السيطرة السلمية تلجأ الشركة للسيطرة العدوانية<sup>4</sup> (Hostile Take over) ويمكن أيضا اللجوء إلى هذا الأسلوب

دون محاولة للسيطرة السلمية وهذا ما يطلق عليه " عناق الدب " " Bear hug " ويتم بالإتصال مباشرة بحملة الأسهم

للشركة المستهدفة مباشرة دون إشعار لمجلس الإدارة.

**3- الخصوصية :** تعتبر الخصوصية من أرقى عمليات الهندسة المالية في مجال إعادة الهيكلة الشاملة للشركات إذا تمكن

عددا قليلا من الأفراد من إمتلاك الشركة بعد التخلص من مئات الآلاف من حملة أسهمها وذلك لحد أدنى من الموارد

الذاتية المتاحة لهم ، وإمكانية تحقيق أرباح غير عادية في الوقت الذي يشتري به السهم بقيمة قد تزيد كثيرا عن قيمته

السوقية لكونها عملية تحقق مكاسبا للجميع .

**رابعا : تمويل الصادرات:** لقد أدى تنوع المخاطر في الصادرات وآثار تقلبات الصرف (أسعار العملات) إلى ضرورة

استخدام الهندسة المالية بغرض تخفيض تكلفة التمويل والمخاطر وتوفير ضمانات الإئتمان وتعتمد منتجات الهندسة المالية

<sup>1</sup> منير براهيم هندي "الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات" ج1 ، مرجع سابق، ص142

<sup>2</sup> فريد النجار "البورصات والهندسة المالية" مرجع سابق، ص406.

<sup>3</sup> منير براهيم هندي "الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات" ج1، مرجع سابق، ص143

<sup>4</sup> نفس المرجع السابق، ص145



## الفصل الأول: الإطار النظري للهندسة المالية

في تمويل الصادرات<sup>1</sup> على: طبيعة المخاطر السياسية في الدولة المستوردة وطبيعة الصادرات والخدمات المعاونة، مصادر الصادرات، الخدمات وكذلك هيكل الائتمان، تكلفة التمويل وأسعار الفائدة المقترحة، كما تستخدم الهندسة المالية خليط من أسعار الفائدة وضمانات الإئتمان لتغطية المخاطر ويتم تمويل الصادرات إما مباشرة أو عن طريق خصم الكمبيالات وخطابات الضمان أو توفير مقابل لأسعار الفائدة أو إعادة الإقراض وتهتم

الهندسة المالية بتوفير مصادر تمويل متعددة للصادرات بغرض بناء محفظة ذات ضمانات عالية ومخاطر متدنية وتمويل مناسب ويسمح ذلك باستخدام عدة عملات وعدة أسعار صرف وتغطية شاملة بمخاطر العملات المختلفة

**خامسا : إدارة المخاطر :** ويقصد بها تلك العملية التي يتم من خلالها تعريف المخاطر وتحديدتها وقياسها ومراقبتها والرقابة عليها<sup>2</sup> وذلك بهدف ضمان ما يلي:

- أن عملية إتخاذ القرارات المتعلقة بتحمل المخاطر تتفق مع الأهداف الإستراتيجية للمؤسسة المالية
- أن العائد المتوقع يتناسب مع درجة الخطر
- أن تخصيص رأس المال والموارد يتناسب مع مستوى المخاطر
- أن القرارات المتعلقة بتحمل مخاطر واضحة وسهلة الفهم
- أن حوافز الأداء المطبقة في المؤسسة المالية منسجمة مع مستوى المخاطر<sup>3</sup>
- إن إدارة المخاطر تكتسي أهمية كبيرة لدى المؤسسات المالية، حيث تمكنها مسبقا من تجنب الآثار السلبية التي يمكن أن تتركها مختلف أنواع المخاطر المالية<sup>4</sup>.

**سادسا : إدارة السيولة:** نظرا لأهمية السيولة في أداء مختلف العمليات والأنشطة والوفاء بمختلف الإلتزامات وجب على المؤسسات المالية أن توليها أهمية خاصة<sup>5</sup> لأن نقص السيولة أو وجود فائض فيها لا يخدم المؤسسة حيث أنه في حالة ارتفاع نسبة السيولة عن السيولة<sup>6</sup> المطلوبة يؤدي إلى ضياع فرص الربحية وبالتالي ضياع عوائد كان من الممكن الحصول عليها لو أن هذه الأموال كانت قد استثمرت كما يشير فائض السيولة إلى عدم كفاءة الإدارة النقدية، في المؤسسات المالية أما في حالة العجز في السيولة فهذا يؤدي بضياع فرص استثمار لا يمكن تعويضها وإضطراب المؤسسة المالية إلى

<sup>1</sup> فريد النجار "البورصات والهندسة المالية" مرجع سابق، ص 146

<sup>2</sup> طارق الله خان، حبيب أحمد "إدارة المخاطر: تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية" ورقة مناسبات رقم 5 ترجمة د: عثمان بكر أحمد، مراجعة د: رضا سعدالله، مكتبة الملك فهد، جدة، 2003، ص 35

<sup>3</sup> - مهند حنا نقولا عيسى "إدارة مخاطر المحافظ الاستثمارية"، دار الراية، عمان، 2010، ص 118.

<sup>4</sup> Constantin Zopoundis ;Michael Doumpos ;Panos m.Paradalos, op cit from P :157

<sup>5</sup> Imad Shehab "The Banking and Financial implications of Financial Engineering in the Arab Region" Op-Cit;P13

<sup>6</sup> - حسن شحاتة " إدارة السيولة في المصارف الإسلامية : المعايير والأدوات " بحث مقدم خلال الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، رابطة العلم الإسلامي، مكة المكرمة 25-29 ديسمبر 2010، ص 16-17.

التصرف في تسييل مشروعات استثمارية قائمة قبل أجلها مما يؤدي إلى حدوث خسارة أو ضياع فرص ربحية كان يمكن تحقيقها في الظروف العادية، لهذا نجد أن لإدارة السيولة أهداف متنوعة منها:<sup>1</sup>

- تسييل الأوراق المالية وبيع الأصول دون تحمل خسارة
- توريق أصول بغرض إصدار صكوك، لتحقيق عوائد مجدية للمستثمرين وتغطية جزء من العجز في الموازنة
- تقوية ثقة المتعاملين مع المؤسسة وبالتالي استمرارهم في التعامل معها وذلك من خلال الإدارة الجيدة لموجوداتهم .
- حماية الأصول من عملية البيع الاضطراري عند الحاجة وحماية المؤسسة من المخاطر الكبيرة على المدى الطويل
- قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها وتحصيل الذمم والتمويلات والاستثمارات في تاريخ استحقاقها.
- الحفاظ على استمرارية المؤسسة وإبعاد العسر المالي عنها.

**سابعاً: تجاوز القيود القانونية:** تنشط المؤسسات المالية في بيئة تفرض عليها الكثير من القيود القانونية والتنظيمية، وهو الأمر الذي جعلها تفكر في إيجاد حلول مناسبة لتجاوزها<sup>2</sup>، وكان ذلك من خلال استخدام الهندسة المالية فما هي آثارها وماهي آفاقها؟ هذا ما سنحاول تقديمه في المبحث الثالث

### المبحث الثالث: تقنيات و آثار تطبيق الهندسة المالية

بعدما تعرفنا على مبادئ و دور الهندسة المالية اتضح بأن لها أهمية خاصة و دور عظيم في تفعيل وتنشيط أسواق المال وهذا كان بمثابة المحفز للتعرف عن تقنياتها، آثارها مستقبلها أيضاً، فتم تقسيم المبحث الثالث الى ثلاث مطالب ليظم المطلب الأول تقنيات الهندسة المالية ويحدد المطلب الثاني آثار الهندسة المالية ثم نخص المطلب الثالث بمخاطر التطبيق الخاطيء للهندسة المالية وآفاقها، حيث أنها سلاح ذو حدين.

### المطلب الأول: تقنيات الهندسة المالية

من الواضح جدا مساهمة الهندسة المالية في تحسين أداء المؤسسات المالية وذلك من خلال تخفيض التكاليف وسرعة تنفيذ العمليات وتحقيق المكاسب وسنعرض فيما يلي بعض العمليات التي ابتكرتها الهندسة المالية خاصة في سوق المال.

### الفرع الأول: العمليات المستحدثة في سوق المال:

قدمت الهندسة المالية إلى سوق المال عمليات مبتكرة و جديدة متنوعة منها عملية التسجيل على الرف، الشراء الهامشي، البيع على المكشوف، المتاجرة بالحزمة، التداول الإلكتروني و غيرها سنخص أهمها بالدراسة:

<sup>1</sup> - أكرم لال الدين و سعيد بوهراوة "ادارة السيولة في المصارف الإسلامية " دراسة تحليلية نقدية بحث مقدم خلال الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي ، رابطة العلم الإسلامي مكة المكرمة 25-29 ديسمبر 2010، ص 10

<sup>2</sup> أمال لعمش "دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية: دراسة نقدية لبعض المنتجات المصرفية الإسلامية" مذكرة ماجستير في العلوم التجارية تخصص مالية و محاسبة معمقة، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2011/2012، ص 25

**أولاً: التسجيل على الرف (registration on the shelf):** كانت الطريقة التقليدية هي أن تتقدم منشأة ما من أجل طرح أوراق مالية للاكتتاب العام يجب أن تتقدم بطلب تسجيل لدى هيئة الأوراق المالية والبورصة وهذه الأخيرة تقع عليها مسؤولية تأكيد البيانات ومدى جودة الورقة المالية المطروحة للاكتتاب<sup>1</sup>، ولنا أن نتصور الجهد والوقت والتكلفة التي تصاحب توفير تلك البيانات في كل مرة تريد المنشأة إصدار المزيد من الأوراق المالية وهذا فضلاً عن الانتظار حتى تعطي هيئة الأوراق المالية والبورصة قرارها في الرفض أو الموافقة، واعترافاً بعبء التكاليف الثابتة للتسجيل استجابت لجنة الأوراق المالية والبورصات في الولايات المتحدة لوجهة نظر المهندسين الماليين وذلك من خلال تعديل أجري في عام 1982 بمقتضى القاعدة 415 والتي تسمح للمنشآت التي تصدر أوراقاً مالية من حين إلى آخر وهي عادة منشآت كبيرة بأن تقدم طلب تسجيل رئيسي، يتضمن خطة زمنية لإصدار أوراق مالية ما، حيث تغطي الخطة فترة زمنية معينة على أن يتم الإصدار على دفعات، هذا ويقدم طلب التسجيل مصحوباً بالرسوم المقررة وتلزم تلك القاعدة الجهة المصدرة بتحديد بيانات الطلب في كل مرة تقرر فيها طرح إصدار جديد ويطلق على هذه العملية بالتسجيل على الرف، إذ يظل طلب التسجيل الرئيسي المحفوظ لدى هيئة الأوراق المالية والبورصة ساري المفعول لمدة طويلة تصل إلى عامين<sup>2</sup>.

**ثانياً: سمسار الخصم:** نجح المهندسون الماليون في تقديم صياغة بديلة لنشاط السمسرة التقليدية بهدف تخفيض التكلفة وهي سمسار الخصم<sup>3</sup> ويقصد به بيت السمسرة الذي يقدم لعملائه خدمات محدودة، مستبعداً أكثر وتتنوع خدمات السمسرة التقليدية مرتفعة التكاليف، فسمسار الخصم يعطي خدمات في حدها الأدنى تقتصر على الأعمال الكتابية الخاصة بأوامر البيع والشراء ولذلك فهي منخفضة التكاليف، وهذا النوع ملائماً لأولئك المستثمرين الذين يتخذون قراراتهم بأنفسهم ولإعطاء فكرة عن مدى ضآلة الخدمة التي يقدمها هؤلاء السماسرة أي سمسرة الخصم، فقد يكون من الواجب الإشارة للخدمة الكاملة التي تقدمها بيوت السمسرة التقليدية:

- 1- الحفظ والحماية:** توفر للعميل خزائن لحفظ مستندات ملكية الأوراق المالية، وتقوم بكل العمليات التي يريد العميل أن يقوم بها من شراء أو بيع فهو لا ينقل الأوراق في كل مرة يريد إبرام صفقة.
- 2- توفير المعلومات:** توفير للعميل أحدث المعلومات وفقاً لتقارير خبراء مختصين.
- 3- خدمة الاتجار:** يعتمد عليها العميل في بيع وشراء الأوراق وكذلك في عمليات المضاربة في سوق السلع
- 4- النصح والمشورة:** تقوم بيوت السمسرة التقليدية حتى بإدارة محفظة العميل

<sup>1</sup> <http://www.startimes.com/f.aspx?mode=f&member=2396418>

منتديات ستار تايمز "الهندسة المالية" تاريخ الاطلاع 2013/11/12 على 22 س13 د

<sup>2</sup> منير براهيم هندي "الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات" ج1، مرجع سابق، ص 223 و ما فوق

<sup>3</sup> نفس المرجع السابق، ص 233

### 5- الخدمات الإضافية: كتقديم الهدايا الفاخرة مثلاً

ثالثاً: البيع على المكشوف (short selling): الأصل في المعاملات المالية أن تشتري الورقة المالية ثم تبيعها بهدف تحقيق الربح غير أن الهندسة المالية أوجدت عملية مغايرة وهي أن تقترض الأوراق المالية أولاً ثم تبيعها وعندما تنخفض قيمتها في السوق يعاد شراء هذه الورقة ويسمى هذا النمط البيع على المكشوف ثم ترد بعد ذلك إلى مقرضها<sup>1</sup>، وعادة ما يكون قرض البيع على المكشوف قابل للاستدعاء من المقرض وقابل للرد من المقرض، كما يلعب السمسار دوراً بارزاً في هذا الشأن، فعمليات البيع على المكشوف تستخدم لأغراض عدة غير المضاربة مثل<sup>2</sup>:

\* ضمان تحقيق الربح وتأجيل سداد الضريبة عن الأرباح.

\* التغطية: إن التغطية باستخدام البيع على المكشوف تحمي المستثمر من مخاطر انخفاض أسعار الأوراق التي يملكها<sup>3</sup> وهي نوعان تغطية كاملة وأخرى غير كاملة فالكاملة تعني بأن المستثمر الذي يشتري عدداً من الأوراق بغرض الإستثمار يبيع عدد مساوياً من ذات الأسهم على المكشوف وبذات السعر.

أما التغطية غير الكاملة فهي إذا لم يتحقق شرط تساوي عدد الأسهم المشتراة والمباعة على المكشوف وبذات السعر.

\* المراجحة: هي عملية موازنة واغتنام فرص وجود فروقات في أسعار أوراق مالية ما في بورصتين مختلفتين بحيث يتم شراء الأوراق ذات السعر المنخفض وتباع على المكشوف في بورصة أخرى بسعر مرتفع لتحقيق الأرباح<sup>4</sup>.

إن عمليات البيع على المكشوف في حالة ارتفاع للأسعار كبيرة جداً فالمضاربون على الصعود Bulls قد يحدثوا ارتفاع وهمي اصطناعي في سعر السهم من خلال احتكار السهم أو الأسهم المتقلبة السعر، وهذه العملية تحدث عند معرفة أن المضاربين بحاجة البائعين على المكشوف بشراء الأسهم بهدف تغطية عمليات البيع فالملاذ الأخير هو المضاربة على ارتفاع الأسعار وهناك أشكال متعددة من الصراعات بين المضاربين مثل إشاعة الأخبار الكاذبة في الصحف وغيرها ، والغرض هو أن يشتري الآخرون ما يروجه المضاربون فعلى سبيل المثال في سنة 2002 قامت اليابان بإجراءات تأديبية ضد اثني عشر شركة سمسة من أكبر الشركات العاملة في مجال تداول الأوراق المالية (الأجنبية والمحلية) لخرق قوانين البيع على المكشوف وبعدها أصبحت هذه العملية (البيع على المكشوف) أحد أهم أدوات لرسم السياسة النقدية في اليابان والعالم، فغالبية المصرفية العالمية تتأثر بدرجة كبيرة بأداء البورصة وهذا نتيجة عمل الهندسة المالية التي قامت بعملية التداخل والارتباط بين الأسواق المالية والنقدية.

<sup>1</sup> خالد محمد نصار ، مرجع سابق ص112

<sup>2</sup> منير براهيم هندي "الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات" ج1، مرجع سابق، ص 250

<sup>3</sup> ربيع بوصبيح العائش، مرجع سابق ص27

<sup>4</sup> محمود محمد الداغر "الأسواق المالية، مؤسسات، أسواق، بورصات" دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، ط2 ، 2007 ص 265

**رابعاً: التداول الإلكتروني:** بعد 1971 حصل الإتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية على موافقة هيئة الأوراق المالية والبورصة على استخدام النظام الإلكتروني للتداول<sup>1</sup> يربط بين كافة المشاركين في النظام مهما كان موقعهم، فيقوم السمسار المفوض من طرف العميل بطرح الأسعار سواء كانت خاصة بشراء الأسهم أو بيعها ، وذلك من خلال شبكة الإعلام الآلي والانترنت و من أهم مزايا الاستثمار عبر الانترنت<sup>2</sup>:

- انخفاض تكاليف الاستثمار و السمسرة

- سهولة و سرعة الاتصال و التسوية

- المعلومات الواسعة

**خامساً: السوق الموحدة:**

محاولة لرفع كفاءة وسيولة أسواق رأس المال استجاب الكونغرس الأمريكي عام 1975 لإدخال تعديلات على قوانين الأوراق المالية ، أعطت بمقتضاها هيئة الأوراق المالية والبورصة صلاحية التصرف من أجل توحيد كافة الأسواق، بشبكة اتصال إلكترونية لزيادة السرعة وانتقال رؤوس الأموال بسرعة وحرية لهذا فقد نشطت الهندسة المالية لتحقيق حلم السوق الموحد حيث وضعت أربع ركائز أساسية:

- مركزية التقارير عن كافة الصفقات التي تبرم في جميع الأسواق.

- مركزية المعلومات عن أسعار الشراء والبيع.

- المنافسة المفتوحة لكافة صناع السوق لكل ورقة.

**سادساً: المتاجرة بالحزمة أو متاجرة البرنامج:** كانت المتاجرة في أسواق رأس المال تجري على أسهم فردية بمعنى أوامر البيع والشراء لا يتضمن سوى أسهم منشأة معينة، دون غيرها ، وفي عام 1975 نشطت الهندسة المالية وقدمت عملية المتاجرة بالحزمة حيث يتضمن الأمر تشكيلة من أسهم عدد من المنشآت المقيدة في البورصة وهذه العمليات تناسب أكثر المؤسسات المتخصصة في الإستثمار مثل صناديق الإستثمار وتطبق المنشأة عملية المتاجرة بالحزمة عندما تعتمز تغيير التشكيلة التي تتكون منها المحفظة المالية أو في حالة تغيير الإدارة القائمة على المحفظة أو في حالة توفير موارد مالية إضافية أو سحب جزء من الموارد المتاحة طبعاً وذلك بما يحافظ على نسبة الموارد المستثمرة في كل سهم داخل التشكيلة، كما أنها آلية للحد من الخسائر.

**سابعاً: الشراء الهامشي (Margin purchases):** كل متعامل في البورصة سواء كان مستثمراً أم مضارباً يقوم بفتح

<sup>1</sup> منير براهيم هندي "الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات" ج1، مرجع سابق، ص270

<sup>2</sup> محمود محمد الداغر "الأسواق المالية، مؤسسات، أسواق، بورصات"، مرجع سابق ذكره، ص273

حساب نقدي في شركة السمسرة يشبه الحساب الجاري لدى البنك التجاري أما الحساب الهامشي فيشبه الحساب الجاري المدين حيث يوقع المستثمر عقدا يطلق عليه اتفاق عميل<sup>1</sup> ويمنح هذا الاتفاق شركة السمسرة حق تقديم الأوراق المالية للبنوك التجارية كرهن أو كضمان للحصول على قروض ويشترط أن تكون هذه الأوراق اشترت باستخدام حساب هامشي<sup>1</sup>، فإذا اعتمد المستثمر أو المضارب في تمويل شرائه للأوراق على أمواله الذاتية فيسمى هذا بالتمويل النقدي أما إذا مول استثماره وجزء من ماله والجزء الآخر يقترض من أحد البنوك، فيسمى بالتمويل النقدي الجزئي أو "الشراء الهامشي" وينشأ عن ذلك تكبد تكاليف ثابتة مثل فوائد القروض و توزيعات الأسهم الممتازة.

والتمويل الهامشي يسمح للمستثمرين باستخدام مفهوم "الرفع المالي"<sup>2</sup> بمعنى المتاجرة بأموال الغير بهدف تحقيق الربح غير أن التوسع في عمليات التمويل بالهامش دون استخدام الأساليب العلمية سيساهم في أحداث الأزمات التي قد تؤدي إلى انهيار الاقتصاد الكلي فهذا الأسلوب أدى إلى أزمة الكساد الكبير عام 1929 حيث يظهر التأثير السلبي له عندما تبدأ الأسعار بالهبوط حينها يسارع السماسرة إلى مطالبة عملائهم بسداد الفروقات حفاظا على نسبة الحدود فإن عجزوا على ذلك يقوم السماسرة ببيع الأوراق المالية المودعة لديهم كضمان وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة هبوط الأسعار.

### الفرع الثاني: واقع الهندسة المالية

إن الأسواق المالية وتطورها حقيقة واقعية نظرا للتزايد المستمر لحجم المعاملات المالية، وهذا وناهيك عن الأنواع والأصناف المتعددة للأدوات المالية والمصدرة محليا ودوليا ، فهذا التوسع سمح للمعاملات المالية بالتحكم حتى بالاقتصاد الحقيقي حيث زاد الابتكار المالي من زيادة الدين والذي أصطلح على تسميته بالرافعة المالية في قاموس الهندسة المالية، وهذا التوسع في الدين له تفسيران<sup>3</sup>

**الأول :** هو إمكانية الحصول على كل ما تريده وفي وقت قصير

**الثاني:** أنك تستطيع الحصول على ماتريده دون أو بمقابل ضئيل جدا، وهكذا انكسرت حواجز الحيطة والحكمة وباع تجار الدين كما وصفهم الباحث "هيمان مينسكي" منتجائهم السامة ليس فقط للسذج والجهلة، بل وأيضا للشركات الجشعة والأفراد العقل أيضا.

أن الشكل الموالي يعرض ويستدل على واقع الهندسة المالية من خلال المقارنة بين قيمة منتجاتها والثروة العالمية وكذلك يبين حجم المعاملات المالية؛ مما يدفع الفضول عندنا والتساؤل عن ماهية المشتقات وما هو السر في إحتياج النظام

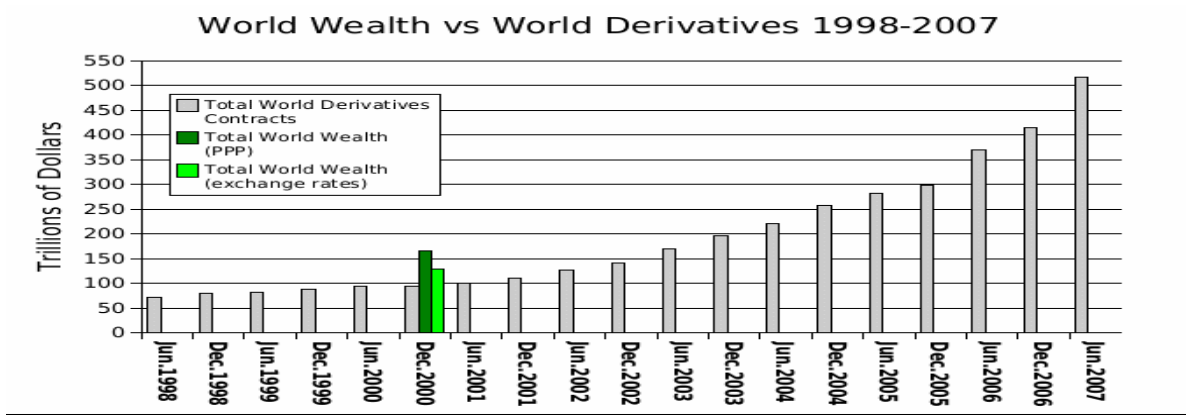
<sup>1</sup> خالد محمد نصار ، مرجع سابق ، ص 107

<sup>2</sup> محمود محمد الداغر "الأسواق المالية، مؤسسات ،أسواق، بورصات"، مرجع سابق ، ص 264

<sup>3</sup> المنسيع، رابح أمين، مرجع سابق، ص 30

الدولي لهذه المنتجات؟

الشكل رقم 3: نمو الثروة العالمية مقارنة بنمو المشتقات بين 1998-2007



المصدر: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/>

أمال حاج عيسى و فضيلة حويو " المشتقات المالية من منظور النظام المالي الاسلامي "الملتقى الدولي الثاني يومي 6/5/2009 حول الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية،المركز الجامعي لخميس مليانة، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير،الجزائر ، ص14

كما أثار هذه النقطة الدكتور سامي ابراهيم السويلم في كتابه صناعة الهندسة المالية حيث نشر حديث لـ "Peter drucker" منشورا في مجلة "Economist" عام 1999 تحت عنوان الإبتكار أو الموت "innovate or die" يشير في هذه المقالة الى أن الصناعة المالية تعاني اليوم من التدهور والتراجع نظرا لكون المؤسسات المسيطرة على الخدمات المالية لم تقدم أي ابتكار ذو أهمية على مدى ثلاثين سنة، حيث أن هذه المؤسسات بدلا من قيامها بتقديم خدمات مالية لعملائها أصبحت تتاجر لمصلحتها مع المؤسسات الأخرى لتكون في النهاية أمام مباراة صفرية<sup>1</sup> لأنه ما تربحه مؤسسة تخسره مؤسسة أخرى<sup>1</sup> ويقول Peter بأن أهم هذه الإبتكارات المالية خلال العقود الثلاثة الماضية كانت "المشتقات" زعموا أنها علمية "، وبعدها أصبحت هذه المنتجات سلعا نمطية تعاني من صعوبة التسويق وانخفاض الربحية غير أنه زاد تسليط الضوء على المشتقات، خاصة بعد وقوع الأزمة العالمية لسنة 2008 إذ بعدها تبعتها موجات متتالية من القوانين والتشريعات المقيدة لأي عمل مالي مشكوك فيه، غير أنه في سنة 2010 رفعت هذه التشريعات المقيدة كما نشر مركز اجاث هونكونغ سنة 2004 حجم عقود المشتقات المالية المتداولة من 99 إلى 2003 عالميا حيث وضع الجدول أن هناك هبوط في عقود المشتقات العينية حيث كانت في عام 1999 تعادل 15.8% وانخفض إلى 7.8% في عام 2003، بينما المشتقات المالية نمت بشكل كبير حيث كانت النسبة في عام 1999 تعادل 48.20% وارتفعت إلى 92.20 في عام 2003

<sup>1</sup> سامي السويلم " صناعة الهندسة المالية نظرت في المنهج الإسلامي؛ مرجع سابق، ص9



## الفصل الأول: الإطار النظري للهندسة المالية

الجدول رقم 2: حجم عقود المشتقات المالية المتداولة من (1999-2003) عالميا

النسبة	العقود المتداولة عام 2003 (بالمليون)	النسبة	العقود المتداولة عام 1999 (المليون)	القطاع
48.83%	3.961	21.66%	521	مؤشرات الأسهم
23.19%	1.881	32.97%	793	معدلات الفائدة
19.22%	1.559	27.86%	670	الأسهم الفردية
0.96%	78	1.71%	41	العملات الأجنبية
92.20%	7.479	84.20%	2.025	إجمالي المشتقات المالية
2.88%	234	5.70%	137	المحاصيل الزراعية
2.69%	218	4.86%	117	منتجات الطاقة
1.44%	117	2.95%	71	المعادن غير النفيسة
0.79%	64	2.29%	55	المعادن النفيسة
7.80%	633	15.80%	380	إجمالي المشتقات العينية
100%	8.112	100%	2.405	إجمالي المشتقات

SOURCE (revercher Translation –from Basic Data-Research center In Hong kong Exchanges ;2004 P1

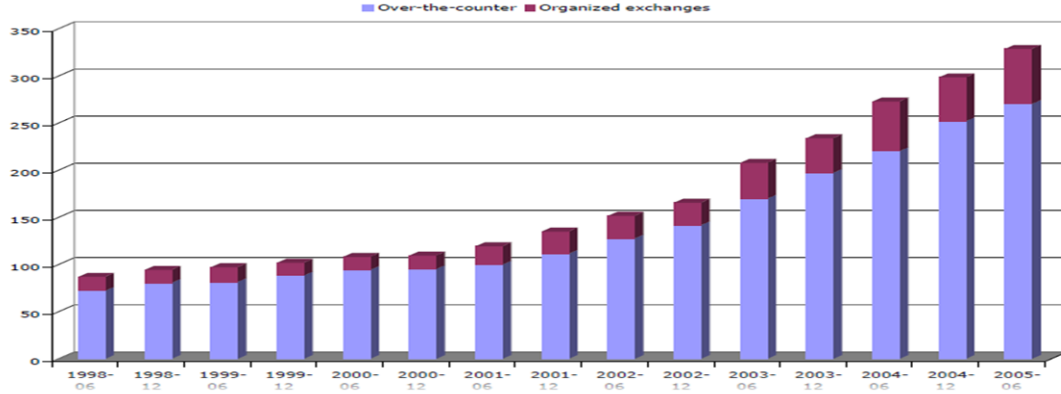
إن التداول المشار إليه هو الجاري في 62 بورصة للمشتقات بنهاية عام 2003م من بينهم 30 بورصة تختص بالمشتقات السلعية ، ثلاثة عشر منها واقعة في قارة آسيا وقارة أوقيانيا وسبعة في الولايات المتحدة الأمريكية والبورصات الباقية في قارة أوروبا و32 بورصة تختص في المشتقات المالية

كما وضع الدكتور سامي سويلم في كتابه التحوط في التمويل الإسلامي بأن تبادل المشتقات يتم في نوعين من الأسواق المالية المنظمة والأسواق المفتوحة، والشكل رقم 4 يوضح القيمة الإجمالية للأصول التي تتعلق بها المشتقات و يظهر التضاعف السريع لحجم الأسواق المشتقة إذ ارتفع من 100 تريليون دولار في سنة 1998 إلى أكثر من 330 تريليون دولار في سنة 2005 أي تضاعف 3 مرات في خضم 7 سنوات و هذا النمو يتجاوز مراحل نمو أي نوع من الأصول المالية الأخرى وحسب الإحصائيات الرسمية لمكتب مراقبة النقد في الولايات المتحدة في سنة 2005 يشير بأن نسبة المعاملات التي تصنف ضمن المجازفات ( المضاربة) أكبر بكثير من تلك التي يراد بها التحوط و هناك 2.7 % من المشتقات تستخدم من طرف المتعاملين النهائيين وهم المؤسسات أو الشركات غير المالية، بينما تتركز 97.3 % من المعاملات لدى السماسرة و البيوت المالية و البنوك الكبيرة و هي تتركز في عدد قليل من البنوك والمؤسسات فحسب نفس المصدر هي خمسة بنوك تجارية ستسيطر على 96% من القيمة الاسمية في الولايات المتحدة وهذه البنوك تتعامل مع نفس شريحة العملاء وتشارك في نفس الأسواق(البورصات)وبيوت التسويقي<sup>1</sup>

<sup>1</sup> سامي إبراهيم السويلم "التحوط في التمويل الاسلامي" مرجع سابق ذكره ، ص-ص: 31-32



شكل رقم 4 : القيمة الاسمية للمشتقات المالية في الأسواق المفتوحة والمنظمة



المصدر: bis.org نقلا عن سامي ابراهيم السويلم التحوط في التمويل الإسلامي ص 31

### الفرع الثالث: المهارات الخاصة التي تتطلبها الهندسة المالية :

يتطلب من المهندس المالي أن يكون شخصاً واسع الإطلاع والمعرفة وأن يتميز بالمهارات الخاصة بمجال بحثه فعلى سبيل المثال المهندسين الماليين الذين يعملون في أسهم الخزانة ينبغي أن يكونوا على علم تام بهذه الأدوات و التي تستخدم لتحقيق أهداف التمويل، أما المهندسين الماليين الذين يعملون في مجال إدارة المخاطر فينبغي أن يكونوا ملمين بمنتجات المشتقات المالية فيمكن الإلمام بمجموعة من المهارات الآتية<sup>1</sup> :

- 1 - معرفة واسعة وواضحة بالأدوات وتطبيقاتها وفوائدها ومساوئها ودورها في التقليل من المخاطرة وزيادة العوائد
- 2 - فهم جيد للنظرية المالية: خلفية واسعة في علم الرياضيات والإحصاء والاقتصاد والطريقة التي من خلالها اعتماد هذه العلوم في موضوعات مالية متقدمة مثل بناء المحفظة المثالية وتسعير الخيارات ومقاييس التحوط وغيرها.
- 3 - معرفة واسعة بالقانون الدولي والمحلي فيما يرتبط بالآليات المالية والأسواق.
- 4 - خلفية قوية في معرفة قانون الضريبة العالمي والمحلي.
- 5 - معرفة واسعة ببرامجيات الحاسوب والبيانات المختصة بتطوير تقنيات جديدة في علم المالية.
- 6 - حقل مدرك واهتمام بحل الإرباك الذي قد يحصل.
- 7 - التحليل المالي والتخطيط المالي (تنظيم وإعادة هيكلة المنظومة المالية وفق التغيرات البيئية وتقييم الاحتياجات الرأسمالية والزيادة في رأس المال).
- 8 - إدارة هيكل الأصول (النقدية - محفظة الأوراق المالية سريعة التسويق وأوراق القبض والمخزون والآلات والأصول الثابتة الأخرى).
- 9 - إدارة هيكل التمويل (قرارات تمويل الأصول عن طريق القروض قصيرة الأجل والطويلة الأجل ونسب رأس المال للإقراض).

<sup>1</sup> هاشم فوزي دباس العبادي "الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجية الخيارات المالية" مرجع سابق، ص 50

10 - إدارة المنتجات المالية الجديدة ومشتقاتها.

### المطلب الثاني: آثار الهندسة المالية

تختلف وتتعدد آثار الهندسة المالية على المتغيرات الاقتصادية حسب مدى تأثير صناعة الابتكار و الإبداع المالي عليها.

**الفرع الأول: الهندسة المالية والسياسية النقدية:** يعتبر مينسكي "Minsky" من أوائل الذين درسوا أثر الابتكار المالي على فعالية السياسة النقدية، وهو يرى بأن الابتكارات المالية يمكن أن تؤدي إلى ضعف أثرها الاقتصادي وذلك للاعتبارات التالية<sup>1</sup>.

- يضعف أداء الاحتياطي الإلزامي ومعدل الفائدة نظرا لقدرة المؤسسات المالية على ابتكار أدوات تمكنها من تجاوز القيود السياسية النقدية مثل عمليات "إعادة الشراء" لحل مشكلة الاحتياطي الإلزامي.

- يمكن للبنوك الإقترض من سوق العملات الأجنبية (Eurodollar) أو غيرها والحصول على السيولة دون حجز الاحتياطي الإلزامي والنتيجة هي نقص فعالية السياسة النقدية وضعف أثرها الاقتصادي.

- صعوبة مراقبة كل ما يحيط بالابتكار المالي وتوقع نتائجه من الناحية العملية، لأنه عملية مستمرة تضيف عنصر عدم اليقين إلى البيئة الاقتصادية و الوسط الذي تعمل فيه البنوك المركزية، حيث تتحتم إلى الأخذ بعين الاعتبار التغيرات التي تحدث في الابتكار المالي.

- إن بعض الابتكارات المالية قد تغير من الطريقة التي يتأثر بها الاقتصاد نتيجة عمل السياسة النقدية، كما يحتمل أن تؤدي إلى التأثير على محتوى ومدلولات المؤشرات التي يستخدمها البنك المركزي للرقابة.

- الابتكار المالي سلاح ذو حدين: فهو نافع ومفيد عندما يحقق المصالح المشروعة (رفع الكفاءة الاقتصادية والإنتاجية) وزيادة الرفاهية حيث هذه الأخيرة تعادل أو تغطي ما قد يحدث من عدم الاستقرار، لكن إذا خلى الابتكار من

الإيجابيات وكان المقصود منه مجرد تجاوز الأنظمة وتخطي السياسات لزيادة الربحية فسوف يؤدي ذلك إلى عدم الاستقرار.

- حينما تتبنى البنوك المركزية سياسات تدعم هذا النوع من الابتكارات سوف يزداد الأمر سوءا ومثالها موقف الإتحاد الاحتياطي الأمريكي من صندوق التحوط (LCTM) الذي تعثر عام 1998 حيث قرر التدخل لإنقاذه بالتعاون مع

- 14 من المؤسسات بتسهيل تمويلي يقدر بحوالي 3.6 مليار دولار لمنعه من الإفلاس، وهكذا تصبح المؤسسات المسؤولة عن استقرار الاقتصاد هي نفسها التي تعيق تحقيق أهدافها، وهكذا يمكن القول بأن الابتكار يساعد زيادة كفاءة النظام المالي و في نفس الوقت يعقد الوسط الذي تعمل فيه السياسة النقدية.

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز "الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق" مرجع سابق ذكره، ص 59

**الفرع الثاني: الهندسة المالية و النمو الاقتصادي والمؤسسات المالية:** إن الهندسة المالية هي الخروج عن السائد المستقر بابتكارها ومن ثم هي سبب لحدوث قدر من عدم الاستقرار وهذا لا يعني بالضرورة أنها عمل سلمي<sup>1</sup> بل هي سلاح ذو حدين، فبالنسبة للنمو الاقتصادي فهي تحقق النمو الاقتصادي إذا التزمت بمبادئها الأساسية:

- تطوير منتجات وأدوات قادرة على إدارة المخاطر بكفاءة.

- تقليل تكاليف المعاملات وخلق مراكز كبيرة الحجم في المعاملات و بكلفة أقل.

- تعزيز فرص تحقيق الأرباح وتحسين سيولة السوق بصورة عامة والمتعاملين بأدوات الهندسة المالية بصورة خاصة.

أما بالنسبة للمؤسسات المالية فقد ساهم التطور المذهل في تقنية المعلومة والأدوات التمويلية إلى تراجع الفوارق بين المؤسسات المالية المختلفة و قل دور الوساطة المالية فتراجع دور المصارف ويتأكد هذا الاتجاه في ظل الاندماجات بين أنواع مختلفة من المؤسسات المالية حتى تصبح محصلة الدمج ذوبان الفوارق بين المؤسسات ونظرا للقيود القانونية التي فرضت على المصارف نشأت الحاجة لتجاوز القيود وصارت البنوك تعتمد على أنشطة مالية تغيّر أصل نشاطها المصرفي كالخدمات المالية مقابل رسوم مقطوعة أو بطاقات الائتمان... وغيرها.

**الفرع الثالث الهندسة المالية و الأسواق المالية:** لقد سمحت ابتكارات الهندسة المالية بتقسيم الاسواق المالية حسب نوعيتها و طبيعة الأوراق المالية (تقليدية أو حديثة) و تواريخ استحقاقها الى أسواق النقد و أسواق رأس المال. حيث أن سوق المشتقات كان شبه معدوم قبل السبعينيات من القرن الماضي لكنه نما بطريقة مضاعفة في مطلع الواحد و العشرين بعدما أقر الكونغرس الأمريكي تشريعا عام 2000 م يمنع تنظيم وتقييد أسواق المشتقات وقد تضاعف حجمها بأكثر من 6 مرات فانتقل من 100 تريليون دولار في 1998 الى 330 سنة 2005 الى 600 في 2008 و هكذا تمكن طالبو الاستثمار من المتاجرة في الأوراق المحلية و الدولية.

و نمت هذه الأسواق في الدول المتقدمة وحتى الناشئة و يمكن تفسير إتجاه المستثمرين نحو أسواق المال العالمية لعدة مميزات سواء من حيث العائد أو من حيث الخطر و الكفاءة.

و لقد ساعدت العولمة في تسارع ثورة المنتجات المالية الجديدة نظرا لعالمية الاسواق و التحرير المتسارع لرؤوس

الاموال وتحرير الاسواق فضلا عن التنافس المحوم بين المؤسسات المالية و تسابقها على الابتكارات المالية.

و لهذا السبب يرى بعض الباحثين من ضرورة الارتقاء بوعي المستثمرين من خلال تأسيس مؤسسات أمن مالي لتقييم

الادوات الاستثمارية المعروضة كما تشرح هذه المؤسسات الآثار التي تترتب عن الأزمات التي نشأت من جراء سوء

استعمال هذه الأدوات الحديثة، وتوفير كل المعلومات الضرورية و اللازمة.

<sup>1</sup> المانسيغ رابع أمين، مرجع سابق ذكره، ص 27

**المطلب الثالث: مخاطر التطبيق الخاطئ للهندسة المالية وآفاقها** : إن المنتجات المالية لعمليات الهندسة المالية، التي كان الهدف منها تطوير الصناعة المالية من خلال ابتكار آليات تمكنها من إدارة فعالة لمخاطر أصولها، قد تحولت إلى آلية لإنتاج الخطر ونقله وتعييمه، ومضاعفة آثار الأزمات، وتفاقم حدتها.

إن الحاجة لاستمرارية الصناعة المالية وتطورها لتناسب مع مستوى التحولات الاقتصادية والاحتياجات التمويلية الاستثمارية، مرهونة باعتماد قواعد وأسس جديدة لعمليات الابتكار المالي وإيجاد آليات بديلة للصناعة المالية، تحفظ التوازنات المالية، وتتعد في تعاملاتها عن المدائبات الربوية والمجازفات والبيع الصورية والرهون الوهمية والمتاجرة بالوعد. إن الحركة الاقتصادية العالمية خلال العقود الأخيرة بينت الأهمية التأثيرية الكبيرة للصناعة المالية بمنتجاتها ومستجداتها ومؤسستها، على الاستقرار الاقتصادي والمالي والنقدي على المستوى المحلي والإقليمي والدولي، ومدى ارتباطها وتكاملها مع مختلف أركان المنظومة المؤسسية للاقتصاد العالمي.

**الفرع الأول: مساهمة الهندسة المالية في الأزمات** : من الأمثلة الواقعية التي توضح الآثار الكارثية التي تسببت فيها الهندسة المالية على قطاع المؤسسات المالية كثيرة جداً، لدرجة أن بعض الباحثين أطلق مصطلح العبث المالي كبديل للهندسة المالية التي تستخدمها هذه المؤسسات، فيما يلي أشهر تلك الأمثلة:

**أولاً: الأسواق المستقبلية وأزمة يوم الاثنين الأسود:** لقد سادت الأسواق في USA أزمة كبيرة في الأسواق المالية 19 أكتوبر 1987 وانتقلت العدوى إلى أسواق أخرى، حيث اندفع المستثمرون في بورصة نيويورك مرة واحدة إلى بيع الأسهم متسببين في هبوط مؤشر داو جونز بمقدار 58%، وسرعان ما انتشر هذا الذعر في بورصة وول ستريت إلى باقي بورصات العالم وسادت الفوضى في أسواق المال العالمية حيث بلغت الخسائر في بورصة نيويورك 800 مليون دولار والتي شكلت نسبة 26% من مجموع الخسائر الكلية العالمية<sup>1</sup> وعلى الرغم من وجود عدة تفسيرات إلا أنه وجدت تفسيرات متعلقة بتغيرات تنظيمية والتي من ضمنها أساليب التعامل التي استحدثت في السوق الأمريكية في منتصف السبعينات وما تعلق بأسواق العقود المستقبلية، تسببت في أحداث هذه الأزمة في العالم بأسره، وكان ذلك بسبب الميزات التي يحظى بها المستثمر في السوق المستقبلية<sup>2</sup> عن السوق الحاضرة ومثالها:

- إن هامش الشراء النقدي الجزئي للعقود المستقبلية يغطي بسندات ونسبته تتراوح بين 2% و 10% من قيمة العقد وهي نسبة صغيرة مقارنة مع ما يمثّلها في السوق الحاضرة والذي يتم تحديده من قبل البنك المركزي؛ ففي العقود المستقبلية يكون الارتفاع (الانخفاض) في قيمة الأوراق التي يتضمنها العقد أرباحاً حقيقية (خسائر حقيقية) بسبب التسويات اليومية

<sup>1</sup> مجيد ضياء الموسوي "البورصات أسواق المال وأدواتها" الإسكندرية، مصر؛ مؤسسة شباب الجامعة، 2005، م، ص 71.

<sup>2</sup> حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا ارشيد، محفوظ أحمد جودة "السوق المالية: بورصة الأسهم و السندات" دار زهران، عمان، الأردن، 2013، ص 248

وهذا لا يحدث في السوق الحاضرة وإنما ينظر لهذه الأرباح ( الخسائر) على أنها وهمية إلا في حالة بيع فعلي للأوراق المالية محل التعامل.

- يتميز سوق العقود المستقبلية بانخفاض العمولة وكذلك تكلفة المعاملات وغير ذلك من الميزات التي توضح قلة المخاطرة ضمن هذه السوق، والذي جعل المستثمرين يتحولون للتعامل في هذا السوق بشكل كبير.
- وفي هذه العقود عادة لا يتم تسليم الأوراق المالية محل العقد إنما تتم التسوية وتصفية العقد نقدا في تاريخ التنفيذ، كل ذلك أثر سلبي على الأسواق المالية الحاضرة.

لقد تطورت الأزمات النقدية والمالية الإقليمية والعالمية، بدءاً بأزمة الثمانينيات التي سبّت الأسواق المالية، ثم أزمة جنوب شرق آسيا التي امتدّت ارتداداتها لتصل الى روسيا ودول أمريكا اللاتينية

### ثانياً: الإفراط في استخدام المشتقات:

إن استخدام المشتقات من قبل المصاريف والمؤسسات المالية وغيرهم من المتعاملين في أسواق العقود المالية المتنوعة يمكن أن يترتب عليه خسائر مالية باهظة قد تعرقل مسيرة عمل هذه المؤسسات جزئياً أو كلياً والأمثلة عليها كثيرة<sup>1</sup>:

1- منيت شركة امريكية AirProducts and Chemicals بخسائر خلال شهر ايار/مايو من عام 1994م بلغت قيمتها نحو (60) مليون دولار من جراء حوض غمار نفس تجربة الشركة السابقة.

2- ناهزت أرقام الخسائر المالية الكبرى التي لحقت بشركة (Kashima Oil) اليابانية عتبة 5,1 مليار دولار من جراء الإلتجار و التداول بعقود أسعار الصرف

3- تجاوزت أرقام خسائر شركة (Metallgesellschaft) اليابانية (المتخصصة في إنتاج أنواع السلع) سقف 4,1 مليار دولار في أدوات النفط.

4- تجاوزت خسائر أحد بنوك الإستثمار الأمريكية وهو (Kidder Peabody)، من جراء قيامه بعملية شراء و بيع للمشتقات في أحد صناديقه الإستثمارية النقدية، نحو 4 ملايين دولار خلال شهر اب /أغسطس 1994.

5- ولعل خير دليل على ذلك خسائر شركة " Procter & Gamble) شركة أمريكية كبرى مصنعة للسلع الإستهلاكية إذ بلغت خسائرها: نحو 1.2 مليون دولار خلال شهر أفريل من عام 1994 نتيجة للمضاربة على تحركات أسعار الفائدة

<sup>1</sup> عدنان الهندي "المشتقات المالية: ماهيتها وأنواعها، وطرق إدارة مخاطرها" مجلة الهندسة المالية وأهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية، اتحاد المصارف العربية، لبنان، 1996م، ص 20.

كما<sup>1</sup> بلغت خسائر احدى الشركات المتخصصة في الأوراق المالية وهي "Paine webler" إلى حوالي 268 مليون دولار بين شهري جوان وبداية سبتمبر 1994 ، وذلك بعدما دعمت أحد صناديقها الإستثمارية بالمتاجرة في المشتقات المالية ، هذا وتعد أزمة بنك "Barings" البريطاني من الأزمات الشديدة نتيجة لإنعكاساتها المتشعبة على دول العالم . حيث قام الشاب "Nicolas Leeson" في فرع من البنك البريطاني المتواجد بسنغافورا ، بالمضاربة في سوق العقود المستقبلية على مؤشر نيكاي في بورصتي أوساكا اليابانية وسيمكس السنغافورية بهدف الاستفادة من قلة المخاطرة بسبب الإستقرار النسبي لهذا المؤشر وفي 1995 مع حدوث زلزال كوبي انخفض المؤشر إلى أدنى مستوياته، وحتى يغطي نيكولاس الخسائر قام ببيع عقود مستقبلية على سندات حكومية يابانية والتي هي في حد ذاتها خطرا ، مما أدى إلى ارتفاع الين الياباني أمام الدولار وباقي العملات ، فقام البنك المركزي الياباني بخفض أسعار الفائدة مما تسبب في تفاقم خسارة المضارب نيكولاس وفي ظل غياب عملية الرقابة على تلك السوق من قبل إدارة البنك ، قام بإخفاء الخسارة عن إدارة البنك في لندن في حساب يحمل رقم 88888 حتى بلغ إجمالي الخسارة 850 مليون دولار ولم يتمكن البنك تحمل هذه الخسائر وأعلن عن إفلاسه في 27 فيفري 1995 م

**ثالثا: أزمة بنك بير ستيرنز (2008)** يعتبر بنك بير ستيرنز (Bear Sturns) خامس أكبر بنك استثماري في وول ستريت وقد وصل إلى حافة الإفلاس ونتج عن ذلك : حدوث انهيار مفاجئ في ثقة زبائنه، الأمر الذي جعلهم يسحبون أرصدهم ومدخراتهم من البنك فلجأ بشكل عاجل عندها إلى الاقتراض والحصول على مساعدات مالية عاجلة من J.P.Morgan (Chase بالتضامن مع البنك الاحتياطي كما قام الاحتياطي الاتحادي (البنك المركزي الأمريكي) بخفض نسبة الفائدة على القروض المباشرة التي يقدمها للبنوك كما قام بتمويل المؤسسات المالية الكبرى وذلك من أجل حل أزمة الرهن العقاري ولولا هذا القرار لحدث انهيار مالي .

وصولا لأزمة 2008 التي هزّت القطاع المالي والمصرفي، ثم أزمة الديون السيادية في دول الاتحاد الأوربي وانعكاساتها السلبية على الاقتصاد الدولي. كل تلك الأزمات أصابت الاقتصاد الرأسمالي في صميم أفكاره و جوهر نظرياته، وأظهرت محدودية كفاءة مؤسسات صناعته المالية التقليدية و تزايد مخاطرها على المجتمعات الانسانية<sup>2</sup>. كما أن الطبيعة المزدوجة لأدوات الهندسة المالية من حيث: أنه يمكن استخدامها في التحوط ويمكن أيضا استخدامها في المجازفة وليس في طبيعتها ما يميز مقصود صاحبها من استخدامها، أيضا هذه الخاصية المزدوجة تمنح بصاحبها إلى المجازفة لأنها تتيح له الإسترباح ومع قوة الحافز للربح مقارنة بحافز التحوط نجد كثيرا من الشركات ينتهي بها الأمر للتضرر بسبب خسائر المجازفة ولقد أشار لين آرو "ARROW 2003 إلى أن المشتقات وأدوات تخفيض المخاطر قد لا

<sup>1</sup> بو عكاز نوال ، مرجع سابق ، ص 7.

<sup>2</sup> le 11/05/2014 à 15h00 كتب يوم 29 يناير 2014 بواسطة شبكة ضياء مؤتمر منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية " <http://diae.net/1409>

تستخدم دائما لهذا الغرض ، أي تخفيض المخاطر " إنها محايدة ولكن الناس يغامرون بها" ونفهم من هذا القول بأن المجازفين بدلا من تخفيض المخاطر يتسببون في زيادتها وأكد هذا الحديث أيضا تيمبل جورجيريل " TUMPEL GURGERELLE من البنك المركزي الاوروبي ، بقولها : " من المستحيل التمييز بين الصفقات التي في حقيقتها مراهنات بحتة وبين ما يهدف إلى توزيع الموارد ضمن عمليات الإقتصاد الحقيقي " <sup>1</sup>

فالهندسة المالية تسمح بتحديد المخاطر وتبادلها ولكن كثرة استعمالها دون ضوابط يجعلها تتناقض و الهدف الأساسي الذي وجدت لأجله وتصبح أداة مقامرة وتلحق الضرر بالمتعاملين بها، أيضا لا يخفى علينا بأنه من أسباب تداعيات الأزمة العالمية 2008 المضاربات والمشتقات المالية المبينة على ديون عقارية ، وهذا ما بين بأن التطبيق الخاطئ للهندسة المالية مع غياب الرقابة وغياب أيضا القيم الأخلاقية يؤدي إلى مخاطر جسيمة وإفلاس للشركات وتدهور للأسواق المال فما هي أهم العمليات الخطرة؟

لقد بينت الأزمات المالية والنقدية، اتساع الهوة بين الدائرة الاقتصادية الحقيقية والدائرة المالية والنقدية، التي تجلت في ارتفاع قيمة المشتقات المالية المتداولة التي تجاوزت 700 تريليون دولار مقابل ناتج إجمالي عالمي لم يتعد 70 تريليون دولار، وهكذا أصبحت الهندسة المالية موضع اتهام، من قبل الممارسين الذين يرون أن منتجاتها سامة، ليس فقط الأوراق المالية المدعومة بالقروض العقارية التي تسببت في اضطراب واسع، ولكن أيضا عملية توريق المخاطر التي اقترحت أن هذه الأوراق المالية آمنة . حيث فشل التوريق في مواكبة النمو الهائل في الأوراق المالية المعقدة، بينما فشلت المشتقات المالية في أداء دورها كأدوات فعالة للتحوط، فكانت النتيجة نشوب الأزمة المالية العالمية، و اتضح من خلال ذلك أن للهندسة المالية حدوداً في ظل العولمة المالية.

### الفرع الثاني: التطبيق الخاطئ للهندسة المالية:

إن المقامرة وعدم حساب المخاطر وغياب الرقابة على أسواق المال وعدم تدخل البنوك المركزية تؤدي جميعها إلى خسائر كبيرة مثلها: المضاربة على أسعار الفائدة دون تطبيق معايير مخاطر السوق ومن أهم العمليات الخطرة في التطبيق للهندسة المالية : ما يلي <sup>2</sup>

- الاستثمار في السندات الوهمية: مثل ما قامت به بعض البنوك في أوروبا وترتب عليه إفلاس بنك الاعتماد وبنك هيراشتر الألماني و المقامرة على حجم الرافعة المالية في أسواق إعادة الشراء والمنتجات المالية المركبة
- عدم توفر معلومات كافية عن البورصات العالمية للمدير المالي المحلي بخصوص المستحدثات المالية والمصرفية التي تعتمد

<sup>1</sup> سامي السويلم "التحوط في التمويل الإسلامي" ، مرجع سابق ، ص - ص 53 إلى 56.

<sup>2</sup> فريد النجار ، مرجع سابق ، ص ص 158-160.



### على المشتقات المالية

- ترجع أيضا المخاطر في المشتقات إلى أن قيمة الاستثمار فيها لا تدفع بالكامل مقدما بل تدفع هوامش فقط<sup>1</sup>
- وتظهر تلك المخاطرة من خلال حجم الإستثمار في العقود المشتقة والتي زادت بمعدل 184% من عام 2005 إلى عام 2007 أي من 5.742 بليون دولار إلى 11.324 بليون دولار)
- المنافسة الشرسة في أسواق المشتقات المالية في العالم وتخفيض الهوامش على عقود جديدة بتداول خارج البورصة
- استخدام الحكومات للمشتقات المالية كعنصر جاذب للعمالات الأجنبية دون تحليل المخاطر مسبقا
- الطلب المتزايد للبنوك على المشتقات لتعويض خسائر العمليات التقليدية.
- خطأ التقديرات الناتجة عن استخدام المشتقات وخاصة الخيارات وغياب الحيطه والحذر في استخدامها
- التعديل المستمر في هوامش التأمين يشكك في طلب وعرض العقود الآجلة بالإضافة إلى التقلبات السريعة في الأسعار تؤدي إلى مخاطرة كبيرة<sup>2</sup>.

### الفرع الثالث: آفاق ومستقبل الهندسة المالية حسب آراء بعض العلماء

أولا: رأي "Drucker" يتضح من العروض السابقة وبالرغم من واقع الهندسة المالية المتدهور فإن المنتجات والأدوات المالية الجديدة سوف تزداد وتنوع نظرا لتطور البورصات وأسواق المال الدولية، وكما أن السوق الموحدة المتشابكة والمترامية الأطراف عبر العالم سوف تشجع على تداول المشتقات المالية الجديدة وهذا نستنتجه من كلام "Drucker" إذ يقول: "إن الصناعة المالية، إذا أزادت النهوض من واقعها المتدهور فأمامها طريقان<sup>3</sup>

**1- استبدال الهندسة القائمة بأخرى مستحدثة:** بمعنى يجب استبدال الصناعة الحالية بعناصر وأفكار جديدة، كما حدث لسوق المال بلندن بعد أن كانت في طريقها إلى الانحصار قبل أربعين عاما، جاء المهاجرون من ألمانيا وسويسرا وفرنسا وأمريكا وساهموا في إحيائها وجعلها من أبرز المراكز العالمية

**2- تكييف المؤسسات مع الواقع الجديد:** إن الطريق الثاني هو أن تعيد المؤسسات صياغة نفسها لتكون مبدعة<sup>4</sup> ومبتكرة لمنتجات جديدة بالفعل ويؤكد الكاتب "Drucker" بأنه من الممكن جدا أن يوجد اليوم من يخطط ويعمل لاستغلال الفرص المعطلة أو ابتكار منتجات رائدة والتي ستستبدل الخدمات القائمة أو تحولها إلى منتجات خاسرة، ثم

<sup>1</sup> المانسيح رابع أمين، مرجع سابق، ص 62

<sup>2</sup> هناء محمد هلال الحنيطي "دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية" المؤتمر العلمي الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصاديات العالمية

المعاصرة" عمان، الأردن، 2/1 ديسمبر 2010، ص 9

<sup>3</sup> نوال بوعكاز، مرجع سابق، ص 18

<sup>4</sup> العبادي، هاشم فوزي دباس "الهندسة لمالية و ادواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية" مرجع سابق، ص 47



يختم Druker مقالته بأنه: قد لا يكون الوقت قد فات للمؤسسات المالية الضخمة اليوم لتعود إلى الابتكار مرة أخرى لكن الوقت بالتأكيد متأخر جداً<sup>1</sup> كما يعد أيضاً التطور المستمر لتقنيات الاتصال والحاسوب عوامل التغيير الرئيسية في عالم المال بصفة خاصة، بالإضافة إلى التطورات المستقبلية المحتملة في المجال القانوني والمؤسسي مثلاً:

- إمكانية تخفيض تكاليف النماذج والبرامج التي يمكن أن تستعمل لتسعير الأدوات النمطية والمقايضات لأغراض الرقابة.

- قدرة مسيري الشركات بكل أحجامها (الصغيرة المتوسطة والكبيرة) وفي كل دول العالم على تعلم الهندسة المالية وتطبيقها في مشاريعهم وذلك بالدعم من نظرائهم من خلال الأنترنت وغيرها من الوسائل المتطورة

- سوف تصبح أدوات الهندسة المالية أكثر سهولة واستعمالاً، وقد تطل حتى الأفراد والمؤسسات الصغيرة ويصبح الأفراد ممارسين نشيطين للهندسة المالية كل هذه العوامل ستؤدي في المستقبل إلى انتشار الهندسة المالية.

**ثانياً: رأي فريد النجار** : إن التوسع في بناء قواعد البيانات المالية وأمن المعلومات، مع اتجاه الشركات نحو بناء نظم المعلومات المالية و مراكز دعم القرارات المالية، هذا بجانب إقدام صناديق الاستثمار والبنوك والمراكز المالية في العالم على استخدام النظم المالية الحبيبة سوف يضاعف من حجم ونوع التداول في الأوراق المالية ومن ثم يؤدي إلى دور جديد للهندسة المالية<sup>2</sup>؛ إذ تحتاج التغييرات السريعة في بنود المركز المالي والمنتجات والأدوات المالية إلى أساليب جديدة في الإدارة المالية تحقق أرباحاً من النشاط الاقتصادي (الاستثمار في الأصول الثابتة والمتغيرة) وأرباحاً في الاستثمارات المالية في الأوراق المالية و الأوراق التجارية و العملات بالمراجعة الدورية والقرارات السليمة لكل من أسعار الفائدة وأسعار الصرف و درجات التضخم وحركة البورصات وتستخدم الهندسة المالية كطراز جديد مع كل تغييرات مالية مثل حالات الاندماج والتصفية و التوسعات والإفلاس وإعادة الهيكلة المالية وغيرها.

**ثالثاً: رأي بعض الخبراء في النظام المالي**: إن النظام المالي العالمي بات بحاجة ماسة إلى إصلاح كما يقرر خبراءه ومنهم على سبيل المثال لا الحصر<sup>3</sup>:

1- ألان بلايندر ( Alan S. Blinder ) أستاذ الاقتصاد في جامعة برينستون وكان نائب رئيس مجلس محافظي بنك الاحتياط الفيدرالي (1996-94) وعضو هيئة المستشارين الاقتصاديين في الولايات المتحدة الأمريكية (1994-93) كتب مقالاً نقدياً في مجلة " Foreign Affairs " عدد سبتمبر/أكتوبر 1999، يدعو فيه إلى مشروع إصلاح من ثمان مبادئ للنظام

<sup>1</sup> سامي بن ابراهيم السويلم "صناعة الهندسة المالية"، مرجع سابق، ص 10

\* Druker: هو أمريكي الجنسية؛ نمساوي الأصل ولد في فينا 1909 وتوفي نهاية سنة 2005، أستاذ جامعي شهير له أكثر من 30 كتاب من أشهر الجرائد التي يكتب فيها (wel streat journal) يعتبر من مؤسسي علم الإدارة.

<sup>2</sup> فريد النجار "المشتقات و الهندسة المالية" مرجع سابق ذكره، ص 313

<sup>3</sup> عبد الحميد محمود البعلي "المشتقات المالية في الممارسة العملية و في الرؤية الشرعية" الديوان الأميري، الكويت، ديسمبر 1999 م، ص 44

المالي العالمي الحالي، أول أربعة منها تدعو لاجتناب الأزمات من قبل أي دولة، والثلاثة التالية لتفعيل دور الصندوق في إطفاء الحرائق-الأزمات- وتقليل تكاليفها، والأخير وقائي من قبل النظام الجديد المقترح لتقليل عدد الأزمات حيث يعتقد أن أحد المخارج لمواجهة المضارين إلى جانب كل ما تقدم، هو وضع أموال طائلة من العملات الأجنبية تحت تصرف فرق الإنقاذ الدولية لإخافة المضارين<sup>1</sup> من دخول المغامرة، ويعترف بأن الآلية في غاية الصعوبة

2- الخبير الدولي الدكتور وليام لارالدي يدعو إلى تأسيس نظام مالي جديد في العالم:

أكد مدير مجموعة الـ 24<sup>2</sup> في واشنطن الدكتور وليام لارالدي (فنزويلي الجنسية) على ضرورة صياغة نظام مالي عالمي جديد يحافظ على مصالح الدول النامية ويقلل من هيمنة الدول الصناعية الكبرى ويجول دون حدوث أزمات أو هزات ترزعج الاستقرار المالي والنقدي في العالم في أعقاب الأزمة المالية الحادة التي هزت دول منطقة جنوب شرق آسيا وذكر أن النظام المالي القائم كان دائماً رهن مصالح الدول الصناعية الكبرى ومسخر لخدمة مصالحها، نظراً لأن هذه الدول تستحوذ على القطاعات المالية المؤثرة وتمتلك العملات التي تستخدم كاحتياطات نقدية ولها اليد في عملية وضع القرار داخل المؤسسات المالية الدولية، ولا يمكن أن تتخذ هذه المؤسسات الدولية قراراً يخرج عن نطاق رغبة تلك الدول المهيمنة. وأضاف أن المقصود بالهيكل الجديد هو تحديث النظام القائم والمزج بين المؤسسات الموجودة في النظام المالي العالمي، مؤكداً على الدور المهم الذي تقوم به التجمعات الاقتصادية للدول النامية مثل مجموعة الـ 15 ومجموعة الـ 24 ومجموعة الـ 77 وغيرها في تعزيز موقفها في التفاوض مع بقية دول العالم الأخرى.

و من خلال هذه الآراء استنتجت الباحثة بأن مستقبل الهندسة المالية هو استبدالها بآخرى مستحدثة والبديل في نظرها هو الهندسة المالية الإسلامية حيث تبرز بدائل الصناعة المالية الإسلامية، في شكل منتجات مالية ومصرفية، تقوم على مبادئ نظام المشاركة الذي تنتفي في إطاره التكاليف المسبقة للتمويل وما يرتبط بها من شروط مجحفة وضمانات مرهقة، ويتطور في ظل التصكيك القائم على الأصول الحقيقية، إن الصناعة المالية الإسلامية القائمة على مبدأ الابتكار الذي ترشده ضوابط المعاملات المالية في الاقتصاد الإسلامي يعد من أفضل البدائل لتطوير الهندسة المالية التي توفر المنتجات والأساليب التمويلية التي تحقق أعلى درجات الكفاءة التخصيصية والاستخدامية للموارد، خصوصاً بعدما كشفت الأزمات الدورية عن انحرافات أخلاقية (غش، غرر، ربا، قمار، ميسر) هي التي تؤدي إلى انفجار الفقاعة وحدثت الأزمة ولا يوجد نظام تمويل يحرم المعاملات الغير أخلاقية من غير نظام التمويل الإسلامي وبما أن الصناعة الإسلامية حديثة مقارنة بالتقليدية فنحن نتساءل عما ستقدمه هذه الأخيرة من خبرة و تطور وكفاءة للصناعة الإسلامية ولهذا إرتأينا بأن يكون الفصل الثاني محالاً و ناقداً لأدوات الهندسة المالية التقليدية قبل التطرق للصناعة المالية الإسلامية.

<sup>1</sup> عبد الحميد محمود البليبي، مرجع سابق ذكره، ص 47

<sup>2</sup> تجدر الإشارة إلى أن مجموعة الـ 24 تأسست عام 1973 وتضم ثماني دول من أفريقيا وثمان دول من أمريكا اللاتينية وسبع دول أسيوية إضافة إلى يوغسلافيا التي تجمدت عضويتها مؤخراً، وتهدف هذه المجموعة للدفاع عن مصالح الدول النامية في المحافل الاقتصادية والمالية العالمية والدخول في حوار مستمر مع الدول المتقدمة لتعظيم مكاسب الدول النامية.

### خلاصة الفصل الأول

تزداد الأسواق المالية تطوراً ومنافسة؛ ولكي يتسنى الاستفادة من الأسواق التي تتغير بسرعة ومواجهة المنافسة المتزايدة، لا بدّ من عنصرين هما: الهندسة المالية والابتكار.

تعد الهندسة المالية منهجاً لنظام التمويل؛ يهدف إلى تحقيق الكفاءة في المنتجات و العمليات المالية وتطويرها في ظل الاحتياجات التي تتصف بأنها متجددة ومتنوعة وتكمن حقيقتها من خلال أهمية دور الموازنة بين عدة أهداف ومن ثم تصميم أدوات وآليات مبتكرة تستوعب كل هذه الأهداف كإدارة مختلف المخاطر المالية التي تواجه المؤسسات و التحوط من المخاطر المرتبطة بالتغير في أسعار الفائدة السائدة أو التغير في أسعار الصرف وكذا المضاربة على أسعار الأصول المالية لتحقيق عوائد من فروق الأسعار، إضافة إلى إمكانية استغلال فرص مراجعة تعيد الأسعار إلى حالة التوازن إضافة إلى تجاوز مختلف القيود التي تفرضها السياسات المالية والنقدية في البيئة المحيطة.

ظهرت الهندسة المالية كعملية تطويرية لها الفضل في تنشيط البورصات المالية والعالمية بالإضافة إلى الأثر الذي أحدثته في التفكير الاستراتيجي للمنشآت المالية والمصرفية وظهور الأسواق المالية الناشئة والمراكز المالية العالمية و لقد حققت أهدافها من خلال الدور الرئيسي الذي قامت به وبهذا اتضح جيداً مساهمة الهندسة المالية في تحسين آداب المؤسسات المالية وذلك من خلال تخفيض التكاليف وسرعة تنفيذ العمليات وتحقيق المكاسب وتعددت آثار الهندسة المالية على المتغيرات الاقتصادية حسب مدى تأثير صناعة الابتكار و الإبداع المالي عليها، فهذا التوسع سمح للمعاملات المالية بالتحكم حتى بالاقتصاد الحقيقي حيث زاد الابتكار المالي من زيادة الدين والذي أصطلح على تسميته بالرافعة المالية في قاموس الهندسة المالية، وهذا التوسع في الدين له تفسيران الأول: هو إمكانية الحصول على كل ما تريده وفي وقت قصير

الثاني: أنك تستطيع الحصول على ما تريده دون أو بمقابل ضئيل جداً، وهكذا انكسرت حواجز الحيطة والحكمة وكانت النتيجة أزمات دورية تعصف كل مرة بالاقتصاد مسببة خسائر كبيرة

اتضح جلياً بأن الهندسة المالية سلاح ذو حدين فالتطبيق الخاطئ لها يؤدي إلى مخاطر جسيمة وهذا ما يجعلنا نتساءل عن مستقبل الهندسة المالية وكانت الإجابة عند بيتر دراكر إذ يقول يجب "استبدال الهندسة القائمة بأخرى مستحدثة و تكييف المؤسسات مع الواقع الجديد وكذلك فريد النجار إذ حث على إيجاد "أساليب جديدة في الإدارة المالية وكانت إجابة

الباحثة بأن هناك بديل ظهر حديثاً وصمد أمام أزمة 2008 م وهذا البديل يشجع الكفاءة الاقتصادية ولكن بضوابط شرعية ويعد من أفضل البدائل لتطوير الاقتصاد وتحقيق التنمية لأنه في نظر الباحثة؛ الأزمات المالية الرأسمالية هي أزمات أخلاقية وحتى نبين هذا ارتأينا تخصيص الفصل الثاني لتحليل عمليات وأدوات الهندسة المالية بهدف التعرف على تقنياتها و تحديد مزاياها و عيوبها.

## الفصل الثاني: منتجات الهندسة المالية

### تمهيد

تمثل منتجات الهندسة المالية وخاصة المشتقات المالية الموضوع الأكثر جدلا بين الكتاب والمتعاملين بهذه الأدوات، فعلى الرغم من مرور أكثر من ربع قرن على التعامل المنظم بهذه الأدوات إلا أن الكتاب والمتعاملين بها لازالوا ينقسمون وبصورة واضحة إلى فريقين متعاكسين ففي حين يرى الفريق الأكثر تفاؤلا بأن هذه الأدوات تعد مفتاحا لحل العديد من المشاكل التي تواجه المؤسسات الاقتصادية والمالية من خلال إمكانية استعمالها في إدارة المخاطر؛ هناك فريق آخر يصر على عدم التعامل بها إطلاقا، بسبب المخاطر الكبيرة التي تصاحبها حتى أن البعض يعرفها بأنها وحش المالية المفترس و"ديناميت" الأزمات المالية.

نهدف من خلال الفصل الثاني إلى تكملة وتطبيق مجالات استخدام الهندسة المالية في سوق المال من خلال التعريف بأدواتها باعتبارها من أحدث الأدوات المتداولة في الأسواق المالية حيث شهدت السنوات الأخيرة ظاهرة طغت ملامحها على الأسواق المالية العالمية، وهي الإقبال على المشتقات إقبالا منقطع النظير مما ضخم حجم التعاملات بها، فتعاظم تأثيرها على الأسواق المالية، إذ ينظر إلى المشتقات على أنها أداة للتغطية ضد مخاطر التغيرات في الأسعار، وإتاحة فرص أفضل لتخطيط التدفقات النقدية، وكذلك إتاحة فرص استثمار جديدة، إضافة إلى كونها أداة للتنبؤ واستكشاف السعر الذي سيكون عليه الأصل محل التعاقد في السوق الحاضرة.

سنحاول التعريف بأدواتها منذ نشأتها إلى تطور أسواقها وأساليب القياس بالإضافة إلى التسعير بهدف التعرف على كيفية استخدام أدواتها في إدارة المخاطر بالأسواق المالية والتعرف على كيفية تفعيل نشاطها بابتكار الحلول للمشاكل والمعوقات وتقليل التكاليف.

و عليه سنتناول في هذا الفصل المخصص لمنتجات الهندسة المالية المباحث الثلاثة التالية : المبحث الأول سنعرض فيه بعض أهم أدوات الهندسة المالية في سوق المال أما في المبحث الثاني قمنا بالتركيز على منتجات المشتقات المالية وإدارة المخاطر وطرق قياسها وتقديم بعض أنواع المشتقات المستخدمة في الأسواق العالمية ثم ركزنا اهتمامنا في المبحث الثالث على هندسة الخيارات المالية باعتبارها من أشهر و أحسن ما قدمته الهندسة المالية.

### المبحث الأول: أدوات الهندسة المالية

نهدف من خلال هذا المبحث إلى إبراز أهمية منتجات الهندسة المالية ومدى تفعيلها وتطويرها لسوق الأوراق المالية باعتبارها مصادر تمويل في الاقتصاد العالمي، فتنوع المنتجات المالية يتمكن المستثمر من تقليل المخاطر وزيادة عوائده، الأمر الذي سيؤدي إلى زيادة حجم الإستثمار في سوق المال سوف نقسمها إلى أدوات سوق النقد وأدوات سوق رأس المال و مشتقات.

### المطلب الأول: أهم أدوات الهندسة المالية في سوق النقد

سوف نتطرق إلى أهم منتجات الهندسة المالية التي عرفها سوق النقد:

### الفرع الأول: شهادة الإيداع القابلة للتداول:

ظهرت شهادات الإيداع في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1961 واعتبرت مصدرا رئيسيا للأرصدة الإضافية في مصارفها وأصدرت سنة 1966 في لندن<sup>1</sup> وعرفت بأنها أدوات مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية تصدر في إحدى المؤسسات أو البنوك الدولية (مثل بنك نيويورك (Bank of New York) أو دوتش بنك (Deutsche Bank) بالدولار الأمريكي أو بعملات أجنبية أخرى متداولة بالسوق الحرة مقابل الاحتفاظ بغطاء يقابلها من الأسهم المحلية، بالاتفاق مع شركة مصدرة محلية وذلك بإيداع الأوراق المالية الخاصة لدى بنك الإيداع أو بنك الإصدار ويتم تبادل هذه الشهادات كبديل للأوراق المالية الأصلية وهذه الشهادة لها كافة حقوق مالك السهم المحلي من حيث التوزيعات النقدية والعينية وبيع الأسهم... إلخ<sup>2</sup>

### أولا: أنواع شهادات الإيداع

**1- شهادات الإيداع الأمريكية (ADRS) American Depository receipts** وهي تلك الشهادات التي يتم إصدارها

وتداولها في الولايات المتحدة الأمريكية مقابل ايداع الأوراق المالية لإحدى الشركات الأجنبية.

**2- شهادات الإيداع الدولية (GDRS) Global Depository Receipts** وهي تلك الشهادات التي يتم إصدارها وتداولها

في أكثر من سوق مالي من أسواق المال الدولية (خاصة في أوروبا) وذلك وفقا لشروط ومتطلبات السوق.

### ثانيا: خصائص شهادات الإيداع:

<sup>1</sup> -آمال العمش "دور الهندسة المالية المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية " دراسة نقدية لبعض المنتجات المصرفية الإسلامية" مرجع سابق ذكره ص - ص

<sup>2</sup> [http://www.egx.com.eg/getdoc/85aaabc7-f701-4e3a-b998-4ff93176581b/GDR\\_ar.aspx](http://www.egx.com.eg/getdoc/85aaabc7-f701-4e3a-b998-4ff93176581b/GDR_ar.aspx) p 1

البورصة المصرية "نبذة عن شهادات الإيداع" يوم: 2014/02/14 على 11 سا و45د

- 1- **الشركة المصدرة** : يجب أن يكون وضعها المالي جيد كما تقدم نتائج الأعمال لثلاث سنوات سابقة للإصدار وتقوم الشركة المصدرة بإبلاغ كل المعلومات الخاصة بالشركة التي ترغب في إصدار شهادات الإيداع لبنوك الإيداع وهذا ما يجعلها مضمونة.
  - 2- **عملة الإصدار**: تصدر بالدولار الأمريكي أو أي عملة متداولة في السوق الحرة في حين أن الأسهم المحلية تكون بالعملة المحلية مما يلغي مخاطر سعر الصرف.
  - 3- **القيود بالبورصة**: تصدر شهادات الإيداع بالسوق الخارجي ويتم قيدها بالبورصات العالمية وتعتبر بورصة نيويورك وكذلك بورصة لندن من أكثر البورصات التي تقيد الأوراق الأجنبية والشهادات الدولية.
  - 4- **التسوية والمقاصة**: تتم بأنظمة وشروط متفق عليها دولياً مثل: (Euroclear)، و (clear stream) في أوروبا ونظام (DTC) في الولايات المتحدة
  - 5- **الأرباح**: إن الشركة المحلية توزع الأرباح بالعملة المحلية في حين بنك الإيداع الدولي يتولى عملية تحويل الأرباح إلى العملات الأجنبية أو الدولار الأمريكي، وتوزيعها على ملاك شهادات الإيداع بعد خصم الضرائب إن وجدت.
  - 6- **حرية التداول**: تتداول في الأسواق الدولية بكل حرية<sup>1</sup>.
  - 7- **شراء، بيع واستبدال شهادات الإيداع**: يمكن لحامل شهادة الإيداع إلغاء شهادته أو<sup>2</sup> استبدالها بالأسهم المحلية وبحق له استبدال الأسهم المحلية بإصدار شهادات إيداع جديدة قابلة للتداول في السوق العالمي، كما يمكن له بيعها واسترداد أمواله أو إعادة شراء أخرى جديدة وكل هذا نتيجة لمرونتها.
- ثالثاً: الطلب على شهادات الإيداع**: هذه الشهادات تزيد من تنوع المحفظة المالية وتقلل من المخاطر وذلك بالتغلب عن مشاكل تسوية العمليات وعقبات سعر الصرف.
- وهكذا تعتبر شهادات الإيداع القابلة للتداول منتجاً مالياً يضاف لمنتجات الهندسة المالية والذي يعتمد عليه في حل مشاكل تمويلية عديدة فهي تمثل أوراق مالية ذات آجال مختلفة تعطي لحاملها مقابل ايداع مبلغ معين ويتقاضى مقابل ذلك فائدة محددة كما يستطيع تسيلها قبل تاريخ استحقاقها<sup>3</sup> وسنتطرق بعدها إلى اتفاقية إعادة الشراء.

<sup>1</sup>[http://www.efsa.gov.eg/content/efsa2\\_ar/laws\\_index/UG19362UG19363.pdf](http://www.efsa.gov.eg/content/efsa2_ar/laws_index/UG19362UG19363.pdf)

قواعد وإجراءات التعامل على شهادات الإيداع الدولية الصادرة le 15/02/2014 à 12h 30 min

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي " الأوراق المالية وأسواق رأس المال" توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية مصر ص 52

<sup>3</sup> أشرف محمد دواية " شهادات الإيداع القابلة للتداول رؤية اسلامية " بحث مقدم في "مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية ، الشريعة والقانون الإمارات العربية المتحدة 2004، ص-ص 946 – 947.

### الفرع الثاني: إتفاقية إعادة الشراء: Repurchase Agreement

تعتبر هذه الاتفاقيات أحد عقود المشتقات المالية في سوق النقد، تعتمد على وساطة بيوت السمسرة المتخصصة وهي بيع أوراق مالية أو أصول قابلة للتسييل بسعر محدد مع التعهد بشرائها من المشتري في تاريخ محدد<sup>1</sup> وسعر محدد يذكر في الاتفاقية، والتي تسمى باتفاقية (Repo)<sup>2</sup> وغالبا ما تكون فترة الاستحقاق قصيرة الأجل لتمويل عجز مؤقت، وبذلك فهي منتج مبتكر لتسهيل الحصول على التمويل في أي وقت من الأوقات والهروب من قروض فائض الاحتياطي الإلزامي و يوجد نوعين من اتفاقية إعادة الشراء: الساكنة ومدتها ليلة واحدة وأخرى مستمرة بمعنى تتجدد يوميا إلى أن تلغى من قبل أحد الطرفين<sup>3</sup>.

أولا: مكونات اتفاقية إعادة الشراء: تتكون من<sup>4</sup>

- 1- الصيغة:** أي أن يتعهد المستثمر بالشراء أو معكوسها، وذلك حسب مركزه فإن كان يريد الحصول على السيولة فيبرم اتفاقية تعهد بالشراء، وإن كان يريد أن يوظف السيولة المتوفرة لديه فيبرم اتفاقية عكسية
- 2- البائع (التمول)** يبيع نقدا و يشتري بالأجل والمشتري (الممول) وهو يشتري نقدا ثم يبيع بالأجل
- 3- الأصول المالية:** وهي عنصر الضمان (Collateral) في الإتفاقية والهدف منها هو توثيق الدين ومن أبرز الأصول المستخدمة في عمليات الريبو و الريبو العكسي هي: أذونات الخزانة (treasury bills) وشهادات مالية مدعومة برهونات عقارية (mortgage backed securities) وشهادات الايداع (certificate of deposits : CDS)
- 4- الأجل** إما أن تكون الفترة ليوم واحد (over night repo) أو لأكثر من يوم واحد وتسمى الريبو ذوالأجل (term repo)
- 5- العائد** ( معدل الريبو ) (Repo rate) ويقصد به الهامش على اتفاقية إعادة الشراء الذي يدفعه بائع الأصول المالية (التمول) أما معدل الريبو العكسي فهو الهامش على اتفاقية إعادة الشراء المعاكس الذي يحصل عليه المشتري والمعدل إما يحدده البنك المركزي بشكل رسمي أو حسب أسعار الفائدة في السوق بين المصارف التجارية و الفرق بين الريبو والريبو العكسي يهدف إلى التحكم في السعر الأعلى والأدنى على الفائدة

<sup>1</sup> أمال لعمش مرجع سابق ذكره، ص 82

<sup>2</sup> Roland Portait et Patrice poncet "Finance de Marché: Instrument de base, produits derives, portefeuilles et risqué" imprimé en France edition DALLOZ, 2008 P-P : 100-101

<sup>3</sup> طاهر حيدر جردان "الاساسيات الإستثمار" دار المستقبل للنشر و التوزيع، 2009، الأردن، ص 153

<sup>4</sup> يوسف بن عبد الله الشبيبي "أدوات إدارة مخاطر السيولة وبدائل اتفاقية إعادة الشراء في المؤسسات المالية" ص- 5-6

اطلع عليه يوم 2014/02/15 الساعة 12H 00 <http://www.kantakji.com/media/9373/dr-yousif-al-shubaily-1.pdf>



ثانيا : وظائف اتفاقية إعادة الشراء: تستخدم للعديد من الأغراض

- استخدامها كأداة للسياسة النقدية، في عمليات السوق المفتوحة للسيطرة على حجم الائتمان وتعديل مستوى السيولة لغرض معالجة حالات التضخم والانكماش في الاقتصاد.

- توفير السيولة العاجلة مثل المقاصة اليومية بين البنوك وكذلك توظيف السيولة الزائدة

- الاستفادة من فرق الهامش بين الريبو و الريبو العكسي

وهناك عدة أدوات أخرى مثل بطاقات الائتمان و أوراق اليورو دولار وأوامر السحب القابلة للتداول (Now) وحسابات (Now super) وغيرها من الأدوات التي ابتكرتها قديما الهندسة المالية في سوق النقد وما يهمننا بالدراسة في هذا البحث هو عملية التوريق.

**الفرع الثالث: عمليات التوريق:** يتعلق الأمر بتوريق القروض المصرفية ونقصد به إمكانية تحويل هذا النوع من الأصول

المالية غير السائلة إلى أوراق مالية (أسهم وسندات) قابلة للتداول في أسواق رأس المال وهي أوراق تستند إلى ضمانات لقد تم اللجوء إلى التوريق لتصحيح الخلل الناجم عن التفاوت بين تاريخ استحقاق الموجودات والمطلوبات وتحويل المخاطر الائتمانية للديون إلى طرف آخر يحاول تجزئة وتفكيك هذه المخاطر بطريقة فاعلة<sup>1</sup>.

**أولا: تعريف التوريق:** هو أداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية، يحدد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة

بأصول ثم وضع في صورة دين واحد معزز ائتمانيا ثم يعرض على الجمهور من خلا منشأة متخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية تقليلا للمخاطر و ضمان للتدفق المستثمر للسيولة النقدية للبنك<sup>2</sup> كما عرف التوريق باسم مشتقة سوق النقد وعرفه إخلاص باقر النجار بأنه تعريب لمصطلح اقتصادي انكليزي Securitization الذي يعني جعل الديون المؤجلة في ذمة الغير، كصكوك قابلة للتداول في سوق ثانوية أي عملية تحويل طبيعة الورقة من تجارية إلى مالية لبيعها للمستثمرين كشركات التأمين وصناديق التقاعد تستخدم عملية التوريق في سداد مقابل لها هو مترتب عليها من جراء دين<sup>3</sup> لقد حصلت أول عملية توريق في الولايات المتحدة في عام 1970 من القرن العشرين حيث تم توريق عدد من القروض السكنية ثم اقتصر على العقارات المرهونة وقروض السيارات والبطاقات الائتمانية ثم اتسعت لتشمل معظم التدفقات النقدية

<sup>1</sup> إخلاص باقر النجار، "قراءة في مفردات التوريق"، بحث مقدم إلى مجلة العلوم الاقتصادية، العدد (23) المجلد السادس، كانون الثاني: قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة، 2009، ص 195.

<sup>2</sup> عمر طالب وعبد المجيد غوي، "إعادة التمويل الرهني وأثره على المنظومة المالية والمصرفية في الجزائر"، مجلة الأكاديمية العربية المفتوحة، الدمارك ن العدد الثاني، 2007، ص- ص: 11-12.

<sup>3</sup> إخلاص باقر النجار: "قراءة في مفردات التوريق" مرجع سابق ص195 و ما فوق.

## 1-1- أسباب ظهور التوريق:

\* أزمة المديونية العالمية وزيادة خسائر المصاريف وارتفاع تكاليف تشغيلها بالإضافة الى لجوء المقترضين الكبار إلى الأسواق المالية مباشرة .

\* إنتعاش أسواق السندات على الودائع طويلة الأجل لانخفاض أسعار الفائدة في فترة السبعينات

\* ظهور وانتشار مفهوم البنوك الشاملة التي تسعى وراء تنويع مصادر التمويل من كافة القطاعات<sup>1</sup>.

## 1-2- آلية التوريق: طوي عملية التوريق على وجود أركان خمسة هي:<sup>2</sup>

- وجود علاقة دائنية أصلية بين دائن ومدين كالعلاقة بين البنك المقرض والفرد أو الشركة أو الحكومة المقترضة بالإضافة إلى رغبة الدائن في التخلص من الدين وتحويله إلى جهة أخرى.

- قيام الجهة المحال لها الدين بإصدار سندات جديدة قابلة للتداول في أسواق الأوراق المالية و ذلك استناد الأوراق المالية الجديدة إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة.

- وجود مستثمر، الذي تشتري السندات الجديدة ثم يقوم بتحصيل فوائدها في المواعيد المستحقة.

ثانياً: أنواع التوريق وأساليبه: تعتبر الديون المولدة للدخل المكون الأساسي لبرنامج التوريق والذي يتيح للمستثمر الحصول على عائد مناسب لاستثماره، ويمكن تصنيف التوريق على هذا الأساس إلى نوعين أساسيين هما:<sup>3</sup>

## 1- تصنيف التوريق وفقاً لنوع الضمان:

- التوريق بضمان أصول ثابتة: مثل التمويل العقاري الذي يكون العقار مرهوناً

- التوريق بضمان متحصلات آجلة: بمقتضى هذا النوع من التوريق تقوم بعض المؤسسات بتوريق بعض دخولها التي ستحققها في المستقبل بنفسها أو عن طريق شركة توريق الديون

## 2- تصنيف التوريق وفقاً لطبيعته

- إنتقال الأصول من خلال بيع حقيقي مقابل شهادات لنقل الملكية بإعادة بيعها وتوزيع التدفقات المالية وفقاً لحصص

محددة، وهنا تكون الأوراق المالية معبراً لتحقيق هذا الهدف، ويطلق على هذا النوع من التوريق بالتنازل

- توريق الالتزامات المالية الناشئة عن حقوق وأصول مالية ينشأ عنها أوراق مالية (سندات) تختلف فيما بينها وفقاً لدرجة

التصنيف وسرعة الدفع، إمكانية فصل مدفوعات الاصل عن الفائدة

<sup>1</sup> - عبد المطلب عبد الحميد "العولمة واقتصاديات البنوك"، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 52

<sup>2</sup> - مكي خالد فرحات "توريق الدين التقليدي والإسلامي: دراسة مقارنة" مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية - المجلد - 29 العدد الأول 2013 - ص 226

<sup>3</sup> ربيع بوصبيح العائش، مرجع سابق، ص 31.

3- أساليب التوريق: يتم التوريق بأحد الأساليب الثلاثة الآتية:

3-1 استبدال الدين: استبدال الحقوق والالتزامات الأصلية بأخرى جديدة، ويكون التحويل كلياً أو جزئياً إلى ورقة مالية.

3-2 التنازل: يعني التنازل عن الأصول لصالح الدائنين أو المقرضين ، ويشيع استخدام هذا الأسلوب في توريق الذمم الناشئة عن بيع بعض الأصول أو إيجارها.

3-3 المشاركة الجزئية: يتضمن هذا الأسلوب بيع الذمم المدينة من قبل الدائن الأصلي إلى مصرف متخصص بشراء الذمم وتمويلها ، ولا يتحمل بائع الدين بعدها أي مسئولية فيما لو عجز المدين عن التسديد.

ثالثاً: مزايا ومخاطر التوريق: يمكن تمثيل مزايا و مخاطر التوريق في النقاط التالية :

1- المزايا :\* الاقتراض من الأسواق العالمية وخاصة الدول الناشئة حيث قامت هاته الأخيرة بتوريق موجوداتها كوسيلة

لتحسين تصنيفها الائتماني مثال: استطاع بنك الائتمان في البيرو من خلال توريق عائد بطاقات الائتمان لديه من الحصول على ائتمان AAA من مؤسسة سان آن يوزر العالمية<sup>1</sup>

\* يضمن التوريق البقاء والاستمرارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك بتوريق قروضها وضمائها من قبل مؤسسات خاصة حتى تخفف عنها كلفة الاقتراض نتيجة للمخاطر الكبيرة المحيطة بها<sup>2</sup>

\* يضمن التوريق تمويل الدين العام بدلا من إعادة الجدولة و تفاقم الديون الخارجية<sup>3</sup>

2- المخاطر المترتبة عند التوريق: يمكن الإشارة إلى بعض منها: المخاطر الائتمانية<sup>4</sup>، مخاطر الدول (مخاطر التحويل أثناء

الحرب) وليس بسبب يتعلق بالمدين ومخاطر السوق وهي المخاطر الناتجة عند تقلبات الأسعار وأسعار الفائدة وأسعار الصرف والأوراق المالية، مخاطر التشغيل، مخاطر قانونية" انتهاك القوانين إفشاء أسرار المعاملات ومخاطر الكفالات

المطلب الثاني: أهم الأوراق المالية المستحدثة في سوق رأس المال

طور المهندسون الماليون الأوراق المالية التقليدية (الأسهم و السندات) إلى عديد من الأوراق المالية المستحدثة ومن أهم أنواع الأوراق المالية المبتكرة الصادرة عن الشركات المدرجة في البورصات المنظمة وغير المنظمة هي مستحدثات الأسهم العادية، مستحدثات الأسهم الممتازة ومستحدثات السندات .

<sup>1</sup> اخلاص باقر النجار " قراءة في مفردات التوريق " مرجع سابق ذكره، ص 203 .

<sup>2</sup> «Emerging Markets securitization : opportunities challenge » journal union arab banks lebanon, 2000 N° 238.P130.

<sup>3</sup> اخلاص باقر النجار " قراءة في مفردات التوريق " مرجع سابق ذكره، ص 204

<sup>4</sup> D.Maher Hasan : « the significance of Basel 1 and Basel for the future of, bankings industry with special emphasis on credit information » union of arab banks.2002.N261 . p88.

### الفرع الأول: مستحقات الأسهم العادية:

بجانب الأسهم العادية التقليدية ظهرت بفضل الهندسة المالية أنواعا جديدة من الأسهم العادية وهي كالتالي:

#### أولا: الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

الأصل في توزيعات الأسهم العادية المصدرة لأحد الشركات مربوطة بالأرباح التي تحققها الشركة ككل ولكن بعض الشركات الموجودة في الولايات المتحدة الأمريكية أصدرت<sup>1</sup> أسهما إنتاجية يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام الإنتاجية وعلى الرغم من مزاياها<sup>2</sup> غير أنها خلقت نوعا من تضارب المصالح بسبب الاختلاف في تحديد أسعار التحويل بين الأقسام الإنتاجية.

#### ثانيا: الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:

الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعتبر بمثابة أعباء يجب خصمها من الإيرادات قبل احتساب الضرائب ولكن في أمريكا صدر تشريع ضريبي يسمح للشركات التي تباع حصة من الأسهم العادية إلى العاملين فيها في ظل خطة لمشاركتهم في ملكية المنشأة بخصم توزيعات الأسهم من الإيرادات قبل احتساب الضريبة<sup>3</sup>.

#### ثالثا: الأسهم العادية المضمونة:

في سنة 1984 في أمريكا ظهر ولأول مرة أسهما تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض<sup>4</sup> إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين من خلال فترة محددة عقب الإصدار بغرض تجنب مخاطر انخفاض قيمة السهم أدنى من قيمة شرائه والتعويض يكون إما في صورة أسهما عادية إضافية أو في صورة نقدية أو في صورة أسهما ممتازة<sup>5</sup>.

#### رابعا : أسهم المؤشرات:

استجابة للدعوة للمزيد من الابتكارات والكفاءة لأدوات الإستثمار فتحت بورصة نازداك أبوابها لقياد ما يسمى بأسهم المؤشرات Index shares كمحاولة لتخفيض مستوى المخاطر، فأسهم المؤشرات<sup>6</sup> هي أوراق مالية تعطي لحاملها حق شائع على محفظة مماثلة لمكونات، أحد مؤشرات البورصة حيث قيد أول سهم للمؤشرات في بورصة نازداك في 10 مارس 1999 وهو سهم (Nasdaq100) والذي ساعد بورصة نازداك على تحقيق نجاح في هذا الجانب، كما ارتفعت معدلات السيولة وعزف المستثمرون عن بورصة نيويورك لعدم وجود نظام تداول إلكتروني فيها وارتفاع التكاليف في

<sup>1</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سابق ذكره، ص 100.

<sup>2</sup> منير إبراهيم الهندي "الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات، الجزء 1" مرجع سابق ذكره، ص 338

<sup>3</sup> منير إبراهيم الهندي "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل" توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، مصر، 1998، ص 12

<sup>4</sup> منير إبراهيم الهندي، نفس المرجع السابق ذكره، ص-48

<sup>5</sup> محمود محمد الداغر، المرجع السابق ذكره، ص 100.

<sup>6</sup> منير إبراهيم الهندي "الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات، الجزء الأول" مرجع سابق ذكره، ص 352

المعاملات بها مما اضطرها في 31 يوليو 2001 إلى إدراج ثلاث أسهم مؤشرات الأكثر نشاطا في ذلك الوقت وهي: مؤشر (Nasdaq100) ومؤشر (SPY) standard poor's depository receipt (SPY) ومؤشر سهم الداوجونز الصناعي Dow Jones Industrial average (DIA) ونتج عند ذلك إبرام صفقات يومية بما يقارب 50 مليار دولار.

**الفرع الثاني: مستحدثات الأسهم الممتازة:** ظهرت بالإضافة إلى الأسهم الممتازة التقليدية أسهما ممتازة حديثة كالتالي:  
**أولا: الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:**

إن الأصل في الأسهم الممتازة أن لها توزيعات ثابتة لا تتغير وتتحدد بنسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم غير أنه في الولايات المتحدة الأمريكية في 1982<sup>1</sup> ظهر لأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة التي ترتبط فيها التوزيعات بمعدل العائد على سندات الخزانة، على أن يتم التعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاثة أشهر بناء على التغيرات التي تطرأ على عائد تلك السندات بشرط أن نسبة التوزيعات لا تقل و لا تزيد عن الحدود العليا و الدنيا المشروعة.

**ثانيا: الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت (1981 م):** هي أسهم ممتازة تعطى كتعويض لحملة الأسهم العادية عن انخفاض القيمة السوقية للسهم كتعويض لملاك الأسهم المضمونة حيث أن حامل الأسهم المضمونة له حق الأولوية في حالة الإفلاس وقيمة السهم الاسمية تعادل قيمة السهم العادي الاسمية ولها حق التوزيعات بنسبة تعادل ما يحصل عليه السهم العادي كما له حق التصويت في الجمعية العامة<sup>2</sup> للمساهمين

**ثالثا: الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:**

هي أسهم ممتازة يمكن تحويلها إلى أسهم عادية إذا ما رغب حاملها بذلك وعادة ما تكون قابلة للاستدعاء وذلك بهدف إجبار حاملها على تحويلها في حالة ما إذا كانت قيمة التحويل أعلى من سعر الاستدعاء ويحدد في نشرة الإصدار بطريقة تحويل الأسهم الممتازة ونسبتها وكذلك موعد تحويلها منذ بداية الإصدار.

**رابعا: الأسهم الممتازة ذات صكوك الشراء:**

هي صكوك تصاحب أسهما ممتازة تسمى ب (Warrants) تمنح صاحبها أو حاملها خيار شراء عدد معين من الأسهم العادية الصادرة عن الشركة مستقبلا وبسعر معين متفق عليه خلال فترة زمنية محددة، ويمكن تداول هذه الصكوك بذاتها أو أن يتم تداولها مع السهم الممتاز المصاحب لها.

**الفرع الثالث: مستحدثات السندات:**

استحدثت سندات في الثمانينات والتسعينات من القرن العشرين ولها سمات تختلف عن سمات السندات التقليدية العادية

<sup>1</sup> منير إبراهيم الهندي "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل" مرجع سابق ذكره، ص 55

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد "دليل المستثمر لى بورصة الأوراق المالية" كلية التجارة، جامعة عين شمس، الدار الجامعية، 2005م الإسكندرية، ص 22

وتم هذا الابتكار بعد أن حظيت السندات باهتمام كبير من قبل المهندسين الماليين وهي:

### أولاً: السندات التي لا تحمل معدلاً للكوبون:

هي سندات تباع بخصم على القيمة الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق، كما يمكنه بيعها في البورصة بالسعر السائد وذلك قبل تاريخ استحقاقها، وقيمة هذه السندات تزداد بمرور الزمن نتيجة لتراكم الفوائد<sup>1</sup>

### ثانياً: السندات ذات معدل الفائدة المتحرك:

يهدف هذا النوع من السندات لمواجهة التضخم فهي تسمح برفع معدلات الفائدة أو خفضها حسب تغيير معدلات العائد في السوق للسندات طويلة الأجل حيث يتم فيها تقييم أسعار الفائدة لمدة ستة شهور على أن يعاد النظر فيها دورياً كل نصف سنة بهدف تعديل سعر الفائدة لتدعيم قدرة المستثمرين على مواجهة التضخم<sup>2</sup>

### ثالثاً: السندات ذات الدخل:

هي سندات مشروطة بتحقيق الشركة للأرباح<sup>3</sup> فإذا حققت الشركة أرباحاً فإن حامل السند سيحصل على فائدة أعلى من سعر الفائدة الثابت على السندات الأخرى<sup>4</sup>.

### رابعاً: السندات الرديئة (متواضعة الجودة):

تهدف لامتلاك محليين، إدارة الشركة وحصص كبيرة من رأس مال المنشأة التي يديرونها استجابة للتطورات التي شهدتها سوق المال في مجال التمويل وعمليات الاندماج وشراء جزء من الأسهم المتداولة في البورصة ويكون فيها معدل الكوبون مرتفع من أجل تعويض مستمر عن المخاطر المتعلقة بها.

### خامساً: سندات المشاركة:

تمنح المستثمر حق الفوائد الدورية إضافة إلى جزء من الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها.

### سادساً: السندات القابلة للتحويل (Convertible)<sup>5</sup>

فهي عبارة عن سندات يمكن تحويلها لأسهم إذا ما رأى حاملها ذلك، ففي أغلب الأحيان تحتوي هذه السندات على فقرة تخول للشركة أو الجهة المصدرة حق استدعاء السند القابل للتحويل عند السعر الاسمي مع احتمال زيادة معينة.

<sup>1</sup> منير إبراهيم الهندي "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل" مرجع سابق، ص 56

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد ونحال فريد مصطفى "الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات" الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004م، ص 352

<sup>3</sup> محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد ونحال فريد مصطفى، مرجع سابق ذكره، ص 352

<sup>4</sup> منير إبراهيم الهندي "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل" مرجع سابق، ص 57

<sup>5</sup> http://islamfin.go-forum.net/” 15/05/2014 بقلم أبو ذر محمد أحمد الجلي « الأسس العامة والأبعاد للتمويل الإسلامي»

وهذه الورقة المالية تسمح لحاملها بالتحول من سوق السندات لسوق الأسهم من دون الحاجة لإجراء معاملات خارجية جديدة ومن دون التعرض لمخاطر تقلب الأسعار

**سابعاً: السندات المضمونة بأصول (التوريق):** هي أدوات التي يتم تداولها في البورصة و تكون مضمونة بأصل له عائداً أو إيراد تمتلكه الشركة المصدرة<sup>1</sup> وهي أدوات تجلب المستثمرين لارتفاع عوائدها ومن الممكن تضيف السندات المضمونة بأصول إلى سندات رهن عقاري أو سندات غير عقارية مثل ديون المشروعات الصغيرة، والسيارات المؤجرة والأوراق التجارية المضمونة بأصول و بطاقات الائتمان وقروض شراء الأراضي والمنازل وغيرها ولقد زاد حجم التعامل بالسندات المضمونة في أصول البورصات العالمية والناشئة بحيث في عام 1995 بلغ حجمها 316.3 مليار دولار أمريكي وفي 2002 بلغ حجمها بـ 1489.9 مليار دولار أمريكي ومن بين البورصات الناشئة التي ازدهرت فيها تداول السندات المضمونة هي: ماليزيا، كوريا الجنوبية، باكستان، سنغافورة، البرازيل، جنوب إفريقيا، بولندا وحديثاً مصر.

**ثامناً: سندات صكوك الشراء:** هي سندات معها صكوك 'warrants' تصدرها الشركة<sup>2</sup>، تعطي المستثمر خيار شراء عدد معين من أسهم الشركة مستقبلاً وبسعر متفق عليه خلال فترة زمنية محددة<sup>3</sup>، وهذه السندات تشبه الخيارات في كونها مرتبطة بالأوراق المالية التي تصدرها الشركة وتختلف عنها في جوانب أخرى منها

- السندات ذات صكوك الشراء تصدر عن الشركة نفسها بينما الخيارات تصدر عن المستثمرين
- في حالة تنفيذ الصكوك فإنه ستحدث زيادة في عدد أسهم الشركة بينما في حالة ممارسة خيار الشراء فلن تحدث زيادة في حجم أسهم الشركة.

خيار الشراء لفترة زمنية قصيرة نسبياً (بضعة أسابيع) بينما صكوك الشراء تمتد لفترات زمنية ما بين سنتين وعشر سنوات وتستطيع الشركة المصدرة للسندات ذات صكوك الشراء تغيير شروط العقد في أي لحظة وإجبار حاملها على التنفيذ.

### المطلب الثالث: المشتقات المالية:

تصنف الأوراق المالية المتداولة في سوق المال إلى مجموعتين أساسيتين: أدوات رئيسية وتتألف من الأسهم والسندات بشكل أساسي وهي عصب أسواق المال الحاضرة، كما يتطلب تداولها تسليم الأوراق التي تتضمنها الصفقة وتسديد قيمتها خلال فترة قصيرة وهناك أدوات مالية مشتقة وهي عبارة عن عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول (أسهم سندات، سلع، عملات... إلخ) وذلك في نطاق المصطلح العلمي المسمى بالهندسة المالية.

<sup>1</sup> جميل أحمد توفيق "أساسيات الإدارة المالية" دار النهضة للنشر و الطباعة، بيروت، بدون سنة نشر، ص 398

<sup>2</sup> خالد محمد نصار، مرجع سابق ذكره، ص 127

<sup>3</sup> منير إبراهيم الهندي "الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات" الجزء 1، مرجع سابق ذكره، ص 378

وفي السنوات الأخيرة ازداد التعامل بهذه الأدوات المعقدة لدرجة أن عددا كبيرا من الذين أبرموا الاتفاقات والصفقات لم يعرفوا قيمة الأصول التي تم شراءها.

كما أن هذه الأدوات لا تخضع للرقابة ولا توجد قوانين لتنظيمها ولا توجد آلية لتسعيرها بدقة ونتيجة لتشابك وتعقيد معاملاتها استفحلت حيث أن التشابك وصل مرحلة خطيرة من التعقيد بحيث إذا عصفت أزمة بإحدى الشركات قد تؤدي إلى انهيار سلسلة من الشركات ولقد وصفها وارني بافيت (Waren Buffet) الأمريكي الملياردير المعروف بأنها أسلحة دمار مالي شامل وذلك لتخريبها لعدة مؤسسات مثل ليمان براذرز عملاق التأمين أي جي AIG واللاعب الأكبر في تأمين و ضمان الديون والمشتقات المشبوهة.

**الفرع الأول: مفهوم المشتقات المالية: تعددت التعاريف التي تناولت المشتقات المالية ومنها:**

**أولا: تعاريف المشتقات المالية:**

- 1- تعريف المجموعة الإستشارية لنظم المحاسبة القومية: المشتقات المالية "** هي أدوات مالية ترتبط بأداة معيثة أو مؤشر أو سلعة والتي من خلالها يمكن بيع و شراء المخاطر المالية في الأسواق ، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد وعلى خلاف أدوات الدين ،فليس هناك ما يتم دفعه مقدما ليتم استرداده<sup>1</sup> ، وليس هناك عائد مستحق على الإستثمار ، وتستخدم المشتقات لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر والتحوط من المخاطر والمراجحة بين الأسواق والمضاربة<sup>2</sup>
- 2- تعريف صندوق النقد الدولي: المشتقات** هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية مجال التعاقد و لكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمارا لأصل المال في هذه الأصول وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد فإن أي إنتقال للملكية الأصل<sup>3</sup> محل التعاقد والتدفقات النقدية تصبح أمرا غير ضروري:<sup>4</sup>
- 3- تعريف العقود المشتقة:** هي عقود تتم بين طرفين و يقتضي بموجبها تثبيت سعر سلعة ما في الوقت الحاضر على أن يتم تسليمها بهذا السعر الثابت في المستقبل.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> <http://128.118.178.162/eps/mac/papers/0504/0504004.pdf> " AN OVERVIEW OF THE LITERATURE ABOUT DERIVATIVES by Chiara Oldani le 11/05/2014 à 18h00

<sup>2</sup> <http://www.nber.org/chapters/c12835.pdf> " System national accounts group (SNA) -1993 IMF working paper :p 8-9

<sup>3</sup> Michel BARNIER , « **Un Jour Nouveau Sur Les Marchés de Produits Dérivés** », Revue de LaStabilité Financière, n 14 « Produits Dérivés :Innovation Financière et Stabilité », Banque de France, juillet 2010, p18

<sup>4</sup> Issues of measurement related to market size and macroprudential risks in derivatives markets (Brockmeijer Report)CGFS Publications No 5February 1995 le 14/02/2014 à 15h00

<sup>5</sup> سيد سالم عرفة "إدارة المخاطر الاستثمارية" دار الراية، عمان، 2009، ص 141



**4- التعريف الاستنتاجي:** من خلال التعاريف السابقة يمكن تلخيص مفهوم المشتقات بأنه:<sup>1</sup> عقود تتم تسويتها في

تاريخ مستقبلي، تتوقف قيمتها على قيمة الأصل المعني و يتضمن العقد تحديد سعر معين للتنفيذ المستقبلي وتحديد الكمية التي يطبق عليها السعر وتحديد الزمن الذي يسري فيه العقد وكذلك تحديد الشيء محل التعاقد<sup>2</sup> والذي قد يكون سعر الفائدة، ورقة مالية، مؤشر أسعار، سعر سلعة، سعر صرف أجنبي ومنها عرفت الباحثة المشتقات كما يلي: هي أدوات ليست لها قيمة ذاتية بل هي عملية اشتقاق لأدوات مالية تقليدية كالأسهم والسندات، وليست أصولا مالية ولا عينية و إنما هي عقود يترتب عنها التزاما بين طرفين إحداها بائع و الآخر مشتري أي يترتب عليها حقا لطرف والتزاما على الطرف الآخر ومن خلال هذه التعاريف يمكن حوصلة الخصائص المميزة لهذه المشتقات

**الفرع الثاني : خصائص المشتقات المالية و أهميتها :**

**أولا: الخصائص**

**1- طبيعة العمليات خارج الميزانية:** يجرى التطبيق العملي على إثبات قيم الأدوات المالية التقليدية كالأسهم والسندات داخل الميزانية كخصوم أو أصول مما يسهل التعرف على أرصدها و تتبع تغيراتها أما الأدوات المشتقة التي تقتضي طبيعة التعامل في تداولها بقيم ضئيلة بصورة لا تعكس ما تتضمنه من قيم نقدية كاملة، وهذا ما يجعل المجال معرض لمخاطر عدم الإفصاح ومخاطر ضعف الرقابة<sup>3</sup>

**2- التعقيد:** غالبا ما يتم تصميمها من أجل الوفاء لأغراض خاصة، هذا ما يجعل وجود غموض حول كيفية استخدام أداة بعينها، وكيفية تقييمها وكيفية المحاسبة عنها وصف ستيفن ليبن (Lipen, 1993) المشتقات<sup>4</sup> ب

« Never I have seen a subject about people know so little » هذا ما كان يقال عنها في أسواق أمريكا.

**3- السيولة:** عادة ما تتميز المشتقات بسيولة عالية غير أنه في الوقت نفسه قد يصعب أحيانا تسوية بعض عقود المشتقات في الأسواق المشتقة مما يصعب عملية تقييمها.

**4- عدم وضوح القواعد المحاسبية:** إن التقدم السريع والنمو المتلاحق في مجال ابتكار واستخدام الأدوات المالية المشتقة والذي لا تواكبه استجابة محاسبية مماثلة وسريعة من أجل الرقابة على تلك الأدوات إذ يلاحظ وجود فجوة واسعة بين الواقع الاقتصادي الذي تمارس فيه وتنشط فيه تلك الأدوات وبين الاستجابة المحاسبية الناتجة عنها وهل ياترى هذا النمو السريع للمشتقات يعود لأهميتها؟

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد "المشتقات المالية" الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001 م ، ص-ص: 7-8

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد "حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية" الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2009 م، ص 58 .

<sup>3</sup> المانسع رابع أمين ، مرجع سابق ذكره ص-ص: 34-35

<sup>4</sup> منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات الجزء 1" مرجع سابق ذكره ص 22

### ثانيا: أهمية العقود المشتقة:

كان ابتكار عقود المشتقات وليد حاجة وضرورة وما يظهر ذلك هو الأهمية الاقتصادية لهذه العقود والتي تتمثل في تقديم خدمة التغطية<sup>1</sup> ضد مخاطر التغيرات السعرية وهي أيضا تتيح فرصا لتخطيط التدفقات النقدية فضلا عن إتاحة فرص استثمارية جديدة الى جانب كونها أداة تنبؤ بالأسعار في السوق الحاضرة في تواريخ لاحقة، و أنها تسهم في سرعة تنفيذ الإستراتيجيات الاستثمارية و تحقيق سمة الكمال للسوق ورغم الوظائف الاقتصادية العديدة للمشتقات إلا أن استخدامها دون خبرة و دراية كفيل بأن يلحق الضرر بمستخدميها

**الفرع الثالث: أسواق العقود المشتقة:** يتم تداول عقود المشتقات في أسواق المشتقات وهي إما أن تكون أسواقا منظمة أو غير منظمة بالإضافة إلى السوق المتنامية لأدوات إدارة المخاطر المالية التي تديرها مؤسسة التمويل الدولية وهي تدخل في إطار السوق المنظمة

**أولا: السوق المنظمة:** وتعرف أيضا بالسوق الآجل للبورصة، وتتسم بتوحيد شروط التعامل في عقود المشتقات، كذلك بتوحي شروط التسليم و التسوية والحد الأقصى لعدد عقود المضاربة بالنسبة لكل أصل<sup>2</sup> وتكون السوق مجهزة بغرفة مقاصة تسمح بتنظيم سيولة العقود و تضمن تغطية مخاطر الطرفين من خلال هامش مبدئي يمثل نسبة من قيمة العقد تتراوح بين 3 إلى 5% تودع لدى غرفة المقاصة<sup>3</sup> ويتم التعامل فيها إلا من طرف المعتمدين الذين تحكمهم قواعد التداول المحددة من طرف هذه البورصة

**1 -السوق المتنامية لأدوات إدارة المخاطر:** مؤسسة التمويل الدولية ذات طابع تجاري و تستثمر بصورة حصرية في المشروعات التي تستهدف الربح و تتقاضى الأسعار السائدة في السوق بتقديمها أدوات إدارة المخاطر للمؤسسات المتمتعة بالأهلية في البلدان المتقدمة مثل مقايضات أسعار الفائدة و العملات، و العقود الآجلة و العمليات الآجلة و حقوق الخيارات (بيع أو شراء) الخاصة بأسعار الفائدة و العملات و السلع و غيرها كما تضع متطلبات ائتمانية صارمة في أسواق المشتقات المالية قد تمتع حتى أقوى الشركات تمتعا بالأهلية الائتمانية في البلدان النامية من الوصول إلى أسواق أدوات إدارة المخاطر المالية و تقدم عادة أدوات مشتقة للبلدان النامية تتضمن أدنى تعرض للمخاطر الائتمانية مثل مقايضات أسعار الفائدة القصيرة الأجل و قد تقدم للدول النامية أدوات أصول آجلة لإدارة المخاطر و لكنها تتطلب أن تقدم الشركة المعينة ضمانا بطرق قد تكون باهظة التكاليف، كما تكيف أدوات المخاطر التي تقدمها بعناية بعد قياس

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي "الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات الجزء 2" توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، 2003، م، ص - ص: 11-12

<sup>2</sup> سيد طه بدوي "عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية و الآجلة من الوجهة القانونية" دار النهضة العربية، 2001 م، ص 466

<sup>3</sup> Jean François Faye «comment gérer les risques financiers» Lavoisier, paris 1993, P-73

## الفصل الثاني: منتجات الهندسة المالية

المخاطر و تحديدها ثم تقدم المشورة للشركة بشأن اختيار الأدوات و استراتيجيات التحوط و في المرحلة النهائية تتوسط مؤسسة التمويل الدولية بين المشاركين في الأسواق و بين الشركة المتعاملة معها في الدول النامية كما تتمتع مؤسسة التمويل الدولية بوضع فريد يمكنها بأن تقدم للشركات في البلدان النامية مجموعة متنوعة عريضة من أدوات إدارة المخاطر و هي تتوفر على عدة مزايا من بينها.

- تصنيفا ائتمانيا من الفئة A الثلاثية يتيح الوصول إلى الأسواق العالمية بأفضل الشروط

- علاقات واسعة النطاق في الأسواق

- خبرة فنية في مجال إدارة المخاطر المالية،تحققت من الاستخدام الواسع النطاق للأدوات المشتقة في العمليات المالية الخاصة بمؤسسة التمويل الدولية

- خبرة قانونية عالمية، بما في ذلك تقييم ما إذا كان مسموحا باستخدام هذه الأدوات محليا أم لا

### ثانيا: السوق غير المنظمة:

إن العمليات في هذه السوق ليست نمطية بمعنى أنها القرارات يديرها الطرفين المعنيين بكل مرونة و هذا يعود بالإيجاب على المتدخلين الذين حددوا الصفقة على مقاسهم في حين يعتبر هذا أمرا سلبيا على السوق حيث أن التسوية تتم في مقصورة الأسواق غير المنظمة و هي الأكثر تأثير و تغيرا للقطاع المالي الدولي لكونها لا تخضع للرقابة ولأي هامش ضمان ولا تملك غرفة مقاصة: و هي تستخدم أدوات أكثر تعقيدا من المشتقات<sup>1</sup>

الجدول رقم 3: دور المشتقات المالية في إدارة مخاطر السوق الغير المنظمة

الوحدة: بليون دولار أمريكي

البيان	ديسمبر 2009		ديسمبر 2010		ديسمبر 2011		ديسمبر 2012		يونان 2013	
	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة
عقود سعر الصرف	49181	8.14	57796	8.14	63349	8.14	67358	8.14	73121	10.55
عقود سعر الفائدة	449875	74.49	465260	74.49	504098	74.49	489703	74.49	561299	81.01
مؤشرات رأس المال	5937	0.98	5635	0.98	5982	0.98	6251	0.98	6821	0.98
عقود السلع	2944	0.49	2922	0.49	3091	0.49	2587	0.35	2458	0.35
مبادلات الائتمان	32693	5.42	29898	5.42	28633	5.42	25069	3.51	24349	3.51
أنواع أخرى	63270	10.48	39536	10.48	42609	10.48	41611	3.59	24860	3.59
المجموع	603900	100	601047	100	647762	100	632579	100	692908	100

المصدر: BIS Quarterly Review, December 2013, P133

قايدى خميسي بن خزناجي أمينة "دور المشتقات المالية في إدارة مخاطر السوق دراسة تحليلية للفترة 2009/ 2013" بحث مقدم الى المؤتمر الدولي حول منتجات و تطبيقات الابتكار و الهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية" يومي 5 و 6 ماي 2014، بالتعاون بين جامعة سطيف، الجزائر و ISRA، ص 14 يبين الجدول بأن التعاملات بالمشتقات في السوق الغير منظمة من الفترة 2009 الى 2013، تتميز بالتذبذب حيث عرف السوق انخفاض و ارتفاع حجم التداول بصورة غير منتظمة خلال مدة الخمس سنوات المدروسة

- إدارة مخاطر اسعار الفائدة تحتل الصدارة وإدارة مخاطر سعر الصرف عرفت تزايد مستمر.

<sup>1</sup> [http://www.nseindia.com/content/ncfm/DMDM\\_rev.pdf](http://www.nseindia.com/content/ncfm/DMDM_rev.pdf) P 7 "Derivatives Market (Dealers) Module " LE 18/05/2014 à 21h13

## الفصل الثاني: منتجات الهندسة المالية

- إدارة مخاطر السلع عرفت تراجع مستمر وإدارة مخاطر المؤشرات والائتمان نسبتها ضعيفة وهكذا نستنتج بأن أغلب التعاملات لإدارة المخاطر في السوق الغير منظمة توجه الى أسعار الفائدة
- الجدول رقم 4 هيكل تداول المشتقات حسب المناطق

الوحدة: بليون دولار أمريكي

البيان	ديسمبر 2009		ديسمبر 2010		ديسمبر 2011		ديسمبر 2012		ديسمبر 2013	
	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ
أمريكا الشمالية	47.32	34595.8	47.32	36216.9	31.133.7	25218	35140.5	54.37	37.68	24352.4
أوروبا	47.01	34376.2	47.01	25592.5	2688.7	2735.8	3393.3	5.25	2.69	1741.6
آسيا	3.72	2718.7	3.72	3551.9	1929.2	2506.3	1741.6	2.69	100	64627.8
أسواق أخرى	1.95	1427.1	1.95	2585.4	67946.7	56563.5	54122.1	100	100	64627.8
المجموع	100	73117.8	100	67946.7	67946.7	56563.5	54122.1	54122.1	100	64627.8

المصدر: *BIS Quarterly Review, March 2014, P137*

قايدى خميسي بن خزناجي أمينة " دور المشتقات المالية في إدارة مخاطر السوق -دراسة تحليلية للفترة 2009/2013 " مرجع سابق ذكره، ص 17

يتضح من خلال الجدول بأن أمريكا تليها أوروبا هي أكثر المناطق تعاملًا بالمشتقات المالية

ثالثًا: المتدخلون في أسواق المشتقات المالية:

- 1- المؤسسات: تدخل المؤسسات سوق المشتقات من أجل تغطية المخاطر المرتبطة بنشاطها الإنتاجي و الحصول على أرباح من خلال المضاربة إذ أن الأرباح في منتجات المشتقات لا تظهر في الميزانية<sup>1</sup>
- 2- المضاربون: يدخلون هذه الأسواق لتحسين وضعيتهم و لتوسيع مراكزهم بمساعدة أثر الرفع المالي<sup>2</sup>، فيراهنون على تحركات الأسعار في المستقبل و يحققون مكاسب إذا تحققت توقعاتهم<sup>3</sup>
- 3- المتحوظون: هم تلك الأطراف التي تسعى لتخفيض المخاطر التي يتعرضون لها من جراء تقلب الأسعار و المشتقات تتيح لهم العمل في ظروف التأكد التام عن طريق تثبيت الأسعار و لكنها لا تضمن تحسين النتائج<sup>4</sup>.
- 4- المراجعون: تلجأ هذه الأطراف للمشتقات عندما يكون هناك فرق في السعر الأصلي مابين سوقين أو أكثر<sup>5</sup> و ذلك بالشراء عن السوق المنخفض السعر في السوق المرتفع في نفس الوقت و بالتالي يحقق أرباحا مقبولة و عديمة المخاطرة و ذلك بعقود مستقبلية دون دفع القيمة مباشرة<sup>6</sup>
- 5- مسيروا المحافظ: يدخل مسير و المحافظ أسواق المشتقات من أجل البحث عن توسيع توظيفاتهم وتنويعها و بذلك يضمنون إذ خسروا قليلا من اليسار سيربحون كثيرا من اليمين في النهاية.

<sup>1</sup> سحنون محمود "مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات" كلية العلوم الاقتصادية وعلو التسيير، جامعة منتوري بقسنطينة ، الجزائر 16 جوان 2010 ص3

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد "المشتقات المالية: المفاهيم إدارة المخاطر، المحاسبة" الدار الجامعية الإسكندرية 2003 م ، ص: 31.

<sup>3</sup> طارق عبد العال حماد "حوكمة الشركات و الأزمة المالية العالمية"، مرجع سابق ذكره ص 58.

<sup>4</sup> محود محمد الداغر ، المرجع السابق ذكره ، ص 125

<sup>5</sup> طارق عبد العال حماد "المشتقات المالية: المفاهيم إدارة المخاطر، المحاسبة"، مرجع سابق ذكره ، ص 32.

<sup>6</sup> طارق عبد العال حماد "حوكمة الشركات و الأزمة المالية العالمية"، مرجع سابق ذكره ص 59.

و هكذا نستنتج بأن المتدخلون في سوق المشتقات هم فئة المستخدمين النهائيون end users و يدخلون هذه الأسواق لتحقيق أهداف معينة؛ هي فئة واسعة من بنوك وبيوت الأوراق المالية، شركات التأمين، صناديق الإستثمار وغيرها ثم فئة الوسطاء (Dealers) بمقابل إيرادات في شكل رسوم، صفقات و هوامش عوض بيع و شراء بالإضافة إلى الاستفادة من مراكزهم الخاصة،<sup>1</sup> ويسمون بصانعي السوق ومن خلالهم يتم تلبية حاجيات الفئة الأولى<sup>2</sup>، وبعدها تعرفنا عن الأوراق المستحدثة نتعرض في المبحث الثاني إلى الأدوات المبتكرة من قبل الهندسة المالية والمتمثلة في الأدوات المشتقة.

### المبحث الثاني: المنتجات المالية المشتقة:

كانت الأوراق المالية المستحدثة عديدة ومتنوعة بقدر نشاط وابتكارات الهندسة المالية حيث لم تكتفي هذه الأخيرة بتطوير أوراق تقليدية بل تعدت ذلك وأبدعت أدوات سميت بالمشتقات المالية بهدف إدارة المخاطر المالية فأصبحت هي بعينها مصدر خطر بسبب التطبيق الخاطيء، فالمطلب الأول نعرض فيه المخاطر، طرق قياسها ونخص المطلب الثاني بالأدوات المشتقة الرئيسية: العقود الأمامية (الآجلة) فالمستقبليات ثم المبادلات أما الخيارات سنقدمها في مبحث لاحق

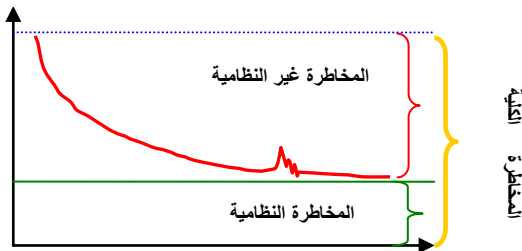
### المطلب الأول: إدارة مخاطر المشتقات المالية

تنشأ المخاطر بسبب حالة عدم التأكد المحيطة لكون هذه الأدوات لا تتعامل مع الحاضر وإنما تتعامل مع المستقبل ومن أهم الأمثلة على ذلك حادثة إفلاس بنك Brings merchant banks عام 1995 نتيجة مبالغة إحدى فروعها في سنغافورة، في التعامل بالمشتقات على يد المدعو (Nicklesson) خاصة في عقود الخيار والمستقبليات في العملات الأجنبية والأوراق المالية وتسبب في خسارة مالية قدرت بـ 1.3 مليار، سنستهل المطلب بمخاطر التعامل بالمشتقات

### الفرع الأول: مخاطر التعامل بالمشتقات المالية:

صنفت المخاطر إلى مخاطر منتظمة وهي تعود إلى حركة السوق ومخاطر غير منتظمة تنفرد بها ورقة<sup>3</sup> مالية معينة

العائد المتوقع



الشكل رقم 5: المخاطر الكلية

المصدر: حسين بلعجوز " إدارة المخاطر البنكية والتحكم فيها" بحث مقدم للملتقى الوطني حول المنظومة المصرفية المركز الجامعي ببيجل "

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر "الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير" دار الفكر ناشرون و موزعون، 2010، ص 241

<sup>2</sup> ليلي محمد وليد بدران " المشتقات المالية" اشراف جمال يوسف بحث ماجستير إدارة أعمال، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، سوريا، 2008/2009 ص 8

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي "الفكر الحديث في الإستثمار" توزيع منشأة المعارف الإسكندرية، ط2، مصر، 2004م، ص 51

ومجموعها يعطي المخاطر الكلية ومن المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها مستخدم المشتقات المالية :

### أولاً: مخاطر الائتمان:

هي خسائر ناشئة عن عدم قدرة الطرف المقابل في الوفاء بالتزاماته التي ينظمها عقد المشتقات المالية وتسبب الخسارة في تكلفة إحلال عقد جديد محل العقد السابق، ولقد أصبحت مخاطر الائتمان مصدر إزعاج في السوق الغير رسمية، لهذا يجب تقسيم الجدارة الائتمانية للمتعاملين<sup>1</sup> بالمشتقات

### ثانياً: مخاطر السوق:

تنشأ مخاطر السوق من السلوك السعري لأسعار الأصول محل التعاقد<sup>2</sup> لأي تقلبات غير متوقعة كما ترجع أيضاً إلى نقص السيولة الذي يؤدي إلى تدهور أسعار الأصول وصعوبة إبرام عقود جديدة لمواجهة هذا التدهور أو وجود محتكرين في السوق الذين يتحكمون في الأسعار حسب توقعاتهم بشأن الاتجاهات المستقبلية لهذه الأسعار<sup>3</sup>

### ثالثاً: مخاطر قانونية:

إن المشتقات ليست ملزمة قانوناً، أي ليست لها قوة التنفيذ وتصبح عملية الالتزام أكثر صعوبة إذا كانت العقود دولية وخاصة في حالة انتهاك القوانين في السوق المنظمة أما السوق غير المنظمة أو الغير رسمية فلا توجد قوانين أصلاً<sup>4</sup>.

### رابعاً: مخاطر تشغيلية:

عرفت لجنة بازل الثانية المخاطر التشغيلية "بأنها الخسائر الناتجة عن عدم كفاءة أو فشل العمليات الداخلية أو الموارد أو ضعف أنظمة المعلومات أو بسبب أحداث خارجية<sup>5</sup> هي تلك المخاطر المتعلقة بأخطاء الأفراد العاملين في مجال المشتقات وفشل المديرين وضعف كفاءة الأنظمة الإدارية والرقابية، وضعف المتابعة لتصرفات المسؤولين عن إدارة المشتقات والتعامل بها<sup>6</sup> وتظهر المخاطر من خلال عمليات التسوية والمقاصة الأمر الذي يترتب عليه خسائر للمشاركين في السوق لم تكن في وسع أحد التنبؤ بها نتيجة التأخير في التسوية أو الأخطاء أو الغش<sup>7</sup>.

<sup>1</sup> محمود سحنون وسيميرة محسن ، " مخاطر المشتقات المالية ومساهمها في خلق الأزمات " ، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية جامعة فرحات عباس ، سطيف 20 إلى أكتوبر 2009 ، ص 6

<sup>2</sup> Jacques Teulié, Patrick Topsacalian « Finance » 2<sup>ème</sup> édition, Vuibert, septembre 1997, P aris, P218 مرجع سابق

<sup>3</sup> بن عيسى عبد القادر ، مرجع سابق ص 81.

<sup>4</sup> <http://www.univ-ecosetif.com/seminars/financialcrisis/34.pdf>

"المشتقات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها"

<sup>5</sup> Michel-Henry Bouchet et Alice Guilhom, intelligence économique des risques, person èducation, France, 2007, p 81

<sup>6</sup> هاشم فوزي دباس العبادي ، مرجع سابق ، 2008، ص 121.

<sup>7</sup> سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سابق، ص 332

### خامسا: مخاطر الإحلال:

وهي عدم قدرة أحد الأطراف على الوفاء بالتزاماته وهو العقد الذي يضطر الطرف الآخر إلى الدخول معه في عقد جديد حتى يتمكن من الوفاء بالتزاماته مع تحمل خسائر جسيمة تتمثل في الفرق بين سعر التعاقد وسعر السوق للأوراق المتعاقد عليها.

### سادسا: مخاطر التسوية:

بعض المعاملات المالية يتم تسويتها آتيا ويمكن تقليل مخاطر التسوية في المشتقات باستعمال شروط التصفية في الاتفاقيات الشاملة<sup>1</sup> وهذا ما يقلل الخطر في الاتفاقيات التي تحدث بنفس العملة ويبقى المشكل مطروحا في معاملات التسديد بأكثر من عملة واحدة مثال في مخاطر التسوية ، قد يتعرض أحد الأطراف إلى الخسارة إذا كان السعر الذي قد باع به مرتفعا مع رفض الطرف الآخر بالسداد في تاريخ التسوية المحدد أو قد تعرضت قيمة الأصل محل التعاقد إلى تقلبات الأسعار بحيث تنخفض قيمته في حالة عدم تسليم الأصل مع ميعاد استلام ما يقابله نقدا يوم التسوية.

### سابعا: مخاطر عدم الرقابة:

ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الناتجة عن فشل أو غياب ضوابط الرقابة الداخلية في كشف المشكلات مثل الخطأ البشري، الغش، التزوير، وكل هذا يؤثر عن المعلومات المالية المنشورة عن المشتقات وعدم فهم عمليات استخدامها وعدم الالتزام بالعقود ذات الصلة<sup>2</sup>.

كما تسمح المشتقات لرجال الأعمال والمؤسسات بالتوسع في استخدام الرفع المالي وطلب القروض وتجاهل القيود التي تفرضها السياسة النقدية بالإضافة إلى أنها عمليات من خارج الميزانية وبالتالي المبالغ الواردة في ميزان المراجعة لا توضح النطاق الكامل لاشتغال المنشأة في أنشطة المشتقات، كذلك عدم وجود أدوات الرقابة بشأن تسجيل التغيرات في أرصدة المشتقات يؤدي إلى عدم اكتشاف مكاسب أو خسائر جوهرية غير مسجلة، كذلك غالبا ما تصمم أداة كي تفي بغرض المستخدم النهائي ونتيجة لذلك يوجد بها غموض في كيفية استخدام، وتقييمها وكيفية المحاسبة عنها، وما إذا كانت تحقق الأهداف الاقتصادية أم لا، وقد تتعرض المنشأة إلى الإفلاس بسببها.

وعلى غرار الأزمات اهتم المهندسون الماليون ومراكز البحوث بإستراتيجيات إدارة المخاطر وطرق قياسها خاصة أنها من أهم المتغيرات التي تهم المستثمرين ولهذا حاولنا أن نتحرى في المطالب اللاحقة علاقة المخاطر بالعائد على الاستثمار وذلك لأنهما وجهان لعملة واحدة ثم تعرضنا إلى كيفية قياس مخاطر أصل مالي ومخاطر محفظة مالية.

<sup>1</sup> عدنان الهندي "المشتقات المالية، ماهيتها وأنواعها، طرق إدارة مخاطرها" اتحاد المصارف العربية "الهندسة المالية وأهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية، 1996م ص 24

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد "المشتقات المالية: المفاهيم إدارة المخاطر، المحاسبة"، مرجع سابق، ص 267



### الفرع الثاني: إستراتيجيات إدارة المخاطر : risk management

تلعب المشتقات دوراً أساسياً في نقل المخاطرة من أحد المستثمرين إلى آخر دون أن يقتضي ذلك بيع الأصول محل التعاقد و نتيجة لذلك فالمستثمر الذي يتخوف من المخاطر المرتفعة بسبب التقلب المتزايد في أعمال المتاجرة و المضاربة قد يقع اختياره على استخدام أدوات المشتقات كآلية لها تأثيرها على إستراتيجية الإستثمار الشامل<sup>1</sup>

أولاً: طرق إدارة المخاطر: هناك طرق و وسائل عديدة لمواجهة الخطر يمكن إيجازها فيما يلي

**1- سياسة الوقاية و المنع (loss prevention)** و تقتضي هذه الطريقة بمنع الخطر كلياً إن أمكن ذلك، أو بالحد من الخسائر التي يسببها إن وقع الخطر فعلى سبيل المثال: قد تلجأ المصاريف إلى اتباع سياسات معينة بهدف وقاية نفسها من مخاطر احتمال انخفاض أسعار الأوراق المالية التي تملكها فقد يتوقع انخفاض أسعار الأوراق المالية بعد فترة مثلا و في نفس الوقت يتوقع حاجتها للسيولة و لتجنب بيع أوراقها بخسارة كبيرة في تلك الفترة فإنها تعمل على وقاية نفسها) (التحوط) فتوقع عقود مشتقة

**2- سياسة التجزئة والتنوع (diversification):** بمعنى تجزئة الشيء المعرض للخطر حتى لا يتعرض جميع الأجزاء في وقت واحد شرط تحقيق قابلية وحدة المخاطر (توزيع الشيء على عدة أماكن متباعدة جغرافياً أو عدة مجالات مشاركة بدلا من الإستثمار في مجال واحد وهي الفلسفة التي تقوم عليها صنایق الإستثمار وشركات إدارة المحافظ، غير أنه أثناء التنوع يجب مراعاة جودة الأوراق وتواريخ استحقاقها وكذلك درجة الارتباط بين عوائد الأوراق المكونة للمحفظة.

**3- سياسة التحويل: (transfer)** يتم مواجهة الخطر بتحويله إلى طرف آخر نظير دفع مقابل معين لهذا الطرف مع احتفاظ صاحب الشيء بملكيته لهذا الشيء موضوع الخطر و يتحقق هذا التحويل بمقتضى عقود التأمين كحالة التأمين التي شملت قروض الرهن العقاري الأمريكية بعد توريثها<sup>2</sup>

ثانياً: إستراتيجية التحوط في المشتقات المالية: يهتم المتحوطون بالتقليل من المخاطر التي يواجهونها بالفعل و يتضح دور المشتقات المالية في التحوط من خلال استخداماتها<sup>3</sup>، فمثلاً استخدام العقود الآجلة للوقاية من تقلب الأسعار السوقية للسلع و لأذونات الخزنة أو السندات أو القروض و حتى لأسعار الفائدة كما تستخدم لتقليل خطر تذبذب أسعار الصرف (العملات) في الأسواق العالمية<sup>4</sup>

<sup>1</sup> أشرف محمد دوابة " المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية " ص 12 على الموقع الإلكتروني تاريخ الإطلاع 2014/01/12 على 20 سا 00 د

<http://siconf.ueu.c-e/prev.comf/2007ppers/28.swf>

<sup>2</sup> المانسع رابح أمين، مرجع سابق ذكره، ص 9

<sup>3</sup> Imad Shehab "The Banking and Financial implications of Financial Engineering in the Arab Region" Op-Cit, P12

<sup>4</sup> عبد الكريم أحمد قندوز "الهندسة المالية و المؤسسات المالية" مرجع سابق ذكره، ص 42



ثالثاً: إستراتيجية استكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضرة (price discovery):

تعد المشتقات أداة هامة لتزويد المتعاملين بالمعلومات عما سيكون عليه سعر الأصل الذي أبرم عليه العقد في السوق الحاضرة في تاريخ التسليم مما ييسر و ينشط التعامل على الأصول محل التعاقد<sup>1</sup>

رابعاً: إستراتيجية المضاربة في المشتقات (spéculation):

وفرت أسواق المشتقات وسيلة بديلة للمضاربة في الأسهم و السندات وأصبح بوسع المحترفين أن يدخلون مضاربين من خلال عقود المشتقات المالية وتأخذ الخيارات المالية درجة عالية في هذا المجال و هو ما يجذب العديد من المضاربين ذلك أن تغيراً بسيطاً في سعر المؤشر بأقل من 1% يمكن أن يقود إلى تغير كبير بقيمة العقد تعادل 15% أو أكثر فالمستثمر المتفائل يمكن أن يستخدم المضاربة على احتمالات الصعود أما المتشائم فيستعملها على احتمالات هبوط الأسعار<sup>2</sup>، والمضاربة في الأسواق الآجلة توفر للمستثمر مستوى أعلى بكثير من الرافعة المالية مقارنة بالمضاربة في الأسواق الفورية<sup>3</sup> لهذا فهي أكثر جاذبية.

**1- إستراتيجية التحكيم أو المراجحة:** هي نوع من أنواع المضاربة يتم تقييد أو تثبيت ربح عديم المخاطرة عن طريق الدخول بشكل متزامن في المعاملات في سوقين أو أكثر، حيث تكون المضاربة ممكنة عندما يصبح هناك عدم توافق (أو عدم توازن) بين سعر عمليات التسليم الآجل لأصل ما و السعر النقدي<sup>4</sup>، ففي واقع الأمر استخدام إستراتيجية المراجحة تجعل من المستبعد وجود تفاوت كبير بين أسعار أصل معين في أسواق مختلفة

**الفرع الثالث: طرق قياس مخاطر المشتقات:** يسعى المستثمرون من وراء الإستثمار في الأوراق المالية لتحقيق أكبر عائد، وتقليل المخاطر، فمعدل العائد على الإستثمار يعد أحد أهم متغيرات العملية الإستثمارية بمعنى أن المستثمر يهتم بالقيمة المضافة التي يحصل عليها من قيامه بعملية الإستثمار و بالمقابل يحاول بقدر المستطاع من تقليل المخاطر فالعوائد و المخاطر وجهان لعملة واحدة فهناك علاقة بين العائد والمخاطرة حيث نجد أن أي مستثمر عندما يتخذ قرار الإستثمار في الأصول المالية يفاضل بين العائد والمخاطر من أجل تحقيق أعلى عائد عند مستوى ثابت من المخاطر أو تحقيق أقل مخاطر عند مستوى ثابت من العائد والعلاقة بينهما أي العائد والخطر هي علاقة طردية

**أولاً: قياس العوائد:** ويمكن التمييز بين ثلاث تقسيمات لمعدل العائد على الإستثمار.

<sup>1</sup> أشرف محمد "المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية"، مرجع سابق ذكره، ص 12

<sup>2</sup> هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق ذكره، ص 229

<sup>3</sup> طارق عبد العال حماد "حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية"، مرجع سابق ذكره، ص 31

<sup>4</sup> نفس المرجع السابق، ص 32

## الفصل الثاني: منتجات الهندسة المالية

\* **معدل العائد المحقق**: يعرف بأنه معدل العائد على الإستثمار الذي يحصل عليه المستثمر فعليا وبحسب وفقا

للمعادلة التالية

التغيرات الفعلية في السعر السوقي + مقسوم الأرباح الموزعة الفعلي

معدل العائد الفعلي =

مبلغ الإستثمار الكلي

\* **معدل العائد المتوقع**: يعرف بأنه معدل العائد على الإستثمار الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه وبحسب بلعلاقة

التغيرات الفعلية في السعر السوقي + مقسوم الأرباح الموزعة المتوقع

معدل العائد المتوقع =

مبلغ الإستثمار الكلي

\* **معدل العائد المطلوب**: يعرف بأنه أدنى عائد للإستثمار يطلبه المستثمر لتعويضه عن تحمل المخاطر و تأجيله

الاستهلاك الحالي للمستقبل وبحسب كما يلي :

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من المخاطرة + [ متوسط معدل العائد لمحفظه السوق - معدل العائد الخالي من المخاطرة ] × معامل بيتا ( $\beta$ )

إن هذه المعادلات تبين وجود علاقة بين العائد على الإستثمار والمخاطر

**أولا : قياس العائد على أصل مالي** : يتم قياس عائد أصل مالي خلال فترة زمنية من خلال الفرق بين التغير في السعر

مضاف إلى ذلك التوزيعات الخاصة بتلك الفترة ثم تقسيم الناتج على السعر في بداية الفترة حسب المعادلة التالية

السعر في نهاية الفترة ( $A_1$ ) - السعر في بداية الفترة ( $A_0$ ) + التوزيعات خلال الفترة ( $D$ )

العائد لأصل مالي =

السعر في بداية الفترة ( $A_0$ )

أما إذا كان الإستثمار يأخذ شكل توزيع احتمالي فالعائد حسابه بالعلاقة التالية <sup>1</sup>:  $E(Rx) \equiv \sum_{i=1}^n RxP(Rx)$

أي العائد المتوقع = مجموع العوائد المحققة × احتمال الحدوث للعوائد المحققة

**ثانيا: قياس عائد محفظة مالية**: عائد المحفظة هو المتوسط المرجح بالنسب المئوية للأوراق المالية التي تتشكل منها المحفظة

أما العائد المتوقع للمحفظة فهو المتوسط المرجح بالنسب المئوية في كل استثمار للعوائد على  $RP - \sum_{i=1}^n RxP(Rx)$

الإستثمارات وبحسب بالعلاقة التالية  $E(Rp) = \sum_{i=1}^n Xi.E(Ri)$

<sup>1</sup> حسن السلطان " إدارة مخاطر الإستثمار المالي " مادة الأساليب الكمية ماجستير إدارة الأعمال ، إشراف الدكتور محمد الحسين ، كلية الإقتصاد وجامعة دمشق ، سوريا 2008-2009، ص 17

$E(R_i)$  = العائد المتوقع للأصل  $i$  و  $X_i$ : نسبة الأصل  $i$  في المحفظة

### ثالثاً: أدوات قياس المخاطر

تعتبر مرحلة قياس المخاطر المرحلة الثانية بعد تحديدها، حيث أن كل نوع من المخاطر يجب أن ينظر إليه بأبعاده الثلاثة<sup>1</sup>: حجمها، مدتها، واحتمالية الحدوث لهذه المخاطر ويعتبر الوقت المناسب الذي يتم فيه القياس ذا أهمية بالنسبة لإدارة المخاطر.

**1- التباين والانحراف المعياري**: يعرف التباين بأنه مجموع مربعات انحراف القوي عن وسطها الحسابي

$$\delta^2 = \sum_{i=1}^n (R_x - E(R_x))^2 P(R_x)$$

و الانحراف المعياري هو الجذر التربيعي للتباين<sup>2</sup> يرمز له ب  $\delta = \sqrt{\delta^2}$

كلما أوسع مدى منحني التوزيع الاحتمالي لمعدلات العائد، كلما زادت المخاطر وكلما انخفضت نسبة التباين أو الانحراف المعياري انخفضت المخاطر<sup>3</sup>

**2- معامل الاختلاف**: في حال ما إذا تساوى الانحراف المعياري لأصليين ماليين يجب حساب معامل الاختلاف

كمقياس للخطر بدلا من الانحراف المعياري، وذلك بقسمة الانحراف المعياري على الوسط الحسابي<sup>4</sup> (القيمة المتوقعة)

$$CV = \frac{\delta_{R_x}}{E(R_x)}$$

وعادة ما يستعمل معامل الاختلاف في حالة عدم تساوي القيم المتوقعة لعوائد المشروعات البديلة وكذلك في حالة تقييم الخطر في المشروعات الفردية في حين يستخدم الانحراف المعياري في مقارنة الخطر بين مجموعة استثمارية تمثل كل منها عدد من الاستثمارات المنوعة ينظر إليها كوحدة واحدة.

**3- معامل بيتا**: وهو مقياس إحصائي للمخاطر العامة أو المنتظمة يقيس حساسية عائد الأوراق المالية تجاه عائد محفظة

السوق تعتمد قيمة بيتا على العلاقة التاريخية بين معدل عائد الورقة المالية ومعدل عائد محفظة السوق<sup>5</sup> وحساب معامل

بيتا يجب حساب التباين المشترك بين عائد الورقة المالية  $R_x$  و عائد السوق  $R_m$  وهو حاصل ضرب معامل الارتباط  $r$

بين العائدين في كل من الانحراف المعياري لعائد الورقة  $\delta_{R_x}$  والانحراف المعياري لعائد السوق  $\delta_{R_m}$  والذي يعطى بالعلاقة

$$Cov(R_x, R_m) = r(R_x, R_m)\delta_{R_x}\delta_{R_m}$$

التالية:

<sup>1</sup> عاشوري صورية " دور نظام التقييم المصرفي في دعم الرقابة على البنوك التجارية دراسة حالة البنك الوطني الجزائري BNA " مذكرة ماجستير، تخصص مالية ومحاسبة

معقدة، قسم العلوم التجارية، جامعة فرحات عباس - سطيف-الجزائر، ص51

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، رسمية زكي قرياقص "الإدارة المالية:مدخل إتخاذ القرارات"الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر بدون سنة نشر، ص-ص 200-201

<sup>3</sup> جميل أحمد توفيق، مرجع سابق ذكره، ص275

<sup>4</sup> طارق عبد العال "حوكمة الشركات و الازمة المالية العالمية"، مرجع سابق ذكره، ص265

<sup>5</sup> نفس المرجع، ص266

$$\beta_x = \frac{Cov(R_x, R_m)}{\delta_{R_m}^2} = \frac{r(R_x, R_m)(\delta_{R_x})(\delta_{R_m})}{\delta_{R_m}^2}$$

ومنه صياغة علاقة معامل بيتا من خلال ما يلي :  $\beta_x = \frac{Cov(R_x, R_m)}{\delta_{R_m}^2} = \frac{r(R_x, R_m)(\delta_{R_x})(\delta_{R_m})}{\delta_{R_m}^2}$  إذا كان  $\beta = 1$  صحيح فإن عائد الورقة المالية سوف يتقلب صعودا أو نزولا وفقا لتقلب عوائد محفظة السوق أما إذا كان  $\beta < 1$  فعائد الورقة سوف يكون أكثر تقلبا من عائد محفظة السوق أما إذا كان  $\beta > 1$  فعائد الورقة المالية يكون أقل تقلبا من عائد محفظة السوق وبالتالي له مخاطر ضعيفة.

**رابعا: قياس مخاطر محفظة مالية:** المحفظة هي عبارة عن مجموعة من الأصول المالية أو الاستثمارات والمحفظة المثلى هي التي تحقق أعلى عائد ممكن في ظل مستوى معين من العائد أو تلك التي تحقق درجة مخاطر في ظل مستوى معين من العائد ويمكن قياس مخاطر المحفظة من خلال الانحراف المعياري أو التباين، معامل الاختلاف، معامل بيتا

**1- التباين والانحراف المعياري**

### 1-1 قياس التباين والانحراف المعياري لمحفظة مكونة من أصلين ماليين

يتم قياس خطر محفظة مكونة من أصلين  $X_1, X_2$  من خلال التباين الذي يعطى بالعلاقة التالية<sup>1</sup> :

$$\delta_{Rp}^2 = a^2\delta_{x1}^2 + (1-a)\delta_{x2}^2 + 2a(1-a)\text{cov}(x_1, x_2)$$

حيث  $a$  : تمثل نسبة الأصل  $X_1$  في المحفظة ويتم الحصول على قيمة الانحراف عن طريق جذر التباين كما يلي:

$$\delta_{Rp} = \sqrt{a^2\delta_{x1}^2 + (1-a)^2\delta_{x2}^2 + 2a(1-a)\text{cov}(x_1, x_2)}$$

### 1-2 التباين والانحراف المعياري لمحفظة مكونة من N أصل مالي

يتم قياس خطر محفظة مكونة من N أصل مالي عن طريق العلاقة التالية للتباين<sup>2</sup> :

$$\delta_{Rp}^2 = \sum_{i=1}^n x_i^2 \delta_{Ri}^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n x_i, x_j \cdot \text{cov}(R_i, R_j)$$

والتي يمكن تمثيلها بالشكل التالي :

$$\delta_{Rp}^2 = (x_1, x_2, x_3, \dots, x_n) \begin{bmatrix} \delta_{11} & \delta_{12} & \dots & \delta_{1n} \\ \delta_{21} & \delta_{22} & \dots & \delta_{2n} \\ \dots & \dots & \dots & \dots \\ \delta_{n1} & \delta_{n2} & \dots & \delta_{nn} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} x_1 \\ x_2 \\ \dots \\ x_n \end{bmatrix}$$

ويمكن إيجاد الانحراف المعياري للمحفظة ذات N أصل مالي من خلال الجذر التربيعي للتباين.

### 2- معامل الاختلاف

<sup>1</sup> حسن السلطان " إدارة مخاطر الإستثمار المالي " مرجع سابق ذكره ، ص 20

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق ، ص 21

يمكن قياس خطر المحفظة عن طريق معامل الاختلاف، وذلك بقسمة الانحراف المعياري للمحفظة على العائد المتوقع للمحفظة<sup>1</sup>، ويستخدم كمقياس، للتشتت النسبي فكلما زاد معامل الاختلاف كلما زادت الخطر والعكس صحيح حيث

$$CV(R_p) = \frac{\delta_{Rp}}{E(R_p)}$$

يعطى بالعلاقة التالية :

**3- معامل بيتا:** يتوقف على ثلاث متغيرات رئيسية في قياس المخاطر: خطر النشاط، الخطر المالي وخطر السيولة<sup>2</sup> ويتم قياس خطر المحفظة المكونة من N أصل مالي عن طريق معامل بيتا للمحفظة والذي هو عبارة عن المتوسط المرجح لبيتا الأصول المشكلة للمحفظة ويعطى بالعلاقة التالية:

$$\beta_{Rp} = a_1\beta_1 + a_2\beta_2 + \dots + a_n\beta_n = \sum_{i=1}^n a_i\beta_i$$

بعد ما تعرفنا على المخاطر التي تتعرض لها المشتقات المالية وطرق قياسها و قياس مخاطرها سوف نحاول التعرف بالتفصيل على أنواع الأدوات المشتقة.

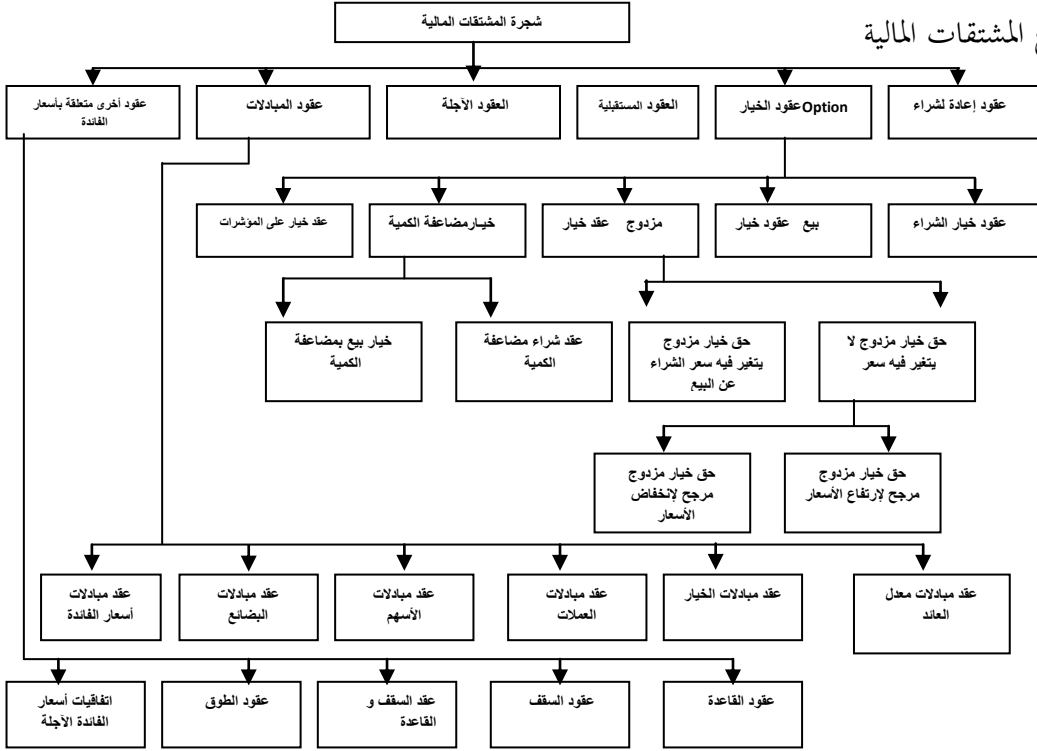
### المطلب الثاني: أنواع الأدوات المشتقة

يعتبر عام 1973 م عام الثورة في تطوير عقود المشتقات وانتقالها إلى الأصول المالية بعد أن كان أمرها قاصرا قبل ذلك على العقود الآجلة والمستقبلية في السلع الزراعية والموارد الطبيعية كالذهب والفضة، كما اتجهت الخيارات للتداول في السوق المنظمة بعد أن كان تداولها قاصرا على السوق غير المنظمة وعلى الرغم من تنوع وتعدد المشتقات المالية وفقا لطبيعتها ومخاطرها إلا أنها تتمثل أساسا في العقود الآجلة، والعقود المستقبلية وعقود الخيارات وعقود المبادلة، كما أنه من المستحيل حصر كافة الأدوات المشتقة التي قدمتها مراكز البحوث والابتكارات وسوف نخص بالدراسة والتحليل كل من العقود المستقبلية والآجلة والمبادلات ونظرا لأهمية الخيارات المالية وكثرة التعامل بها في الأسواق العالمية وشدة رواجها ونجاحها سوف نخصصها بمبحث كامل وذلك لتوضيح طرق تسعيرة وحساب المشتقات و الشكل رقم ( 6 ) يوضح شجرة المشتقات المالية .

<sup>1</sup> بن اعمر بن حاسين، مرجع سابق ذكره، ص 119

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي " الإستثمار في بورصة الأوراق المالية" مرجع سابق ذكره، ص 27

الشكل رقم 6 أنواع المشتقات المالية



من إعداد الباحثة بعد تصفح كل من: سمير عبد الحميد رضوان حسن؛ ص 143 وخالد محمد نصار ص 130.

### الفرع الأول: العقود الآجلة

#### أولاً: نشأة و تعريف العقود الآجلة Forward contract

لقد بدأ التعامل بالعقود الآجلة في مجال المنتجات الزراعية أولاً حيث تعرضت أسعارها لتقلبات شديدة و انعكس ذلك على المنتجين والصناعيين الذين يحتاجون هذه المواد للتصنيع، ولتخفيف خطر التذبذب نشأت فكرة هذه العقود والتي كان هدفها في البداية تحديد أسعار المنتجات الزراعية المستقبلية لحماية المزارعين والصناعيين من الخسارة وبعد ذلك دخل المضاربون إلى هذه الأسواق لاستغلال تقلبات الأسعار وتحقيق الأرباح رغم أنهم لا يحتاجون تلك السلع وبالتالي يتلخص الدور الاقتصادي لأسواق العقود الآجلة على نقل أخطار تقلبات الأسعار من كاهل الزراعيين والصناعيين الذين لا يتحملونها إلى كاهل المضاربين الذين لديهم استعداد لتحمل هذه المخاطر لتحقيق الأرباح

#### 1- مفهوم العقود الآجلة

تمثل العقود الآجلة اتفاق بين طرفين للتعامل على أصل ما على أساس سعر يتحدد عند التعاقد على أن يكون التسليم في تاريخ لا حق متفق عليه<sup>1</sup>.

- عرف صندوق النقد الدولي العقد الآجل بأنه العقد الذي بمقتضاه يتفق طرفان على تسليم الأصل محل العقد سواء

<sup>1</sup> Marek Capinski et Tomasz Zastawniak “ Mathematics for Finance: An introduction to Finance Engineering” springer undergraduate Mathematics Series,P11

كان حقيقيا أم ماليا، بكميات معينة وفي تاريخ معين، وبسعر تعاقد متفق عليه<sup>1</sup>

- وتعرف بأنها عقود يلتزم بمقتضاها الطرفين (البنك، وطرف آخر) بالاتفاق على شراء أو بيع أصل معين في تاريخ محدد في المستقبل وبسعر يتفق عليه في تاريخ التعاقد يسمى سعر تنفيذ العقد فهي اتفاق خاص ومغلق بين الطرفين.

من خلال ما استدرجناه نستنتج بأن العقود الآجلة تتميز بما يلي:

\* عقد بين طرفين يحتمل حصول أي منهم على مكاسب أو خسائر

\* تعرض أطراف العقد لمخاطر الائتمان في حالة عدم قدرة أحد الأطراف على الوفاء بالتزاماته.

\* تلك العقود تمتاز بمرونة التفاوض بما يتفق و طرفي العقد وتمتاز بسهولة الاستخدام.

### ثانيا: أنواع العقود الآجلة وخصائصها

ويمكن تصنيف العقود الآجلة إلى ما يلي<sup>2</sup>:

**1- العقود الآجلة لأسعار الفائدة:** وتستخدم هذه العقود أيضا في الحماية ولكن ضد تقلبات أسعار الفائدة، وهنا يتم الاتفاق على سعر فائدة عن قرض معين يتم الحصول عليه في المستقبل ويتم تثبيت سعر الفائدة من تاريخ الاتفاق وحتى تاريخ التنفيذ<sup>3</sup>.

**2- العقود الآجلة لأسعار الصرف:** وهي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية مقابل عملة محلية وذلك في تاريخ آجل وبسعر يتم الاتفاق عليه عند كتابة العقد ويتم تثبيته حتى تاريخ التنفيذ وتستخدم هذه العقود للحماية ضد مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، إلا أنه يؤخذ عليها عدم قابليتها للتحويل والتنازل عنها ولا يمكن الاستفادة من تحرك أسعار الصرف عند تنفيذ العقد مستقبلا نظرا للالتزام بسعر تم تحديده مسبقا.

**3- خصائص العقود الآجلة:** يمكن حصر السمات المميزة لهذه العقود<sup>4</sup> فيما يلي:

\* تصعب المضاربة بهذه العقود لأن الغرض الأساسي منها هو الحماية من المخاطر في المستقبل وليس لها شكل نمطي نظرا لمرونة التفاوض بين الطرفين.

\* يتم تحديد تاريخ الإستحقاق وسعر التنفيذ بدقة في هذا العقد وتعتبر عقود نهائية بمجرد التوقيع ولا يمكن الرجوع فيها أو تعديلها كما يتم التنفيذ في تاريخ التنفيذ وليس قبله.

<sup>1</sup> أشرف محمد دواية " المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية "، مرجع سابق ذكره، ص-ص 11-12

<sup>2</sup> بن رجم محمد خميسي " المنتجات المالية المشتقة : أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها "الملتقى العلمي الولي حول الأزمة المالية و الإقتصادية الدولية و الحكومة العالمية، يومي 21/20 أكتوبر 2009، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف الجزائر العدد 81 ص-ص 5-6

<sup>3</sup> طارق عبد العال حماد "المشتقات المالية: المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة" ،مرجع سابق ذكره ص181

<sup>4</sup>Marek Capinski et Tomasz Zastawniak, op cit, p128

\* ينص العقد على دفع قيمة العقد وقت الاتفاق أو على دفع جزء من القيمة على أن يؤجل الباقي حتى تاريخ التسليم و يجب على البائع التسليم

\* يتفاوض الطرفان على السعر والجودة والصف وغيره من الشروط المفصلة لكي تلاءم الطرفين، فهي مفصلة أكثر منها نمطية، فلا تتداول بالأسواق المنظمة أو الثانوية نظراً لخصوصيتها ولا يستطيع أحد الأطراف إلغاء العقد أو بيعه متى شاء ويقوم الطرفان بدفع مبلغ مقدم لإثبات حسن النية (الهامش التأميني)

\* كما ظهرت أسواق الخيارات على العقود الآجلة وتطورت لتشمل على العقود السلعية الأمامية الزراعية والنفط والماشية والمعادن... كذلك الأذونات والسندات وودائع اليورو دولار والعملات ومؤشرات الأسهم المختلفة

\* إن للعقد الآجل نوعين من السعر: سعر التنفيذ و السعر الآجل و سعر التنفيذ هو توقع للسعر الآجل

### الفرع الثاني: العقود المستقبلية

أولاً: تعريف العقود المستقبلية: يعرف العقد المستقبلي بأنه التزام متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر أو يستلم منه وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان وزمان محددين وبسعر محدد<sup>1</sup> كما عرفت بأنها عقود تعطي الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين بسعر محدد مسبقاً على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل ويلتزم كل من الطرفين (البائع والمشتري) بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه، وذلك إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية بغرض حماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر بالوفاء بالتزاماته؛ وعرفت أيضاً بأنها عقود معيارية نمطية منظمة بواسطة البورصة بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر كمية محددة من أصل معين في تاريخ لاحق في مكان محدد وبسعر يحدد الآن.

كما يجب أن تتحدد في العقد العناصر التالية: طرفي العقد (البائع والمشتري)، تاريخ العقد نوع الأصل محل العقد، تاريخ التسليم، الكمية، سعر التنفيذ أو سعر التسوية، مكان وطريقة التسليم، ويتم التعامل في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد المفتوح عن طريق وسطاء أو بيوت مقاصة توكل إليها عادة تنظيم التسويات التي تتم يومياً بين طرفي العقد بعد الأخذ بالحسبان الآثار التي تترتب على حق كل منهما بسبب التقلبات السعرية التي تحدث في سعر العقد و يمكن لكل طرف أن يلجأ إلى تصفية مركزه في تاريخ سابق ليوم التسوية عن طريق اتخاذ مركز مقابل في نفس العقد أي على مشتري العقد مثلاً أن يقوم ببيع عقد مماثل بنفس العناصر (السعر وتاريخ التسوية ومحل التعاقد).

1 محمد مطر "إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية" مرجع سابق ذكره، ص 306



### ثانياً: نشأة أسواق العقود المستقبلية

تعد العقود الآجلة Forward contracts هي الصورة الأولى للعقود المستقبلية<sup>1</sup>، حيث ظهرت تلك العقود لتسهيل حصول الإمبراطورية الرومانية على احتياجاتها من الحبوب من مصر، ثم تطورت تلك الأسواق لتشمل السلع الزراعية ومن ثم البترول والنحاس وغيرها<sup>2</sup> وبدأت أسواق العقود المستقبلية كأسواق حاضرة أي أسواق نقدية، حيث يتم استلام السلعة ودفع قيمتها فور التعاقد، ثم تحول السوق الحاضر إلى سوق العقود المستقبلية في منتصف القرن الثامن عشر، ويعد سوق شيكاغو هو السوق الرائد في هذا المجال ففي تاريخ 13 أكتوبر 1865 كان ميلاد أول سوق آجلة للبضائع والذي تم فيه تداول أول عقد رقمي بمجلس شيكاغو للتجارة وتحولت إلى سوق مستقبلية عام 1870 م والسبب في نشأة هذه الأسواق المستقبلية الحاجة لسلعة ما في المستقبل وليس الآن وتطورت الأسواق المستقبلية المالية بعد اختيار نظام بريتون وودز عام 1973 حين بدأ نظام تعويم أسعار العملات حيث أصبحت تتحرك العملات هبوطاً وصعوداً بحرية كاملة حسب العرض والطلب و عانت المؤسسات المالية العالمية من هذه التقلبات مما جعلها تتعرض لمخاطر كبيرة تسببت بأزمة يوم الإثنين الأسود، وقد كانت بورصة شيكاغو الرائدة في تطوير العقود المستقبلية للسلع الزراعية وتطبيقها على الأدوات المالية ، وبدأت التعامل فيها في عام 1972 من قبل السوق النقدي العالمي (IMM) وهو فرع من فروع بورصة شيكاغو وكان محل العقد عملات أجنبية، ومنذ ذلك التاريخ شهدت العقود المستقبلية تطوراً مستمراً، فقد استحدثت عقود مستقبلية على أسعار الفائدة عام 1975 م، وعقود مستقبلية عن أذون الخزانة عام 1976، وعقود مستقبلية على سندات الخزانة عام 1977 م، ثم ظهرت العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم عام 1980 م، ومع نهاية القرن العشرين ظهرت العقود المستقبلية على الخدمات وفي مقدمتها العقود المستقبلية على الرحلات الترفيهية خلال الإجازات والعطلات<sup>3</sup> وتتسم هذه العقود بأنها عقود تأخذ شكل نمطي أي أنها بهذا الشكل تعتبر عقود آجلة ولكنها لها حجم وشروط نمطية والسبب الرئيسي لظهور هذه العقود هو تخفيض أو تجنب المخاطرة من تغير السعر، وللتغلب على عدم التأكد من المستقبل سواء بالنسبة للسعر أو كمية المحصول المطلوبة بغرض التحوط أو التحصن.

**ثالثاً: أنواع العقود المستقبلية:** هناك عدة أشكال من العقود المستقبلية وتختلف حسب محل العقد المتفق عليه فقد يكون سلعة ملموسة وقد يكون العقد المستقبلي مرهوناً بأداء مؤشر من المؤشرات أو متغير من المتغيرات الكلية:

<sup>1</sup> Obiyathulla Ismath Bacha " Derivative Instruments And Islamic Finance: Some Thoughts For A

Reconsideration" Management Centre International Islamic University Malaysia Published : INTERNATIONAL JOURNAL OF ISLAMIC FINANCIAL SERVICES; Vol. 1, No. 1, April – June 1999.P4

<sup>2</sup> محمد صالح الخناوي «أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية» ، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية ، ط 2 ، 1997 م، ص 402

<sup>3</sup> أشرف محمد دوابة " المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية " علم الموقع الإلكتروني <http://sicconf.ueu.c-e/prev.comf/2007ppers/28.swf> مرجع سابق

**1- العقود المستقبلية على السلع:** يمثل هذا النوع من العقود التزاما من البائع بتسليم المشتري كمية متفق عليها من سلعة ما (الذهب، النفط، المحاصيل الزراعية.. إلخ) بمواصفات متفق عليها خلال موعد ما وذلك لقاء سعر معين متفق عليه ، يلتزم المشتري بدفعه عند الاستلام.

**2- العقود المستقبلية على المؤشرات<sup>1</sup>:** ويمثل العقد إلتزاما من البائع إلى المشتري بدفع مبلغ من الأموال مساوي إلى حاصل جراء قيمة قدرها مثلا \$100 بالمستوى الرقمي للمؤشر في بداية التداول يوم تسوية العقد وذلك لقاء مبلغ يمثل سعر العقد وسداده في ذلك اليوم وهنا يتم الإكتفاء بالتسوية النقدية وفي عام 1982 حصلت إدارة السوق على تصريح يفيد التعامل في العقود المستقبلية على مؤشر ستانرد آند بور S&P 500<sup>2</sup> والعقود المستقبلية لمؤشرات الأسهم تنطوي على إلتزام بتسليم المشتري بمبلغ من النقود يساوي قيمة ثابتة (500) لمعظم المؤشرات يطلق عليها المضاعف مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم للتعامل على العقد ( يوم التسليم) وسعر شراء العقد ، ولقد سعت البورصات إلى ترميط عقود المؤشرات من نواحي عديدة مثل تحديد شهور التسليم وقيمة المؤشر تساوي 500 عموما ، وليس هناك تسليم فعلي لأي عقد وإنما التسوية نقدية من خلال بيت التسوية.

ولأن أسواق المؤشرات عالية السيولة والكفاءة، وبما أن العقود المستقبلية لا تتطلب تكلفة عالية للمتاجرة فيها من قبل المؤسسات المالية والاستثمارية، فقد حققت تقدما مستمرا وانتشر استخدامها بين المتعاملين لغايات المضاربة والإستثمار و التحوط

**3- خيار العقود المستقبلية:** هو عقد مستقبلي بتاريخ مماثل لتاريخ التسليم المنصوص عليه في العقد المستقبلي، ففي خيار الأسهم يحق لمشتري الخيار عدم تنفيذ العقد المستقبلي مقابل مكفأة التي يدفعها المحرر وتنقسم هذه العقود المستقبلية كالاتي: خيار الشراء أو البيع على العقود المستقبلية والعقود المستقبلية المصنوعة

### Synthetic Future Contract

**4- عقود العملات الأجنبية المستقبلية:** بسبب وجود تغير دائم لأسعار تبادل العملات ما لم تكن تلك الأسعار متوازنة فسوف يفتح المجال للمراجحين لتحقيق الأرباح دون أن يتعرضوا للمخاطر وبما أن عملية مبادلة العملات ناتجة عن التغير الحاصل في أسعار التبادل للعملات هبوطا وصعودا والتي تساهم في تحقيق الأرباح للمراجحين (المستثمرين) إلا أن الاستمرار بهذه العملية يعيد التوازن لأسعار العملات ومن ثم تنهي فرصة تحقيق الأرباح لدى المراجحين عند وصول

<sup>1</sup> [http://www.nseindia.com/content/ncfm/DMDM\\_rev.pdf](http://www.nseindia.com/content/ncfm/DMDM_rev.pdf) " Derivatives Market (Dealers) Module" Op-cit P-P22-23

<sup>2</sup> Marek Capinski et Tomasz Zastawniak, op cit, p 141

مرحلة التوازن<sup>1</sup> وسوق تبادل العملات المستقبلية فيتمثل في بنوك وسماسرة مختصين تربطهم شبكة اتصالات قوية في جميع أنحاء العالم، ولا تجري تسوية سعرية يومية ولا يوجد سوق ثانوي منظم لها والعقود ليست نمطية، ويطلق عليها عادة أسواق التبادل الآجل وفي الولايات المتحدة يوجد سوق عقود مستقبلية نمطية واحد وهو السوق النقدي العالمي التابع لبورصة شيكاغو التجارية، حيث أن شروط العقد المتداول فيه نمطية - عدا سعر التبادل يخضع للتفاوض بين الطرفين.

### 5- العقود المستقبلية على أسعار الفائدة:

استخدمت هذه العقود بسبب التقلبات الحاصلة لأسعار الفائدة على الأوراق المالية وهي بدورها تقسم إلى:

#### 5-1 عقود الفائدة قصيرة الأجل Short term Interest Reiter contract ويتم المتاجرة بها في معظم الأسواق

وبنفس المواصفات مثل سوق لندن، شيكاغو، سنغافورة، ويمكن هذه العقود البنوك من تثبيت أسعار استثماراتها بالإضافة إلى أنها تستطيع تقديمها لعملائها كوسائل تحوط<sup>2</sup> عند ارتفاع سعر الفائدة للمقترضين وضد انخفاض الفائدة للمستثمرين

#### 5-2 أذونات الخزينة المستقبلية Treasury Bill futures وهي عقود لشراء أو بيع أذونات الخزينة ويتم تداولها

بشكل رئيسي في سوق النقد العالمي (IMM) وأهم مواصفاتها أن قيمة العقد تساوي مليون دولار، ولمدة 13 أسبوع، وشهور التسليم هي مارس، جوان، سبتمبر، ديسمبر، ويحدث التسليم أيام الخميس من الأشهر المذكورة.

#### 5-3 سندات الخزينة المستقبلية Treasury Bond Futures (CBOT) يتم المتاجرة فيها في بورصة (CBOT)

والسندات المتداولة هي التي تستحق خلال 20 سنة، وقيمة السند مائة ألف دولار وتحدد الفائدة بنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند.

### رابعا : خصائص العقود المستقبلية<sup>3</sup>

- فيها يتم الشراء بسعر محدد متفق عليه مسبقا في تاريخ التعاقد على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد وبذلك يتم تجنب أو تخفيض مخاطر تقلب الأسعار وتغيرها Prise Risk إذ لا ينظر إلى السعر في السوق الحاضر عند التنفيذ.
- يتم التعامل في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد العلني المفتوح OPEN OUTCRY عن طريق وسطاء أو بيوت مقاصة CLEARING HOUSES توكل إليها عادة تنظيم التسويات التي تتم يوميا بين طرفي العقد.

<sup>1</sup> نقطة التوازن Le point equilibrium اثنين الأسود تكون نقطة التوازن نتيجة لتلاقي العرض والطلب عند نقطة معينة ويحتل هذا الوضع في حال قصور العرض عن مجارة الطلب عندما لا يمكن تلبية طلبات المشترين والعكس في حال عدم مجارة الطلب للعرض - لا تتم أ-يا تلبية طلبات البائعين، للمزيد ارجع إلى محمد يوسف، ياسين: البورصة - عمليات البورصة تنازع القوانين - اختصاص المحاكم، منشورات الحلبي الحقوقية، ط1، 2004، بيروت، لبنان.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي "الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات الجزء 2" مرجع سابق، ص386

<sup>3</sup> محمد مطر "إدارة الإستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية" مرجع سابق ذكره، ص307

- لضمان تنفيذ الالتزامات المتبادلة بين طرفي العقد المستقبلي (المشتري والبائع) يلزم كل منهما عادة بأن يسلم الوسيط في تاريخ نشؤ العقد هامشا معيناً يسمى MARGIN تتراوح قيمته بين 5-15% من القيمة الإجمالية للعقد ولا يتم استرداده إلا عند تسوية أو تصفية العقد، ويقوم الوسيط عادة بإجراء تسوية يومية بين طرفي العقد تعكس التغيرات السعرية التي تحدث على سعر العقد، كما أنه لا سبيل للتعامل في سوق العقود المستقبلية إلا من خلال بيوت السمسرة.
  - إذا كان من الممكن تحرير عقود مستقبلية على أي سلعة فإن قليلاً من السلع تتوافر فيها الشروط التي تناسب الأسواق المنظمة للعقود المستقبلية ومن أهمها:
    - قابلية التخزين بما يتيح توفيرها في التاريخ المحدد في العقد، قابلية التمنيظ (الكمية والجودة).
    - أن يوجد طلب نشط على السلعة بما يحقق السيولة لسوقها وذات قيمة مقارنة بحجمها وبذلك تناسب هذه الأسواق سلعا مثل المنتجات الزراعية وبصفة خاصة البن والشاي والذرة والبطاطس وكذلك العملات والأوراق المالية.
    - لضمان شروط توفير سوق منتظم للعقود المستقبلية لجأت بورصات العقود إلى تمنيظ شروط التعاقد:
    - وحدة التعامل: ويقصد بها الكمية والوحدة التي تقاس بها مكونات العقد التي تختلف باختلاف الأصل محل التعاقد مثلاً أن يتضمن العقد الواحد للتعامل في القمح (5000) بوشل وفي أذونات الخزانة الأمريكية ما قيمته مليون دولار وهكذا.
    - شروط التسليم وتتضمن الشهور التي سيتم التعامل فيها على العقد والفترة الزمنية التي ينبغي أن يتم فيها التسليم والوسيلة الفعلية التي يمكن بها للبائع تسليم الأصل ودرجة جودة الأصل محل التعاقد مثلاً في عقود أذونات الخزانة T.BILL يكون التسليم واجبا خلال الثلاثة أيام التالية لثالث يوم اثنين في الشهر المحدد للتسليم<sup>1</sup>.
  - هذا وتحدد شروط التسليم بواسطة إدارة البورصة وشروط التسليم في العقود المستقبلية على الأصول المالية ليست جامدة فالورقة المالية محل التعاقد قد تحل محلها ورقة مالية أخرى بل وقد تمتد المرونة إلى تاريخ التسليم أيضاً.
  - حدود تقلب الأسعار حيث تفرض أسواق العقود حداً أدنى للتغيرات السعرية يتفاوت حسب الأصل محل التعاقد وحداً أقصى للتغيرات السعرية التي تحدث خلال يوم واحد وإن كانت بعض العقود مثل: العقود على مؤشرات السوق لا تخضع أسعارها لقاعدة الحد الأقصى، حدود المعاملات TRADING LIMIT أو المراكز POSITION LIMITS ويقصد بها الحد الأقصى لعدد عقود المضاربة التي يمكن أن تكون بيد مستثمر واحد.
- خامساً: إستراتيجيات أسواق العقود المستقبلية:**
- إن التعامل بالعقود المستقبلية يوفر نوعين من المزايا هي المضاربة والتحوط

<sup>1</sup> باقر كرجي حبيب الجبوري "الهندسة المالية الإسلامية" جامعة الإقتصاد بالقادسية" ص 13، على الموقع:

**1- التحوط<sup>1</sup>:** لتخفيض المخاطر الرئيسية التي يتعرض لها المستثمرين من مخاطر تقلب أسعار الصرف العملات وأسعار الأوراق المالية وأسعار الفائدة وأسعار السلع ويتم التحوط في سوق العقود المستقبلية إما عن طريق شراء العقد أو بيعه حسب وضع كل من طرفي العقد.

**1-1 تغطية العمليات الشرائية:** يتم ذلك بقيام المستثمر بشراء عقد على أحد الأصول في سوق العقود المستقبلية بتاريخ التسليم التي تتوافق مع توقيتات الحاجة إلى ذلك الأصل و يسمى أيضا بالتحوط الطويل<sup>3</sup>.

**1-2 تغطية العمليات البيعية (التحوط القصير):**

بمعنى بيع عقود مستقبلية لتجنب المخاطر المتعلقة بانخفاض أسعار الأصل محل التعاقد في المستقبل.

**1-3 التغطية بأصل بديل مختلف:** بمعنى إتمام عمليات شرائية أو بيعه لأصل بديل لتغطية عقد تم إبرامه على أصل آخر مختلف عنه<sup>4</sup>

**2- المضاربة:** وذلك باستخدام ما يعرف بميزة المتاجرة بالهامش أو الرفع المالي إذ يكفي أن يدفع المتعامل في العقود سواء مشتري أو بائع قيمة الهامش المطلوب حتى يدخل السوق إما مستثمر عادي يسعى لتحقيق أرباح عادية أو مضارب يسعى لتحقيق مكاسب رأسمالية مرتفعة تنتج عن التقلبات السعرية إلا أن هناك مجموعة من الضوابط التي تستخدم في أسواق العقود المستقبلية للحد من المغالاة في المضاربة وهي أن تقوم إدارة السوق بوضع مدى مسموح به يحدد الحد الأدنى والحد الأقصى للتقلبات التي تحدث في اليوم الواحد على أسعار العقد لا يجوز تخطيها والمضاربون لا يهتمهم مركز في السوق بل يهتمهم الربح مقابل تقبلهم للمخاطر<sup>5</sup>

**الفرع الثالث: عقود المبادلات أو المقايضات SWAPS**

**أولا : تعريف عقود المبادلة:** المبادلة هي اتفاق تعاقدي يتم بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق<sup>6</sup>، ويتعهد المتعاقدين بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما للطرف الآخر وذلك دون إخلال بالتزام أي منهما تجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على

<sup>1</sup> محمد مطر "إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية" مرجع سابق ذكره، ص 311

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد "المشتقات المالية: المفاهيم، إدارة المخاطر؛ المحاسبة "، مرجع سابق ذكره ص 162

<sup>3</sup> طاهر حيدر حردان "اساسيات الاستثمار " مرجع سابق، ص 159

<sup>4</sup> PDF created with pdf Factory Pro trial version www.pdfactory.com

"إدارة المخاطر في البورصات" مركز التعليم المفتوح بجامعة بنها، تاريخ الإطلاع: 2014/01/12 على سا 12 00 د

<sup>5</sup> منير إبراهيم هندي "الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات الجزء 2" مرجع سابق، ص 214

<sup>6</sup> Roland Portait et Patrice poncet; op-cit P 214

## الفصل الثاني: منتجات الهندسة المالية

أصول يملكها ، وتسمى الأطراف التي توافق على الدخول في المبادلة بـ <sup>1</sup> CONTREPARTIES وتحدد شروط عقد المقايضة أو المبادلة بعدة عناصر رئيسية هي: طرفي العقد، الإلتزام أو الأصل المشمول بعقد المقايضة، قيمة المدفوعات أو المقبوضات محل المقايضة، العملة التي تسدد بها المدفوعات أو تحصل بها المقبوضات، السعر الآجل لمقايضة العملة المتفق عليه، مدة سريان العقد ولا تتم تسوية الأرباح والخسائر بشكل يومي كما في العقود المستقبلية و لا تتم تسوية هذا العقد لمرة واحدة فقط كما هو الحال في العقود الآجلة ولذلك يعرف البعض عقود المبادلة بأنها سلسلة من العقود الآجلة وتسري عقود المقايضة على عدة أدوات ومن أهمها:

### 1. عقود مبادلة أسعار الفائدة Interest Rate Swaps

-عقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة

-عقود مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير وغير المقيد Caps

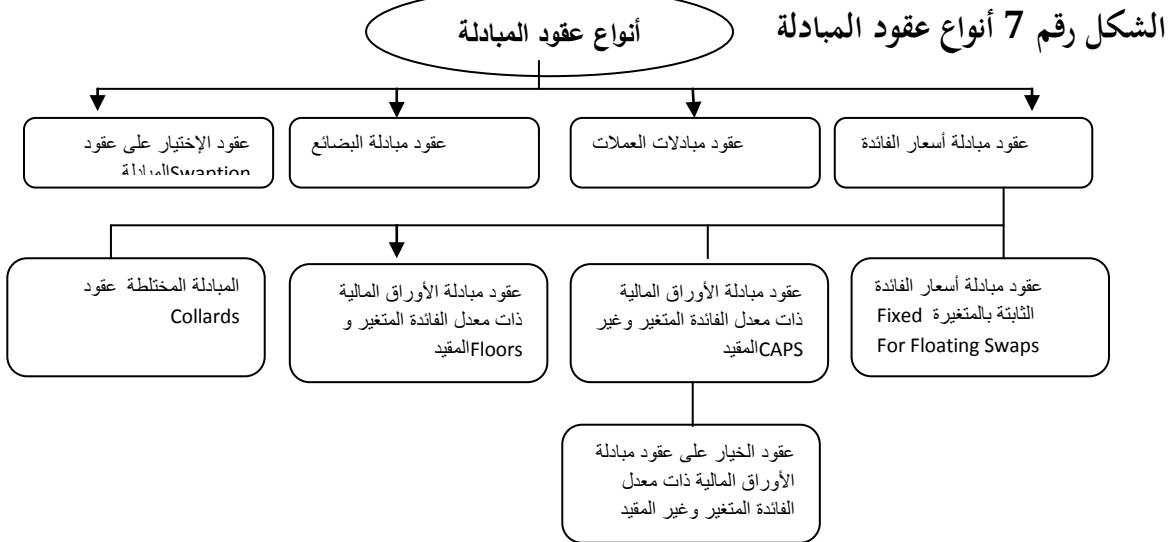
-عقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد Floors

### 2. عقود مبادلة العملات Currency Swaps

-عقود مقايضة متوسطة أو طويلة الأجل وعقود المقايضة القصيرة الأجل

### 3. عقود مبادلة البضائع Commodity Swaps

4. حق الاختيار على عقود المبادلة Swapions و النوعين الأول والثاني هما الأكثر شيوعاً في عالم المال.



المصدر : محمد صالح الحناوي، فريد نihal مصطفى وجمال إبراهيم العبد "تقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية" مرجع سابق، ص 332.

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد "حوكمة الشركات و الأزمة المالية"، مرجع سابق ذكره، ص 79

يتم التعامل بهذا النوع من العقود في أسواق المال وذلك بسبب اختلاف ملاءة المقترضين من جهة ، واختلاف توقعات المتعاملين في هذه الأسواق من مقرضين ومستثمرين حول تقلب أسعار الفائدة السوقية والمخاطر الناجمة عن ذلك والتي قد تؤدي إلى الإفلاس Bankruptcy من جهة ثانية.

### ثانياً: أنواع عقود المبادلة

1- عقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة Fixed for Floating Interest Rate<sup>1</sup> Swaps وهو النوع الأكثر انتشاراً في هذه المبادلات ويسمى plain vanilla (الوجبة السهلة أو الفانيلا السادة)، وفيه يوافق أحد الأطراف الداخل في المبادلة على أن يدفع سلسلة معدلات الفائدة الثابتة وفي نفس الوقت يتسلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة العائمة<sup>2</sup>، وهذا الطرف يطلق عليه fixed-Rate Payer في المقابل يوافق الطرف الآخر الداخل في عقد المبادلة على استلام سلسلة من معدلات الفائدة العائمة ويطلق على هذا الطرف (دافع معدل الفائدة المتغير) floating-Rate Paye<sup>1</sup> وذلك وفقاً لمعدل مرجعي<sup>3</sup>، ويتحدد هذا المعدل في كثير من الأحيان وفقاً لمعدل الفائدة للتعاملات بين المصارف في لندن (London Interbank Offering Rate) ويعبر Libor عن سعر الفائدة بين البنوك حيث تستعمله البنوك العالمية الكبيرة لإقراض البنوك الأخرى ، والقروض المحددة على أساس Libor تتحدد على أساس تفاوض خاص يغطي فترات متنوعة من تواريخ الإستحقاق ، وتظهر أسعار Libor يوميا في عمود Money Rates في جريدة وول ستريت ، وأسعار الفائدة العائمة في أسواق عقود المبادلات غالبا ما تتحدد على أساس سعر مساوي لسعر Libor والذي يطلق عليه أحيانا Libor Flat وغالبا ما يضاف إلى هذا المعدل نسبة معينة ، مثلا لبيور +30 نقطة أساس.

وتغطي إتفاقية المبادلة فترة معينة وهي التي تحدد لسداد الفوائد والتي تمثل فحوى عقد المبادلة ، ويتحدد مقدار المدفوعات الدورية على أساس مبلغ وهمي أو اعتباري Notional Principal وهذا الأصل الوهمي يمثل كمية نظرية أو اسمية تستخدم كمقياس لتحديد مقدار التدفقات النقدية التي تسدد وفقاً لاتفاقية المبادلة.

تتم التسوية لعقود المبادلة على أساس دوري متفق عليه (كل ثلاثة أشهر، كل ستة أشهر،...) فهي لا تسوى بصفة يومية لذلك تسمى الأرباح والخسائر المتولد عن عقد المبادلة بالأرباح والخسائر الورقية Paper Profits O Losses، وباعتبار أن

<sup>1</sup> Roland Portait et Patrice poncet; op-cit P 216

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد "حوكمة الشركات و الأزمة المالية"، مرجع سابق ذكره، ص 81

<sup>3</sup> ليلى محمد وليد بدران "المشتقات المالية" بحث تحت إشراف : جمال اليوسف، الأساليب الكمية، ماجستير إدارة أعمال، كلية الاقتصاد ، جامعة دمشق 2008 -



أسعار Libor تكون غير معروفة في المستقبل لذلك فإن مدفوعات الفائدة المتغيرة في الزمن  $t$  سوف تعتمد على سعر LIBOR في الزمن  $t-1$ .

$$M = [I_{floating} - I_{fixed}] \times \frac{n}{360} \times V$$

حيث  $M$ : تمثل المدفوعات أو المتحصلات،  $I_{floating}$ : معدل الفائدة المتغير

$I_{fixed}$ : معدل الفائدة الثابت،  $n$ : عدد الأيام (فترة التسوية المنصوص عنها في العقد)،  $v$ : قيمة عقد المبادلة

## 2- عقود مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير وغير المقيد Caps:

وهي عبارة عن عقود مبادلة تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير<sup>1</sup> وفي نفس الوقت غير مقيد بحدود دنيا أو عليا

## 3- عقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد Floors:

وهي عقود مبادلات تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ولكنها في نفس الوقت محدد بحد معين<sup>2</sup>.

## 4- عقود المبادلة المختلطة Collars:

تقوم هذه العقود على إتخاذ مركز طويل من خلال شراء عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد Cap وفي نفس الوقت بيع عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير و مقيد<sup>3</sup>

## 5- عقود مبادلة العملات : Currency swaps

تمثل عملية المبادلة بين عملتين معينتين، في شراء أحدهما ولتكن العملة  $X$  وبيع الأخرى ولتكن العملة  $Y$  على أساس السعر الفوري لكل منهما، وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر المبادلة (الآجل)<sup>4</sup> والذي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة السائدة حينئذ على الإيداع والإقراض بالنسبة لكل من العملتين.

ومعظم عقود المقايضة الكبيرة تنشأ بين البنوك، فمثلا إذا كان لدينا بنكين أحدهما  $A$  لديه فائضا من الدولار في حين عليه أن يسدد التزامات استحققت عليه بالجنه الإسترليني، في حين أن بنكا آخر  $B$  لديه فائضا من الجنه الإسترليني وعليه التزامات استحققت بالدولار، في مثل هذه الحالة فإنه من مصلحة كلا البنكين الدخول في عقد مقايضة للعملتين الدولار والجنه الإسترليني، إذ بالإضافة إلى ميزة تخفيض تكلفة التمويل لكل منهما يحقق عقد المقايضة للطرفين ميزة التحوط من مخاطر تقلب أسعار الصرف كما تأخذ عقود مقايضة العملات شكلين<sup>5</sup>:

<sup>1</sup> Marek Capinski et Tomasz Zastawniak, op cit, p 258

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، فريد نعال مصطفى وجمال إبراهيم العبد "تقييم الأسهم والسندات: مدخلا لهندسة المالية" مرجع سابق، ص 321

<sup>3</sup> Roland Portait et Patrice poncet; op-cit P 575

<sup>4</sup> Roland Portait et Patrice poncet; op-cit P 230

<sup>5</sup> عاطف فرحة "إدارة المشتقات المالية" بحث تحت إشراف الدكتور محمد الحسين، ماجستير إدارة اعمال، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق 2010/2009، ص 24



- عقود مقايضة متوسطة أو طويلة الأجل تحدث في أسواق رأس المال ويطلق عليها مصطلح مقايضات رأسمالية ويغلب على أغراضها الطابع التحوطي أكثر من طابع المضاربة، وتلجأ إليها عادة المؤسسات المالية بمهدف الاقتراض الطويل الأجل من أسواق رأس المال.

- عقود المقايضة القصيرة الأجل وتحدث في أسواق النقد ويتعامل فيها المضاربون لأغراض تحقيق الأرباح من جراء تقلب أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة على تلك العملات وبهذا نكون قد عرضنا أدوات الهندسة المالية وبقية عقود الخيار و التي استخدمت حتى في أسواق المال العربية و سوف نخصها بمبحث كامل

### المبحث الثالث: هندسة عقود الخيار

في هذا المبحث، نتعرض إلى مفهوم الخيارات وتنظيم أسواقها بالإضافة إلى نماذج التسعيرة وإستراتيجيات إدارة المخاطر **المطلب الأول: ماهية عقود الخيار:** تقوم فلسفة عقود الخيار على هدف أن تضع بيد المستثمرين والمتعاملين أداة تمكنهم من تطبيق تصوراتهم وتوقعاتهم من خلال استخدام ممارسة حقوق البيع والشراء

### الفرع الأول: مفهوم عقود الخيارات

#### أولاً: تعريف عقود الخيار : OPTION CONTRACT :

و يعرف عقد الخيار بأنه اتفاق بين طرفين، يمنح بموجبه الحق لأحد الطرفين في شراء أو بيع أصلاً معيناً أو أداة مالية بسعر محدد و خلال فترة معينة من الطرف الثاني، و قد تكون الأداة المالية سهم أو سند أو سعر فائدة أو سعر عملة أو عقد مستقبلي أو مؤشر أو أي أداة مالية متداولة في الأسواق العالمية وهذا يعني أن هناك طرفان للعقد، الطرف الأول مشتري حق الخيار، و الطرف الثاني هو بائعه، ويكون لمشتري حق الخيار الحرية في ممارسة هذا الحق أو عدم ممارسته، وطبعاً بالمقابل عليه أن يدفع بسبب الميزات التي يتمتع بها من جراء هذا الحق، المكافأة أو العلاوة<sup>1</sup>

#### ثانياً: أركان عقد الخيار

يتكون عقد الخيار من سبعة أركان أساسية وهي<sup>2</sup>:

- 1 - مشتري الحق Buyer: وهو الشخص الذي يقوم بشراء حق الخيار سواء كان حق بيع أو حق شراء، وله الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق نظير مكافأة يدفعها للطرف الثاني والذي يسمى بمحرر حق الخيار.
- 2 - محرر الحق (بائع الحق) WRITER: وهو الشخص الذي يقوم بتحرير الحق لصالح المستثمر مقابل مكافأة

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي "الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الثالث: عقود الخيارات" منشأة المعارف بالإسكندرية مصر 2007 م ، ص 6

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي « أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية » ، مرجع سابق ذكره ، ص 322

- يحصل عليها من مشتري الحق<sup>1</sup>، و يقصد بتحرير الحق أي إعطاء الحق.
- 3 - سعر التنفيذ Exercise or Striking price: وهو سعر الورقة المالية وقت إبرام العقد<sup>2</sup> وعادة ما يكون هو سعر السوق الجاري لهذه الورقة المالية.
- 4 - السعر السوقي Market price: هو سعر الورقة المالية في تاريخ انتهاء أو ممارسة الاتفاق.
- 5 - تاريخ التعاقد Exercise Date و هو أول يوم لسريان العقد
- 6 - تاريخ الإنتهاء Expiration Date التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الحق بممارسة حقه، وهو آخر يوم متفق عليه في حالة الاختيار الأوروبي، أو أي يوم يقع بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ انتهاء العقد يقرر فيه مشتري الحق طلب تنفيذ العقد وفق الخيار الأمريكي.
- 7 - المكافأة Premium و يطلق عليها اسم العلاوة، وهي مبلغ متفق عليه بين طرفي العقد بحيث يقوم مشتري الحق بدفعه إلى محرر الحق مقابل أن يكون له الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الإتفاق<sup>3</sup>.

### ثالثاً: معايير تقسيم عقود الخيار

تقسم عقود الخيار بناء على الأسس التالية<sup>4</sup>:

#### 1- التقسيم على أساس تاريخ التنفيذ للاتفاق و يقسم كالتالي:

1-1 الخيار الأمريكي American Option و هو حق خيار تتم ممارسته أو تنفيذه في أي وقت خلال الفترة التي تنقضي بين إبرام العقد و تاريخ إنجاءه.

1 2 الخيار الأوروبي European Option هو حق تتم ممارسته في الموعد المحدد لإنهاء العقد فقط.

2- التقسيم على أساس نوع الصفقة<sup>5</sup>:

1-2 حق خيار الشراء: يتيح للمستثمر (مشتري الحق) شراء عدد من الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ معين مقابل مكافأة يدفعها المشتري لمحرر حق الاختيار.

2-2 حق خيار البيع يتيح للمستثمر بيع عدد من الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ معين مقابل مكافأة يدفعها للمشتري بموجب هذا العقد يمنح للبائع الحق في أن يبيع عدد معين من أصل معين أو لا يبيع.

<sup>1</sup> محمود سحنون " الإقتصاد النقدي والمصرفي" مرجع سبق ذكره، ص 142

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، فريد نihal مصطفى وجمال إبراهيم العبد "تقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية" مرجع سابق، ص 261

<sup>3</sup> محمد صالح الحناوي، فريد نihal مصطفى وجمال إبراهيم العبد "تقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية" مرجع سابق، ص 262

<sup>4</sup> محمد صالح الحناوي " تحليل و تقييم الأسهم و السندات"، الدار الجامعية. الإسندرية. مصر. 2005. ص 331

<sup>5</sup> محمود سحنون " الإقتصاد النقدي والمصرفي" مرجع سبق ذكره، ص 143

## الفصل الثاني: منتجات الهندسة المالية

- 2-3 حق الاختيار المزدوج أو المختلط و هو عبارة عن دمج بين الحالتين الأولى والثانية ، بحيث يقوم المستثمر بشراء اختيار لورقة مالية على سبيل المثال و شراء عقد اختيار يبيع لنفس الورقة المالية و يكون تاريخ التنفيذ للعقدين واحد
- 3 - التقسيم حسب الربحية: مربحة.غير مربحة.متعادلة في الجدول رقم 5

البيان	عقود خيار الشراء	عقود خيار البيع
الخيار المربح IN-THE-MONEY	سعر السوق < سعر التنفيذ	سعر السوق > سعر التنفيذ
الخيار غير المربح OUT-OF-THE-MONEY	سعر السوق > سعر التنفيذ	سعر السوق < سعر التنفيذ
الخيار المتكافئ AT-THE-MONEY	سعر السوق = سعر التنفيذ	سعر السوق = سعر التنفيذ

المصدر: طارق عبد العال حماد "حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، مرجع سابق ذكره، ص 66

### 4- التقسيم على أساس ملكية الأوراق المالية

- 4 1 الخيار المغطى هو حق خيار يكون فيه محرر العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.
- 4-2 الخيار غير المغطى هو حق الخيار الذي لا يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية التي تم التعاقد عليها.
- الفرع الثاني: أنواع عقود الخيار: يوجد عدة أنواع لعقود الخيار في أسواق الخيار، و نستطيع أن نقول أن من أهم هذه العقود عقود خيار الشراء، عقود اختيار البيع، ومن ثم يليها الخيار على أسعار الفائدة، و خيارات مؤشرات السوق، وغيرها من العقود المستجدة عن عقود الخيار

**أولاً: عقود خيار الشراء: Call option:** في عقود شراء الخيار يوجد طرفين، مشتري حق الخيار Buyer or Holder و يملك الحق في أن يشتري من الطرف الثاني أصلاً معيناً و بسعر محدد (سعر التنفيذ) وخلال فترة محددة، وله مطلق الحرية في ممارسة هذا الحق أو عدم ممارسته، و يلزم المحرر بالتنفيذ إذا طلب منه ذلك،<sup>1</sup> و ثمن هذا الحق الذي يحدده سعر السوق يسمى العلاوة أو المكافأة التي يدفعها المشتري إلى الطرف الثاني الذي يطلق عليه محرر الخيار Option Writer و بالنسبة لأشكال بيع حق الشراء<sup>2</sup>:

- 1- الشراء المغطى Covered call option: يعتبر الشراء مغطى في حالة امتلاك البائع للسلعة المالية التي باع حق شراءها، و هو يستطيع تسليمها إلى المشتري في حالة طلبه للتنفيذ<sup>3</sup>
- 2- الشراء الغير مغطى (مكشوفاً) يكون ذلك في حالة عدم امتلاك البائع للأصل الذي باع حق شرائه<sup>4</sup>، و هو كذلك سوف يشتري هذا الأصل في السوق في حالة ممارسة المشتري حقه في الشراء و طالب بتنفيذ العملية إذا لم يقبل بالتسوية

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي "بورصة الأوراق المالية: أسهم - سندات - وناقص استثمار - الخيارات" دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003 م ، ص 441

<sup>2</sup> طاهر حيدر حردان "أساسيات الإستثمار" مرجع سابق ، ص 154

<sup>3</sup> طارق عبد العال حماد "حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية" ص 65

<sup>4</sup> حسين عطا غنيم ، مرجع سابق ذكره ، ص 631

النقدية ويتضح لنا أن الخطر الحقيقي يكمن في البيع المكشوف من المحتمل أن يؤدي إلى خسائر جسيمة لا تتناسب مع العلاوة التي تم استلامها مقابل هذا الخطر، لأنه قد يحقق المشتري فرصة ربح كبيرة على حساب البائع خلال هذه العملية. **ثانياً: خيار البيع put Option** : و هو عبارة عن عقد بين طرفين، محرر العقد (البائع) ومشتري الخيار، بموجب هذا العقد يمنح المحرر لمشتري الحق في أن يبيع عدد معين من أصل معين أو لا يبيع<sup>1</sup>.

**ثالثاً: خيار مؤشرات السوق Option on Market Indexes**: التعامل في سوق خيار المؤشرات لا يختلف عن سوق خيار الأسهم الفردية، لأن بنود العقد و إجراءات التنفيذ واحدة، أما الاختلاف فيكون في أن المؤشر ينطوي على تشكيلة من الأسهم، لذا يطلب من طرفي العقد تحديد المؤشر المتعاقد عليه، وكذلك تحديد إن كان التعاقد على عقد واحد أو على مضاعف عقد المؤشر<sup>2</sup>.

و يعتبر مؤشر ستاندر آند بور S& and p500 والذي يشتمل على 100 منشأة من المنشآت الصناعية المكونة له في مقدمة المؤشرات التي تحظى بمستوى عالي من التعامل في أسواق الخيارات<sup>3</sup>، ولا يسمح في خيار المؤشرات، التسليم للأسهم محل البيع أو الشراء إذا ما طلب المستثمر تنفيذ العقد، فالتسوية هي فقط تسوية نقدي، وذلك وفقاً لسعر المؤشر في السوق الحاضر

**رابعاً: خيار أسعار الفائدة**: إن شراء خيار لسعر الفائدة يعطي للمشتري الحق ليس الالتزام باستلام أداة مالية بسعر فائدة متفق عليه في وقت محدد مستقبلاً، حيث يدفع المشتري مقابل هذا الحق علاوة للبائع و التي تعتمد على عاملين:  
- مدة العقد: كلما زادت المدة بين انعقاد العقد و موعد التنفيذ زادت قيمة العلاوة.  
- قرب سعر الفائدة للعقد عن سعر السوق وقت إبرام العقد: فإذا اقترب سعر فائدة العقد من سعر السوق زادت العلاوة بالمقابل.

- درجة تقلب أسعار الفائدة: يوجد دور لدرجة تقلب الأسعار على قيمة المكافأة ولكن ليس بدرجة كبيرة كما في الدور الذي تلعبه في مجال خيار العملات<sup>4</sup>.

و تطبق خيارات أسعار الفائدة على جميع الأوراق المالية سواء التي تحمل فائدة ثابتة أو فائدة متغيرة، وعلى عمليات الإقراض والاقتراض التي تتم بين البنوك بين بعضها البعض أو بين البنوك وعملائها، كما يوجد لها أسعار تأشيرة تحدد تكلفة هذه العمليات.

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، فريد نعال مصطفى و جلال إبراهيم العبد "تقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية" مرجع سابق، ص 262

<sup>2</sup> يقصد بمضاعف العقد بعدد المرات التي يضرب فيها المؤشر لتحصل على العدد الكلي للمؤشر في عقد الإختيار.

<sup>3</sup> أسعد حميد عبيد العلي "إستراتيجيات الإستثمار في الخيارات المالية" دار وائل للنشر و التوزيع، الأردن، 2005، م، ص 81 وما فوق .

<sup>4</sup> رياض أسعد "الخيارات" اتحاد المصارف العربية" الهندسة المالية وأهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية" مرجع سابق، ص 230 و ما فوق

**1- أنواع عقود خيارات الفائدة:** هي خيارات على أذون و سندات الخزانة أو على مستقبلات الأوراق المالية والسلع إضافة إلى خيارات على المحافظ ومن أهم أنواع عقود الخيار على أسعار الفائدة:

**1-1 حق خيار كاب التغطية (CAP Option)** الفائدة المعومة أو ضمان الفائدة الزائدة: هو عبارة عن عقد يتعهد بموجبه أحد الأطراف للفريق الثاني مقابل عوض بضمنان تغطية (رفع) أي نسبة زيادة قد تطرأ على معدل محدد للفائدة، يتفق عليه بين الأطراف يكون الفريق الثاني ملزماً بدفعه للفريق ثالث كان هو قد اقترض منه قرضاً بفائدة متغيرة، وبهذا يكون عقد خيار الفائدة CAP قد سمح للمشتري تثبيت تكاليف اقتراضه، أي بتحديد أقصى سعر فائدة<sup>1</sup> سوق يدفعه مع الاحتفاظ بحقه بالاستفادة من انخفاض أسعار الفائدة و يدفع للمشتري فارق الفائدة في السوق و قد تصل مدة حق الاختيار لمدة أربعة سنوات ولكن على أساس عقد لكل ثلاثة شهور، أما العقود على الفائدة التي تقل عن السنة فتسمى CALL، وهي تشبه تماماً CAP و لكن بأجل أقل من سنة.

**1-2 اختيار فلور Floor Option** أو عقد التعهد بضمنان تغطية انخفاض نسبة الفائدة، فهي اختيارات معاكسة لحقوق اختيارات كاب، حيث مشتري حق خيار فلور هو مستثمر بشرائه هذا الحق يضمن أدنى سعر فائدة لاستثماراته، ولهذا سمي FLOOR و التي تعني انخفاض الأسعار، فهو يهدف إلى أن يضمن أن يقبض سعر فائدة لا يقل عن السعر المتفق عليه، وتسمى هذه الخيارات (PUT) إذا كانت لآجال قصيرة، و تنفق عقود كاب و فلور على البنود التالية: مؤشر الأسعار ويتم المتاجرة بهذه الحقوق على أساس أسعار الفائدة في الأسواق المالية و يمكن ربطها بأسعار أذونات الخزينة. الاستحقاق: يتم المتاجرة فيها عادة من ثلاثة شهور حتى (12) سنة، و يتم تكرار العقد كل ثلاثة شهور، إذ يتحدد العقد في السنة أربع مرات، و قد يكون سعر الفائدة ثابتاً أو متغيراً لكل عقد، حسب الاتفاق، و تحتسب قيمة العقد من الفرق في الفائدة بين سعر التنفيذ و سعر السوق.

**1-3 خيارات الطوق: Option Collar:** يتكون خيار الطوق من عقدي اختيار كاب و فلور يتم إنشائها في نفس الوقت و لكن كل منها مستقل عن الآخر.

**خامساً: خيار السوفكس SOFFEX:** السوفكس هو نوع من عقود الخيار و الذي يعني الخيارات المالية المستقبلية السويسرية و يتم هذا النوع من العقود وفقاً لنمط معين بالنسبة لحجم العقد يتضمن كل عقد 5 أسهم أو سندات أو هذا يعني أن ثمن الخيار يساوي ثمن كل خيار مضروباً بالعدد 5، أي كل مكافأة عن سهم تضرب بالعدد 5 للعقد

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي "إدارة المخاطر، الجزء الثالث: عقود الخيارات" مرجع سابق، ص 443 وما فوق

الواحد، أما بالنسبة لممارسة العقد أو تنفيذه فيكون عبارة عن القيمة<sup>1</sup> التي يدفعها المشتري لشراء أو بيع الأسهم محل العقد.

كما توجد أيضا خيارات على العملات تمنح خيارات البيع والشراء على عملات أجنبية بغرض التحوط أو المضاربة<sup>2</sup>

### الفرع الثالث: خصائص و أهمية عقود الخيار

**أولا: خصائص عقود الخيار:** من خلال دراسة عقود الخيار يمكننا استنتاج الخصائص المميزة لعقد الخيار وهي كالتالي<sup>3</sup>: إن عقد الخيار غير ملزم لصاحبه و إنما يعطيه الحق في أن يختار تنفيذ أو عدم تنفيذ الصفقة مع دفع حق الممارسة حيث تعتبر العلاوة أو المكافأة هي ثمن مقابل المخاطرة التي يتحملها الطرف الآخر (محرر الخيار) بصرف النظر عن الظروف السائدة في السوق.

- إن ثمن الخيار قابل للزيادة أو النقصان، ويتوقف ذلك على مدة العقد (تاريخ التنفيذ) و نوع الأصل محل العقد و كذلك ظروف السوق المالية<sup>4</sup>، كذلك القيمة السوقية للسهم، وسعر التنفيذ حيث يزداد ثمن الخيار خلال مدة العقد و تصبح قيمته تساوي صفر في نهاية العقد ويدفع هذا الثمن عند الشراء أو البيع للعقد وليس له علاقة بثمن السلعة أو الأصل ، لذا نستطيع استنتاج التالي:

\* عقد ممارسة الحق يتم دفع قيمة العقد بالكامل بصرف النظر عن ثمن الخيار.

\* في حالة لم تتم ممارسة الحق فإن مشتري الحق يخسر ثمن الخيار فقط (خسارة محدودة)

\* عقد الخيار يحدد بفترة زمنية محددة- عادة ثلاثة أشهر- ففي حالة ثبات سعر الأصل فإن قيمة الخيار تتناقص بمرور الزمن و تصبح صفرا في نهاية المدة.

- يحق لصاحب عقد الخيار بيعه للغير بثمن يتناسب مع العرض و الطلب عليه في الأسواق المالية للأصل محل العقد،

حيث أن عقود الخيار قابلة للتداول و يوجد علاقة فردية بين سعر الأصل في السوق و ثمن عقد الخيار.

- لا يدفع صاحب عقد الخيار إلا ثمن العقد أي ثمن الخيار ولا يدفع ثمن كامل الصفقة إلا إذا قرر تنفيذها، وبذلك يمكن لصاحب العقد بعقد صفقات كبيرة في المستقبل .

**ثانيا: أهمية عقود الخيار:** نجحت وانتشرت عقود الخيار بسبب العولمة الاقتصادية و انفتاح أسواق الاستثمار في السنوات

الأخيرة على النحو الذي جعلها أقرب من أن تكون سوقا واحدة، إضافة إلى التوجه العالمي نحو التسهيل المالي بهدف

<sup>1</sup> حنفي، عبد الغفار " الإستثمار في بورصة الأوراق المالية" مرجع سابق ذكره .ص 562.

<sup>2</sup> أسعد حميد عبيد العلي، مرجع سابق ذكره، ص 89

<sup>3</sup> أسعد حميد عبيد العلي، مرجع سابق ذكره، ص-ص 130-131

<sup>4</sup> حنفي عبد الغفار " الاستثمار في بورصات المالية" مرجع سابق ذكره ، ص-ص 560-561

- تحفيز تدفق الاستثمارات الدولية عبر القارات المختلفة و هذا ما أعطى الأهمية الخاصة لهذه العقود و التي تتناسب مع مختلف احتياجات المتعاملين مستثمرين كانوا أم متحوظين:
- إن شراء حقوق الخيار بالنسبة للمستثمر أو المتحوظ يمنحه الفرصة في الاستفادة من ارتفاع الأسعار و يحميه من مخاطر انخفاض الأسعار.
  - يستطيع المستثمر عمل تأمين على استثماراته و ذلك بشراء خيار هبوط على الأسهم التي يمتلكها، بحيث لو انخفض سعر السهم الذي يملكه، يبيع خيار الهبوط و بذلك يعوض عليه الخسارة أو حتى جزء من تلك الخسارة.
  - بالنسبة لأصحاب القرارات المالية في الشركات العالمية و المؤسسات المالية أصبح استعمال حقوق الخيار من أهم منتجات الأسواق الحديثة التي تحمي المستثمر.
  - إن حقوق الخيار تقدم للمضارب قوة رافعة كبيرة<sup>1</sup> بحيث يستطيع الحصول على حق شراء موجودات مالية كبيرة و تحقيق أرباح كبيرة بمبالغ صغيرة و التي تمثل حق الخيار<sup>2</sup>.
  - لقد قدمت حقوق الخيار بعدا جديدا للأدوات المالية، حيث أصبح بالإمكان المتاجرة بتقلبات الأسعار نفسها و المتاجرة بمؤشرات أسواق المال

**المطلب الثاني: أسواق عقود الخيار:** سنتطرق من خلال هذا المطلب إلى النشأة، التنظيم والإجراءات في أسواق الخيارات.

### الفرع الأول: نشأة أسواق الخيار وأنواعها

**أولا: النشأة:** كان تطور التعامل في حقوق الخيار من خلال الأسواق الخاصة (البنوك وعملائها) وذلك من خلال المضاربين و المتعاملين في سوق الخيار في الأربعينيات من القرن التاسع عشر بسبب الصلات التي تربطهم مع البنوك التي تتعامل بهذه الأدوات في أسواق غير منظمة و التي يطلق عليها بالسوق الموازية، لكن حقيقة التعامل بالخيارات يعود إلى مئات السنين إذ ترجع البداية الأولى للتعامل في عقود الخيارات في دولة الإغريق القديمة (550 ق.م) و إلى الفيلسوف الرياضي الفلكي "طاليس" أحد الحكماء عند اليونان، فقد تنبأ هذا الحكم أن بلاده سوف تشهد ندرة في ثمار الزيتون فقام بشراء عقود تعطيه الحق في شراء ثمار الزيتون في تاريخ معين بسعر محدد مسبقا، وهو الأمر الذي ترتب عليه إحراج السوق، إلا أن التعامل بحقوق الخيار المنظم لم يكن بدايته إلا في عام 1982 في بورصة فيلادلفيا، وإنما سبق ذلك في عام 1973 حيث

<sup>1</sup> من أهم الأهداف الأساسية للمستثمر في سوق الاختيارات هو تعظيم الربح لديه و الحصول على أكبر قدر منه، و التعامل بالاختيارات قد يحقق أرباح خيالية في بعض الأحيان فمثلا بدل شراء 1000 سهم بسعر 20.000 دولار تستطيع شراء اختيار بمبلغ 2000 دولار و تحصل على ربح قد يكون 2000 دولار كما يخسر المستثمر هذا المبلغ بسبب المخاطرة و التي تسبب من عدم التأكد أيضا.

<sup>2</sup> عبد العزيز حمود الصعدي " كيف تتجاوز مخاطر الاستثمار في الأسهم الدولية" الرياض، السعودية، مكتبة العبيكان، 2001، م، ص 25.

أنشئت بورصة شيكاغو للخيارات Chicago Bound Option Exchange، المنظمة للتعامل بالخيارات و ظهرت السوق المنظمة التي شملت عددا محدودا من التجار و السماسرة التابعين لإتحاد تجار خيار البيع و الشراء و بما أن هذه السوق (OTC) لم تكن تسمح بتحقيق درجة مناسبة من الكفاءة والعدالة و الانتشار<sup>1</sup> خلال عقود طويلة من التعامل فيها و بعدها تم إنشاء قسم خاص للتعامل بخيارات الأسهم في بورصة شيكاغو و اقتصر التعامل فيه بداية على خيارات (25) سهما كما كان الأمر محصورا عندها في خيارات الشراء فقط و من ثم تطور ليشمل خيارات البيع، و أمتد فيما بعد إلى بورصة نيويورك و بورصة أمريكا و بورصة فيلادلفيا و بورصة حوض الباسفيك، و من ثم إلى البورصات العالمية و خاصة في لندن، كما تطور ليقضي بقية مجالات الإستثمار الرئيسية التي يتم فيها تداول الأصول السلعية و المالية الأخرى، وأصبح هناك اختيارات الأسهم ومؤشرات الأسهم والمعادن الثمينة والسلع الزراعية والأوراق المالية الأخرى، و عدد من العملات الأجنبية<sup>2</sup> و حدث هذا التطور بعد إنشاء مؤسسة التسوية بحيث أصبحت تؤدي دورا محوريا كضامن و ملزم لكل عقد يتداول في سوق الخيار المنظمة<sup>3</sup> وهكذا يتضح أنه يوجد نوعين من الأسواق في عقود الخيار وهما الأسواق الغير منظمة و الأسواق المنظمة.

ثانيا: أنواع أسواق الخيارات تقسم أسواق الخيارات الى أسواق منظمة و أسواق غير منظمة:

**1- الأسواق غير المنظمة** التعامل فيها يتم بصورة غير رسمية و غير مركزية، حيث يتم عقد صفقات بين البنوك مع بعضها البعض أو بين البنوك و عملائها، و يكون ذلك بعد إجراء مفاوضات بخصوص بنود الخيار المعروفة و كان لتطور الاتصالات بين البنوك بشكل خاص و لتطورها بشكل عام الأثر الأكبر في تسهيل سرعة إجراءات العقود فيما بينها و أدت إلى و جود حجم كبير في هذه العمليات من خلال السوق المسمى (Over the Counter)، إلا أن لهذه السوق مخاطر ائتمان فأوجدت السوق المنظمة للخيار وبالرغم من ذلك لم تتراجع أو تضمحل أسواق الخيار غير المنظمة، فهي تستقطب المتعاملين الذين لا يستطيعون تنفيذ عملياتهم في البورصات لسبب من الأسباب، كما أن السوق الغير منظمة تعطى مجالاً للمؤسسات في ترويج الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية وخاصة إذا كان المقترضون بموجب هذه الإصدارات غير معروفين بصورة جيدة لجمهور المستثمرين و الممولين، أو أن شروط وظروف الإصدار غير مقننة<sup>4</sup>

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي "إدارة المخاطر، الجزء الثالث: عقود الخيارات" مرجع سابق، ص 55

<sup>2</sup> رياض أسعد "الخيارات" إتحاد المصارف العربية "الهندسة المالية وأهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية" بيروت، لبنان 1996 م. ص 134.

<sup>3</sup> أسعد حميد عبيد العلي، مرجع سابق ذكره، ص 54

<sup>4</sup> رياض أسعد "الخيارات" إتحاد المصارف العربية "الهندسة المالية وأهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية" مرجع سابق، ص 139



**2- الأسواق المنظمة:** تم إنشاء أول سوق منظم للتعامل في الخيار في مدينة شيكاغو في أبريل عام 1973 و الذي أطلق عليه سوق بورصة شيكاغو للخيار<sup>1</sup>، و لقد عملت تلك السوق منذ نشأتها على إدخال تعديلات جوهرية على الأساس التي يقوم عليها التعامل في السوق المنظمة بشكل جعل التعامل على عقود الخيار سهل، بالإضافة إلى قصر نشاطها على خيار أسهم الشركات المعروفة، فقد أدخلت إدارة البورصة تعديلات شملت مجالين، المجال الأول يتعلق بشروط التعاقد، أما المجال الثاني فيتعلق بتحديد المسؤولية عن الصفقات، ولقد استهدفت تلك التعديلات في المقام الأول تحسين سيولة العقود، مما يمكن حامله من سرعة التصرف فيها بأقل تأثير ممكن على قيمتها السوقية فعمدت بورصة شيكاغو إلى تمييط شرطين أساسيين للتغلب على هذه المشكلة و هما تاريخ التنفيذ و سعر التنفيذ

### الفرع الثاني: تنظيمات أسواق الخيار

**أولاً: التسجيل في سوق الخيار المنظمة:** إن الشروط الضمنية لتسجيل السهم في أسواق الخيار هي أن تكون المنشأة المصدرة للسهم محل الخيار معروفة، وأن يتميز التعامل على السهم الحاضر بقدر ملموس من النشاط بمستوى يعكس درجة عالية من السيولة لسوق السهم، وهو أمر من شأنه أن يحقق قدراً من الاستقرار في قيمته السوقية حتى لا تحدث تغييرات كبيرة في السعر من صفقة إلى أخرى؛ مثال: أكبر العقود المسجلة في السوق المنظمة في أمريكا هي لبورصة نيويورك

### ثانياً: أعضاء سوق الخيار المنظمة

#### 1- سماسرة المجلس (مسئولي دفتر الأوامر):

للمتخصص بأن عهدت بتغيير الأوامر المحددة للأعضاء و الذين يطلق عليهم سماسرة المجلس (Board Brokers) بل يقتصر دورهم على مقابلة الأوامر المحددة للبيع بالأوامر المحددة للشراء، و هذه الفئة من السماسرة في مقدمة أعضاء البورصة، و بذلك أصبح دفتر الأوامر متاحاً للجميع للإطلاع عليه، حيث يوجد في مقر التعامل شاشة تليفزيونية تعطي معلومات عن آخر صفقة وآخر سعر شراء و سعر بيع للخيار والأوامر المحددة المدونة في الدفتر والتي لم تنفذ بعد<sup>2</sup> وتكون مسئولية مقابلة أوامر البيع مع أوامر الشراء الموكلة إلى مسئول الدفتر، بأن يجري المزاد بالمناداة على كل خيار على أن يكون الاتصال بين المتعاملين إما مشافهة أو بإشارات تعمل بنظام المتخصصين كما هو في الأسواق الحاضرة.

#### 2- صانغ السوق:

تكون وظيفة صانغ السوق Marker Maker، والذي يقوم بالبيع و الشراء لحسابه الخاص، بينما لا يسمح له بتنفيذ أوامر الجمهور، و يكون له بالإضافة إلى وظيفته في تعريف الإصدارات الجديدة لأسهم مصدرة لعقود خيار تصدر لأول مرة لثلاثة أو أربعة أسهم يكون مسئولاً عن ثلاثة إلى أربعة عقود خيار متداولة بالفعل في السوق و

<sup>1</sup> رياض أسعد "الخيارات" اتحاد المصارف العربية" الهندسة المالية وأهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية" مرجع سابق، ص 142

<sup>2</sup> منير براهيم هندي "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص 637.

بذلك يكون هناك أكثر من صانع سوق لكل خيار يقف على استعداد دائم للشراء والبيع والذي يتيح حجما أكبر من الموارد المالية لمواجهة أوامر البيع، ويؤدي ذلك أيضا إلى رفع مستوى المنافسة بشكل يسهم في تخفيض الهامش الذي يحققه صانع السوق، كما يرفع مستوى سيولة السوق ذاته، فتصبح هناك سرعة التصرف وسهولة اقتناء الخيار، دون تأثير كبير على سعره.

**3- سمسارة الصالة: floor Brokers:** هم الذين ينفذون الأوامر لصالح بيوت السمسرة، ويوجد أيضا تجار الصالة floor Traders و الذين يتعاملون لحسابهم الخاص فقط كمضاربين فهم يحاولون اغتنام الفرصة بإيجاد اختيار يباع بقيمة أكبر مما ينبغي أو يشتري بقيمة أقل مما ينبغي، وقد يكونوا أفرادا، أو منشآت تخضع للتوجيه والإشراف من قبل إدارة البورصة، فهي التي تضع الحد الأدنى لرأسمال كل عضو وتتأكد من التزامه بالقواعد والإجراءات التي تنص عليها لوائح البورصة، أما البورصة ذاتها فتخضع للإشراف والتوجيه من قبل لجنة الأوراق المالية و البورصة التي تشرف أيضا على الأسواق الحاضرة<sup>1</sup>

**ثالثا: دور مؤسسة التسوية في أسواق الخيار:** تلعب مؤسسة التسوية كعضو خارجي في أسواق الخيار دورا فعالا في تسوية الصفقات، و النشاطات التي تقوم فيها هذه المؤسسة لمسؤوليتها عن إصدار الخيار، و مسئوليتها عن تنفيذ وتسوية الأوامر الصادرة عن المستثمرين<sup>2</sup>

**الفرع الثالث: الإجراءات المتبعة في أسواق الخيارات المنظمة:** يكون التعامل في أسواق الخيارات المنظمة بطريقة مختلفة عن التعامل ما بين البنوك في الأسواق غير المنظمة (OTC)<sup>3</sup> حيث يوجد في أسواق الخيارات المنظمة في سوق المال أماكن محددة للخيارات المختلفة يلتقي فيها البائعون والمشترون أو من ينوب عنهم للتفاوض والاتفاق وعقد الصفقات ضمن الأنماط التشريعية المحددة في كل إدارة سوق مالي، والإجراءات الإدارية والتنظيمية واللوائح فيه كما تطرح الخيارات المدرجة بالبورصات بشكل دوري وبأجال مختلفة.

**أولا: الخطوات العملية في بيع و شراء الاختيارات:** يمكن توضيح عملية شراء وبيع الخيارات في الخطوات التالية:

- 1 - يتصل المشتري (غير العضو) بالوسيط الذي يتعامل معه و يحدد أمر الشراء و يحدد التفاصيل لخيار معين بسعر معين (سعر التنفيذ والآجل و عدد الخيارات و نوع الأمر)<sup>4</sup>.
- 2 - ينقل الوسيط الأمر إلى قاعة تداول الخيارات، ليقوم بتنفيذه وسيط آخر

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص 639

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي "إدارة المخاطر، الجزء الثالث: عقود الخيارات" مرجع سابق، ص-ص 67-68

<sup>3</sup> OTC = Over the Counter

<sup>4</sup> رياض أسعد "الخيارات" إتحاد المصارف العربية "الهندسة المالية وأهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية" مرجع سابق، ص 144 وما فوق

3 - يتم تسجيل هذه العمليات من خلال مؤسسة التسوية بذكر أسماء الوسطاء ولا يتم ذكر أسماء المشتريين الأصليين، و لكن الوسطاء هم الذين يسجلون أسماء المشتريين و البائعين الأصليين<sup>1</sup>.

4 - تقوم مؤسسة التسوية بفرز العمليات المسجلة في دفاترها، كما يتم تعديل الأرصدة النقدية بإضافة قيمة العلاوة المتفق عليها ثمنا للصفقة إلى حساب الوسيط البائع و ذلك خصما من أمر الرصيد النقدي للوسيط المشتري، ولا تكون هناك أي إشارة في دفتر المؤسسة المذكورة لأسماء المشتريين أو البائعين الفعليين حيث يقوم الوسيطان بإتمام الصفقة في قاعة التداول لحسابهم، ذلك أن هذه التفاصيل تكون موثقة في دفاتر الوسيطين أنفسهما فقط، وكما هو في لوائح بنك الاحتياط الأمريكي، على البورصات الأمريكية أن يتم دفع المبالغ المستحقة عن التعامل بالخيارات خلال سبعة أيام عمل<sup>2</sup>، إلا أن العرف من معظم أنظمة الأسواق المالية يتم دفع المبالغ المستحقة و إجراء التسويات في اليوم التالي لتنفيذ هذه العمليات بين وسيط المشتري والمشتري نفسه.

ثانيا: كيفية إجراء العمليات و التسويات بين مؤسسة التسوية و كل من الوسطاء و العملاء

تتولى مؤسسة التسوية التابعة لكل سوق مالي عملية التسويات للأموال المسلمة والمستلمة، على حساب أو لحساب عضو من أعضاء المؤسسة، ويتضح الدور الهام لمؤسسة التسوية عندما يطلب أحد إجراء تنفيذ فعلي لديه بالشراء على أصل معين والاستلام الفعلي له مقابل دفع المبالغ المحددة في حق الشراء ثمنا لذلك ويكون ذلك كالتالي<sup>3</sup>:

1- يطلب الوسيط بدوره بموجب إعلان تنفيذ من مؤسسة التسوية تنفيذ حق الشراء فعليا، و يحدد التفاصيل الخاصة بالاختيار محل العقد.

2-مراجعة مؤسسة التسوية للبيانات المتوفرة لديها من أوراق و كما هي مسجلة بالحاسوب التي تخص أولئك الذين قد باعوا مثل هذا الحق.

3-تختار المؤسسة من بين البائعين لحق الشراء كي تطالبها بالتنفيذ وليس من الضروري أن تكون تلك الجهة وسيط البائع الأصلي.

إن عملية الخيار تتم بطريقة عشوائية محضة حيث تتساوى فرص جميع الوسطاء البائعين في عملية التنفيذ، ويكون على الجهة المختارة لهذه الغاية إتمام التسليم للأصل المطلوب خلال خمسة أيام بالنسبة للبورصات الأمريكية باعتبار أن هذه المدة متعارف عليها عادة لتسليم الأوراق المالية المتداولة، و أمر التنفيذ الصادرة للجهة المختارة عشوائيا لا بد من أن يتضمن إعلامها بالوسيط المشتري الذي سيتم تنفيذ الحق لحسابه مباشرة<sup>1</sup>

<sup>1</sup> [http://www.nseindia.com/content/ncfm/DMDM\\_rev.pdf](http://www.nseindia.com/content/ncfm/DMDM_rev.pdf) « derivatives market (dealers)Module;Op-cit;P-P54-55

<sup>2</sup> رياض أسعد "الخيارات" إتحاد المصارف العربية" الهندسة المالية وأهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية" مرجع سابق، ص 145

<sup>3</sup> [http://www.nseindia.com/content/ncfm/DMDM\\_rev.pdf](http://www.nseindia.com/content/ncfm/DMDM_rev.pdf) « derivatives market (dealers)Module;Op-cit;P-P56-57

4- و يأتي دور الجهة التي تم اختيارها لتنفيذ الأمر (التي تم اختيارها عشوائيا)، تقوم بمراجعة بيانات العملاء لديها للتعرف على العملاء الذين باعوا حق الشراء من خلالها، و تختار منهم عميلا تطلب إليه التنفيذ، ويكون التنفيذ بأن يسلم الأسهم المعينة أو الأصل المعني إلى وسيط المشتري مباشرة وتتم عملية الاختيار بشكل عشوائي، أو بعملية الأسلوب المحاسبي المتعارف عليه باصطلاح (FIFO) أي الداخل أولا خارج أولا فتأخذ البائع لهذا العقد صاحب أقدم تاريخ من بين العمليات.

5- ثم يأتي دور العميل المختار يطلب من وسيطه أيا كان تسليم الأسهم أو الأصل المعني للوسيط المشتري وذلك في حال مالكا لهذه الأسهم فعلا، إلا أن الغالبية العظمى من المتعاملين في أسواق الاختيارات يقومون بإغلاق مراكزهم قبل موعد انتهاء أجل الاختيار و ذلك تفاديا للدخول في إجراءات التسليم المشار إليها<sup>2</sup> وخاصة حامل حق الخيار الأمريكي يبقى قادرا على طلب تنفيذ الحق في أي وقت يشاء خلال حياة الحق.

6- يتم نشر أسعار الخيار في سوق المال من خلال شاشات التلفاز، كذلك تنشر الأسعار في شبكات الانترنت بشكل عام وبشبكات خاصة بالأسواق المالية كما في شبكة ناسداك، أما عن كيفية النشر في الصحف حيث يعلن فيها عن أسعار الخيار في صحيفة وول ستريت Wall Street Journal في بورصة شيكاغو تحت عنوان عريض OPTIONS (QUOTATIONS LISTED)<sup>3</sup> والتي تظهر فيها اسم الشركة التي يرم على أسهمها عقد الخيار وسعر الإقبال وسعر التنفيذ للسهم، كما تعلن عن مقدار المكافأة التي حصل عليها محرر الخيار في آخر صفقة أبرمت في ثلاث تواريخ تنفيذ متعاقبة، وتقوم صحيفة وول ستريت بنشر معلومات إضافية يومية عن أكثر عقود الخيارات نشاطا في عدة بورصات

**المطلب الثالث : تسعير الخيارات وإستراتيجياتها**

**الفرع الأول : تقييم الخيارات option valuation :**

تصدر الأسواق المالية أسعار الخيارات بشكل يومي حيث يظهر مقابل كل سعر سعرين أحدهما سعر حق الشراء والآخر سعر حق البيع و هناك عوامل تؤثر على تسعيرة حقوق الخيار

**أولا: العوامل المؤثرة على تسعيرة الخيار :**

تعد عملية تحديد قيمة الخيار نوعًا ما صعبة، وتعتمد هذه العملية على العوامل التالية: السعر الحالي في السوق للأداة المالية أو الأصل وسعر التنفيذ أو الممارسة ومدة حق الخيار.

<sup>1</sup> رياض أسعد "الخيارات" إتحاد المصارف العربية" الهندسة المالية وأهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية" مرجع سابق، ص146

<sup>2</sup> رياض أسعد مرجع سابق، ص147

<sup>3</sup> [http://www.nseindia.com/content/ncfm/DMDM\\_rev.pdf](http://www.nseindia.com/content/ncfm/DMDM_rev.pdf) « derivatives market (dealers)Module;Op-cit;P-P60 et plus

## الفصل الثاني: منتجات الهندسة المالية

- الفرق بين سعر فائدة العملتين (في حالة الخيار على العملات الأجنبية)، معدل العائد الخالي من الخطر خلال الفترة التي يعطيها الحق والتوزيعات المرتبطة بالسهم العادي<sup>1</sup> ودرجة كفاءة السوق وكذلك التذبذب في الأسعار Volatility المتوقعة للأداة المالية خلال حياة عقد الخيار.

جدول رقم 6 يوضح نوع العلاقة بين العوامل المؤثرة على العقد و سعر العقد

العلاقة مع سعر العقد		العوامل المحددة
خيار شراء	خيار بيع	
طردية	عكسية	سعر السهم السوقي
عكسية	طردية	سعر التنفيذ
طردية	طردية	الوقت المتبقي حتى الاستحقاق
طردية	طردية	تقلبات أسعار الأسهم
طردية	عكسية	أسعار الفائدة
عكسية	طردية	التوزيعات التقديرية

لمصدر: أسعد حميد عبد العلي "إستراتيجيات الإستثمار في الخيارات المالية، مرجع سابق ذكره ص132

نلاحظ بالنسبة للعوامل الثلاثة الأولى يمكن تحديدها بسهولة وهي رئيسية بجميع عمليات تحديد قيمة الخيار، فهي عبارة عن متغيرات يمكن أن يكون لها تأثير في بعض الحالات وليس جميعها، أما بالنسبة للعاملين الأخيرين والمتعلقين بكفاءة السوق والتذبذب بالأسعار فلا يمكن تحديد قيمتهما بسهولة، بسبب صعوبة احتساب سعر حق الخيار، لذا يعتبر سعر حق الخيار هو العامل الرئيسي للتسعير، وللتعبير عن قيمة خيار ما، فإننا نقول بأن الخيار رابح ITM أو خاسر OTM أو متكافئ ATM و يتضمن سعر الخيار قيمتين قيمة ذاتية وقيمة زمنية.

### ثانيا : تحديد قيمة الخيار

**1- القيمة الفعلية أو الذاتية Intrinsic Value** : تعرف بأنها قيمة الربح المكتسب إذا تمت ممارسة الحق مباشرة لدى عقد الاتفاق وتكون لها قيمة فقط إذا كان سعر السوق أعلى من سعر التنفيذ (مثال حالة شراء عقد اختيار) وتكون قيمتها صفراً إذا كان السعر أقل أو يعادل سعر السوق (سعر التنفيذ) وتعرف هذه الأخيرة بأنها الفرق بين القيمة السوقية للأصل<sup>2</sup> موضوع الخيار وسعر التنفيذ. ويتم التعبير عن هذه القيمة رياضياً بالنسبة لخيار الشراء كما يلي:

$$V_i = \text{Max}[S - K, 0]$$

حيث:  $V_i$  : القيمة الذاتية للأصل -  $S$  : السعر السوقي للأصل -  $K$  : سعر التنفيذ للأصل

<sup>1</sup> أسعد حميد عبيد العلي، مرجع سابق ذكره، ص129 وما فوق

<sup>2</sup> أسعد حميد عبيد العلي، مرجع سابق ذكره، ص 33

أي أن قيمة حق خيار الشراء الذاتية هي عبارة عن الفرق بين سعري السوق وسعر التنفيذ أو الصفر (أيهما أكبر) ويكون لحق الخيار قيمة ذاتية إذا كان وضعه ITM، ولا توجد قيمة سالبة لحق الخيار.

أما فيما يتعلق بخيار البيع، فإن الوضع يكون معاكساً تماماً لما سبق؛ فلن يكون خيار البيع من النوع ITM، فإنه يجب أن يتحقق الشرط التالي: سعر التنفيذ أكبر من السعر السوقي.

$$V_i = \text{Max}[K - S, 0]$$

ويمكننا التعبير عن ذلك رياضياً من خلال العلاقة التالية:

أي أن قيمة حق خيار البيع الذاتية هي عبارة عن الفرق بين سعر التنفيذ وسعر السوق أو الصفر (أيهما أكبر).

**2- القيمة الزمنية للخيار Time Value:** تعرف القيمة الزمنية على أنها الفرق بين قيمة الخيار الكلية وقيمتها الذاتية<sup>1</sup>،

$$\text{Price value} = \text{Intrinsic} + \text{Time Value}$$

فمثلاً لو كان السعر السوقي لسهم ما \$ 120 وكان سعر التنفيذ لخيار الشراء \$115، وكانت قيمة العلاوة المدفوعة عند تحرير العقد \$7 فهذا يعني أن القيمة الزمنية للعقد هي  $7 - 5 = 2$  \$.

ولا بد من الإشارة إلى أن القيمة الزمنية للخيار تتناقص مع مرور الزمن إلى أن تصبح صفراً بتاريخ الاستحقاق.

إن المصدر الأساسي للقيمة الذاتية هو التقلب (Volatility) في سعر الأصل محل العقد Underlying Asset، ويتم قياس هذا التقلب بواسطة الانحراف المعياري، فكلما زاد هذا الأخير كلما ارتفع سعر الخيار على اعتبار أن سعر الخيار يُعطى من خلال المعادلة التالية<sup>2</sup>:

$$\text{Option Price} = \text{Intrinsic Value} + (\text{Time Value} + (\text{Volatility}))$$

**الفرع الثاني: نماذج تسعيرة الخيارات** يتضح مما سبق أن قيمة الخيار دالة متعددة المتغيرات تتمثل هذه الأخيرة أساساً في الفرق بين القيمة السوقية للأصل محل التعاقد وسعر التنفيذ إن هذا الأخير معلوم ومحدد في العقد لكن القيمة السوقية متغير عشوائي خاضعة لعدة عوامل مما يستوجب التنبؤ أو معرفة السعر المستقبلي لاتخاذ القرار لإنشاء القيمة وتعظيم دالة المنفعة.

**أولاً: النموذج البياني لتحديد قيمة حق الخيار:** يمكن من خلاله تحديد القيمة النظرية القصوى والدنيا لحق الخيار وفي هذه الحالة لا بد من دراسة متغير مهم بالنسبة لحق الخيار وهو الوقت المنقضي بين تاريخ إبرام الحق وتاريخ انتهائه<sup>3</sup>، فإذا كان هذا الوقت طويلاً فإننا نتوقع أن تقل قيمة حق الخيار إلى اقصاها والسبب في ذلك أن القيمة الحالية لسعر التنفيذ في المستقبل في ظل هذا الافتراض سوف تصبح صفراً ونتيجة لذلك فإن قيمة حق الخيار سوف تصل إلى أقصى حد لها

<sup>1</sup> أسعد حميد عبيد العلي، مرجع سابق ذكره، ص 34

<sup>2</sup> أيلى محمد وليد بدران "المشتقات المالية"، مرجع سابق ذكره، ص 13

<sup>3</sup> محمد صالح الخناوي، فريد نحال مصطفى وجمال إبراهيم العبد "تقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية" مرجع سابق، ص 284

ففي حالة الشراء، فإن قيمة الحق ستصل إلى أقصاها كلما زادت أو طالت الفترة الزمنية<sup>1</sup> ولا يمكن إتباع هذه الطريقة التقليدية في تقييم الخيارات، نظراً لصعوبة تقدير التدفقات النقدية المستقبلية وصعوبة تحديد الفرصة البديلة ومستوى المخاطر التي يتعرض لها المستثمر ومما يزيد الأمر صعوبة هو أن العلاقة بين قيمة الخيار وسعر الأصل محل العقد ليست خطية وهذه الصعوبات تطلبت استخدام وسائل أخرى لتقييم الخيارات، كان من أهمها النموذج الثنائي لتسعير الخيارات، نموذج بلاك و شولز، نموذج تكافؤ عملية البيع و الشراء وقياس حساسية مخاطر الخيارات و سنخص بالشرح هذه الوسائل:

### ثانياً: النموذج الثنائي لتسعير الخيارات Binomial Option Pricing Model

تم تطوير هذا النموذج من قبل كوكس وروس وروبونستين (CRR) Cox, Ross & Rubinstein في عام 1979، ينطلق هذا النموذج من فكرة مفادها أنه يمكن تكوين محفظة مالية مؤلفة من سهم وعقد خيار شراء، و التدفقات النقدية المتولدة عن هذين الاستثمارين متماثلة ولكنها متعاكسة، في هذه الحالة ما هي عدد الخيارات التي تلزم لأجل تحقيق التغطية بما يجعل عائد المحفظة خالي من المخاطرة، ويفترض هذا النموذج بأن فترة سريان العقد يمكن تقسيمها إلى فترات أصغر، وعند بداية كل فترة قد يرتفع أو قد ينخفض ويصلح هذا النموذج لتقييم كل من الخيارات الأوربية والأمريكية، وكذلك يمكن استخدامه لتسعير العقود الأكثر تعقيداً.

بغية التبسيط سوف نركز هنا على النموذج الثنائي لفترة واحدة، أي احتمال تغير سعر السهم مرة واحدة فقط قبل الاستحقاق ويمكن تسعير العقد من خلال العلاقة الرياضية التالية<sup>2</sup>:

$$C = (H \times S_0) - E$$

حيث أن  $C$ : سعر العقد -  $S_0$ : السعر المتداول للسهم لحظة توقيع العقد -  $E$ : المبلغ المقترض.

$$E = \frac{H(S_d - P_d)}{(1+r)}$$

وتحدد قيمة القرض بموجب العلاقة التالية:

حيث تمثل  $r$  معدل الفائدة الخالي من المخاطر

### ثالثاً: نموذج بلاك و شولز Black and Scholes:

قام بلاك و شولز بصياغة نموذج لتقييم خيارات الشراء الآجل وهو مستخدم على نطاق واسع في مجتمع الاستثمارات، ورغم أن صيغة النموذج نفسها رياضية وتبدو معقدة جداً، إلا أنها مستخدمة بشكل كبير في الحسابات وأجهزة الكمبيوتر، ويُقدر مستثمرون كثيرون قيمة خيارات الشراء الآجل باستخدام نموذج بلاك و شولز.

<sup>1</sup> أسعد حميد عبد العلي "إستراتيجيات الإستثمار في الخيارات المالية"، مرجع سابق ذكره ص 137

<sup>2</sup> ئيلي محمد وليد بدران "المشتقات المالية"، مرجع سابق ذكره، ص 22

1- فرضيات النموذج: لهذا النموذج محفظة من الفرضيات<sup>1</sup> و هي:

- الخيار محل التقييم من النوع الأوروبي و ليس الأمريكي:

- لا وجود لتكلفة الصفقات

- معدل المردودية بدون مخاطر ثابت

- تغيرات سعر/ أسعار الأصل محل التعاقد تتبع التوزيع الاحتمالي لوغاريتم الطبيعي Log-normal

- تباين الأسعار معلوم ومتجانس

- السوق المالي يتميز بالكفاءة

- الأصول محل التعاقد لا توجد بها توزيعات أو ذات كوبون معدوم

1 - الصيغة الرياضية للنموذج : يعتمد هذا النموذج على خمسة متغيرات لتقييم الشراء الآجل وهذه المتغيرات قابلة

للملاحظة مباشرة في السوق باستثناء المتغير الأخير وهي: سعر السهم موضوع الخيار - سعر ممارسة الخيار - الوقت

المتبقي حتى تاريخ انتهاء سريان الخيار- سعر الفائدة - تقلب أسعار السهم في السوق

ويمكن التعبير عن صيغة تسعير خيارات البيع/ الشراء الآجل لنموذج بلاك شولز كما يلي<sup>2</sup>:

$$C = S[N(d_1)] - Ke^{-r_f t}[N(d_2)]$$

حيث أن C: سعر خيار الشراء الآجل - S: السعر السوقي الجاري للأسهم العادية

(N(d) : دالة التوزيع المتراكم، K: سعر التنفيذ - e: أساس اللوغاريتم الطبيعي = 2,71828 تقريباً.

r\_f: سعر الفائدة العديم المخاطرة، المستمر والسنوي - t: الوقت المتبقي حتى تاريخ الاستحقاق معبراً عنه ككسر من

العام، ولإيجاد d1 و d2 يجب حل المعادلات<sup>3</sup> التالية:

$$d_{(1)} = \frac{\ln\left(\frac{S}{X}\right) + (r_f + 0,5\sigma^2)t}{(\sigma(t)^{\frac{1}{2}})}$$

$$d_{(2)} = d_{(1)} - (\sigma(t)^{\frac{1}{2}})$$

حيث:  $\ln\left(\frac{S}{X}\right)$ : اللوغاريتم الطبيعي لـ  $\frac{S}{X}$

<sup>1</sup> Jacques Teulié, Patrick Topsacalian ,Op-cit, P297

<sup>2</sup> لَيْلى محمد وليد بدران "المشتقات المالية"، مرجع سابق ذكره، ص24

<sup>3</sup> Mathieu Boudreault « Une introduction aux mathématiques de l'ingénierie financière , document de référence, Université Québec à Montréal, 11/09/2011, P 148



$\sigma$ : الانحراف المعياري لمعدل العائد على الأسهم موضوع الخيار.

إن المتغيرات الخمسة السابقة مطلوبة كمدخلات، والمتغيرات الأربعة الأولى هي متاحة فوراً، بينما المتغير الخامس فليس كذلك، لأن المطلوب هو قابلية التغير المتوقع حدوثه في عائد معدل السهم، ورغم أن البيانات التاريخية عن عوائد السهم تستخدم عادةً في تقدير الانحراف المعياري إلا أن قابلية التغير أو التباين لا تتغير بمرور الزمن؛ وينبغي على مستخدم النموذج أن يحاول إدراج المتغيرات المتوقعة ضمن التقلبات.

رابعاً: نموذج تكافؤ البيع و الشراء: يعتمد هذا النموذج أساساً على تاريخ الانتهاء لتقييم الإستثمار المصاحب لأربع أوراق مالية مختلفة: خيار شراء البيع بفترة مطابقة، الورقة المالية الخاصة بالخيارات المكتوبة (المحررة) لأسهم محل الخيار، و الورقة المالية بدون مخاطر و التي لها استحقاق مطابق لتاريخ الخيار و دفعة مستحقة مساوية لسعر يوم انتهاء الخيار و يستخدم نموذج تكافؤ البيع و الشراء لغرضين هما:

1 تقييم (تقدير) خيار الشراء الملائم لخيار البيع لنفس الفترات<sup>1</sup>.

2 إظهار كيف ان مدفوعات تاريخ الانتهاء لورقة من الأوراق المالية الأربعة يمكن تكراره من خلال اتخاذ المراكز الملائمة في الأوراق المالية الثلاث الأخرى<sup>2</sup>

$$\text{نموذج تكافؤ البيع} / \text{الشراء} = X (1 + RF) = [SO + PO - CO]$$

الإستثمار  $t = 0$  St قيمة الإستثمار عند تاريخ الانتهاء

T تاريخ انتهاء الخيارات RF معدل فائدة الخالي من المخاطر

Co سعر البيع Po سعر الشراء

X القيمة الاسمية

و يمكن تعريف حق خيار الشراء اقتصادياً من خلال المعادلة التالية:

$$Co = So - [X \div (1 + RF)^T] + Po$$

حيث نستطيع في هذه المعادلة تقييم خيار الشراء من خلال نموذج تكافؤ البيع / الشراء.

$S_t =$  القيمة السوقية للسلعة الآنية المأخوذة بعين الاعتبار في الوقت (t).

تاريخ الصفقة يمثل (  $t=0$  ) أما وقت الانتهاء فيتمثل (  $t = T$  )

$X =$  سعر ممارسة الخيار  $P_1 =$  قيمة البيع في التاريخ (T)

<sup>1</sup> أسعد حميد عبد العلي "إستراتيجيات الإستثمار في الخيارات المالية" مرجع سابق ذكره ص 139

<sup>2</sup> محمد صالح الخناوي "تحليل و تقييم الاسهم و السندات" مرجع سابق، ص 361.

$$C + \text{قيمة الشراء في التاريخ } (T)$$

"حيث المركز الطويل في الأصل الفوري المعني (+So) يطرح منه القيمة الحالية لورقة مالية ذات دين خال من المخاطر تباع للتمويل الجزئي لشراء الأصل  $[-X \div ((1+RF)^T)]$ "

يضاف تكلفة خيار البيع الذي يعتبر بمثابة تأمين لدفع الدين في حالة كون قيمة الأصل الفوري الضمني أقل من القيمة الاسمية للدين عند استحقاق الدين (+Po)

"والفرق الرئيسي بين نموذج **Black - Scholes** ونموذج تكافؤ البيع و الشراء، أن الأول يمكنه ومباشرة تقييم أي خيار وبدون معرفة القيمة السوقية للخيار الآخر، قيمة خيار الشراء يمكن أن توضح بلغة الأصل الفوري المعني أو الورقة المالية خالية المخاطر حيث لا حاجة لمعرفة قيمة خيار البيع وبصورة مماثلة فإن قيمة خيار البيع يمكن تحديدها دون معرفة قيمة خيار الشراء بالمقابل فإن نموذج تكافؤ البيع / لشراء يمكنه فقط من تقييم الفروقات السعرية ذات الصلة للأوراق المالية، ولا يمكن تحديد أي مستوى صحيح لأسعار لكل خيار.

خامسا : قياس حساسية مخاطر عقود الخيار:

يهتم المتعاملون بعدة مقاييس لمتابعة تطورات أسعار حقوق الخيار و اتخاذ التحركات اللازمة في الوقت المناسب و قد تبين لنا فيما سبق أن سعر التنفيذ لعقد الخيار، و القيمة الزمنية له يتداخلان عمليا مع درجة التقلب أو الحساسية التي يكون عليها سعر السهم (الأصل) لتحديد السعر العادل أو المناسب لحق الشراء أو حق البيع،

و قد اجتهد المختصون في محاولات لحل هذا الإشكال (كيفية تحديد السعر العادل للخيار) و قد استخدموا عددا من

المقاييس لتحديد و قياس مخاطر عقود الخيار و أبرزها:  $\Theta, \Gamma, \text{Vega}, \Delta$

وهذه الحرف كما هو معروف هي أحرف يونانية فدلنا هي عبارة عن مشتق العلاوة بالنسبة لسعر الأصل وغاما تمثل مشتق الدلتا بالنسبة لسعر الأصل أما بالنسبة لكل من فيغا و زيتا: هما يمثلان مشتق العلاوة بالسنة إلى كل من الانحراف المعياري و الزمن

**1- مقياس دلتا Delta:** يمكن تعريف دلتا بأنها مشتق سعر الخيار (العلاوة) بالنسبة لسعر الأصل وهي تعطي عدد

السهم (الخيارات) التي يجب شراؤها أو بيعها للتحوط ضد المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المحفظة ومن هنا يمكن

تسمية دلتا بنسبة التحوط وهي تقيس حساسية سعر الخيار لتغيرات طفيفة في سعر السهم (الورقة الأصل)<sup>1</sup>

ويمكنها أن تأخذ قيما تختلف باختلاف نوع الخيار : فبالنسبة لخيار الشراء، فإن دلتا تأخذ قيما تتراوح من الصفر إلى

الواحد الصحيح بينما دلتا خيار البيع، فقيمتها تتراوح بين الصفر و ال -1 و يستخرج هذا المؤشر من خلال إيجاد المشتق

<sup>1</sup> Marek Caphnski and Tomasz Zastawniak ; Op-cit P 192

$$\text{Delta} = \frac{\delta C}{\delta S} = \frac{\Delta C}{\Delta S} \quad \text{الأول لسعر الخيار بالنسبة لسعر السهم على النحو التالي:}$$

لهذا فإن دلتا تقيس حساسية سعر الخيار نسبة إلى تغير أسعار الأداة المالية الأساسية، فكلما كان سعر تنفيذ الحق أقرب إلى سعر السوق يزداد تحرك سعر الخيار نسبة إلى سعر الأصل<sup>1</sup>، فإذا كان سعر التنفيذ هو سعر السوق فإن دلتا تصبح 1 أو (100%) حيث يزداد سعر الخيار بنفس زيادة سعر السهم

**2- مقياس جاما Gamma:** مقياس جاما هو أداة مهمة لقياس سعر الخيار، ويعد المقياس الأهم بعد مقياس دلتا، فهو يقيس حساسية تقلبات دلتا نسبة إلى تقلبات أسعار الأداة المالية الأساسية، و يعتبر جاما مقياس لثبات دلتا، فكلما كانت نسبة جاما مرتفعة كانت نسبة تقلبات دلتا عالية نسبة لتغير أسعار الأداة الأساسية و يستخرج هذا المؤشر من خلال إيجاد المشتق الأول لقيمة (Delta) <sup>2</sup> بالنسبة إلى سعر السهم.

$$\text{Gamma} = \frac{e^{-0.5 \times (d_1)^2}}{S \times \sigma \sqrt{2\pi t}} \quad \text{حيث } \pi \text{ هي قيمة ثابتة و تساوي } 3.14159$$

**3- مقياس فيجا: Vega:** يقيس هذا العامل نسبة التأثير على سعر الخيار في حالة تغير نسبة 1%

و هي تشير إلى العلاقة بين سعر الخيار و الانحراف المعياري للعائد على السهم و يقيس هذا المؤشر حساسية سعر الخيار

$$\text{Vega} = \frac{\delta C}{\delta \sigma} \quad \text{للتقلبات في عائد السهم}$$

$$\text{Vega} = S \times \sqrt{t} \frac{e^{-0.5(d_1)^2}}{\sqrt{2\pi}} \quad \text{و يمكن التعبير عن فيجا و فق المعادلة التالية:}$$

**4- مقياس ثيتا Thêta:** يقيس هذا العامل نسبة تأثير مرور الوقت على قيمة سعر الخيار (العلاوة) أي يقيس مدى تراجع قيمة المكافأة نتيجة لمرور الوقت أو تآكل القيمة الزمنية<sup>4</sup> والتي تتراجع حتى تصبح صفراً مع انقضاء أجل الخيار، و فائدة هذا المعامل هو التعرف على التراجع اليومي في قيمة الحق نتيجة لذلك<sup>5</sup> أو بمعنى آخر يستخدم هذا المؤشر من أجل تقييم تأثير سريان الوقت على قيمة الخيار فمن المعروف أنه مع مرور الوقت يقترب الخيار من تاريخ الاستحقاق،

$$\text{Thêta} = \frac{\delta C}{\delta t} \quad \text{و يمكن حساب قيمة ذيتا لخيار الشراء و فق المعادلة التالية}$$

$$\text{thêta Call} = - \frac{S \times \sigma \times e^{-0.5(d_1)^2}}{2\sqrt{2\pi t}}$$

$$r_f \times K \times e^{-r_f t} \times N(d_2)$$

<sup>1</sup> Jacques Teulié, Patrick Topsacalian ,Op-cit, P 302

<sup>2</sup> Jacques Teulié, Patrick Topsacalian ,Op-cit, P 303

<sup>3</sup> رياض أسعد "الخيارات" إتحاد المصارف العربية" الهندسة المالية وأهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية" مرجع سابق، ص 163

<sup>4</sup> Jacques Teulié, Patrick Topsacalian ,Op-cit, P 304

<sup>5</sup> رياض أسعد "الخيارات" إتحاد المصارف العربية" الهندسة المالية وأهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية" مرجع سابق، ص 163

و بتعديل بسيط في ذيل المعادلة يمكن الوصول على ذيتا لخيار البيع على النحو التالي:

théta Pu

ومن سيئات متابعة هذه المعاملات أنها دائمة التغير، إضافة إلى أنها تختلف اختلافا بينا داخل الفئة الواحدة من الخيارات، نظرا إلى اختلاف أسعار التنفيذ و آجال الحقوق.

### 5 مقياس رو Rhos

$\rho = \frac{\partial V}{\partial r}$  Rhos<sup>1</sup>: يقيس حساسية خيار لسعر فائدة خالي من المخاطر وهو أقل حساسية للتبادل في سعر

الفائدة الحالية بالنسبة للمعاملات الأخرى ولهذا السبب، رو هو الأقل استخداما.

وعادة ما يعبر عن رو بمبلغ من المال، للسهم الواحد من الأداة الأساسية، بمعنى أن قيمة الخيار سوف تكسب مع ارتفاع سعر الفائدة الحالية من المخاطر بنسبة 1.0 % سنويا (على أساس 100 نقطة).

### الفرع الثالث: إستراتيجيات عقود الخيار

توجد عدة إستراتيجيات رئيسة منها إستراتيجية التغطية وتشمل بيع الخيار أو شرائه وإستراتيجية التأمين وإستراتيجية توليف الخيارات والامتدادات وكل واحدة منهم تتفرع لعدة إستراتيجيات لا نستطيع حصرها كلها ولكن نقدم بعض أنواعها فهي في الحقيقة أسماء على مسمى فمنها إستراتيجية الانتشار، الامتداد، القطرية، الفراشة<sup>2</sup>.... الخ

### أولا: إستراتيجيات الاحتفاظ بالسهم في ظل اتجاهات سعره مختلفة:

يتم تحرير الخيار بناء على الاتجاهات المتوقعة للأسعار في السوق، فهناك عدة إستراتيجيات للتعامل في عقود الخيار تستخدم بناء على هذه الاتجاهات السعريه للسهم في السوق، ويمكننا التمييز بين ثلاثة أنواع من هذه الإستراتيجيات حالة استقرار الأسعار حالة اتجاه الأسعار نحو الهبوط و حالة اتجاه الأسعار نحو الصعود.

**1- حالة استقرار الأسعار:** إذا كانت الاتجاهات المتوقعة لأسعار الأسهم في السوق تتسم بدرجة عالية من الاستقرار يمكن للمستثمر أن يحرر خيارات بيع على ما يملكه من أسهم فهذه الإستراتيجية من شأنها أن تحقق له عائدا، فبسبب حالة استقرار الأسعار لن يقدم مشتري الخيار على تنفيذه و بالتالي يكسب المحرر قيمة المكافأة، و غالبا يفصل أن يقوم المستثمر بإقفال مركزه قبل تاريخ التنفيذ للعقود، و ذلك بشراء خيار مماثل للخيار الذي حرره بهدف التغطية وعادة تكون مكافأة شراء الخيار التي دفعها أقل من مكافأة تحرير الخيار التي سبق و حصل عليها و يكون الفرق بين المكافأتين عبارة

<sup>1</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Greeks\\_\(finance\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Greeks_(finance)) en date du 25/05/2014 à 12h00

<sup>2</sup> أنظر حسين عطا غنيم ، مرجع سابق، ص 615 و ما فوق

عن الربح الذي يحققه.

**2- حالة اتجاه الأسعار نحو الهبوط:** في حالة ما إذا اتجهت الأسعار نحو الهبوط يكون من الأفضل للمستثمر تحرير خيار شراء على ما يمتلكه من أسهم، والسبب في ذلك أن انخفاض الأسعار يعني عدم إقدام المشتري على تنفيذ الخيار، وبالتالي قد تعوض قيمة المكافأة التي حصل عليها محرر الخيار من مشتري الخيار الانخفاض الذي طرأ على سعر السهم، وفي حال تنالي انخفاض سعر السهم في السوق و كان المستثمر مازال يحتفظ بهذا السهم و لا يريد التخلي عنه، فتصبح الإستراتيجية الأنسب في هذه الحالة هو تحرير خيار شراء جديد على السهم، ليحل محل الخيار الذي انتهت صلاحيته.

### 3- حالة اتجاه الأسعار نحو الصعود

إذا كانت الأسعار في السوق تتصاعد، حيث يكون من الأفضل للمستثمر أن يحرر خيار بيع على أسهم يملكها.

#### ثانيا: استراتيجيات تتضمن توليفة من خيارات شراء وبيع:

في هذه الإستراتيجية يعتمد المستثمر على شراء و بيع (تحرير) خيار شراء نفس السهم و في نفس الوقت<sup>1</sup>، و يطلق على هذه العملية إستراتيجية المدى، و القصد من إستراتيجية المدى أن هناك اختلاف بين الخيارين، اختلاف سعري (مدى سعري) و اختلاف زمني (مدى زمني) كما تسمى هذه الإستراتيجية أيضا بالمراجحة

و تقسم استراتيجيات المدى إلى قسمين أو نوعين: إستراتيجية مدى السعر و إستراتيجية مدى الزمن

#### 1- إستراتيجيات تتضمن خيارات شراء و بيع: نستطيع أن نفرق بين ثلاث إستراتيجيات تتضمن اختيارات شراء و

بيع و هي: تشكيله خيار شراء و خيار بيع، إستراتيجية تتضمن توليفة من خيارين لبيع و خيار شراء وإستراتيجية تتضمن توليفة<sup>2</sup> عن خيارين للشراء و خيار بيع

#### 1-1 خيار بيع و خيار شراء: تقوم هذه الإستراتيجية على تشكيله مكونة من خيار بيع و خيار شراء على السهم نفسه

و بذات التاريخ و سعر التنفيذ، مع مراعاة أن يكون كل منهما قابل للتنفيذ بمفرده، بذلك يستطيع حاملها أن يتصرف بأحدهما دون الآخر كأن يبيع خيار و يحتفظ بالثاني، هذه الطريقة تمكن المستثمر من حرية طلب تنفيذ أو عدم تنفيذ أي من الخيارين من محريها، و يستخدم هذه التشكيلية في حال كان المستثمر يعتقد أن السعر محل الخيار عرضه لتقلبات كبيرة من انخفاض و ارتفاع، وهو غير متأكد من اتجاهات التقلب التي سيتخذها سعر السهم في المستقبل.

#### 1-2 شراء خيار بيع و خيار شراء: إذا ما كانت توقعات المستثمر تشير إلى انخفاض محتملة للقيمة السوقية للسهم

في الوقت الذي يرغب فيه التأمين ضد ارتفاع الأسعار، يكون من الملائم للمستثمر أن يشتري تشكيله مكونة من خيارين

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، فريد نعال مصطفى و جلال إبراهيم العبد "الإستثمار في الأوراق المالية" الدار الجامعية الإسكندرية 2002/2003 مرجع سابق ذكره، ص 396

<sup>2</sup> حسن عطا غنيم، مرجع سابق ذكره، ص 635

لبيع وخيار شراء Strip على أن تكون هذه الخيارات محررة في الوقت نفسه بنفس تاريخ وسعر التنفيذ، وأن تكون منفصلة عن بعضها بحيث يستطيع مشتريها (المستثمر) بيع أو تنفيذ أي منها إذا أراد ذلك.

**1-3 خيار بيع و خياري شراء** يستخدم المستثمر هذه الإستراتيجية وهي اختيار بيع و خياري شراء Strap،

في حال توقع المستثمر ارتفاعا كبيرا في سعر السهم في المستقبل، وتكون عملية التحرير والشراء للخيارات كما في الحالتين السابقتين في نفس الوقت والتاريخ وسعر التنفيذ.

**ثالثا: إستراتيجيات الخيار لمؤشرات السوق**

تعتبر عمليات شراء أو بيع حقوق خيار مؤشرات السوق عبارة عن عمليات مضاربة بحتة، إلا إذا كان المتعامل مركز أسهم Long أو Short وبهذا تصبح هذه العمليات لأغراض التحوط، ولا تختلف إستراتيجيات الخيار لمؤشرات السوق عن إستراتيجية الأسهم الفردية.

**رابعا: إستراتيجيات التغطية على الأوراق المالية باستخدام عقود الخيار:**

"التغطية هي إستراتيجية يتبعها المستثمر للحد من خسائره في وضع أو موقف معين وذلك عن طريق اتخاذ الموقف المضاد باستخدام نفس الأوراق أو أوراق مالية مختلفة"<sup>1</sup> في الغالب لا تكون عمليات التغطية كاملة، أي أن المستثمر لا يستطيع التخلص من كل خسائره المحتملة في كل الحالات، فالهدف منها هو الحد من الخسائر المرتفعة دون التقليل بشكل كبير من العوائد المتوقعة ومن هذه الإستراتيجيات:

**1- التغطية ضد المخاطر باستخدام بيع حق خيار شراء:** في حال أن المستثمر يمتلك السهم موضع الخيار يقوم ببيع

خيار شراء على ذلك السهم عندما تشير توقعاته إلى أن الأسعار لن تتغير أو سيحدث تغيراً طفيفاً في أسعار السهم.

**2- شراء خيار البيع بهدف المحافظة على مركز السهم:** ويعني شراء اختيار البيع للمحافظة على مركز السهم المملوك

حالياً، ويهدف بذلك المساهم إلى تحجيم المخاطر خلال فترة خيار البيع مع إمكانية تحقيق أرباح كبيرة،<sup>2</sup> ويؤخذ بهذه

الحالة عندما يتوقع المستثمر ارتفاعاً للأسهم أو انخفاضاً لها أي عدم التأكد مما سيحدث إنما هناك توقعات شبه أكيدة لتغير في الأسعار

**3- التغطية ضد المخاطر باستخدام شراء خيار الشراء:** وتكون تغطية الشراء بقيام المستثمر بشراء عقد اختيار شراء

على أصل من سوق المستقبليات بتواريخ تتفق مع توقيت الحاجة لهذا العقد بما يمكن من مواجهة مخاطر تغير الأسعار.

**4- التغطية ضد المخاطر باستخدام خيار البيع:** في حال أن المستثمر يملك أسهم بمعنى أنه اتخذ موقف طويل الأجل

<sup>1</sup> محمد صالح الخناوي "تحليل وتقييم الأسهم و السندات" مرجع سابق ، ص364.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي "بورصة الأوراق المالية: أسهم - سندات - وثائق استثمار - الخيارات" مرجع سابق ذكره، ص451

بالنسبة للأسهم، واتخذ موقف قصير لعقد خيار أي بيع خيار بيع، يلجأ المستثمر إلى هذه الإستراتيجية إذا اعتقد أن أسعار السهم سوف ترتفع في المستقبل فيقوم بشرائها ويكون مالكا لها في الأصل، ومن ثم يقوم بتحرير عقد خيار بيع لمستثمر آخر بغرض بيع هذه الأسهم إذا ما انخفضت أسعارها وتحقيق عائد من وراء ذلك<sup>1</sup>.

**5- التغطية ضد المخاطر من خلال استخدام عقود الخيار المنتشرة Spread** يقصد بالانتشار الوضع الذي تكون فيه خيارات الشراء أو البيع الخاصة بذات الأصل متباينة من حيث سعر الممارسة أو التنفيذ<sup>2</sup>، وقد تكون متماثلة أو مختلفة من حيث تاريخ التنفيذ النهائي، أن يتم خيارات مختلفة لذات الأصل و تشكيلها وفقا لتوقعات المستثمر لزيادة أو استقرار أو حتى انخفاض أسعار أسهم لها<sup>3</sup> ويلجأ عادة المستثمر لإتباع هذه الإستراتيجية على المدى الطويل، فإذا كانت لديه توقعات عن الأسعار تشير إلى أن هناك تغيرات واسعة في السعر، أما بالنسبة لإستراتيجية الانتشار قصيرة الأجل في نفس تاريخ التنفيذ والسعر ذاته فننطوي على تحرير عقد خيار بيع وعقد خيار شراء في ظل افتراض رئيسي، وهو أن أسعار السهم لن تتغير بشكل ملموس.

### خامسا: إستراتيجية تأمين المحفظة

من بين وسائل الحد من مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية أو ما يطلق عليها بتأمين المحفظة هو عمل تشكيلة من السندات والأسهم، مع امتلاك لحقوق الاختيار كاختيار البيع وذلك لحماية المحفظة من التعرض للخطر بضمان حد من الربح، وهناك صور مختلفة لتأمين المحفظة.

**1 - تأمين المحفظة مع خيارات البيع:** أن يقوم المستثمر بتوجيه جزء من الموارد المالية المتاحة لخيار بيع ثم استثمار ما تبقى من الموارد في استثمار تقليدي، ومثل هذا التأمين عادة يكون له تكلفة تعادل تكلفة خيار حق البيع، إذا ما ارتفعت أسعار الأسهم فبإمكان المستثمر بيع هذا السهم بسعر مرتفع ويحقق الأرباح إلا أنه سوف يخسر المكافأة التي سبق ودفعها لعقد خيار البيع، والذي لن يستفيد من تنفيذه.

**2 - تحرير عقد شراء لسهم:** ويقصد بذلك أن يقوم المستثمر بتحرير عقد شراء على أسهم مملوكة في المحفظة، وهو عرف شائع بين المستثمرين، حيث يعود الزيادة في التدفقات النقدية الفورية إلى المحفظة والتي تنشأ عن عملية تحرير العقد لصالح المستثمر، وتكون تكلفة ذلك هو الحد من تقييم سعر المحفظة.

**3- تحرير عقود خيار شراء وبيع مغطاة:** في هذه الإستراتيجية للحد من مخاطر الاستثمار في الأسهم العادية والتي لا

<sup>1</sup> حسين عطا غنيم ، مرجع سبق ذكره ، ص 618

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، فريد نحال مصطفى وجمال إبراهيم العبد "الإستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق ذكره، ص 373

<sup>3</sup> عبد الغفار حنفي "بورصة الأوراق المالية: أسهم - سندات - وثائق إستثمار - الخيارات" مرجع سابق ذكره ، ص 454



## الفصل الثاني: منتجات الهندسة المالية

يتوقع حدوث تغيرات في أسعارها بشكل كبير في المدى القصير و<sup>1</sup> الهدف من هذه الإستراتيجية الزيادة في عائد المحفظة في الأجل القصير إثر المكافآت التي يحصل عليها من تحرير العقود وهذا ما يسمح بلقول أن هناك عدد كبير من الإستراتيجيات يمكن للمستثمر استخدامها في التعامل بعقود الخيار في سوق الخيار تختلف من مستثمر إلى آخر باختلاف فهمه للسوق وتوقعات كل من المستثمرين وقدرتهم على الدفع (أي مقدار المبلغ الذي يملكه المستثمر و كذلك مدى استعداد المستثمر للمخاطرة)

### سادسا: مقارنة بين عقود المشتقات:

سنحاول في البداية المقارنة بين الخيارات و العقود المستقبلية في السوقين المنظمة و المفتوحة ثم نعرض بعض آراء المفكرين في المشتقات المالية وبعدها نقدم حوصلة عن الفرق بين العقود الآجلة، المستقبلية والخيارات من خلال الجداول اللاحقة

1 - مقارنة بين تداول الخيارات و العقود المستقبلية في السوق المنظمة: تستخدم السوق المنظمة عقود الخيار أكثر من العقود المستقبلية على الرغم من تراجع التعامل بالخيارات وزيادة التعامل بالمستقبلية أنظر الجدول رقم 7

الجدول رقم 7 مقارنة بين حجم تداول الخيارات و العقود المستقبلية في السوق المنظمة

الوحدة: بليون دولار أمريكي

البيان	ديسمبر 2009		ديسمبر 2010		ديسمبر 2011		ديسمبر 2012		ديسمبر 2013	
	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة
العقود المستقبلية	21738.1	30	22312		22924.1		24075.3		2593.3	40.13
عقود الخيار	51379.5	70	45634.5		33639.2		30047		38694.5	59.87
المجموع	73117.6	100	6794.5		5656.3		54122		64627.8	100

المصدر: .BIS Quarterly Review, March 2014, P138

2 - مقارنة بين حجم تداول الخيارات و العقود الآجلة و المبادلات في السوق غير المنظمة: من خلال الشكل رقم 8 يتضح ما يلي: تراجع التعامل بالخيارات والمبادلات في حين زاد التعامل بالعقود الآجلة في السوق غير المنظمة وبنسبة طفيفة، كما يتضح من خلال الجدولين بأن التعامل بالمشتقات في السوق غير المنظمة أكبر منه تعاملًا في السوق المنظمة وهذا ما يدل على أن المشتقات تستخدم في المضاربة أكثر من التغطية يعني استهداف المتعاملون للمخاطر العالية بغية تحقيق أكبر عوائد، وهكذا تحولت المشتقات من أدوات إدارة المخاطر إلى أدوات خطر .

الوحدة: بليون دولار أمريكي

البيان	ديسمبر 2009		ديسمبر 2010		ديسمبر 2011		ديسمبر 2012		ديسمبر 2013	
	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة
العقود الآجلة	76560	15.06	81848		82840		105116		123076	19.08
عقود الخيار	62636	12.32	63194		65187		62778		67943	10.54
عقود المبادلة	369124	72.62	387257		428885		398827		453871	70.38
المجموع	508320	100	532299		576912		566721		644890	100

المصدر: .BIS Quarterly Review, March 2014, P138

الجدول رقم 8 مقارنة بين حجم تداول الخيارات و العقود المستقبلية في السوق غير المنظمة

محمد مطر "أساسيات الاستثمار: الإطار النظري و التطبيقات العملية" مرجع سابق، ص 301<sup>1</sup>



## الفصل الثاني: منتجات الهندسة المالية

### الجدول رقم 9 وصف المشتقات المالية من خلال آراء بعض المفكرين

المصدر	وصف المشتقات المالية
لقد وصف غونزالي المشتقات (Gonzalez 1993)	" يمكن أن تصف سوق المشتقات كيفما شئت غير أنها في تقديري نوع من المقامرة"
و قال عنها جون شاد (John Shad) وهو رئيس سابق للجنة الأوراق المالية و البورصة في الولايات المتحدة الأمريكية	"بأن تأثيرها على تقلب الأسعار قد فاق كل التوقعات" <sup>1</sup>
عدد من الأكاديميين	"سوق المشتقات المالية = نادي عملاق للقمار" - "الترويج لعلم إدارة المخاطر = أكذوبة كبرى"
"بيتر دراكر"	"المشتقات المالية من أدوات القمار التي يجري التعامل-عليها في لاس فيغاس ومونتي كارلو"
"جورج سوروس"	"إن بعض أدوات المشتقات قد تم تصميمها خصيصاً-لتمكين المؤسسات الاستثمارية من المقامرة"
"ستيفن ليين"	"لم أر موضوعاً المعرفة فيه محدودة، قدر موضوع المشتقات"
"Alfred Steinherr"	"المشتقات المالية = وحش المالية المفترس"
"Warren Buffet"	"المشتقات المالية = أسلحة مالية للدمار الشامل"

المصدر: صالح صالح، عبد الحليم غربي "كفاءة صيغ و أساليب التمويل الإسلامية في احواء الأزمات و التقلبات" الملتقى العلمي الدولي حول "الأزمة المالية الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية" يومي 2009/10/21/20، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، ص 6

### الجدول رقم 10 مقارنة بين عقود المشتقات

المقارنة	العقود الآجلة	عقود الخيارات	العقود المستقبلية
ماهيتها	عقود مرنة العلاقة بين الطرفين شخصية يتفاوض الطرفين على شروطها بما يتفق وظروفهما الشخصية التي قد لا تتفق مع غيرها	عقود خيارية بالنسبة لمشتري عقد الخيار أي يكون له الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه بينما يكون العقد ملزم لمصدره	عقود تمطية إذ أن جميع الشروط عدا السعر والكمية هي شروط ليست محل للتفاوض بما يجعلها عقود غير شخصية العلاقة بين الطرفين غير مباشرة حيث يتوسط بيت التسوية بين الطرفين
درجة الالتزام	ليس لها سوق ثانوية الأمر الذي يعني أنه بمجرد إبرام العقد فلا يستطيع أي من الطرفين إلغاؤه دون خسائر فهي تنطوي على مخاطرة عدم القدرة على التسليم ومخاطرة حدوث تغير في سعر الأصل محل التعاقد في المستقبل	لها سوق ثانوية تسمح بالتغطية و التحوط و الدخول في عمليات عكسية	لها سوق ثانوية يمكن لأي من الطرفين أفعال مركزه في التاريخ المرغوب
مدى التعرض للخسارة	تتحدد خسائر الطرفين وفقاً لتحركات أسعار الأصل محل التعاقد في السوق الحاضر	تقتصر خسائر المشتري على قيمة العلاوة فقط ولا يحق لمشتري الخيار استرداد قيمة العلاوة حتى في حال تنفيذ المشتري للعقد	خسائر المشتري تمتد لتشمل قيمة العقد بالكامل ولكن يمكن استرداداً هامشاً المبدئي بالكامل إذا لم يتعرض المشتري للخسارة
استخدامها	لا يجد المضاربون مكاناً في سوق العقود الآجلة	على الرغم من أنه تستخدم كوسيلة للتغطية ضد مخاطر تغيرات أسعار الأصل محل التعاقد إلا أنها تعتبر عقود مضاربة أيضاً	يجد المضاربون في هذه السوق الفرصة لتحقيق الأرباح
التداول	السوق غير المنظمة	التعامل في السوق المنظمة أكثر من السوق الغير منظمة	التعامل في السوق الغير منظمة أكثر من السوق منظمة

من إعداد الباحثة

أما الباحثة فتري بأن محرك الأزمات هو انحرافات أخلاقية بسب الحرية المطلقة للملكية الفردية والابتكارات التي تصمم خصيصاً لتخدم أغراضاً شخصية لشخصيات أو مؤسسات كبرى فقط بالإضافة إلى عدم وجود ضوابط رقابية إذ أن الدولة تتدخل إلا عند حدوث الأزمات وأيضاً في الوقت الذي يتضرر فيه العالم بأسره تكسب الأقلية المتوحشة أموالاً طائلة و يتحمل الوزر من لم يكن له ذنبا في وقوع الأزمات و لا يوجد اقتصاد يتحدث عن ضبط النفس غير الاقتصاد الإسلامي لأنه نابع من عند خالق النفس البشرية وعالم الأسرار الكونية إذ قال عز وجل "إن الإنسان لظلم كفار"

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي "الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات الجزء 2" مرجع سابق ذكره، ص 25

### خلاصة الفصل الثاني

أظهر الفصل الثاني دور الهندسة المالية في ابتكار أدوات مالية جديدة وتطوير أوراق مالية تقليدية واستحداث عمليات تمويلية مما زاد في تفعيل وتطوير سوق المال الأمر الذي أدى إلى زيادة حجم الاستثمار وشجع بيع التعامل بهذه الأدوات لدرجة أن ابتكار عقود المشتقات كان وليد حاجة وخدمة التغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية إلا أن تشابك معاملاتها أصبحت هي الخطر بعينه الأمر الذي دعى المهندسون الماليون للاهتمام بإستراتيجيات إدارة المخاطر و طرق قياسها وبما أن المشتقات من أعظم ما صممه الهندسة المالية لهذا قمنا بوصف وتحليل أدواتها الرئيسة

ظهرت العقود الآجلة والتي كان هدفها في البداية تحديد أسعار المنتجات الزراعية المستقبلية لحماية المزارعين والصناعيين من الخسارة وبعد ذلك دخل المضاربون إلى هذه الأسواق وعندما أدخلت العقود المستقبلية كان ذلك بسبب كونها تقدم خدمة لا تقدمها العقود الآجلة؛ وهي حماية طرفي العقد من مخاطر الائتمان وتم ذلك من خلال نظام الهامش والتسوية اليومية غير ان العقود المستقبلية والآجلة؛ ما زالت تعاني من مشكلة تماثل التدفقات النقدية؛ دون الاستفادة من الحركة الإيجابية للأسعار؛ وهذا أدى إلى ظهور الخيارات التي اعتبرت من أفضل أدوات المشتقات وكانت قيمة المكافأة (العلوة) في الخيارات تتأثر بستة متغيرات أساسية؛ وتقاس بمعامل دلتا؛ وسعر التنفيذ؛ ومعدل العائد المركب المستمر الخالي من المخاطر و نقل بمعامل رو؛ أما التقلب في عائد السهم فيقاس بمعامل فيجا؛ ويقاس المدى الزمني حتى تاريخ التنفيذ بمعامل ذيتا؛ بقي معامل جاما؛ الذي لا يتعامل مع المتغيرات الرئيسية للنموذج؛ بل يتعامل مع دلتا؛ وذلك بهدف الوقوف على مدى حساسيتها في قياس تأثير سعر السهم على سعر العقد؛ وهذا ويمكن بناء ما يسمى بمحفظه دلتا المحايدة؛ ومحفظه جاما الموجبة والسالبة؛ بوصفها أدوات للتغطية ضد المخاطر؛ ولتحقيق الاستقرار لعائد المحفظه.

- الإضافة التي قدمتها الخيارات عن العقود الآجلة والمستقبلية هي التأمين، دون أن تضيع فرصة الاستفادة من التقلبات الإيجابية للأسعار؛ وهناك سبل عديدة للتأمين باستخدام عقود الخيارات فهناك العديد من إستراتيجيات الخيارات التي يمكن أن تناسب المضاربين؛ من أبرزها إستراتيجية مساواة خيار البيع و الشراء والتي بفضلها يمكن مواجهة الخلل الذي قد يصاب به سوق عقد الخيارات، هذا فضلا عن إستراتيجيات أخرى عديدة كلها بيوع لن تخرج عن بيع الإنسان لما لا يملك، الغرر، الميسر بالإضافة الى أنه لم تعد هناك حاجة للمضاربة في الأصول التقليدية ونظرا لهذه المساوئ خصصنا الفصل الثالث للصناعة المالية الإسلامية بهدف عرض البديل إذ قال تعالى «الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِنْ رَبِّهِ فَانْتَهَى فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ» سورة البقرة، آية 275.

## الفصل الثالث: الصناعة المالية الإسلامية

### تمهيد

بين الفصل الأول والثاني بأن أسواق المال والصناعة المصرفية شهدت تطورات عديدة في شكل مبتكرات ومنتجات مالية تحت مسمى "الهندسة المالية" فكان من أبرز ما قدمته "المشتقات المالية" والتوريق، حيث أدى الانتشار الواسع السريع لهذه الأدوات إلى صعوبة مهمة السلطات النقدية والمالية في مراقبتها ومتابعتها؛ مما زاد في تسريع وتيرة توالي الأزمات المالية إذ بينت الأزمة المالية لسنة 2008 م حجم خسائر الأصول المالية بأكثر من 50 ألف مليار دولار، وتحولت إلى أزمة عالمية أخلت بالاستقرار الاقتصادي ككل مما زعزع الثقة في النظام المالي التقليدي وأكد للعديد بل أن الحل والبديل هو النظام المالي الإسلامي؛ في ظل هذه الظروف تزايد الطلب على منتجات التمويل الإسلامي فبات التطوير والابتكار في منتجات المالية الإسلامية ضرورة حتمية وهذا بدوره تطلب وجود هندسة مالية وفق المنهج الإسلامي.

إن الحديث عن هذه الأخيرة وتوسع نشاطها وتفاعلها داخل الاقتصاد المحلي والعالمي، يدفعنا إلى الحديث عن حلقة من العناصر المترابطة؛ أولها هو توفير منتجات مالية إسلامية، تستجيب للمتطلبات الاقتصادية والشرعية ثم يليه وجود مؤسسات مالية إسلامية تصدر المنتجات وترخص إصدارها وتصنيفها لنصل أخيرا إلى سوق مالي إسلامي يعمق الاعتماد على المنتجات ويرسخ وجودها؛ ولقد ساهمت الأهمية التي اكتسبتها الصكوك الإسلامية في إلقاء الدور على عاتق الصناعة المالية الإسلامية للتعامل مع إشكالية مخاطر الصكوك، وذلك بإيجاد مناهج وإستراتيجيات التطوير من أجل ابتكار أدوات وتحديد آليات تسمح بإدارة مختلف المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها تقنية التصكيك وعملية تداول منتجاته وهذا أيضا يستدعي المهتمين بالصكوك الإسلامية البحث عن الطرق الأنسب التي تساهم في تشكيل سوق للأوراق المالية الإسلامية، وعليه فقد أصبح تواجد وقيام سوق للأوراق المالية الإسلامية ضرورة توجب على متخذي القرار التفكير بجدية في إقامة مثل هذا النوع من الأسواق؛ لهذا خصصنا الفصل الثالث للبحث في الصناعة المالية الإسلامية وقسمناه على أساس ثلاث مباحث: فالمبحث الأول؛ يعرف الصناعة المالية من منظور إسلامي وهو بدوره يضم ثلاث مطالب نهدف من خلالها إلى تعريف الصناعة المالية الإسلامية، حدودها، وما يميزها عن نظيرتها

أما المبحث الثاني تعرضنا من خلاله لمنتجات الهندسة المالية الإسلامية وأخيرا قدمنا عمليات إصدار الصكوك الإسلامية والتحديات التي تواجهها في المبحث الثالث حيث قسمناه الى ثلاث مطالب: مطلب أول تكلمنا فيه تقنيات إصدار الصكوك ومطلب ثاني خصصناه لإدارة مخاطر الصكوك بالمؤسسات المالية الإسلامية ومطلب ثالث عرضنا فيه التحديات التي تعيق انتشار وتطوير الصناعة المالية الإسلامية.

**المبحث الأول: الصناعة المالية من منظور إسلامي:** قسّم المبحث الأول إلى ثلاث مطالب؛ بداية بالمطلب الأول نقدم

فيه مفاهيم عامة حول الهندسة المالية الإسلامية ثم المطلب الثاني سنخصه بحدود ونطاق الهندسة المالية الإسلامية أما المطلب الثالث سنتناول من خلاله ميزات الهندسة المالية الإسلامية مقارنة بنظيرتها التقليدية

**المطلب الأول: مفاهيم عامة حول الصناعة المالية الإسلامية:**

سنعرض فيه ماهية الصناعة المالية و أسسها ومبادئها :

**الفرع الأول: ماهية الصناعة المالية الإسلامية:**

سوف نخص الفرع الأول بمفهوم الصناعة المالية وفق المنهج الإسلامي

**أولاً: مفهوم الصناعة المالية الإسلامية:**

يقصد بها مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل الأدوات والعمليات المالية المبتكرة بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار موجّهات الشرع الحنيف.<sup>1</sup>

نلاحظ من خلال هذا التعريف أنه مطابق لتعريف الهندسة التقليدية غير أنه أض يفت له عنصراً جديداً وهو الأخذ بعين الاعتبار الشريعة الإسلامية، وبهذا يمكن القول بأنه يتضمن العناصر التالية : ابتكار أدوات مالية جديدة و آليات تمويله جديدة وحلول جديدة لمشاكل تمويلية كإدارة السيولة أو الديون أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة للمشروع<sup>2</sup>، لكن يجب أن تكون الابتكارات الإسلامية في الأدوات أو العمليات التمويلية موافقة للشرع مع الابتعاد بأكبر قدر ممكن عن الخلافات الفقهية.

كما عرف الدكتور عبد الهادي السبهاني الصناعة المالية الإسلامية بأنها: عملية تطويرية وتنوعية وإبداعية لأدوات

التمويل في الأسواق المالية بما فيها النقدية والتي تتيح فرص التقليل من المخاطر من خلال الإطار الإسلامي الذي يشترط مبدأ الالتزام بالمشاركة في الربح أو الخسارة والتخلي عن شرط الفائدة الربوية في تنشيط المعاملات المالية المشروعة بهدف تلبية حاجيات تمويلية جديدة تحقق الرفاه الاجتماعي والاقتصادي للمجتمع<sup>3</sup>

**ثانياً : تاريخ الصناعة المالية في الإسلام وأسباب الحاجة إليها.**

**1- تاريخ الصناعة المالية في الإسلام:** إن محاولات تطوير الصناعة المالية الإسلامية ليست وليدة اليوم، بل وجدت منذ

<sup>1</sup> بن علي بلعوز، عبد الكريم قندوز "استخدام الهندسة المالية في إدارة المخاطر بالمراف الإسلامية" المؤتمر العلمي الدولي السابع، بجامعة الزيتونة الأردنية تحت عنوان

إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة "كلية العلوم الاقتصادية والإدارية، ص 2

<sup>2</sup> النقاط الثلاثة تشترك فيهما كل من الهندسة المالية التقليدية و الإسلامية

<sup>3</sup> مرغاد لخضر "الهندسة المالية من منظور إسلامي مع الإشارة الى تجارب بعض الدول" كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، مجلة العلوم الإنسانية، العدد التاسع والعشرين ص 48، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر .

أن جاءت الشريعة الإسلامية بأحكامها المطهرة<sup>1</sup> وربما كان توجيه النبي صلى الله عليه وسلم لبلال المازني رضي الله عنه حين أراد أن يبادل التمر الجيد بالتمر الرديء، فقال له صلى الله عليه وسلم "لا تفعل بع الجمع بالدرهم واشتر بالدراهم جنيبا"<sup>2</sup> وهذا ما يدل على أهمية البحث والابتكار لحلول تلي حاجات الاقتصاد، دون الإخلال بأحكام الشريعة الغراء<sup>3</sup>؛ ويلاحظ أيضا بأن الشريعة لم تأت بتفصيل ما يحل من المعاملات المالية وتركبتها للابتكار وعليه فالشريعة الإسلامية لم تحجر دائرة الابتكار<sup>4</sup> وحجرت دائرة الممنوع ونستدل عن هذا التحليل بحديث الرسول صلى الله عليه وسلم "من سن في الإسلام سنة حسنة فله أجرها وأجر من عمل بها إلى يوم القيامة، لا ينقص ذلك من أجورهم شيئا؛ ومن سن في الإسلام سنة سيئة فعليه وزرها ووزر من عمل بها إلى يوم القيامة، لا ينقص ذلك من أوزارهم شيئا .

كما يمكننا من خلال تتبع التاريخ الإسلامي الوصول إلى أنه تم استخدام الهندسة المالية في كثير من المعاملات المالية<sup>5</sup>، ومن أمثلتها ما أجاب به الإمام محمد بن الحسن الشيباني حين سئل عن مخرج للحالة التالية: إذا قال شخص الإمام: المخرج أن يشتري العقار مع خيار الشرط له، ثم يعرضه على صاحبه، فإن لم يشتريه فسخ العقد ورد المبيع. لآخر: اشتري هذا العقار مثلا وأنا أشتريه منك وأربحك فيه، وخشري إن اشتراه ألا يشتريه منه من طلب الشراء، فقال فقيل للشيباني: رأيت إن رغب صاحبه من طلب الشراء في أن يكون له الخيار مدة معلومة؟ فأجاب المخرج أن يشتري مع خيار الشرط لمدة أكبر من مدة خيار صاحبه، فإن فسخ صاحبه العقد في مدة خياره، استطاع هو الآخر أن يفسخ العقد فيما بقي من المدة الزائدة على خيار صاحبه فهذا هالحلول المبتكرة للمشاكل المالية في ذلك الوقت هي هندسة مالية بالمفهوم الحديث<sup>6</sup> وحتى نتفهم أكثر أهمية موضوع الصناعة المالية الإسلامية تطرقنا إلى أسباب الحاجة إليها.

### ثالثا: أسباب الحاجة للصناعة المالية الإسلامية

هناك جملة من الأسباب التي تدعو إلى تبني صناعة أو هندسة مالية إسلامية، يمكن إيجازها فيما يلي:

#### 1- توجه جمهور المسلمين نحو حلول مالية شرعية: إن الصحوة التي شهدتها العالم الإسلامي في النصف الثاني من

<sup>1</sup> Karim CHERIF «la finance islamique :Analyse des produits financiers islamiques» Travail de Bachelor réalisé en vue de l'obtention du Bachelor HES, Haute Ecole de Gestion de Genève (HEG-GE)Économiste d'entreprise, Conseiller au travail de Bachelor : Dr. Akimou OSSE, Prof. de Finance a la HEG 2008 ;P12

<sup>2</sup> رواه البخاري " كل لون من النخيل لا يعرف اسمه فهو جمع، وقيل الجمع: تمر مختلط من أنواع متفرقة، وليس مرغوبا فيه، وما يخلط إلا لردائه، أما الجنيب فهو التمر الجيد.

<sup>3</sup>M.NAIT SLIMANI Mouhand « Finance islamique et capital –risque(capital investissement):perspectives de financement participatif pour la création et le développement des PME » mémoire magistère, option :monaie ;Finance,Banque,département des sciences conomiques,UNIV.Mouloud Mammeri TIZI –OUZOU,Algerie, 2013, P13

<sup>4</sup> حنان العمراوي " فاعليه الهندسة المالية الإسلامية في تحقيق التنمية المستدامة " الملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الإقتصاد الإسلامي في جامعة

قالمة ك يومي 03 و 04 ديسمبر 2012 من ص 298 إلى 314. ص 299

<sup>5</sup> نوال بوعكاز ، مرجع سابق ص 43

<sup>6</sup> أحمد بن علي السالوس " مخاطر التمويل الإسلامي " المؤتمر العالمي الثالث للإقتصاد الإسلامي، جامعة أم لقرى، مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، 2005، ص 11

القرن العشرين أفضت إلى انبثاق مؤسسات مالية إسلامية جديدة طمح الناس من خلالها إلى الإعتناق من وزير الربا، فسعت بعض الحكومات إلى تعبئة الكثير من المدخرات وتوظيفها في المصارف الإسلامية لتكون بذلك المؤسسات المالية الإسلامية مناخا حاضنا للعمل والربح تحت مظلة تحريم الربا،<sup>1</sup> فكانت الجهود المبذولة لتعزيز حصول المجتمعات الإسلامية على الخدمات المالية يتوقف على مدى توافق هذه الخدمات مع مبادئها الدينية.<sup>2</sup>

**2- انضباط قواعد الشريعة الإسلامية:** إن قواعد الشريعة الإسلامية الخاصة بالتبادل، منضبطة ومحددة، وعليه فإن قبول التعاملات التي تلبي احتياجات الناس بكفاءة اقتصادية يظل مرهونا بعدم إخلائه لهذه القواعد، واستيفاء هذا الشرط قد لا يكون عسيرا، لكنه بحاجة إلى استيعاب للقواعد والمقاصد الشرعية<sup>3</sup>، وفي الوقت نفسه إدراك وتقدير لاحتياجات الناس الاقتصادية، والجمع بين هذين يتطلب قدرا من البحث والعناية حتى يمكن الوصول للهدف المنشود.

**3- تطور المعاملات المالية:** من المعلوم أن المعاملات في الإسلام تجمع بين الثبات والتطور والمرونة أيضا، فمهما اختلفت الصور والأشكال فليس لأحد أن يحل صورة مستحدثة أو شكلا جديدا ما دام في جوهره يدخل تحت ما حرمه الله تعالى، والبيع حلال إلى يوم يبعثون، ولكن النقود و السلع تعرف اليوم ما لم يعرفه العالم من قبل، فاستحدثت أشكال يتعامل بها الناس في بيوعهم، وما دام البيع يخلو من المحذور، فليس لأحد أن يقف به عند شكل تعامل به المسلمون في عصر معين، لهذا كان لا بد لمن يدرس فقه المعاملات المعاصرة أن يميز بين الثابت والمتطور وأن ينظر إلى التكيف الشرعي للصور المستحدثة حتى يمكن بيان الحكم الشرعي ومن ثم إيجاد البدائل إن أمكن ذلك.

**4- المنافسة مع المؤسسات المالية التقليدية ومواجهة التحديات<sup>4</sup>:** إن وجود المؤسسات المالية الرأسمالية، ونموها إلى درجة عالية من التطور 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 الصناعة المالية الإسلامية بالمفهوم القديم أو الهندسة المالية الإسلامية بالمفهوم الحديث وتأصيلها وتخصيصها بمزايا تبرزها عن نظيرتها التقليدية ومنها الأسس التي تقوم عليها.

**الفرع الثاني: أسس الصناعة المالية الإسلامية:**

<sup>1</sup> عبد الجبار حمد عبيد السبهاتي، "ملاحظات في فقه الصيرفة الإسلامية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، المجلد 16، العدد 1، جدة، 2003، ص 5.

<sup>2</sup> Islamic Research and Training Institute, Islamic financial Service Industry Development ten Year Framwork and strategies, Polocy Dialogue Paper NO 1, May 2007, P1

<sup>3</sup> سامي بن ابراهيم السويلم، "صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي"، مرجع سابق، ص 10-11.

<sup>4</sup> صالح مفتاح و ريمة عمري "الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تحقيق التنمية المستدامة"، مرجع سابق، ص 229.

تقسم الأسس التي تقوم عليها الصناعة المالية وفق المنهج الإسلامي إلى أسس عامة وأخرى خاصة .

أولاً: الأسس العامة للصناعة المالية الإسلامية: تتمثل في:

**1- تحريم الربا والغرر:** كل الأديان السماوية حرمت الربا و القوانين الوضعية تضع حدود دنيا و عليا لأسعار الفائدة<sup>1</sup> ويقصد به في اللغة الزيادة على رأس المال<sup>2</sup> قلت أو كثرت إذ قال تعالى "يا أيها الذين آمنوا اتقوا الله وذروا ما بقي من الربا إن كنتم مؤمنين" البقرة 278؛ وقال صلى الله عليه وسلم "اجتنبوا السبع الموبقات" وذكر منها الربا وهو نوعان، ربا النسبئة بمعنى الزيادة المشروطة نظير التأجيل و ربا الفضل<sup>3</sup> الذي يعني بيع النقود بالنقود أو الطعام بالطعام مع الزيادة وهو محرم في جميع الأديان السماوية<sup>4</sup> أما عن بيع الغرر فقد نهى عنه الرسول صلى الله عليه وسلم والغرر ما كان على خطر الحصول وقد يكون الغرر في صيغة العقد ويشمل بيعتين في بيعة واحدة، أو العقد المعلق والمضاف، كما قد يكون الغرر في محل العقد وهو عدة أشكال أيضا حيث يتفرع إلى: الجهل بذات المحل، الجهل بنوع المحل، الجهل بمقدار المحل، الجهل بأجل المحل عدم القدرة على التسليم، التعاقد على المعدوم وعدم رؤية المحل وغير ذلك إن هذه القاعدة مهمة جدا ويجب أن يركز عليها المهندس المالي المسلم عندما يطور منتجات مالية إسلامية.

**2- حرية التعاقد:** بمعنى عدم إكراه الناس على التعاقد بينهم وبالشروط المرضية بينهم دون الإخلاء بضوابط الشرع والدين الحنيف<sup>5</sup>، إذ قال عز وجل "لا يكلف الله نفسا إلا وسعها" البقرة: 286" لقد جعل الله باب التعاقد مفتوحا بين العباد وجعل الأصل فيها من الإباحة ولم يضع من القيود إلا تلك التي تمنع الظلم وأكل أموال الناس بالباطل.

**3- التيسير ورفع الحرج :** بمعنى أنه يجب أن تكون الهندسة المالية الإسلامية المبتكرة من غير عسر أو حرج أي بدون مشقة (المشقة تجب التيسير) حيث يقول الله تعالى "وما جعل عليكم في الدين حرج" سورة الحج الآية 78، وتتضح أهمية هذه القاعدة كذلك في أن تقييد المتعاملين بالعقود القديمة فيه حرج وتضيق عليهم لأنها لا تفي بكل احتياجاتهم المتنوعة والمتزايدة ومن هنا برزت أهمية الهندسة المالية الإسلامية في تطوير العقود كالمزج بين أكثر من عقد أو استحداث

<sup>1</sup> سامي بن ابراهيم السويلم "مدخل الى أصول التمويل الإسلامي" مرجع سابق، ص 42

<sup>2</sup> عبد الكريم قندوز ، مرجع سابق ، ص 170 .

<sup>3</sup> ABDELMALEK Fatima Zahra « **La place de la finance islamique dans le financement des petites et moyennes entreprises en Algérie** » dirigé par BOUTELDJA Abdennacer , mémoire de magistère en Sciences Economiques , Option : Finance Internationale, Faculté des Sciences Economiques, Commerciales et Sciences de Gestion , Université Abou-Bakr BELKAID –Tlemcen, Année universitaire:2011/2012, P82

<sup>4</sup> Mansour FAYE , Mansour NDIAYE « **Les produits financiers islamiques : contribution à la diversification du paysage de la micro finance au Sénégal, janvier 2012** » Atelier d'écriture sur la micro finance au Sénégal, Programme d'Appui à la Micro finance (PAMIF 1) Consortium pour la Recherche Economique et Sociale (CRES) P 5

<sup>5</sup> M.NAIT SLIMANI Mouhand « **Finance islamique et capital –risque(capital investissement):perspectives de financement participatif pour la création et le développement des PME** » Op-cit, P34

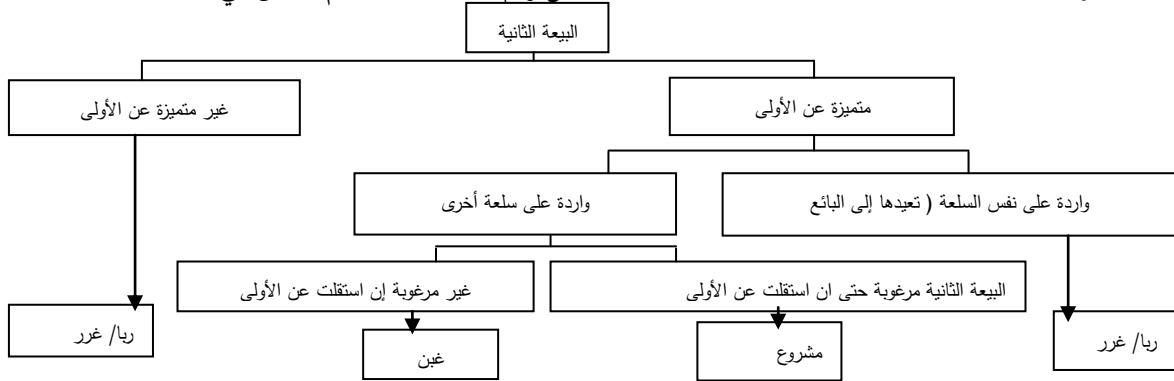


عقود أخرى دون الخروج عن محددات الشرع<sup>1</sup>

#### 4- الاستحسان بالاستصلاح ( المصالح المرسله)

الاستحسان هو باب لحرية التعاقد وهو سريان المصالح التي يقرها الشرع، أما المصالح المرسله أو الاستصلاح فهو الأخذ بكل أمر فيه مصلحة يتلقاها العقل بالقبول، ولا يشهد أصل خاص من الشريعة بإلغائها ولكن لا بد من الأخذ بعين الاعتبار بأن مبدأ المصالح لا يؤدي إلى المفاسد هذا من جهة، ومن جهة أخرى أن المصالح المرسله تختلف باختلاف أحوال الشخص الواحد، فإذا جعلنا كل مصلحة تقتضي حكماً يناسبها، فقد تتناقض أحكام الشريعة، وذلك لا يجوز في الشرع<sup>2</sup>

5- التحذير من بيعتين في بيعة واحدة: الأساس الآخر للهندسة المالية الإسلامية هو النهي عن بيعتين في بيعة واحدة، فإذا كانت إحدى البيعتين مع طرف والأخرى مع طرف آخر لم تدخل في النهي وباختصار فإن أي بيعتين بين طرفين تكون محصلتهما بيعة من نوع ثالث، ينبغي النظر إليها بمقياس البيعة الثالثة<sup>3</sup>، وفي هذه الحالة الحكم تابعا لحكم البيعة الثالثة، فإن كانت (أي البيعة الثالثة) ممنوعة شرعا كانت البيعتان كذلك وإن كانت البيعة الثالثة مقبولة شرعا لم يكن هناك حجة على البيعتين وأمكن تحصيل المقصود من خلال البيعة الثالثة مباشرة<sup>4</sup> وترجع أهميتها إلى أنها هي التي تضمن بالإضافة إلى السلامة الشرعية، الكفاءة الاقتصادية للمعاملات المالية. الشكل رقم 8 تصنيف أقسام بيعتين في بيعة



المصدر: إبراهيم سامي السويلم "صناعة الهندسة المالية، في نظرات المنهج الإسلامي، مرجع سابق ص 25

ثانيا: الأسس الخاصة للصناعة المالية الإسلامية: وهي كالتالي<sup>5</sup>

#### 1- الوعي بالسوق: بمعنى أن تكون الحاجات التي يتطلبها السوق معروفة لمن يقوم بعملية الابتكار والتطوير من أجل

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز "الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق" مرجع سابق، ص 171.

<sup>2</sup> - صالح مفتاح ورحمة عمري مداخلة بعنوان "الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تحقيق التنمية المستدامة" الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة يومي 03 و 04 سبتمبر 2012 ص 230 من 221 إلى 239 .

<sup>3</sup> Finance Islamique État des lieux et perspectives, Revue Regards N°2, Novembre 2012, Grant Thornton, P 2

<sup>4</sup> إبراهيم سامي السويلم "صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي"، مرجع سابق ص ص 21-22

<sup>5</sup> نوال بوعكاز، مرجع سابق ص 53.

**2- الإفصاح:** أي بيان المعاملات وشفافيتها حتى تسد كل الذرائع التي يمكن أن يستغلها المجازفون بمصالح الجميع بغرض تحقيق أرباحهم الجشعة لأن تحلي الصناعة الإسلامية بالمصدقية الشرعية يجهد صمام أمان ضد الغرر والغش.

**3- القدرة و الالتزام:** يقصد بالقدرة وجود استطاعة رأسمالية تمكن من الشراء والتعامل؛ أما الالتزام فيقصد به الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية وهي ميزة خاصة بها<sup>1</sup> دون نظيرتها؛ مما زاد في ثراء مبادئها.

### الفرع الثالث: مبادئ الصناعة المالية الإسلامية

إن أهم المبادئ التي تقوم عليها الهندسة المالية الإسلامية والتي تراعي ضوابط الشريعة هي كالتالي:

#### أولاً: مبدأ التوازن:

بمعنى تحقيق العدالة والتوازن بين مختلف الأطراف المشاركة في عملية التمويل والاستثمار حتى يسود التوافق بين النشاط الربحي الذي تعتمده فلسفة الرأسمالية و النشاط غير الربحي الذي تقوم عليه فلسفة الاشتراكية وهكذا يصل الاقتصاد الإسلامي إلى الوضع الأمثل<sup>2</sup>

#### ثانياً: مبدأ التكامل:

إن التمويل الإسلامي مرتبط بالإنتاج الحقيقي بمعنى أن النقود تدر سلعا ومنافع ثم السلع والمنافع تنقلب إلى نقود<sup>3</sup> وهكذا مما يجعل وجود حتمية التكامل بين الاقتصاد النقدي والعيني وهذا ما يؤدي إلى توسيط السلع وحدوث تبادل حقيقي وتوليد قيمة مضافة وليس مجرد مبادلة نقد بنقد مما يلا في مبادئ الشريعة الإسلامية<sup>4</sup>

#### ثالثاً: مبدأ الحل:

ينص هذا المبدأ على أن الأصل في المعاملات هو الحل بالمشروعية وبالتالي هذا يقتضي دراسة أصول المحرمات في المعاملات المالية نظراً لضيقها وتبقى دائرة الحلال واسعة مما يحجر عقلية الابتكار والتطوير للمنتجات المالية الإسلامية<sup>5</sup>

#### رابعاً: مبدأ المناسبة:

تحقيق التراضي بين جميع الأطراف وسد الثغرات التي يمكن أن ينفذ منها المتلاعبون لتحقيق التحايل والربا والقمار

<sup>1</sup> صالح مفتاح ، ربة عمري ، مرجع سابق ، ص 228.

<sup>2</sup> أعمال العمش ، مرجع سابق ، ص 91.

<sup>3</sup> Abdelbari EL KHAMLICH « Éthique et performance : le cas des indices boursiers et des fonds d'investissement en finance islamique » l'Université d'Auvergne, Université Mohamed V, Faculté des Sciences Juridiques, Économiques et Sociales de Rabat Agdal ; Centre d'Études Doctorales – CEDOC-novembre 2012, P83

<sup>4</sup> سامي إبراهيم السويلم " التحوط في التمويل الإسلامي " مرجع سابق ص ص :110-120.

<sup>5</sup> Ahmed CHAKIR et Ali KAFOU « L'ingénierie financière islamique : entre les contraintes de développement et les risques de dérive » بحث مقدم الى المؤتمر الدولي حول منتجات و تطبيقات الابتكار و الهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية " ISRA ، P 5 و 6 ماي 2014 ، بالتعاون بين جامعة سطيف ، الجزائر و

يقتضي هذا المبدأ تناسب العقد مع الهدف المقصود منه، فيكون العقد مناسباً وملائماً للنتيجة المطلوبة من المعاملة، وهذا مدلول القاعدة الفقهية "العبرة بالمقاصد والمعاني لا بالألفاظ والمباني"<sup>1</sup> وهكذا بعدما تعرفنا على فلسفة الهندسة الإسلامية التي تقوم على ركيزتين أساسيتين وهما الكفاءة الاقتصادية والالتزام بقواعد الشريعة الإسلامية سنتناول حدود و مجالات الهندسة المالية بغية التعمق أكثر في فهم أركانها.

### المطلب الثاني: حدود و نطاق الصناعة المالية الإسلامية

#### الفرع الأول: محددات و متطلبات الصناعة المالية الإسلامية

**أولاً : محددات الصناعة المالية الإسلامية:** تحتاج السوق المالية الإسلامية إلى مؤسسات مالية متطورة تستفيد من نتائج

الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي في إبداع وابتكار الطرق والعمليات التمويلية حتى تضمن التميز وتحقق التفوق والأسبقية، سواء من خلال التحوط أو إدارة المخاطر.

وتجدر الإشارة إلى أنه لا يمكننا اعتبار المنتجات التي يتم ابتكارها أو تطويرها من خلال الهندسة المالية، وفق المنهج الإسلامي ذات طبيعة إسلامية إلا إذا كانت تخضع للمحددات الثلاث التالية:<sup>2</sup>

**1- المحدد الأول:** الالتزام بشرط المشاركة في الربح أو الخسارة في نص واضح كامل لا يقبل التأويل، وذلك على أساس القواعد الشرعية المعمول بها في عقود المضاربة و المشاركات، وهذا الشرط يعتبر ضرورياً ولكن غير كاف، بمعنى أن الالتزام به ضرورة إسلامية لا تقبل الجدل، ولكنه لا يكفي في حد ذاته لكي تصبح الورقة أو الأداة المالية المبتكرة إسلامية فعلاً في مجال التطبيق إذ<sup>3</sup>، يجب توفر محددات أخرى.

**2- المحدد الثاني:** أن لا يعاد دفع الموارد المعبأة عن طريق الأدوات المالية التي أصدرت على أساس التخلي عن شرط الفائدة الربوية إلى مؤسسات وشركات تتعامل بنظام الفائدة في كل تعاملاتها، كما لا يجب استثمار الموارد النقدية للأوراق والأدوات المالية الإسلامية في مشروعات تدر عوائد متفق عليها مقدماً على سبيل التأكيد مع عدم المشاركة في مخاطر النشاط الذي يدر هذه العوائد، فمثل هذه العوائد لا تختلف عن الفوائد وإن سميت أرباحاً.

**3- المحدد الثالث:** ضرورة استثمار الموارد التمويلية للأوراق في مشروعات لها أولويات واضحة في مجال المصلحة العامة للمجتمع الإسلامي وعلى الرغم من الانتشار الواسع و السريع للصناعة المالية الإسلامية إلا أنها تواجه تحديات مختلفة.

<sup>1</sup> محمد كريم قروف عنوان المداخلة " الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية ، محور المشاركة الهندسة المالية الإسلامية ، مؤتمر " الإقتصاد الإسلامي: الواقع .. ورهانات المستقبل " يومي 23 و 24 فيفري 2011 المركز الجامعي ، غرداية ، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، الجزائر ، ص 13

<sup>2</sup> - زايدي عبد السلام ، الهندسة المالية : مدخل لتطوير الصناعة المالية الإسلامية ، مجلة العلوم الإنسانية ، العدد 38 ، 2008 ، متوفرة على الرابط

<http://www.ulum.nl/d94.html> يوم 2013/12/11 على 14 سا 45

<sup>3</sup> نوال بوعكاز، مرجع سابق ذكره، ص 46

### ثانياً: متطلبات الصناعة المالية الإسلامية

يتطلب نجاح واستخدام المالية الإسلامية توفر جملة من العناصر قوامها الالتزام بضوابط الشريعة الإسلامية<sup>1</sup>:

- 1- التدرج في التطبيق:** ويعني ذلك بأن التحول في معاملات الهندسة المالية يكون بالتدريج مع وجود المبرر والنية لتطويرها بما يقلق ومتطلبات الشرع الإسلامي ومن الخطأ الانتقال من النظام الرأسمالي التقليدي السائد حالياً في العالم الإسلامي إلى النموذج الإسلامي العادل بضربة واحدة أو خلال مدة قصيرة جداً، فهذه المحاولة تضر بالاقتصاد، لأن عملية الانتقال يتعين أن تكون على مراحل ومصحفاً لإصلاحات في المجتمع.
- 2- الشفافية والأمانة في المعاملات المالية:** تتطلب الشفافية تقديم البيانات والمعلومات الصحيحة حول العقود والصفقات والظروف المختلفة للسوق المالية، والإفصاح عن بيان المعاملات التي يمكن أن تؤديها المبتكرات، وذلك لسد الثغرات للمتلاعبين أو المضارين حتى لا تستخدم تلك الأدوات لتحقيق غايات التحايل والربا أو القمار.
- 3- وضع معايير وتشريعات لنشاط المؤسسات المالية الإسلامية:** فمن أجل هندسة العمل المصرفي والمالي الإسلامي وتطويره، يجب وضع التشريعات للمؤسسات المالية الإسلامية استعداداً للنافسة القادمة التي تفرضها ظروف العولمة والتحرر على جميع الأصعدة وذلك بالتشجيع على تطوير معايير موحدة للرقابة مع الأخذ في الاعتبار البيئة الاقتصادية والمالية التي تعمل فيها هذه المؤسسات.
- 4- توفير السوق المالية الإسلامية:** إن توفير السوق المالية الإسلامية وتعزيزها قانونياً حتى تعمل بأدوات وأساليب إسلامية، مع تشكيل هيئة إسلامية للفتوى تملك سلطة الإلزام بالنسبة لهذه المعاملات ويعد هذا شرطاً ضرورياً لنجاح عملية الصناعة المالية الإسلامية.
- 5- حسن وإعداد وتدريب الكوادر المصرفية:** بمعنى تأهيل الإطارات علمياً وعملياً للعمل في الأسواق المالية الإسلامية بهدف التوسع في الاستثمارات والأدوات الإسلامية، بغرض فتح المجال لتجديد وابتكار الأدوات وهو جوهر الهندسة المالية كما أن الاستجابة لهذه المتطلبات يحقق بالضرورة أبعاد الهندسة المالية الإسلامية.

### الفرع الثاني: أبعاد الصناعة المالية الإسلامية

بما أن دور الهندسة المالية الإسلامية هو ابتكار وسائل تمويل جديدة أو تفكيك أو تركيب عقود شرعية لصياغة حلول

<sup>1</sup> مرغاد لخضر " الهندسة المالية من منظور إسلامي مع الإشارة إلى تجارب بعض الدول " مرجع سابق ذكره ، ص 49 و ما فوق

إبداعية لمشاكل التمويل مع شرط تحقيق السلامة الشرعية حتى تكون مخرجات الهندسة مخارج فقهية<sup>1</sup>، ففي مستوى التمويل طويل الأجل وخاصة بالنسبة للحكومات الإسلامية التي ترى أن تمويل مشروعاتها يتوجب أن يكون من خلال الإطار الإسلامي، فمثلاً يمكن لصيغ التمويل الإسلامية مثل المشاركة والمضاربة والمراجحة... الخ، من أن تتمكن لسد الحاجة للتمويل قصير المدى إذا ما وجهت الوجهة الصحيحة ووضعت لها الضوابط الشرعية ونظم المتابعة والرقابة، وفي المقابل نجد أن ما هو متاح للحكومات التي تريد أن تتخذ من القواعد الإسلامية موجهاً خياران وهما:

### 1- القروض ذات المخاطر

2- الأدوات والأوراق المالية ذات الحصص من الأرباح والخسائر ومن هذه القواعد تبين الفرق الواضح بين الموجهات الأساسية في الاقتصاد الربوي والاقتصاد الإسلامي فأهم ما تنطوي عليه موجهات الاقتصاد الربوي هو تقليل تكلفة المعاملات وتقليل أو إبعاد المخاطر وتحويلها لجهات أخرى؛ أما الموجه الأساسي في الاقتصاد الإسلامي لأوراق وأدوات الدين فهو مبدأ المشاركة في العوائج والمخاطر ففي تمويل المدى القصير يمكن للحكومة<sup>2</sup> المراقبة لقواعد الشرع من استعمال مبدأ الهدية.

أما في المدى المتوسط والطويل فيقدم مفهوم الهندسة المالية طرقاً للحكومات تمكنها من الاستدانة من غير الإخلال بقواعد التمويل الإسلامية هو مقاسمة الأرباح والخسائر الناتجة؛ وقد استعملت هذه الأدوات والأوراق المالية في كثير من البلدان الإسلامية فمثلاً استعملت الحكومة الماليزية لتمويل مشاريع طويلة الأجل (Treasury Tax - Anticipated) أذونات خزينة مبنية على ضرائب المشاركة وكذلك استعملت وزارة الأوقاف الأردنية سندات الدخل، (Participaing Term Certificate) فقد استعملت بعض هذه الأدوات من قبل مشاريع بناء السكك الحديدية حيث استعملت سندات الدخل أيضاً ولم يقتصر استعمال هذه الأدوات على الأفطار الإسلامية<sup>3</sup> فحسب وحديثاً إستحدث ورقة مالية (Stock index Certificate) وهي تمثل شهادة مؤشر الأسهم لمصرف سيتي (Citi Bank) أداة من أدوات تقاسم الأرباح تتحرك تبعاً لتحرك أحد مؤشرات سوق الأسهم، وأيضاً استحدثت في النمسا (Index Growth). (Notes Austrian Stock) أوراق أطلق عليها أسم أذونات أنماء مؤشر الأسهم النمساوي وهي مرتبطة بمؤشر الأسهم النمساوي هبوطاً وعلواً، (SINGS) وباختصار يتضح مما تقدم أن كل هذه الأدوات الجديدة ما هي إلا

<sup>1</sup> عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي " الوظائف الاقتصادية للصكوك نظرة مقاصدية " ندوة الصكوك الإسلامية عرض و تقويم ، جامعة الملك عبد العزيز جدة ، 25 ماي

2010 م ، بالتعاون بين مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي و مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي و المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب عضو مجموعة

البنك الإسلامي للتنمية ، ص 11

<sup>2</sup> محمد كريم قروف "الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية " مرجع سابق ، ص 14

<sup>3</sup> نفس المرجع السابق ، ص 15

ابتكارات ووسائل جديدة تصب في خانة ما يعرف بالهندسة المالية، وعلاوة على ذلك، وهو الأهم فإنها تشير إلى أن مبادئ التمويل الإسلامية المبنية على المشاركة في الأرباح والمخاطر قابلة للتطبيق باستنباط وسائل علمية وعملية تجعل من الممكن استعمال أدوات الهندسة المالية قابلة للتطبيق في البلدان الإسلامية وفقاً لشرائعها السماوية، ولم تكن ذات حكر على الدول الغربية.

**الفرع الثالث: التحديات التي تواجه الصناعة المالية الإسلامية:** فرضت التغيرات الجذرية والسريعة التي شهدتها العالم الاقتصادي في الفترة الأخيرة ضغوطاً تنافسية حادة؛ غير متكافئة، خاصة على المؤسسات المالية الإسلامية، التي أصبحت تبحث عن وسيلة تضمن بها البقاء والاستمرار إلى جانب مؤسسات مالية تفوقها خبرة وحجماً، وقد انتهت إلى أنه لا يمكن ذلك دون تقديم منتجات مالية إسلامية قادرة على منافسة المنتجات التقليدية من جهة وعلى تلبية احتياجات البيئة التي تعمل فيها سواء كانت إسلامية أو غير إسلامية من جهة أخرى، لذا فبالرغم من التطور الذي عرفته الهندسة المالية الإسلامية، إلا أنها لازالت دون المستوى المطلوب، ويرجع ذلك إلى مجموعة من التحديات والعقبات التي تعيقها،<sup>1</sup> ومنها:

**أولاً: الافتقار إلى الكليات ذات الكفاءات و الإطارات المؤهلة:** يتطلب العمل المالي الإسلامي تأهيلاً خاصاً و

كفاءات إدارية تلم بالكفاءة الاقتصادية وموجهات الشرع الحنيف ومما لا شك فيه إن القوة العاملة الضعيفة ستفرض تهديداً من حيث المخاطر التشغيلية وتعيق في نفس الوقت إمكانية نمو النظام المالي الإسلامي.<sup>2</sup>

**ثانياً: الافتقار إلى البحث و التطوير:** أظهرت التقارير السنوية لأكثر من 12 مؤسسة مالية إسلامية في منطقة الخليج العربي غياب شبه تام لمخصصات مالية، من أجل البحث وتطوير المنتجات المالية الإسلامية، في الوقت الذي أنفقت فيه 9 بنوك أوروبية ما يزيد عن مليار دولار على عمليات التطوير و البحث<sup>3</sup> في المنتجات الإسلامية

**ثالثاً: غياب حقوق الملكية لصاحب فكرة منتج مالي مطور أو جديد:** تقوم المؤسسات المالية من خلال عملية خلق منتج مالي بتحمل تكاليف التطوير الباهظة ومخاطر تطبيق المنتج للتحقق من جدواه، وبعد نجاح هذا المنتج المطور أو المبتكر نجد أن المؤسسات المالية الأخرى تسارع إلى تطبيقه والاستفادة منه، دون تحمل أي مخاطر أو تكاليف، وهذا ما يشبط عزائم المؤسسات المالية عن محاولة التطوير والابتكار.

<sup>1</sup> ختيوة محمد الأمين؛ وحنان علي موسى "منتجات الهندسة المالية الإسلامية: الواقع والتحديات و مناهج التطوير" مرجع سابق، ص 24

<sup>2</sup> M.NAIT SLIMANI Mouhand « Finance islamique et capital –risque(capital investissement):perspectives de financement participatif pour la création et le développement des PME » Op-cit , P71

<sup>3</sup> منذر عبد الهادي رجب زيتون "تقييم جودة أداء وسائل الاستثمار (المراوحة، المضاربة، المشاركة، الإيجارة المنتهية بالتمليك) في البنوك الإسلامية الأردنية/دراسة تطبيقية" مرجع سابق، ص 49 و ما فوق

رابعاً: ضعف التنسيق بين الهيئات الشرعية و توحيد المرجعية الشرعية: تواجه أعمال المؤسسات المالية الإسلامية تحدي هام وهو ضعف التنسيق فيما بين الهيئات الشرعية وتضارب الفتاوى الفقهية بين الدول الإسلامية لذا على المؤسسات المالية الإسلامية أن تعمل على إيجاد قاعدة علمية مشتركة للاجتهاد الجماعي وتوحيد الفتاوى.

خامساً: المصدقية والثقة: فهناك من يرى في صناعة التمويل الإسلامي قناة لتمويل الإرهاب وموطناً لغسيل الأموال، إضافة إلى المشاكل المتعلقة بضعف المهارات الإدارية و التي تؤثر على مصداقيتها<sup>1</sup>.

سادساً: المنافسة ولغفاء التكلفة: يمثلان هذان العاملان تحديان مهمان للمؤسسات المالية الإسلامية من حيث الخبرة الكبيرة و الشبكات الأوسع و الحجم الاقتصادي في السوق العالمي للمؤسسات المالية التقليدية، إضافة إلى مشكلة أخرى وهي تكلفة عمليات التشغيل العالية للمعاملات المالية الإسلامية.

سابعاً: التسويق: من غير المستغرب أن نجد إقبال المسلمين على المنتجات المالية الإسلامية ضئيلاً لمحدودية التوعية بالتمويل الإسلامي سواء على مستوى عامة الناس أو بما فيهم بعض القائمين على العلوم الشرعية؛ وكذلك بسبب عدم فهم الصناعة والافتقار لمعرفة المنتجات، ومن دون تثقيف وتعليم العملاء بمبادئ وآلية عمل التمويل الإسلامي، سيقى العملاء بعيداً عن تناول المنتجات الإسلامية.

### ثامناً: عدم تأطير القوانين<sup>2</sup>

- عدم اكتمال التنظير الملائم للعصر، بالرغم من الثراء الذاتي لمنابع العمل المصري في الفقه الإسلامي
- عدم مواكبة آليات ضبط الالتزام الشرعي من حيث الكم أو الكيف نظراً للنمو السريع للمؤسسات المالية الإسلامية دون أن يصحب ذلك إيجاد العدد الكافي والهدف من تلك الآليات سواء كانت تتمثل في هيئات الرقابة الشرعية أو إدارات التدقيق الشرعي أو المراجعين الخارجيين
- تحدي قوانين البيئة الخارجية حيث تعاني أكثر المصارف الإسلامية من عدم تطوير قوانين البنوك لمراعاة خصوصية المصرف الإسلامي من حيث خضوعه لنصوص قانونية تتعارض مع التزامه الشرعي

### تاسعاً: تحدي المعايير المحاسبية

حيث عملت البنوك المركزية على إلزام البنوك عموماً بمعايير المحاسبة الدولية، أو اشتقاق بعض المعايير الملحة والتي لا تخرج في جوهرها عنها، ولما قامت المصارف الإسلامية وجدت نفسها تحت طائلة ذلك الإلزام بالمعايير المحاسبية الدولية، في حين

<sup>1</sup> خنيرة محمد الأمين؛ وحنان علي موسى "منتجات الهندسة المالية الإسلامية: الواقع والتحديات و مناهج التطوير" مرجع سابق ص - 24

<sup>2</sup> شوقي بورقية "الكفاءة التشغيلية للمصارف الإسلامية دراسة تطبيقية مقارنة" مرجع سابق ذكره ، ص 16-17



أن بعض تلك المعايير منافية للأحكام الشرعية مثل معيار التأجير التمليكي الذي يخلط أحكام البيع مع الإجارة، ومن خلال عرض التحديات نستنتج وجوب مراعاة متطلبات من قبل الهندسة المالية الإسلامية.

وعلى الرغم من هذه التحديات إلا أن الهندسة المالية الإسلامية تتميز عن نظيرتها التقليدية من عدة جوانب.

### المطلب الثالث: مميزات الصناعة المالية الإسلامية:

اتسمت الصناعة المالية الإسلامية ببعض الخصائص التي تبين من خلالها مجالها ودورها وسمح لها بالتميز عن نظيرتها:

### الفرع الأول: خصائص الصناعة المالية الإسلامية

تهدف الصناعة المالية الإسلامية إلى إيجاد منتجات وأدوات مالية تجمع بين المصدقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، فالمصدقية الشرعية هي الأساس في كونها إسلامية، والكفاءة الاقتصادية هي الأساس في قدرتها على تلبية الاحتياجات الاقتصادية ومنافسة الأدوات التقليدية<sup>1</sup>

### أولاً: المصدقية الشرعية:

المستطاع و التوصل إلى حلول مبتكرة تكون محل اتفاق قدر الإمكان، وعليه ينبغي التفريق بين ما هو جائز شرعاً، وبين ما تطمح إليه الصناعة المالية الإسلامية، فهي تطمح لمنتجات وآليات نموذجية، بحيث أن الشرع قابل للتطبيق لكل زمان ومكان، أي أن الحلول التي تقدمها الهندسة المالية الإسلامية ينبغي أن تكون نموذجاً للاقتصاد الإسلامي<sup>2</sup>

### ثانياً: الكفاءة الاقتصادية :

تتميز الهندسة المالية الإسلامية بالإضافة إلى المصدقية الشرعية بخاصية الكفاءة الاقتصادية، وينبغي لمنتجات صناعة الهندسة المالية الإسلامية أن تكون ذات كفاءة اقتصادية عالية مقارنة بالمبتكرات المالية التقليدية وأن تتجنب المساعدة في زيادة الآثار الاقتصادية السلبية، لهذا توجب عليها توسيع الفرص الاستثمارية في مشاركة المخاطر، وتخفيض تكاليف المعاملات وتكاليف الحصول على المعلومات وعمولات الوساطة.

### ثالثاً: الابتكار الحقيقي بدل التقليد:

يعتبر التنوع المتوفر في المنتجات المالية الإسلامية تنوعاً حقيقياً<sup>3</sup> وليس صورياً كما في أدوات الهندسة المالية، حيث أن كل

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز "الهندسة المالية الإسلامية" بحث منشور في مجلة جامعة عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، عدد 2، 2007 م/1428 هـ، أنظر ص -ص: 21-22.

<sup>2</sup> هاجر سعدي و لامية لعلاّم "دور الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار منتجات مالية إسلامية العقود المالية المركبة نموذجاً" بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول "منتجات وتطبيقات الابتكار المالي والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية، يومي 6/5 ماي 2014 م الموافق ل 6/5 رجب 1435 هـ، ص 6

<sup>3</sup> خبيوة محمد الأمين؛ وحنان علي موسى "منتجات الهندسة المالية الإسلامية: الواقع والتحديات و مناهج التطوير" جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر [http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2011/03\\_منتجات-الهندسة-المالية-الإسلامية-الواقع-والتحديات-ومناهج-التطوير-خبيوة-محمد-الأمين-و-حنان-علي-موسى.pdf](http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2011/03_منتجات-الهندسة-المالية-الإسلامية-الواقع-والتحديات-ومناهج-التطوير-خبيوة-محمد-الأمين-و-حنان-علي-موسى.pdf) ص -ص: 4-5



أداة من أدوات الهندسة المالية الإسلامية لها طبيعة تعاقدية وخصائص تميزها عن غيرها من الأدوات الأخرى، سواء تعلق الأمر بالمخاطر؛ الضمانات أو التسعير، وهذا من منطلق أن المقصود بالهندسة المالية هو ما يلي مصلحة حقيقية. للمتعاملين الاقتصاديين<sup>1</sup> في الأسواق وليس مجرد عقد صوري من العقود الوهمية، وهذا ما يؤكد القيمة المضافة للابتكار.

### رابعاً: الشرع الإسلامي بدل التشريعات الوضعية :

تستمد الهندسة المالية الإسلامية مختلف المبادئ و الأسس في تصميم المنتجات المالية، من أحكام الشريعة الإسلامية و الابتعاد بأكبر قدر ممكن عن الخلافات الفقهية المتواجدة، كما أن أساسها هو مبدأ المشاركة في المخاطر، أي تقاسم الأعباء بين مختلف الأطراف و ليس مبدأ درء المخاطر وتحويلها لأطراف أخرى و هو ما يعتبر أساس الهندسة المالية.

### خامساً: التمويل بدل الاستثمار :

تعمل الهندسة المالية الإسلامية على جذب رؤوس الأموال المتوفرة لدى فئة من الأفراد ترفض التعامل بالفائدة الربوية و استخدام أموالهم في الاستثمار لأنه أقل مخاطرة بدل عمليات التمويل، بمعنى أن هدفها الرئيسي هو إدارة السيولة على عكس النوع التقليدي الذي يهدف لإيجاد أدوات مالية جديدة لغرض التحوط و المضاربة.

### الفرع الثاني: دور وأهمية الصناعة المالية الإسلامية:

#### أولاً : دور الصناعة المالية الإسلامية :

إن تطبيق الصناعة المالية الإسلامية سيوفر للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية مزايا أهمها:

**1- توفير البدائل للمنتجات المالية التقليدية :** تسعى الصناعة المالية الإسلامية لتقديم البديل للمنتجات التقليدية، وهذا يتطلب توفر القدرة على إيجاد البديل في بيئة تفتقر إلى محفزات الإبداع، بالإضافة إلى ندرة الأفراد المبدعين، والحاجة إلى ثقافة المؤسسات المالية الإسلامية وتفهمها للإبداع، ومدى اهتمامها بعمليات البحث والتطوير، ومدى إلمام المبدعين المختصين بالمفاهيم الشرعية التي من شأنها تعزيز الإبداع الأصيل.

**2- تجنب التقليد لمنتجات المصارف الربوية:** فالتقليد هو البديل الوحيد للإبداع في غياب الهندسة المالية الإسلامية وعجز المؤسسات المالية عن ابتكار منتجات مالية إسلامية وتطويرها حتى تنافس نظيراتها التقليدية، ولكن في المقابل يجب عدم تحميل المؤسسات المالية الإسلامية ما لا تحتمل، فهي تعمل وفقاً للشريعة ولكن ضمن نظم اقتصادية تقليدية، وهو أمر يفرض عليها عدداً من الصعوبات مما يجبرها على استخدام بعض المنتجات التقليدية بعد تأطيرها بإطار شرعي.

**3- البحث العلمي:** يؤدي البحث والتطوير في علم الهندسة المالية الإسلامية، إلى استكمال المنظومة المعرفية للاقتصاد

<sup>1</sup> Finance Islamique État des lieux et perspectives , Revue Regards N°2, Novembre 2012 , Grant Thornton, OP-CIT P 2

الإسلامي، وحتى تتمكن من مواكبة التطورات الحاصلة في العلوم المالية والاستفادة منها، بدلا من اتخاذ المواقف الحيادية اتجاهها، فلا يجوز المسارعة إلى تحريم صورة من صور المعاملات المستخدمة حتى يتبين أن الشريعة قد حرمتها، فإن تبين تحريمها لا تكتفي بذلك بل تقدم البديل، الأمر الذي يرفع الحرج والمشقة على جمهور المتعاملين المسلمين الذين يتعاملون بالمنتجات المالية التقليدية.

**4- تنظيم الإطار الإداري:** ينظم علم الهندسة المالية الإسلامية الإطار الإداري، الذي يتطلبه العمل المالي الإسلامي والذي يجمع بين المعرفة الشرعية والكفاءة المالية الإسلامية.

**5- استمرارية النظام المالي الإسلامي:** ضمان استمرارية النظام المالي ككل مع استفادة كل أجزائه بابتكار منتجات مالية جديدة تتماشى مع حاجات العملاء في إطار الالتزام بالحلال و تقديم العون للبنوك الإسلامية بواسطة الهندسة المالية الإسلامية، من أجل خلق التوازن بين مواردها و استخدامها، وإدارة سيولتها بصورة مرحة.

**6- دور الهندسة المالية في إقامة سوق مالي إسلامي**

تقتضي النداءات بضرورة إنشاء سوق مالي إسلامي لتكون بمثابة سوق ثانوية مكمل للسوق الأولية

لقد تبين لنا أنه لن توجد أسواق مالية إسلامية، ما لم توجد أوراق مالية إسلامية، وإن توجد هذه الأوراق ما لم توجد مؤسسات مالية إسلامية تصدرها، وبنك مركزي إسلامي يمنح ترخيصا بإصدارها، ومن هنا يمكننا تبيان مكان الهندسة المالية الإسلامية في إقامة السوق المالية الإسلامية وتطويرها وذلك من خلال إبداع وابتكار الطرق والعمليات التمويلية التي تضمن لهذه المؤسسات المالية القدرة التنافسية من جهة، و ضمان تدخل فعال لهذه المؤسسات في الأسواق من جهة أخرى، سواء من خلال التحوط أو إدارة المخاطر<sup>1</sup>

**ثانيا: أهمية الصناعة المالية الإسلامية**

تكمن أهميتها<sup>2</sup> في: توفير التكاليف نتيجة لما يتحقق من وفورات الحجم الكبير، فالمصاريف الإدارية العامة وتكلفة

الخدمات المالية تتوزع على حجم أكبر بابتكار منتجات جديدة مما يدعم اسقطاب الأموال، وبالتالي يزيد من القدرة التمويلية للمؤسسة المالية الإسلامية، خصوصا إذا تأكد لأصحاب الأموال من أن المعاملات المالية خالية مما قد يخالف الشرع الإسلامي، وهذا ما يدعم فكرة جذب المدخرات وبالتالي المساهمة في الإستثمار.

-توزيع المخاطر بتنوع أشكال الإستثمارات وآجالها مثل صناديق الإستثمار فهي تعد واحدة من بين الأدوات التي توزيع المخاطر بتنوع أشكال الإستثمارات وآجالها مثل صناديق الإستثمار فهي تعد واحدة من بين الأدوات التي تساهم في

<sup>1</sup> صالح مفتاح ورمة عمري ، مرجع سابق ذكره من 211 إلى 239 أنظر ص 237.

<sup>2</sup> ابراهيم عبد الحليم عبادة " مؤشرات الأداء في البنوك الإسلامية" ص-112-113ص

توزيع المخاطر المالية بسبب تعدد منافذ الإستثمار فيها سواء قصير أو متوسط أو طويل الأجل، وبالتالي تحقيق رغبات مختلف المستثمرين.

- القيام بالأبحاث والتنبؤات السوقية والإفصاح الدوري لدعم الشفافية و إمداد الجهات المعنية بالبيانات المطلوبة، و المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية و الاجتماعية على حد سواء.

- تبرز أهمية الهندسة المالية الإسلامية من الناحية العلمية و العملية وفق المنهج الإسلامي في النقاط التالية<sup>1</sup>:

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

- أن الأصل في المعاملات الإباحة، فلا يجوز المسارعة إلى تحريم صورة من صور المعاملات المستحدثة حتى يتبين أن الشريعة قد حرمتها<sup>2</sup>، كما أن العبرة في المعاملات المالية العلل والمقاصد حيث أن أحكام فقه المعاملات معللة وعللها مرتبطة بالحكم الشرعي وجوباً أو عدماً عكس فقه العبادات، لذلك فعملية إحقاق العقود المالية المستجدة بأصولها في الفقه الإسلامي مسترشدين بالعلة، هو ما يقدمه لنا التكليف الفقهي<sup>3</sup> للإسلام لم ينشئ العقود المالية، وإنما وجهها الوجهة الصحيحة عن طريق تنقيتها من المحرمات وتشريع الأحكام العامة وتقرير القواعد الكلية المنظمة لها<sup>4</sup> بالإضافة إلى أن البحث العلمي يكمل المنظومة المعرفية للاقتصاد الإسلامي حتى يواكب التطورات الحاصلة في العلوم المالية وييسر إعداد الكوادر الإدارية التي يتطلبها العمل المالي الإسلامي

### 2- الأهمية العملية: تلخص فيما يلي:

- إن الحاجات التمويلية للأفراد والمؤسسات في الوقت الحاضر تتزايد بشكل مستمر، وهو ما يتطلب إيجاد ما يلي تلك الحاجات وذلك في إطار الالتزام بالحلال، وهنا تبرز أهمية الصناعة المالية الإسلامية في الاستفادة من التطورات التي تشهدها الأسواق العالمية بدلاً من اتخاذ مواقف حيادية ورفع الحرج والمشقة عن جمهور المسلمين الذي يتعاملون بالعقود المالية الحديثة ولكي يكون للفقه الإسلامي حضور قوي على الساحة الاقتصادية بدلاً من تعطيله.

- إن التكليف الفقهي جزءاً من الهندسة المالية<sup>5</sup> وقد يكون هو الأساس في تطوير كثير من العقود المالية، فتكليف الأموال

<sup>1</sup> خنيوة محمد الأمين: وحنان علي موسى "منتجات الهندسة المالية الإسلامية: الواقع والتحديات و مناهج التطوير" جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر

<sup>2</sup> أحمد محمد محمود صار ، التكليف الفقهي للعقود المالية المستجدة وتطبيقاتها على نماذج التمويل الإسلامية المعاصرة ، البنك الإسلامي الأردني ، 2004-2005 ، ص 3، موسوعة الإقتصاد والتمويل الإسلامي ، متوفرة على الرابط <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2011/03> \_منتجات-الهندسة-المالية-الإسلامية-الواقع-والتحديات-ومناهج-التطوير-خنيوة-

محمد-الأمين-و-حنان-علي-موسى.pdf ص 5-

<sup>3</sup> - أحمد محمد محمود صار ، التكليف الفقهي للعقود المالية المستجدة وتطبيقاتها على نماذج التمويل الإسلامية المعاصرة ، البنك الإسلامي الأردني ، 2004-2005 ، ص 3، موسوعة الإقتصاد والتمويل الإسلامي ، متوفرة على الرابط <http://iefpedia.com/arab/?p=2614> ، يوم 29-09-2010.

<sup>4</sup> أحمد محمد محمود نصار ، مرجع سابق ، ص 3-4

<sup>5</sup> - عبد الكريم قندوز ، الهندسة المالية الإسلامية ، مرجع سابق ، ص 38-39

<sup>6</sup> أحمد محمد نصار ، مرجع سابق ، ص 4.

## الفصل الثالث: الصناعة المالية الإسلامية

التي يودعها المودعين في حسابات استثمارية في المصارف الإسلامية، يكون التعامل مع هذه الأموال كوحدة واحدة في عمليات المضاربة، مع العلم أنه لا يجوز خلط مال المضاربة بعد بدء عمليات المضاربة، فهذا أدى بالتكليف الفقهي إلى استحداث ما يسمى بالمضاربة المشتركة وتطوير عقد المضاربة الثنائية التقليدي المعروف في الفقه، للابتعاد عما لا يجوز في عقد المضاربة<sup>1</sup>.

### الفرع الثالث: مقارنة بين الهندسة المالية التقليدية والصناعة الإسلامية:

يتحدد وجه الاختلاف بين الهندسة الإسلامية والتقليدية في النقاط التالية:

- تأخذ الهندسة المالية التقليدية بعد المصالح الشخصية فصممت أدوات من أجل تحقيق أغراض شخصية فكانت الأزمات نتيجة الإفراط في المجازفات وتضاعف الاقتصاد الوهمي أضعافا مضاعفة عن الاقتصاد الحقيقي، بينما تأخذ الهندسة المالية الإسلامية البعد الأخلاقي والتنمية المستدامة في تمويلها للمشروعات وتشجيع الاستثمار الحقيقي القائم على أساس السلع والخدمات وهذا ما يبرز دور وأهمية الصناعة المالية الإسلامية في تنشيط وتفعيل الأسواق المالية وتوسيع شبكة مؤسساتها و الجدول الموالي يوضح الفرق بينهما الجدول رقم 11: جدول مقارنة بين الهندسة المالية الإسلامية ونظيرتها التقليدية.

أوجه المقارنة	الهندسة المالية التقليدية	الصناعة المالية الإسلامية
التعريف	هي كل عمليات التطوير والابتكار لأدوات مالية أو آليات تمويلية أو حلول جديدة لإدارة التمويل، السيولة والديون بهدف تحقيق الكفاءة الاقتصادية	هي كل عمليات التطوير والابتكار لأدوات مالية أو آليات تمويلية أو حلول جديدة لإدارة التمويل؛ السيولة مع مراعاة الضوابط الشرعية والمتاجرة في الأدوات الحلال بهدف تحقيق الكفاءة الشرعية أولا ثم الاقتصادية والاجتماعية.
المبادئ	الاقتصاد الربوي "الفائدة الربوية، المجازفة، القمار، الغرر، بيع الدين	المشاركة في الربح والخسارة و تطبيق المبادئ الإسلامية تحريم الربا و الغرر رفع الحرج التحذير من بيعتين في بيعة واحدة
الخصائص	الكفاءة الاقتصادية	تحقيق التوافق بين الضوابط الشرعية و الكفاءة الاقتصادية و الاجتماعية ايضا
الابتكار و التطوير	يوجه لفئة محددة او مؤسسة خاصة مما يعرض المصالح العامة للخطر وإحداث الفجوة بين الاقتصاد الحقيقي و الوهمي بأضعاف مضاعفة	يوجه للصالح العام والخاص معا مما يساعد في تحقيق التنمية المستدامة وإحداث التوازن بين الاقتصاد الحقيقي و الاقتصاد المالي (الوهمي)
المنتج	الأصول التقليدية الأسهم و السندات المنتجات المالية الحديثة و المركبة والتوريق والمشتقات	الأسهم العادية الحلال و صكوك الاستثمارية الإسلامية العقود المالية المركبة والتورق الإسلامي والمشتقات المالية الإسلامية
المهندس المالي	ذو خبرة وعلم المعاملات و العمليات المالية في إطار تخصصه فهو لا يستطيع الإلمام بكل المعلومات نظرا للتوسع الكبير في مجالها	يجب ان يكون ملما بالتوجيه الإسلامي لجوانب الهندسة المالية بالإضافة الى الخبرة في المعاملات و العمليات المالية اخذا بالأسوة الحسنة لعمر ابن الخطاب اذ قال "لن يدخل سوقنا من لم يتفقه في الدين"
الأدوات	تتميز أدوات الهندسة التقليدية بالغموض والتعقيد والقمار والمجازفة	تتميز أدوات الهندسة الإسلامية بالوضوح والأمانة والمرونة.
الأهداف	تقليل التكاليف في المعاملات ونقل الأخطار من المتعاملين الذين لا يرغبون في تحملها إلى متعاملين مجازفين ولهم طرق خاصة في التعامل بالمخاطر	تأخذ الهندسة المالية الإسلامية البعد الأخلاقي و التنمية المستدامة في تمويلها للمشروعات وتشجيع الاستثمار الحقيقي القائم على أساس السلع و الخدمات.

من إعداد الباحثة

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق، ص 4.

بعدها تعرفنا على فلسفة ومبادئ، أهمية وميزات الصناعة المالية الإسلامية نتطرق في المبحث الثاني إلى منتجاتها.

### المبحث الثاني: منتجات الصناعة المالية الإسلامية

رغم قلة أسواق الأوراق المالية الإسلامية على مستوى الدول العربية وحتى الإسلامية باستثناء سوق المال الإسلامية الدولية بالبحرين والسوق الماليزية نجد بأن الصناعة المالية الإسلامية حققت نجاحا متميزا وشهدت نموا كبيرا في الآونة الأخيرة، و ذلك بسبب الانتعاش الاقتصادي الذي شهدته منطقة دول الخليج و بعض الدول الآسيوية إذ زادت السيولة واتجه الأفراد للاستثمارات بعدما انتشرت البنوك الإسلامية وزاد اهتمامها بالصكوك وسيتم في هذا المبحث تناول الصكوك وأنواعها ثم نقدم بعدها المنتجات المستحدثة.

### المطلب الأول: الصكوك الإسلامية

الصكوك جمع صك وهو الكتاب الذي يكتب فيه المعاملات والأقارير وهو فارسي معرب، أصله جك<sup>1</sup> والجمع بين الصاد والكاف أصل يدل على تلاقي شيئين بقوة وشدة، وأصل الصك الضرب<sup>2</sup> من ذلك قوله تعالى "فأقبلت امرأته في صرة فصكت وجهها" (الذاريات، الآية 29) ويطلق لفظ الصك على ما هو مكتوب ويتضمن حقا أو مالا ونحوه ولذلك فهو يمثل وثيقة ثبوتية تشهد لحاملها بملكيتها جزءا مشاعا لمحتويات وعاء هذه الصكوك من أصول ونقود وديون<sup>3</sup> والتزامات ومنافع وخدمات؛ في هذا المطلب سنتعرف على ماهية الصكوك، خصائصها، دورها ثم أهميتها.

### الفرع الأول: ماهية الصكوك الإسلامية

تقوم فكرة الصكوك الإسلامية على المشاركة في تمويل مشروع أو عملية استثمارية متوسطة أو طويلة الأجل وفقا لقاعدة الغنم بالغرم<sup>4</sup> وسوف نتطرق لبعض التعريفات:

### أولا: تعريف الصكوك:

عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية<sup>5</sup> (AAIOFI:1999) الصكوك الإسلامية بأنه عبارة عن "وثائق مالية متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين

<sup>1</sup> محمد غزال "دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية" رسالة ماجستير، تخصص: اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، جامعة فرحات عباس - سطيف - الجزائر، 2012/2013، ص 75

<sup>2</sup> أسامة عبد الحليم الجورية "صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد" رسالة ماجستير في الدراسات الإسلامية، 2009 م، ص 25

<sup>3</sup> M.NAIT SLIMANI Mouhand « Finance islamique et capital –risque(capital investissement):perspectives de financement participatif pour la création et le développement des PME » Op-cit, P 59

<sup>4</sup> برودي نعمية "التصكيك الإسلامي حجر الأساس لقيام سوق للأوراق المالية الإسلامية" مرجع سابق، ص 2

<sup>5</sup> تم إنشائها بموجب اتفاقية التأسيس الموقعة من عدد من المؤسسات المالية الإسلامية بتاريخ 26 فبراير 1990 م في الجزائر بصفتها هيئة عالمية ذات شخصية معنوية مستقلة لا تسعى إلى الربح. وتهدف الهيئة إلى تطوير معايير الصناعة المالية والمصرفية الإسلامية: معايير المحاسبة والمراجعة والضبط وأخلاقيات العمل والمعايير الشرعية. كما تسهم الهيئة إسهما كبيرا في عملية التطوير المهني لهذه الصناعة. وتتجاوز عضوية الهيئة 155 مؤسسة مالية من أكثر من 40 بلدا وتتخذ من مملكة البحرين مقرا لها

أو نشاط استثماري خاص وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجهل<sup>1</sup> وسمتها بصكوك الاستثمار تميزا لها عن الأسهم و السندات التقليدية

أما مجلس الخدمات المالية الإسلامية<sup>2</sup> فقد عرف الصك الإسلامي على أنه: "حق ملكية لنسبة مئوية شائعة في موجودات عينية أو مجموعة مختلطة من الموجودات العينية وغيرها، وقد تكون الموجودات في مشروع محدد أو نشاط استثماري معين وفقا لأحكام الشريعة" في حين ورد تعريف آخر للصكوك الإسلامية بقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي<sup>3</sup>، حيث اعتبره على أنه "أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال إلى حصص متساوية، وذلك بإصدار صكوك مالية برأس المال على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأس المال وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه" مما سبق نجد أن كل التعاريف السابقة تصب في نفس النسق، وهو أن الصكوك الإسلامية هي عبارة عن أداة مالية ابتكرت كبديل عن السندات الرأسمالية التقليدية بهدف<sup>4</sup> تجنب الفائدة الربوية وعليه فهي لا تخرج عن نطاق كونها أوراق مالية متساوية القيمة وتمثل حصصا شائعة في ملكية أو نشاط استثماري مباحا شرعا ويتم إصدارها وفقا لضوابط متوافقة مع شريعة الإسلام؛ تنوعت هذه الصكوك وصنفت كما يلي

ثانيا: تصنيف الصكوك الإسلامية: قسمت إلى ثلاث تقسيمات كالتالي:

### 1- تقسيم الصكوك بحسب الأصول التي تستند إليها: وتنقسم وفق هذا التقسيم إلى<sup>5</sup>:

**1-1 الصكوك المدعومة بالأصول:** وهذا النوع من الصكوك يضمن انتقال ملكية الأصول (محل الصك) إلى حملة الصكوك، الأمر الذي يعني امتلاكهم الحق في النفاذ إلى موجودات الصكوك وبيعها في حالة حدوث حالة تعثر من جهة الإصدار، وتوفر الموجودات العينية لحاملي الصكوك مع ملاحظة أن الموجودات المقصودة قد تكون مملوكة عن طريق المشاركة أو المضاربة التي تم توريثها.

<sup>1</sup> RASAMEEL « 2013 Annual Global Sukuk Report », J A N U A R Y 2 0 1 4, P-P 33-34 et voir aussi

انظر المعايير الشرعية هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2010 م رفع: عبد الرحمان النجدي ، معيار رقم 17، ص 238

<sup>2</sup> يقع مقر مجلس الخدمات المالية الإسلامية بماليزيا أسس في نوفمبر 2002، تم تشكيل هذا المجلس كمنظمة لوضع المعايير والتنظيم والرقابة الموجهة للمؤسسات المالية الإسلامية

<sup>3</sup> إحدى الهيئات المنبثقة عن منظمة المؤتمر الإسلامي تم تأسيسه في 1403 هـ، مقره جدة، يتكون من الفقهاء والعلماء والمفكرين في شتى مجالات المعرفة الفقهية والثقافية والعلمية والاقتصادية، أعضاؤه من مختلف أنحاء العالم الإسلامي.

<sup>4</sup> عمري صليحة وسعدان آسيا "الصكوك الإسلامية: تطوراتها وآليات إدارة مخاطرها" جامعة قالة ، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية "آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي 8 و 9 ديسمبر 2013 بالتعاون بين المدرسة العليا للتجارة والمعهد الإسلامي للبحوث و التدريب ، ص 4

<sup>5</sup> قندوز ، عبد الكريم أحمد "تحليل لمعوقات سوق الصكوك بالمملكة العربية السعودية وأساليب تفعيلها: دراسة مقارنة لسوق الصكوك بالمملكة وسوق الصكوك

بدول مجلس التعاون الخليجي وسوق الصكوك الماليزية " المؤتمر الأول لكليات إدارة الأعمال بجامعات دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية خلال الفترة 17 - 16 ربيع الثاني 1435 هـ الموافق 17 - 16 فبراير 2014 م ، ص 3

- 1-2 الصكوك المرتكزة إلى أصول:** لا يمتلك هذا النوع ميزة انتقال ملكية الأصل إلى حملة الصكوك، تقوم هذه الأخيرة على الاستثمار في رؤوس الأموال التي تحدد فيها العوائد على أساس المشاركة في الربح والخسارة في الاستثمار<sup>1</sup>
- 2- تقسيم الصكوك بحسب قابليتها للتداول:** تنقسم الصكوك الإسلامية بحسب قابليتها للتداول إلى قسمين
- 1-2 الصكوك القابلة للتداول:** وهي الصكوك التي تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان ومنافع، وتشمل صكوك الإجارة وصكوك المشاركة؛ المضاربة؛ الوكالة بالاستثمار؛ المزارعة؛ المساقاة وصكوك المخرسة<sup>2</sup>.
- 2-2 الصكوك الغير قابلة للتداول:** وهي التي لا يجوز تداولها لأنها قائمة على الديون، وما كان هذا شأنه لا يجوز تداوله لأنه يفضي إلى تأجيل البدلين؛ وهذه الصكوك هي صكوك السلم وصكوك الاستصناع وصكوك المراجعة قبل بيع بضاعة المراجعة وتسليمها لمشتريها.
- 3- تقسيم الصكوك بحسب طبيعة العقد:** وهي متنوعة؛ أدرجت ضمن ثلاث مجموعات: أدوات المشاركة فأدوات البيوع ثم أدوات المنافع<sup>3</sup>.
- 1-3 أدوات المشاركة:** يقوم المتعاملين بإبرام عقد يشمل عدة صكوك؛ يمثل كل صك فيه حصة أو سهم مشاركة في رأس مال مشروع، ويتم تعيين هيئة لإدارة المشاركة بحسب شروط نشرة الإصدار مع الأخذ بعين الاعتبار الشروط الشرعية لعقد المشاركة ويتم تداول هذه الحصص في السوق المالي الإسلامي وتحديد نوع المشاركة إذا كانت مستمرة أو متناقصة وذلك لقاء عائد حقيقي حسب نتيجة المشروع من ربح أو خسارة (المشاركة والمضاربة)
- 2-3 أدوات البيوع (المراجعة والسلم و الاستصناع):**
- تقوم جهة معينة في السوق المالي بإصدار صكوك بيوع يمثل كل صك حصة في رأس مال المشروع لتمويل السلع والبضائع كما في المراجعة وكما في حالة السلم المؤجلة والاستصناع وذلك لقاء عمولة لهذه الجهة وتتولى هذه الجهة متابعة المستحقات وتوزيع الأرباح الفعلية.
- 3-3 أدوات المنافع:** وهي أدوات الإجارة التي تقوم على أساس عقد الإجارة المعروف في الفقه الإسلامي و القابل للتداول بين المتعاملين ويمثل كل سند حصة في ملكية العقار مثلاً يستحق حامله بحسب نصريه في هذا العقار جزء من

<sup>1</sup> Al-Khawarizmi Group « Une nouvelle alternative de financement pour le Maroc » 28 Décembre 2012, sur site <http://ifso-asso.com/wp-content/uploads/2013/06/Alkhawarizmi-Sukuk-Report-2013.pdf>, P 54

<sup>2</sup> قندوز ، عبد الكريم أحمد "تحليل لمعوقات سوق الصكوك بالمملكة العربية السعودية وأساليب تفعيلها: دراسة مقارنة لسوق الصكوك بالمملكة وسوق الصكوك بدول مجلس التعاون الخليجي وسوق الصكوك الماليزية " مرجع سابق ، ص 5

<sup>3</sup> أحمد محمد نزار "الأسواق المالية الإسلامية: مبادئها وأدواتها" ماجستير الاقتصاد والمصارف الإسلامية المنسق العام للمجموعة العالمية الإلكترونية للباحثين في الاقتصاد الإسلامي، منشور على الموقع يوم 2014/08/06 على 18 ساو30د <http://www.kantakji.com/markets/> لأسواق-المالية-الإسلامية-مبادئها-وأدواتها.aspx.



الإيراد المتحقق، مثال "تقوم جهة معينة بشراء أصول ثابتة مثل معدات وسيارات وتقوم بإصدار سندات تمثل مجموعها رأس مال هذه الأصول وتقوم بإدارتها من تأجير وصيانة وتأمين لقاء عمولة، من ثم تحويل صافي المتحقق لحاملي السندات أو الأسهم" وبعد تصنيف الصكوك نتناول خصائصها ودورها في الفرع اللاحق.

### الفرع الثاني: خصائص و دور الصكوك الإسلامية

أولاً: الخصائص: إنّ المتبع لمفهوم الصكوك الإسلامية يجدها من أهم ابتكارات الهندسة المالية الإسلامية لما لها من مزايا غير متوفرة بالأسهم أو السندات التقليدية حيث تميزت الصكوك الإسلامية بعدة خصائص من أهمها<sup>1</sup>:

1- أنها وثائق تصدر باسم مالكيها بفئات متساوية القيمة لإثبات حقه فيما تمثله من حقوق في الأصول والمنافع الصادرة مقابلها فهي تمثل حصة شائعة في ملكية أصول أو منافع أو خدمات<sup>2</sup> يتعين توفيرها ولا تمثل ديناً على مصدرها لحاملي الصكوك وتصدر بعقد شرعي بضوابط شرعية بين طرفيها وآلية إصدارها وتداولها والعائد عليها<sup>3</sup>.

2- تتداول الصكوك بناءً على الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثله، فمالكيه ا يشاركون في غنمها حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار ويتحملون غرمها بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك<sup>4</sup>.

3- أنها لا تقبل التجزئة في مواجهة الشركة وفي حالة أيلولة الصك الواحد لشخصين أو أكثر بسبب الإرث ونحوه، فلا بد من الاتفاق على من يمثل الصك أمام الشركة (شخص واحد).

4- إن مالك الصك مشارك في موجودات المشروع ولذلك له الحق في الرقابة، وحق رفع دعوى المسؤولية على الإداريين والحق في نصيب الأرباح والاحتياطي والتنازل عن الصك والتصرف فيه إلا ما يمنعه القانون أو التزم به خلال نشرة الإصدار وحق الشفعة وحق اقتسام موجودات المشروع عند تصفيته و تكون المسؤولية محددة بقدر قيمة الصكوك<sup>5</sup>.

5- أنها تعتبر من أفضل الصيغ التمويلية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والقادرة على جذب أموال كبيرة لأجل تمويل الاستثمارات الضخمة وتحقيق الأرباح.

6- أداة تساعد على الشفافية وتحسين بنية المعلومات في السوق لأنه يتطلب العديد من الإجراءات، ودخول العديد من المؤسسات في عملية الاقتراض مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق؛ كما تعد قناة استثمارية جيدة للذين يريدون

<sup>1</sup> أسامة عبد الحليم الجزوية" صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد" مرجع سابق ذكره، ص28 و ما فوق

<sup>2</sup> نوال بن عمارة"الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية البحرين"مجلة الباحث - عدد09/ 2011/ من انظر الصفحة 255

<sup>3</sup> ربيعة بن زيد"الصكوك الإسلامية و إدارة مخاطرها دراسة تقييمية لحالة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 2005-

2010 م"مذكرة ماجستير تخصص مالية الأسواق ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، الجزائر، 2012/2011 م ، ص 11

<sup>4</sup> عماري صليحة و سعدان آسيا"الصكوك الإسلامية: تطوراتها وآليات إدارة مخاطرها"مرجع سابق ذكره ، ص5

<sup>5</sup> IIFM Sukuk Report A Comprehensive study of the Global Sukuk Market(3rd Edition),P7



استثمار أموالهم في مشروعات كبرى قصد الحصول على أرباح بطرق شرعية، وفي نفس الوقت يرغبون بالحفاظ على إمكانية استرداد أموالهم عن طريق البيع في السوق الثانوية حال احتياجهم للسيولة.

7- تقدم أسلوبا جيدا لإدارة السيولة تستطيع به المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية أن تدير سيولتها فإذ كانت لها فائض سيولة اشترت صكوكا وإن كانت بحاجة للسيولة باعت صكوكا، بالإضافة إلى أنها وسيلة للتوزيع العادل للثروة فإنها تمكن جميع المستثمرين من الانتفاع بالربح الحقيقي الناجم من المشروع بنسبة عادلة وبهذا تنتشر الثروة على نطاق واسع مما يؤدي إلى تزايد حجم تداول الصكوك وهو ما يساهم في تنشيط السوق المالي الإسلامي ورفع لفاءته مما يبرز أهميتها.

### الفرع الثالث: أهمية الصكوك الإسلامية

إن الأهمية والهدف من إصدار الصكوك الإسلامية يتمثل في الدور الأساسي الذي تقوم به<sup>1</sup> من خلال توفر عدة مزايا للمتعاملين في حقلها و يمكن تقسيم هذه المزايا وفق مستخدميهما كالتالي:

#### أولا: أهمية الصكوك بالنسبة للمؤسسات الإسلامية

تكمن أهمية عمليات الصكوك بالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية في معالجة جملة من المشاكل التي تواجهها، والتي من شأنها دعم مسيرتها<sup>2</sup>، وتتمثل هذه المشاكل في:

#### 1- التمويل القصير الأجل:

1-1 السيولة: ففي حالة السيولة الفائضة عن المشروعات القائمة والمخططة، يقوم المصرف الإسلامي بشراء تلك الصكوك وفق معايير وضوابط معينة، أما في حالة عجز السيولة، يقوم المصرف الإسلامي بتسييل بعض ما عنده في محافظ الصكوك وفق معايير وضوابط معينة، على أن يضبط عمليات البيع والشراء مجموعة من السياسات المالية والاستثمارية التي تحكم إدارة الخزينة في المصارف الإسلامية<sup>3</sup>.

1-2 القدرة الائتمانية: تحسين القدرة الائتمانية والهيكل التمويلي للمؤسسات المصدرة للصكوك من حيث أنها تتطلب التصنيف الائتماني للمحافظة بصورة مستقلة عن المؤسسة ذاتها، ومن ثم يكون تصنيفها الائتماني مرتفعا، كما تساعد على تحقيق التنمية، وذلك لما توفره من مزايا تمويلية

<sup>1</sup> نوال بن عمارة، "الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية - البحرين" مرجع سابق ذكره، ص 255

<sup>2</sup> فتح الرحمن علي محمد صالح "دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية" بحث مقدم لمنتدى الصيرفة الإسلامية - بيروت - الجمهورية اللبنانية، اتحاد المصارف العربية، يوليو 2008 ص 10

<sup>3</sup> Amr Abou-Zeid « La gestion des fonds de fonds islamique de capital investissement pour le développement des pays arabes » Op-cit, P 230

مثل<sup>1</sup> المساهمة في إنعاش الاقتصاد وذلك بالاستفادة من رؤوس الأموال التي تعزف عن المشاركة في الربا<sup>2</sup> ونشر الوعي الادخاري بين الجمهور وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة الوعي الاستثماري.

**1-3 إدارة المخاطر:** ومن الأدوات التي يمكن أن تشكل أدوات ملائمة للتعامل مع مخاطر المصارف الإسلامية الصكوك الشرعية وذلك لتنوعها مما يسمح بتشتيت المخاطر و توزيعها، كما تسمح الصكوك بتشكيل حافظة استثمارية تلائم حاجات ورغبات المستثمرين، مما سيعمل على التخلص من التركيز الشديد في التمويل قصير الأجل المسيطر على أعمال المصارف الإسلامية، حيث يشكل الاستثمار قصير الأجل في المراجحات 70 % من أصول المصارف الإسلامية لذا يجب تفعيل الاستثمار الطويل الأجل.

**1-4 يعتبر مصدر تمويلي من خارج الميزانية:** إن عملية تصكيك أصول المنشأة المصدرة سوف يخفي رصيد الأصول من الميزانية العمومية، لأنه تم بيع الأصول إلى الشركة المتخصصة، ويحل محلها ثمنها ال ذي تدفعه إليها الشركة المتخصصة، وفي نفس الوقت ينخفض قيمة الاستهلاك، وبالتالي ترتفع قيمة الأصول في ميزانية المنشأة المصدرة، وهذا يزيد من قيمة معدل كفاية رأس المال.

**2- التمويل الطويل والمتوسط الأجل:** يمكن للمصارف الإسلامية أن تعيد التوازن لاستثماراتها من خلال توظيف الأموال المودعة لديها في صكوك استثمارية طويلة الأجل، فليس من الضروري أن تقوم المصارف بعمليات الاستثمار المباشر لهذه الأموال، فوجود الصكوك الاستثمارية الإسلامية ووجود مؤسسات متخصصة في استثمارها سوف يخفف عن المصارف الإسلامية تكاليف دراسات الجدوى والترتيبات الأولية للمشروعات، ما يمكن من تخفيف عبء متابعة المشروع وإدارته طالما أن هناك جهة تتولى توظيف هذه الأموال وإدارتها ومتابعتها وتفعيل البورصات العربية. كما يمكنها إعادة التوازن لنشاطاتها التمويلية وذلك من خلال المساهمة في آلية عمل الصناديق الاستثمارية الإسلامية سواء بطرح فكرة المشروع، أو تقديم دراسة الجدوى لهذه المشاريع، أو تكوين الصندوق وإدارته والمشاركة فيه. ثانياً: أهمية الصكوك بالنسبة للمستثمرين<sup>3</sup> :

1- تقليل التكاليف بسبب قلة الوسطاء و المخاطر المرتبطة بالورقة المالية المصدرة .

2- التصكيك بصفة عامة يتميز بتصنيف إئتماني عالي نتيجة دعمها بتدفقات مالية محددة عبر هياكل داخلية معرفة بدقة بالإضافة للمساندة الخارجية بفعل خدمات التحسين الإئتماني وهذا قد لا يتوفر للسندات المصدرة بواسطة

<sup>1</sup> عمري صليحة وسعدان آسيا "الصكوك الإسلامية: تطوراتها وآليات إدارة مخاطرها" مرجع سابق ذكره ، ص 8

<sup>2</sup> Amr Abou-Zeid « La gestion des fonds de fonds islamique de capital investissement pour le développement des pays arabes » Op-cit, P 230

<sup>3</sup> فتح الرحمن علي محمد صالح "دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية" مرجع سابق ذكره، ص 11

مؤسسات الأعمال الأخرى، بالإضافة إلى أن مبدأ البيع الفعلي للأصل من المنشأة إلى الشركة<sup>1</sup> ذات الأغراض الخاصة في هيكل عملية التصكيك يتضمن أن المنشأة المصككة ليس لها الحق قانونياً في الرجوع لاستخدام التدفقات النقدية المتوقعة للأصل محل التصكيك.

3- تعطي الصكوك الإسلامية عوائد أعلى مقارنة بالأوراق المالية الحكومية والسندات ذات الآجال المتقاربة.

4- توفر عمليات التصكيك فرصاً استثمارية متنوعة للأفراد والمؤسسات والحكومات بصورة تمكنهم من إدارة سيولتهم بصورة مربحة

ثالثاً. أهمية الصكوك بالنسبة للاقتصاد الكلي:

1- تنويع مصادر التمويل: أي توسيع قاعدة المستثمرين بهدف تجميع رؤوس الأموال اللازمة والحصول على أصول جديدة، كما تعمل على الموازنة بين آجال الأصول و الالتزامات لتوزيع المخاطر<sup>2</sup> والتقليل منها من خلال:

1-1 تنويع وزيادة موارد الدولة وذلك بالصرف على المشاريع التنموية ومشاريع البنية التحتية في تقليل درجة سيطرة الجهاز المصرفي كمزود وحيد للتمويل<sup>3</sup> وبالتالي تقوي بنيتها التحتية، من هذه المؤسسات وكالات التصنيف، قيام الشركات ذات الطبيعة الخاصة بتقديم خدمات المحاسبة والمراجعة والرقابة الشرعية، بالإضافة إلى خدمات بنوك الإستثمار وغيرها من الجهات ذات الصلة بنشاط التصكيك فتلبي احتياجات الدولة بدلا من اللجوء إلى سندات الخزنة أو الدين العام<sup>4</sup>

1-2 إن التصكيك الإسلامي يشترط وجود الأصول قبل تصكيكها؛ الأمر الذي يحفظ لهذه الأصول قيمتها، وبالتالي فهو يربط الاقتصاد الحقيقي بالاقتصاد المالي ويقلل من الآثار التضخمية و استقطاب الأموال الموجودة خارج الجهاز البنكي في سوق التمويل بغرض إرضاء المستثمر المحلي بدلا من انتقاله لاستهلاك هذه الخدمات في الخارج.

2- جذب المدخرات: يحث النظام الاقتصادي في الإسلام على تعبئة المدخرات ويعتبره من الأهداف الأساسية له، ذلك إن الإسلام يدين اكتناز الأموال، و يطالب باستخدامها المنتج بما يحقق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية المرجوة منه ولكن هذا الاستخدام المنتج قد لا يكون متاحاً للأفراد، ما لضعف حجم الأموال التي لديهم، أو لضعف قدراتهم الإنتاجية والإدارية.

<sup>1</sup> فتح الرحمن علي محمد صالح "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية بالإشارة للحالة السودانية" ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية" التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية" - النسخة الرابعة إبريل ٥-٦ إبريل ٢٠١٢، ص 8

<sup>2</sup> بن ثابت علي و فتني مايا "التجربة السودانية والأردنية في التمويل بالصكوك الإسلامية والدروس المستفادة: الجزائر نموذجا" الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية "آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بعنابة، الجزائر، يومي 8 و 9 ديسمبر 3102، ص 12

<sup>3</sup> أسامة عبد الحليم الجوزية "صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد" مرجع سابق ذكره، ص 128

<sup>4</sup> فتح الرحمن علي محمد صالح "دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية" مرجع سابق ذكره، ص 13

**3- تمويل المشاريع الاستثمارية:** ما زالت التنمية من أهم القضايا التي تطرح نفسها على شعوب العالم النامي، وعلى الرغم من شمول هذا المصطلح لجوانب متعددة إلا أن الجانب الاقتصادي يحتل المقام الأول في أولويات المنظرين وصناع القرار على حد سواء، لذلك فقد ركزت معظم الدراسات التنموية على التراكم الرأسمالي

**4- الاستخدام الأمثل للموارد:** إن التحدي الرئيسي في مجال الصناعة المالية الإسلامية يكمن ليس في قدرة المبتكرات المالية على تعبئة الموارد المالية، وإنما في طريقة الاستخدام لهذه الموارد، فلا يضر إذا ما جمعت تلك الموارد عن طريق ودائع أو أوراق مالية أو إستثمارات عينية مباشرة، ما دامت ستوجه نحو إستثمارات فعلية يمكن أن تحدث أنظاً تنموياً في البلدان الإسلامية، لذلك فإن كفاءة استخدام الموارد التمويلية التي تم جمعها عن طريق الصكوك الإسلامية توازي قدرتها على تعبئة هذه الموارد .

**5- حل مشكل المديونية:** تعتبر مشكلة المديونية من المشاكل التي تعاني منها كافة الدول الإسلامية، حيث نجد الديون الخارجية التي تكون لدول أجنبية أو مؤسسات دولية، أو أفراد أجنب، والديون الداخلية التي تكون للمواطنين والمؤسسات المحلية على الدولة أو الجهات السيادية المختلفة، فمن الأحسن إصدار الصكوك وتفادي المشاكل.

**6- السياسة النقدية:** إتاحة الفرصة أمام البنوك المركزية لاستخدام الصكوك الإسلامية ضمن أطر السياسة النقدية وفقاً للمنتظر الإسلامي بما يساهم في امتصاص السيولة، ومن ثم خفض معدلات التضخم و إتاحة الفرصة أمام المؤسسات المالية الإسلامية لإدارة السيولة الفائضة لديها<sup>1</sup>.

**7- الإفصاح:** الصكوك أداة تساعد على الشفافية، وتحسين بنية المعلومات في السوق، لأنه يتطلب العديد من الإجراءات ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض، مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق يساعد على تنشيط السوق المالية الإسلامية وتجاربها مع احتياجات المدخرين والمستثمرين والدولة بآليات تستبعد الفوائد المحرمة<sup>2</sup>

**8- الدمج بين أسواق الائتمان وأسواق رأس المال:** إن عملية التصكيك تؤدي إلى تنشيط سوق الائتمان وسوق رأس المال والمساعدة في تطوير الأسواق المحلية والعالمية من خلال إيجاد أوراق مالية إسلامية.

### المطلب الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية:

يمكن أن يقدم التصكيك الإسلامي أنواعاً متعددة من الصكوك الاستثمارية وفقاً لاعتبارات متعددة، وفيما يلي سيتم استعراض الصكوك حسب الصيغة الشرعية التي يقوم عليها الصك وطبيعة العلاقة بين الأطراف المختلفة لهذا الصك<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> فتح الرحمن علي محمد صالح "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية بالإشارة للحالة السودانية" مرجع سابق، ص 9

<sup>2</sup> نوال بن عمارة "الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية - البحرين" مرجع سابق ذكره، ص 254

<sup>3</sup> برودي نعمة "التصكيك الإسلامي حجر الأساس لقيام سوق للأوراق المالية الإسلامية" مرجع سابق ذكره، ص 2

## الفرع الأول: أدوات المشاركة

### أولاً: صكوك المشاركة :

هي عقد يلتزم بمقتضاه شخصان أو أكثر بأن يساهم كل منهما في مشروع معين بتقديم حصة من المال لاستثمارها بهدف الربح، يقوم البنك أو المؤسسة بتقديم مبلغ من المال دفعة واحدة أو على دفعات، ويمثل هذا المبلغ مساهمة البنك أو المؤسسة المالية في المشاركة، كما يقوم العميل بتقديم مبلغ من المال يمثل مساهمته في المشاركة، ويقوم هذا التمويل أساساً على القاعدة الفقهية<sup>1</sup> "الغنم بالغرم" ويتم تقسيم الأرباح بطريقة متفق عليها مسبقاً واقتسام الخسائر بصورة تتناسب مع المساهمة في رأس المال، وفي هذه الحالة يمكن أن يدخل بنك<sup>2</sup> أو (شركة خاصة بممارسة هذا الأسلوب) في شراكة مع مشروع صغير أو عدة مشروعات صغيرة حيث يشارك كل منهما في رأس المال المملوك ويمكن أن يشارك في إدارة المشروع ويتم اقتسام الأرباح والخسائر طبقاً لمساهمتهم في رأس المال تتميز هذه الصيغة بقدرتها على تمويل مشاريع التنمية الاقتصادية<sup>3</sup> وعرفت بأنها وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم فصكوك المشاركة تقوم على أساليب المشاركة بمختلف صورها من المشاركة بالأموال، ثم المشاركة الحقيقية في الأرباح أو الخسائر أو المشاركة بالمال من جانب والعمل والخبرة من جانب آخر، وهذا الأساس في المشاركة يعطى الضمان لتقليص خطر التعرض للخسارة، وهو صورة من صور التكافل والتعاون من خلال تخصيص جزء معين من أرباح الشركة للمخاطر وبذلك يتنازل المساهمون عن نصيب ضئيل من أرباحهم لتغطية الخسارة التي تلحق بعض الصفقات في بعض السنوات؛ أما عن أهم خصائص هذه الصكوك فتتمثل في<sup>4</sup>: شرعية وتفي بكافة متطلبات العقود الشرعية وذات مخاطر استثمارية متدنية لأنها مسنودة بأصول اقتصادية تتميز ببرجحية عالية وإدارة كفؤة وتنوع في قطاعات اقتصادية مختلفة وذات ربحية عالية مقارنة بأوجه الاستثمار الأخرى المتاحة ويمكن تسهيلها في أي لحظة في السوق المالي.

<sup>1</sup> شوقي بورية "الكفاءة التشغيلية للمصارف الإسلامية دراسة تطبيقية مقارنة" أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2011/2010، ص43

<sup>2</sup> <https://arabic.microfinancegateway.org/content/article/detail/44128>

حسين عبد المطلب الأسرج باحث اقتصادي "الصيغ الإسلامية لتمويل المشروعات الصغيرة" يوم 2014/06/03 على 17/20 د، ص5

<sup>3</sup> <http://journals.iium.edu.my/jiasia/index.php/Islam/article/view/314/155>

عبد الواحد غردة "الفجوة بين الإطار النظري و التطبيق العملي لأساليب التمويل المصرفي الإسلامي بعض المصارف الإسلامية الآسيوية نموذجاً" يوم 2014/06/05 على 19/05 د، ص11

<sup>4</sup> لخلو بوخاري، ووليد عايب "آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية و أثر الأزمة المالية على سوق الصكوك الإسلامية المحور: الهندسة المالية الإسلامية" الملتقى الدولي الأول بعنوان: الاقتصاد الإسلامي، الواقع... ورهانات المستقبل لمعهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير المركز الجامعي بغرداية،

الجزائر ص 7

-استخدامها في تسوية المعاملات المالية كوسيلة دفع مضمونة السداد وتتخذ هذه الصكوك أشكالاً عدة منها<sup>1</sup>:

**1- صكوك المشاركة الدائمة:** وهي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها<sup>2</sup>، والمصدر لتلك الصكوك هو طالب المشاركة معه في مشروع معين أو نشاط محدد والمكتتبون هم الشركاء في عقد المشاركة و حصيلة الاكتتاب هي حصة المكتتبين في رأسمال المشاركة، هي تشبه كثيراً نظام الأسهم العادية المباحة<sup>3</sup> مع إمكانية دخول المصدر بنسبة معينة في رأسمال المشروع وطرح الباقي على شكل صكوك للاكتتاب سواء أكانت الإدارة للمصدر أو لحملة الصكوك أو لطرف ثالث محدد، كما توجد صكوك مشاركة مؤقتة وصكوك مشاركة منتهية بالتمليك<sup>4</sup>.

**2- صكوك المضاربة (المقارضة):** وهي عقد بين طرفين يقوم بمقتضاه رب المال (المالك المستفيد) بإعطاء مبلغ من المال للطرف الآخر (المضارب) من أجل استخدامه وفق اتفاق التعاقد بينهما<sup>5</sup> وهي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها، والمصدر لتلك الصكوك هو المضارب، والمكتتبون فيها هم أرباب المال، وحصيلة الاكتتاب هي رأس مال المضاربة ويملك حملة الصكوك موجودات المضاربة والحصة المتفق عليها من الربح لأرباب المال، ويتحملون الخسارة إن وقعت<sup>6</sup> ويسترد صاحب صك المضاربة قيمته تدريجياً من صافي أرباح الجهة المصدرة، بحيث تخصص نسبة منها لاستهلاك قيمة السند الأصلية، ولكن يجب أن يتم ذلك شرعاً بحسب القيمة السوقية للسند لا القيمة الاسمية ومن الضروري أن تشمل نشرة الإصدار على جميع البيانات المطلوبة شرعاً في عقد المضاربة؛ كما تعتبر من أفضل صيغ التمويل الإسلامي من حيث الاطمئنان التام لها شرعاً<sup>7</sup> وتتخذ صكوك المضاربة عدة أشكال قد تكون مفيدة: بمعنى وضع شروطاً للمضارب يعمل في إطارها من قبل رب المال وهو ملزم باحترامها<sup>8</sup> كما قد

<sup>1</sup> برودي نعية " التصكيك الإسلامي حجر الأساس لقيام سوق للأوراق المالية الإسلامية "مرجع سابق ذكره. ص3

<sup>2</sup> حيدر يونس كاظم الموسوي "أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية: الأردن و السعودية ، حالة تطبيقية للمدة (1990-2007) "أطروحة دكتوراه في فلسفة العلوم الاقتصادية ، جامعة الكوفة ، 2009 م، ص36

<sup>3</sup> علي محي الدين علي القره داغي "بحوث في الاقتصاد الإسلامي" دار البشائر الإسلامية ، بيروت ، لبنان ، ط 3 ، 2009 م ، ص 343

<sup>4</sup> ABDELMALEK Fatima Zahra « La place de la finance islamique dans le financement des petites et moyennes entreprises en Algérie » Op-cit, P93

<sup>5</sup> <https://arabic.microfinancegateway.org/content/article/detail/44128>

حسين عبد المطلب الأسرج باحث اقتصادي "الصيغ الإسلامية لتمويل المشروعات الصغيرة" مرجع سابق ، ص6 يوم 2014/06/03 على 17 س20 د

<sup>6</sup> عبد الله علي عجبنا فضل أحمد محمد " محددات إصدار صكوك الاستثمار الإسلامية من قبل منظمات الأعمال: دراسة حالة التجربة السودانية 1998 / 2011 م "رسالة دكتوراه في إدارة الأعمال، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ؛ كلية الدراسات العليا ؛ رجب 1433 هـ / يونيو 2012 م ص51

<sup>7</sup> عبد الواحد غردة، مرجع سابق ذكره، ص314/15512 <http://journals.iium.edu.my/jiasia/index.php/Islam/article/view/314/15512>

<sup>8</sup> عبد الحميد عبد الفتاح المغربي "الإدارة الإستراتيجية في البنوك الإسلامية" مرجع سابق ذكره، ص156

تكون مطلقة: وهي أن يطلق رب المال يد المضارب للعمل في المال بما يراه محققاً للمصلحة<sup>1</sup>، كما قسمت صكوك المضاربة الى عدة تقسيمات منها صكوك المضاربة طويلة الأجل (10 إلى 20 سنة)، وصكوك المضاربة لمشروع معين ويتفرع من هذا النوع عدة أنواع مختلفة و هي<sup>2</sup>:

**1-2 صكوك المضاربة المستردة بالتدريج<sup>3</sup>**: حيث ترد قيمة الصكوك مع أرباحها في مدة زمنية محددة كنسبة من قيمة الصك كل سنة مثلاً.

**2-2 صكوك المضاربة المستردة في آخر المشروع<sup>4</sup>**: حيث ترد قيمة الصكوك بالإضافة إلى الأرباح أو الخسائر إن وجدت في آخر المشروع

**2-3 صكوك المضاربة المنتهية بالتملك**: وفيها يتم رد قيمة الصكوك من خلال التعويض عنها بجزء من المشروع تتميز صكوك المضاربة بمجموعة من الخصائص يمكن إدراجها فيما يلي<sup>5</sup> يمكن للحكومة شراء الصكوك واسترداد حصة رب المال وهي قابلة للتداول في أسواق رأس المال؛ يمكن عمل ترتيبات معينة لضمان هذه الصكوك من قبل طرف ثالث وذلك لتوفير الاطمئنان للمستثمرين ويمكن إصدار هذه الصكوك لتشمل كافة القطاعات الزراعية والصناعية والخدمية والعقارية وغيرها.

**3-صكوك الوكالة بالاستثمار**: هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار ويتم تعيين وكيل عن ملكة الصكوك لإدارتها، والمصدر لتلك الصكوك هو الوكيل بالاستثمار، والمكاتبون هم الموكلون، وحصيلة الاكتتاب هي المبلغ الموكل باستثماره، ويملك ملكة الصكوك ما تمثله من موجودات بغنمها وغرمها، ويستحقون ربح المشاركة إن وجدت والمصدر (الوكيل) يحمل إما على نسبة من الربح أو على مبلغ محدد، سواء حققت الشركة أرباحاً أم لا

**الفرع الثاني: أدوات البيوع**

**أولاً: صكوك المرابحة**: وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، تصبغ هذه الأخيرة مملوكة لحملة الصكوك والمصدر لهذه الصكوك هو بائع سلعة المرابحة والمكاتبون فيها هم المشترون لها و حصيلة الاكتتاب هي تكلفة

<sup>1</sup> عادل بن عبدالرحمن بن أحمد بوقري "مخاطر صيغ التمويل التجارية الإسلامية في البنوك السعودية" رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في الاقتصاد الإسلامي ، وزارة التعليم العالي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية،شعبة الاقتصاد الإسلامي، 2005م ص-ص: 3-4

<sup>2</sup> برودي نعمة " التصكيك الإسلامي حجر الأساس لقيام سوق للأوراق المالية الإسلامية" مرجع سابق ص 4

<sup>3</sup> علي محي الدين علي القره داغي "بحوث في الاقتصاد الإسلامي" مرجع سابق ذكره ، ص 336

<sup>4</sup> ربيعة بن زيد "الصكوك الإسلامية و إدارة مخاطرها دراسة تقييمية لحالة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 2005-

2010 م" مرجع سابق، ص 56

<sup>5</sup> لخلو بوخاري، وليد عايب، مرجع سابق ذكره ، الجزائر ص 12



شراؤها، ويملك ملكة الصكوك هذه السلعة بمجرد شراؤها، وهم بذلك يستحقون ثمن بيعها وأثبتت التقارير بأنها من أكثر الصيغ استخداماً في المصارف الإسلامية<sup>1</sup> ويتمثل الربح لملك الصكوك في الفرق بين ثمن شراء السلعة ودفع مصروفاتها نقداً<sup>2</sup> والخلاصة أنه في عقد المراجعة يتحمل الممول المخاطرة الناتجة عن شراء السلعة والاحتفاظ بها لفترة معينة ثم بيعها بعد ذلك بعد إضافة مبلغ معين عليها كعائد مقابل المخاطرة، وهكذا ينتج الربح من خدمة حقيقية تنطوي على مخاطرة<sup>3</sup> وفي حالة تعثر المستخدم النهائي فإن الممول لا يملك حق الرجوع إلا على البضاعة الممولة<sup>4</sup> ولا يمكن فرض رسوم أو جزاءات على أساس المبلغ القائم، وهذا يعني أن المبلغ الذي سيتم تسديده لا يزداد بمرور الزمن مثل القروض التقليدية<sup>5</sup> وتعد المراجعة من عمليات البيع التي يتضح فيها جلاء امتزاج الأساس العقائدي بالنواحي الاقتصادية والاجتماعية والتربوية والسلوكية ولا تدخل في صور الوساطة التي يقوم فيها البنك الإسلامي بأعمال الائتمان التجاري<sup>6</sup>

**ثانياً: صكوك السلم:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحاملي الصكوك<sup>7</sup> وتطرح الصكوك لجمع مبلغ لتسليمه إلى مورد لشراء سلعة منه، و تسلم بعد مدة ويكون حق حامل الصك مؤجلاً إلى حين استلام السلع وبيعها، فتصفي الصكوك بالحصول على المبلغ الأصلي زائد الربح من بيع السلعة، ولأن صكوك السلم تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بئمن معجل والسلعة مؤجلة التسليم هي من قبيل الديون العينية لأنها موصوفة تثبت في الذمة لا تزال في ذمة البائع<sup>8</sup>

**ثالثاً: صكوك الاستصناع:**<sup>9</sup> هي عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك ومصدرها هو الصانع (البائع) والمكتتبون فيها هم المشترون للعين المراد صنعها وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة المصنوع، ويملك ملكة الصكوك العين المصنوعة، كما يستحقون ثمن بيعها أو ثمن بيع العين

<sup>1</sup> حيدر يونس كاظم الموسوي "أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية: الأردن و السعودية ، حالة تطبيقية للمدة (1990-2007) مرجع سابق ذكره ، ص 38.

<sup>2</sup> عمر محمد فهد شيخ عثمان "إدارة الموجودات / المطلوبات لدى المصارف التقليدية و المصارف الإسلامية "دراسة تحليلية تطبيقية مقارنة ؛ أطروحة دكتوراه الفلسفة في العلوم المالية والمصرفية ، تخصص مصارف ؛ دمشق -الجمهورية العربية السورية ، 2009؛ ص 68

<sup>3</sup> Mansour FAYE , Mansour NDIAYE « Les produits financiers islamiques :contribution à la diversification du paysage de la microfinance au Sénégal, janvier 2012 » op-cit, P7

<sup>4</sup> Michaël MOATÉ « LA CREATION D'UN DROIT BANCAIRE ISLAMIQUE » Thèse de doctorat, verssion1 du 16 Nov 2012 universite de la rochellefaculte de droit, science politique et gestion P 75 et plus

<sup>5</sup> <https://arabic.microfinancegateway.org/content/article/detail/44128>

<sup>6</sup> حسين عبد المطلب الأسرج باحث اقتصادي "الصيغ الإسلامية لتمويل المشروعات الصغيرة" مرجع سابق ذكره ، ص 6

<sup>6</sup> عبد الحميد عبد الفتاح المغربي "الإدارة الإستراتيجية في البنوك الإسلامية" مرجع سابق ، ص 153

<sup>7</sup> ABDELMALEK Fatima Zahra « La place de la finance islamique dans le financement des petites et moyennes entreprises en Algérie »,Op-cit , P 101

<sup>8</sup> عادل بن عبد الرحمن بن أحمد بوقري "مخاطر صيغ التمويل التجارية الإسلامية في البنوك السعودية" مرجع سابق ذكره، ص: 38-39

<sup>9</sup> Mansour FAYE , Mansour NDIAYE « Les produits financiers islamiques :contribution à la diversification du paysage de la microfinance au Sénégal, janvier 2012 » op-cit, P7



المصنوعة في الاستصناع الموازي إن وجد وينطبق الاستصناع على تشييد المباني وبناء السفن والطائرات والجسور والطرق ومحطات توليد الطاقة الكهربائية والماء وغيرها<sup>1</sup>، حيث يتم في نشرة الإصدار تحديد مواصفات المشروع وتكاليف إنشائه وثن بيعه وطريقة الدفع،<sup>2</sup> ويستحق ملكة الصكوك ثمن بيع المشروع، وهذا الثمن يتضمن تكلفة المشروع المتمثل في إصدار الصكوك بالإضافة إلى هامش ربح معين وتحدد آجال صكوك الاستصناع بالمدّة اللازمة لتصنيع العين المبيعة استصناعا وقبض الثمن وتوزيعه على ملكة الصكوك و تمثل صكوك الاستصناع بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل<sup>3</sup>، والسلعة هي من قبيل الديون العينية لأنها موصوفة تثبت في الذمة، إلا أنه يجوز تأجيل ثمنها، والمبيع لا يزال في ذمة الصانع، لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو التداول في حالة إصدار الصك من قبل أحد الطرفين البائع أو المشتري

### الفرع الثالث: أدوات المنافع

أولاً: صكوك الإجارة عبارة عن وثائق متساوية القيمة تمثل حصة شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات في مشروع استثماري يدر دخلاً، فهذه الصكوك يتم طرحها بغرض جمع مبلغ لشراء عين وتأجيرها تأجيراً تشغيلياً أو منتهياً بالتملك لجهة ما<sup>4</sup>، ويوزع عائد أقساط الإجارة على ملكة الصكوك، مع رد جزء من قيمة العين إن كان تأجيراً منتهياً بالتملك<sup>5</sup> وتعتبر صكوك الإجارة صكوك ملكية شائعة في أعيان مؤجرة مملوكة للمالكي الصكوك، ويتم توزيع عائد الإجارة على الملاك حسب حصص ملكيتهم، وهي قابلة للتداول وتقدر قيمتها حسب قيمتها السوقية.

ومن ميزة صكوك الإجارة أنها تغل لحاملها عائداً ثابتاً هو نصيبه في أقساط الإجارة وهو ما جعل المستثمرين يستغنون عن السندات ذات الفوائد الربوية التي تتميز بوجود عائد ثابت محدد مسبقاً وصنفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك الإجارة إلى صكوك ملكية الموجودات المؤجرة، وصكوك ملكية المنافع منها (صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة، صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة وصكوك ملكية الخدمات من طرف معين، وصكوك الأعيان الموجودة، صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة وصكوك ملكية الخدمات من طرف معين، وصكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة<sup>6</sup>)

<sup>1</sup> منذر عبد الهادي رجب زيتون "تقييم جودة أداء وسائل الاستثمار (المرايحة، المضاربة، المشاركة، الإجارة المنتهية بالتملك) في البنوك الإسلامية الأردنية/دراسة تطبيقية" رسالة ماجستير تخصص إدارة الأعمال كلية الأعمال / جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا الفصل الدراسي الثاني: (4 نيسان/2010) ص 45

<sup>2</sup> برودي نعمة "التصكيك الإسلامي حجر الأساس لقيام سوق للأوراق المالية الإسلامية" مرجع سابق ذكره. ص 5

<sup>3</sup> سعد بن تركي الخثلان "فقه المعاملات المالية المعاصرة" دار الصميعة للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، الرياض، 2012م، ص 139

<sup>4</sup> عمر محمد فهد شيخ عثمان "إدارة الموجودات / المطلوبات لدى المصارف التقليدية و المصارف الإسلامية" مرجع سابق ذكره ؛ ص 44

<sup>5</sup> Khalil LABNIOURI « L'innovation en ingénierie financière islamique » Revue scientifique, Université Mohamed V, Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales Souissi Rabat Colloque International : « Les Services financiers islamiques, Aspects shariatiques, juridiques et économiques » du 3 et 4 Décembre 2012 à Rabat; P 16

<sup>6</sup> عبد الله علي عجبنا، مرجع سابق ذكره ص 55 .

تتميز هذه الصكوك بمجموعة من الخصائص مما يجعلها مهمة في السوق التمويلية الإسلامية و أهم هذه الخصائص<sup>1</sup>:

- **خضوعها لعوامل السوق:** تتأثر قيمتها السوقية بعوامل العرض والطلب فيه، بحيث إذا ارتفعت القيمة السوقية لتلك الأعيان، فإن قيمة الصكوك ترتفع تبعاً لذلك، وتهدب قيمتها إذا انخفضت القيمة السوقية للأعيان التي تمثلها<sup>2</sup>.

- **مرونتها:** هذه الصكوك تتمتع بمرونة كبيرة<sup>3</sup>، سواء من حيث المشروعات التي يمكن أن تمويلها، أو من حيث الجهات المستفيدة من التمويل، أو من حيث الوساطة المالية المتضمنة فيها، وأيضا الخيارات المتعددة التي متاح لطالب التمويل من حيث أنواع الأملاك والمشروعات التي يمكن تمويلها... إلخ، استقرار السعر وثبات العائد: عند مقارنة صكوك الإجارة بغيرها من الأوراق المالية يظهر بجلاء أن معظم صور هذه الصكوك تتمتع بدرجة عالية من الاستقرار في السعر والثبات في العائد<sup>4</sup>، وبدرجة عالية من العلم المسبق بمقدار ذلك العائد وقت شراء الصك.

**ثانيا: صكوك المزارعة:** وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك الأرض الزراعية بغرض تمويل تكاليف الزراعية بموجب عقد المزارعة ويتشارك ملكها في المحاصيل المنتجة<sup>5</sup> ما يحدده العقد ويكون المصدر صاحب الأرض مالكة أو مالك منافعها، والمكاتبون فيها هم المزارعون في عقد المزارعة (أصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم)، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة وقد يكون المصدر هو (المزارع) صاحب العمل، والمكاتبون هم أصحاب الأرض، ويملك ملكة الصكوك الحصاة المتفق عليها مما تنتجه الأرض<sup>6</sup>

**ثالثا: صكوك المساقاة:** وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة<sup>7</sup>، ويصبح لحملة الصكوك حصاة من المحصول وفق ما يحدده العقد، ويصدر هذه الصكوك مالك الأشجار محل التعاقد من أجل تمويل عمليات السقي والرعاية ويتشارك ملكها في المحاصيل المنتجة بموجب عقد المساقاة المصدر لهذه الصكوك بين صاحب الأرض<sup>8</sup> (مالكة أو مالك منافعها) التي فيها الشجر، والمكاتبون فيها هم المساقون في عقد المساقاة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف العناية بالشجر.

**خامسا: صكوك الصناديق الاستثمارية:** يقسم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى وحدات أو حصص متساوية القيمة و

<sup>1</sup> لولو بوخاري ، وليد عايب ، مرجع سابق ذكره ، ص 5.

<sup>2</sup> منذر قحف، "سندات الإجارة والأعيان المؤجرة" الطبعة الثانية، البنك الإسلامي للتنمية: المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جده 1420 هـ 2000 م، ص 37.

<sup>3</sup> محمد مبارك البصمان "صكوك الإجارة"، دراسة قانونية مقارنة بالشرعية الإسلامية "دار الفنايس، الأردن، 2011 م، ص 28

<sup>4</sup> نفس المرجع السابق، ص 29

<sup>5</sup> شوقي بورقبة "الكفاءة التشغيلية للمصارف الإسلامية دراسة تطبيقية مقارنة" مرجع سابق ذكره، ص 45

<sup>6</sup> عادل بن عبد الرحمن بن أحمد بوقري "مخاطر صيغ التمويل التجارية الإسلامية في البنوك السعودية" مرجع سابق ذكره، ص 35

<sup>7</sup> علاء الدين زعتري "المصارف الإسلامية وماذا يجب أن يعرف عنها" دار حراء، دمشق سوريا، 2006 م، ص 212

<sup>8</sup> بودي نعمة "التصكيك الإسلامي حجر الأساس لقيام سوق للأوراق المالية الإسلامية" مرجع سابق ذكره، ص 6

اقتناؤها يمثل ملكية حصة من رأس مال الصندوق<sup>1</sup> ويتم إدارة هذا الأخير عن طريق المضاربة أو المشاركة أو الوكالة وصكوك الوكالة بالاستثمار هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها<sup>2</sup>.

فهذه الأنواع الثلاث تتميز بالعقد الذي تقوم عليه هذه الصكوك إما عقد شركة أو مضاربة أو وكالة<sup>3</sup> وتتضمن طرف أول يمثل حملة الصكوك وطرف ثاني الذي يقوم بإدارة هذه الصكوك والذي يكون من بين حملة الصكوك أنفسهم باستثناء الذي يدير حملة صكوك المضاربة الذي قد يكون من حملة الصكوك أو يكون طرف خارجي لخبرته في المجال الاستثماري الذي يقوم عليه المشروع<sup>4</sup>.

**سادسا: الصكوك الاجتماعية:** تنظم شكلين من الصكوك وهي الصكوك الوقفية وصكوك القرض الحسن وهدفهما واحد وهو تحقيق الأغراض الاجتماعية والتكافلية<sup>5</sup>، من أجل الوصول إلى توزيع عادل والقضاء على الفقر.

**1- صكوك وقفية:** وهي وثائق متساوية القيمة نتجت من تجزئة المال المطلوب لإنشاء وقف جديد توثقها حجج ووقفية نمطية يحدد مضمونها في نشرة الإصدار ويتم استدعاء المحسنون للاكتتاب بمعنى يحدد المحسن مقدار المال الذي يريد أن يتبرع به في وجه مسمى من وجوه البر الذي تحدده نشرة الاكتتاب ويتم تعيين عدد الصكوك الوقفية الخيرية التي يرغب المتبرع بها ويمكن أن يكون الأصل الوقفي مُعَلَّل لمنفعة مجانية كالمساجد والمستشفيات<sup>6</sup> وتنقسم الصكوك الوقفية إلى<sup>7</sup> :  
**1-1 الأسهم الوقفية:** يعني شراء مجموعة من الأسهم حسب القدرة وحسب الفئات المحددة في المشروع الذي سينفق ريعه على أوجه الخير الذي أقيم المشروع من أجله وهي أسهم غير قابلة للتداول في البورصة لكن تحدد نصيب صاحبها في الوقف<sup>8</sup> ويمكن لصاحبها سحبها أو التدخل في طريقة استثمارها.

<sup>1</sup> علاء الدين زعتري ، مرجع سابق ذكره، ص 277-278

<sup>2</sup> العيفة عبد الحق وزاهرة بني عامر " دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنى التحتية دراسة حالة مشروع توسيع مطار 8 ماي 1945 الدولي بسطيف" بحث مقدم الى المؤتمر الدولي حول منتجات و تطبيقات الابتكار و الهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية " يومي 5 و 6 ماي 2014 ، بالتعاون بين جامعة سطيف، الجزائر و ISRA ص 13

<sup>3</sup> سعد بن تركي الختلان "فقه المعاملات المالية المعاصرة" مرجع سابق ذكره، ص 55

<sup>4</sup> عبد الله علي عجينا، مرجع سابق ذكره ص 82

<sup>5</sup> ربيعة بن زيد "الصكوك الإسلامية و إدارة مخاطرها دراسة تقييمية لحالة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 2005-2010 م" مرجع سابق ، ص 89

<sup>6</sup> العيفة عبد الحق وزاهرة بني عامر ، مرجع سابق ذكره ، ص 12

<sup>7</sup> مفتاح صالح ورجال فاطمة ""واقع صناعة الصكوك الإسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي " بحث مقدم الى المؤتمر الدولي حول منتجات و تطبيقات الابتكار و الهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية " يومي 5 و 6 ماي 2014 ، بالتعاون بين جامعة سطيف، الجزائر و ISRA ، ص 9

<sup>8</sup> <http://www.kantakji.com/media/8027/m189.pdf> LE 26/07/2014 à 23h30

كمال توفيق حطاب " الصكوك الوقفية و دورها في التنمية " ص 9

**1-2 السندات الوقفية:** تقوم الفكرة على تقديم مشروع وقف لخدمة المجتمع و تحديد المبلغ اللازم ثم طرح سندات

بغرض الاكتتاب لتجميع المال ثم إنشاء صندوق استثمار وقفي لإدارة هذه السندات<sup>1</sup>.

**2- صكوك القرض الحسن:** تصدر من أي جهة كانت تستخدم حصيلتها في الإنفاق على وجوه البر والخير<sup>2</sup>، فلا تعود

بعائد مادي على مصدرها وجزاءه في الآخرة عند الله عز وجل كما تستطيع الحكومة إصدار هذه الصكوك لسد عجز

الموازنة العامة، بالإضافة إلى هذه المنتجات ظهرت منتجات مستحدثة؛ سنقدمها في المطلب التالي.

### المطلب الثالث: المنتجات المالية المستحدثة

سيتم تناول هذه المنتجات ضمن النقاط التالية: المنتجات التمويلية، المشتقات الإسلامية والمنتجات المركبة.

**الفرع الأول: المنتجات التمويلية:** كان من بين ما أفرزته جهود المهندسين الماليين مجموعة من المنتجات التمويلية

والاستثمارية التي تلبي احتياجات ورغبات فئة معينة من المتعاملين في سوق النقد؛ وهي إما أن تكون منتجات تمويلية

قائمة على المشاركة أو البيوع أو الإجارة وسوف نتعرض إلى عملية التوريق الإسلامي ثم نعرف الإجارة الموصوفة في الذمة

و شهادات الإيداع الإسلامية

**أولاً : التوريق الإسلامي:** قبل تعريف التوريق الإسلامي نوضح أولاً الحكم الشرعي للتوريق التقليدي

**1- الحكم الشرعي:** يدخل التوريق التقليدي في باب بيع الديون، فإذا بيعت محفظة القروض لمن عليه الدين فيشترط

الفقهاء لجواز ذلك أن تدفع قيمة الدين حالاً (نقداً) لا على سبيل الآجل<sup>3</sup>، أما إذا بيعت محفظة القروض لغير من عليه

الدين وهو واقع الحال في التوريق فقد إتفق الفقهاء على عدم جواز ذلك على سبيل الآجل أما إذا تم البيع حالاً فيرى

جمهور الفقهاء عدم جواز ذلك أيضاً<sup>4</sup>، فالتوريق بصورته الراهنة لا يجوز شرعاً، فهو في حقيقته بيع كاليء بكاليء، كما أن

محفظة القروض تباع بأقل من قيمتها، وهذا يقع في دائرة الربا المحرم فالتوريق الإسلامي أو التورق أو التصكيك هو عملية

تمويلية متطورة، يتم تطبيقه في السوق المالية الإسلامية في صورة صكوك الإجارة والمشاركة والمضاربة،<sup>5</sup> أما الديون فيمكن

توريقها عند الإنشاء ولا تتداول، وهو ما يتم تطبيقه في صكوك المراجعة والسلم والاستصناع، وهذه الأخيرة يتم التعامل بها

<sup>1</sup> LE 26/07/2014 à 23h30 <http://www.kantakji.com/media/8027/m189.pdf>

كمال توفيق خطاب " الصكوك الوقفية و دورها في التنمية " مرجع سابق ذكره، ص10

<sup>2</sup> ربيعة بن زيد "الصكوك الإسلامية و إدارة مخاطرها دراسة تقييمية لحالة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 2005-

2010 م" مرجع سابق ، ص90

<sup>3</sup> علي أحمد السالوس "التورق حقيقته وأنواعه" الدورة 19 لجمع الفقه الإسلامي الدولي ومنظمة المؤتمر الإسلامي، الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة على الموقع

[www.kantakji.com/media/8552/n200.doc](http://www.kantakji.com/media/8552/n200.doc) ص22

<sup>4</sup> سعد بن تركي الختلان "فقه المعاملات المالية المعاصرة" مرجع سابق ذكره، ص-ص : 124-125

<sup>5</sup> علاء الدين زعتر، سابق ذكره، ص271

بكثرة وتتوسع يوماً بعد يوم كما نستخدمها حتى بعض الدول الغربية<sup>1</sup>، للاستفادة من هذه التقنية المهمة والمساعدة في عمليات تحرير الأصول وتسييلها؛ فهي تمثل فرصاً استثمارية متنوعة للمستثمرين تساعد في تنويع محافظهم الاستثمارية بصورة مثلي ومن هذا المنطلق بدأت حركة نشطة من البحوث والتطوير لتأصيل هذه التقنية وإتاحتها في شكل إسلامي يلائم الأهداف الكلية والجزئية<sup>2</sup>

**2- تعريف التورق:** يعرف التورق على أنه "تملك أصول بضمن مؤجل ثم بيعها بضمن حال لغير من اشترت منه، والتورق نسبة إلى الورق، وسمي بذلك لأن المشتري الذي يشتري السلعة لا يقصد السلعة إنما يقصد الورق وهو الفضة، أي أنه يريد النقود لا السلعة<sup>3</sup> فالنورق هو آلية تمويل تمكن المتورق أي طالب النقود من شراء سلعة بضمن آجل، ثم يقوم ببيعها بضمن حال إلى طرف آخر غير الذي اشترت منه قبلاً، وبهذا يتحصل على التمويل اللازم من خلال بيع السلعة المملوكة حالاً، على أن يقوم بتسديد ثمنها الآجل حسب ما تم الاتفاق عليه<sup>4</sup> ولتوضيح الفكرة سنعرض الحكم الشرعي للتورق<sup>5</sup>

**3- منهج التوريق الإسلامي:** إن عملية التوريق الإسلامي يمكنها تتبع أحد الطرق<sup>6</sup> التالية:

- تحويل الديون إلى أسهم، وبخاصة عندما تقوم بإصدار جديد ضمن ما تتيحه لوائحها وأنظمتها؛ فتصبح تلك الديون عبارة عن أسهم يمتلكها الدائنون وتمثل حصصاً من موجودات الشركة ويسري عليها ما يسري على أسهم الشركة - إذا كانت الشركة أو المؤسسة المالية تمتلك سلعاً عينية كالسيارات أو آلات أو غيرها، وتريد التخلص منها ومن كلفة تخزينها وصيانتها فيمكن عرضها على الدائنين لمبادلتها بديونهم التي هي على ذمة المؤسسة ومن ثم ستحقق المؤسسة فائدتين: التخلص من مخزون سلعي يمثل عبئاً مالياً وكلفة دائمة على المؤسسة مع الوفاء بالدين وسقوط الالتزام عن ذمتها

**4- أهمية التوريق في الصناعة المالية الإسلامية:** عملية التوريق الإسلامية تعد من الحلول العملية لتفعيل الأسواق المالية وأداة احترازية يستفاد منها في تطوير الأسواق المالية العربية الإسلامية وحمايتها من الأزمات المالية، فهي إحدى الأدوات المالية قصيرة الأجل الهامة التي يمكن الاستفادة بها في سوق النقد لتوفير متطلبات السيولة إلى جانب إدارة المخاطر بالصورة التي تحقق أهداف هذه المؤسسات.

**ثانياً : الإجارة الموصوفة في الذمة:** هي من بين المنتجات المالية التي تبنتها المؤسسات المالية الإسلامية لتلبية احتياجات

<sup>1</sup> ABDELHAKIM CHAIB «La finance islamique, entre opportunisme et pragmatisme » op-cit, P 68

<sup>2</sup> فتح الرحمن علي محمد صالح "دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية" مرجع سابق ذكره ، ص3

<sup>3</sup> سامر مظهر قنطجني، "صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص259

<sup>4</sup> The Securities Commission- Practical Aspects of Islamic Securitization: A market Premier - Malaysian ICM

<sup>5</sup> Quarterly Bulletin of Malaysian Islamic Capital Market- August 2006 - Vol1 No.2 – p. 16

<sup>6</sup> عياشي فداد، "البيع على الصفة للعين الغائبة وما يثبت في الذمة، مع الإشارة إلى التطبيقات المعاصرة في المعاملات المالية"، المعهد الإسلامي للبحوث و

التدريب، البنك الإسلامي للتنمية، البحث 56، الطبعة الأولى، 2000، ص 133-134

- معينة، وقد عرفت على أنها عقود "يلتزم فيها المؤجر بتقديم منفعة يتم وصفها التام بصفات السلم سواء كان محلها منفعة عين أو منفعة شخص وليس شرطاً فيها أن يكون المؤجر مالكا للمنفعة عند العقد بل تضاف للمستقبل ليكون على تملكها للتنفيذ"<sup>1</sup> فعقد الإجارة الموصوفة في الذمة شبيها بعقد السلم، واشترط الفقهاء لصحتها توافر شروط السلم<sup>2</sup>:
- 1- لا يفسخ العقد في الإجارة الموصوفة بتلف العين بخلاف الإجارة المعينة فإنها تنفسخ سواء هلكت العين قبل قبضها أو بعده، ويلزم المؤجر بتقديم عين مؤجرة بديلة عن العين المالكة.
  - 2- لا يتصور خيار العيب في الإجارة الموصوفة في الذمة؛ ويجب تقديم الخدمات التابعة للمنفعة.
  - 3- عدم الحاجة إلى بيان التفاصيل بعد ذكر نوع المنفعة إذا كانت غير مؤثرة في المنفعة التي ستكون محلاً للعقد؛
  - 4- إن هذا المبتكر يحقق ميزة الكفاءة في تعبئة المدخرات وميزة تخصيص الكفاء للموارد، وتحقيق السيولة والربحية والضمان لكافة أطراف العلاقة بشكل كفؤ وهو ما تهدف إليه الهندسة المالية.

### ثالثاً: شهادات الإيداع القابلة للتداول

- 1- تعريفها: شهادات الإيداع القابلة للتداول تصدر من قبل المصارف في مقابل الودائع الاستثمارية المودعة لديها، حيث تقوم على أساس المضاربة باعتبار حاملها رب المال والمصرف مضارباً به<sup>3</sup>.
- 2- مزاياها: يساهم هذا النوع من الشهادات المصرفية في:
  - 1- توفير مصدر تمويل طويل الأجل في المؤسسات الإسلامية؛ وهو الأمر الذي يمنحها القدرة على تحقيق أهدافها الاقتصادية والاجتماعية كما تربط الموارد بالاستخدامات بتبشغيل الأرصدة العاطلة حتى لا تكون عتقاً على صرافي الأرباح.
  - 2- وتعطي الحق لحاملها في الحصول على الربح قبل تاريخ استحقاق الورقة المالية وبالنسب المتفق عليها كما تعطيه الحق في بيعها من أجل الحصول على السيولة التي يحتاجها خلال مدة استحقاقها؛ قبل التداول بسبب مرونتها<sup>4</sup>
- 2-3 تساعد على توفير أسواق مالية إسلامية إذا تم استخدامها على نطاق واسع.

### الفرع الثاني: المشتقات المالية الإسلامية

تستخدم المشتقات المالية لتحقيق أهداف الهندسة المالية مثل التحوط وإدارة المخاطر والمراجحة والمضاربة وإدارة الأصول

<sup>1</sup> La finance islamique, Conseil déontologique des valeurs mobilières, CDVM, sur site: [www.cdvm.gov.ma](http://www.cdvm.gov.ma), P17

<sup>2</sup> سامي السويلم "منتجات صكوك الإجارة" بحث مقدم لمجلة إسرا للمالية الإسلامية، المجلد الأول، العدد الأول، ديسمبر 2010 م من ص 93 إلى ص 121

<sup>3</sup> أشرف محمد دواية "دور الأسواق المالية في تدعيم الإستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية" دار السلام للنشر والتوزيع و الترجمة، الإسكندرية، القاهرة، 2006م، ص 153

<sup>4</sup> حيدر يونس كاظم الموسوي "أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية: الأردن و السعودية، حالة تطبيقية للمدة (1990-2007)" مرجع سابق ذكره، ص 32

والخصوم من أجل تقليل المخاطر، إلا أنها في الحقيقة عظمت المخاطر ثم عملت على إدارتها دائماً باستخدام الهندسة المالية، وهي بشكلها الحالي محرمة شرعاً لكن يمكن من خلال استخدام الهندسة المالية الإسلامية إيجاد بدائل للمشتقات المالية تحقق مزايا إدارة المخاطر وتكون متوافقة وتوجيهات الشرع الإسلامي.

**أولاً: ضرورة تطوير مشتقات مالية إسلامية:** تبرز ضرورة الاستفادة من المشتقات المالية في النظام المالي الإسلامي في أنها تقدم أدوات لإدارة المخاطر كما يمكن الاستفادة من التوفير الكبير في تكاليف المعاملات وفي التكامل مع المنظومة المالية الدولية، والاستفادة من فرص استثمار الأموال الإسلامية<sup>1</sup>، ومن فرص التمويل المتاحة في سوق رأس المال العالمي والذي تحتاج إليه الشركات والمؤسسات وكذلك حكومات الدول الإسلامية في تنمية اقتصادياتها مع توفير الضوابط الشرعية وتبرز الحاجة للمشتقات المالية الإسلامية على الرغم من الخلاف الفقهي الذي تثيره في جانبين<sup>2</sup>:

**1- الجانب الأول:** ضرورة تكيف المؤسسات المالية الإسلامية مع واقع النظام المالي العالمي والذي من سماته الأساسية التقلبات في الأسعار بما فيها أسعار الفائدة وأسعار الأسهم والسندات وأسعار السلع والخدمات؛ وهو ما يستدعي القيام بعمل إيجابي تجاه هذه التقلبات بدلا من تكبها لخسائر لم تكن بأي حال من الأحوال هي المتسبب فيها.

**2- الجانب الثاني:** يستدعي الحفاظ على استمرارية المؤسسات المالية الإسلامية وضمان منافستها لنظيرتها وذلك بالأخذ بالابتكارات الجديدة أو إيجاد البدائل التي تحقق نفس المزايا لتلك التي تحققها الأدوات التقليدية وفي نفس الوقت تحقق ميزة المصدقية الشرعية من خلال التكيف الفقهي الأبعد عن الخلاف .

ويرى د/ محمد القري داغي أن خيار الشراء هو أشبه ما يكون ببيع العربون، وبيع العربون جائز عند الحنابلة<sup>3</sup> على خلاف الجمهور وقياسا على حكم بيع العربون،<sup>4</sup> يمكن القول بجواز عقود خيار الشراء، إذا سلمت من المخالفات.

**ثانياً: تكيف الخيارات في إطار بيع العربون مع خيار الشراء**

لقد تم تكيف عقود الخيارات في الشريعة الإسلامية وفق ما يلي:

**1- خيار الشراء وبيع العربون:** حيث يدخل الشخص في العقد اللازم) البيع أو الإجارة أو الاستصناع ويشترط لنفسه حق الفسخ بإرادته المنفردة خلال مدة معلومة؛ وهو ما يتيح الفرصة للتحوط في الحصول على سلعة يؤمل الربح منها، وله الحق في عرض محل الخيار لطرف آخر خلال مدة العقد دون أن يكون هناك اقتران بالربح لأن ذلك يسقط

<sup>1</sup> آمال حاج عيسى وفضيلة حويو "المشتقات-المالية من منظور النظام المالي الإسلامي" مرجع سابق ذكره ، ص 19

<sup>2</sup> عبد الله صالح محمد أبو مسامح "المشتقات المالية الإسلامية بين التنظير والتطبيق" مجلة الإقتصاد الإسلامي، العدد 13 يونيو 2013 م، ص 21

<sup>3</sup> سمير عبد الحميد رضوان "المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، مرجع سابق ذكره ، ص 567-578

<sup>4</sup> Khalil LABNIOURI « L'innovation en ingénierie financière islamique »OP-CIT, P16



الخيار<sup>1</sup>، فالعربون يعتبر جزءاً من ثمن السلعة، يدفعه المشتري للبائع تعويضاً عن حبسه لسلعته، حيث يدخل ضمن الثمن المتفق عليه في العقد في حالة التنفيذ، ويكون حقا للبائع إذا تنازل المشتري عن حقه في التنفيذ.

- وتجدر الإشارة إلى أن بيع العربون والخيار يقومان على دفع المشتري لمبلغ من المال مقابل الحق في شراء أصل مالي معين بثمان محدد خلال فترة معينة، على أن يتم تملك الأصل في حالة إتمام العقد، أو خسارة المبلغ المدفوع مقدماً في حالة

العكس، إلا أن بيع العربون يختلف عن الخيار في أنه لا يستخدم من أجل الاستفادة من فروق أسعار الأصل المالي، بل من أجل شراء الأصل في حد ذاته والانتفاع به، لأنه إذا ثبت له أن الأصل مناسب أمضى الشراء، وإلا فإنه يخسر العربون.

**2- خيار البيع هو التزام أو ضمان أو كفالة:** هل الالتزام أو الضمان يصلح لأن يكون مادة لعقود المعاوضات؛ الأرجح

من آراء الفقهاء جواز أخذ الأجرة على الالتزام أو الضمان أو الكفالة، لقوة الأدلة خاصة مع وجود معاملات مالية تبتعد

بالكفالة عن عقود التبرعات، ويتحقق من خلالها مصالح ومكاسب لطرفي المعاملة، وبما لا يخالف المقاصد الشرعية وقياساً

على هذا الحكم يمكن القول بجواز خيار العرض أو الدفع إذا خلا من المخالفات الشرعية الأخرى فمالك الأوراق المالية

الذي يدفع العمولة مقابل أن يكون له حق البيع في الفترة المتفق عليها يقوم بحماية ممتلكاته (من الأوراق المالية) بشراء

التزام من الطرف الآخر بضمن هذه الأوراق بشرائها إذا رغب الطرف الأول<sup>2</sup> وكنتيحة لما سبق نصل إلى التكييف

التالي: إمكانية قياس حكم عقود خيار الشراء على حكم العربون وحكم خيار البيع على حكم الالتزام أو الكفالة أو

الضمان<sup>3</sup>؛ وهذا ينسجم مع تحقيق المقاصد الشرعية المتمثلة في دفع الضرر والحرج و المشقة، ففي تحريم العربون تضيق على

الناس ومصالحهم، وبماح بإيقاع الضرر، والمتمثل في تفويت الفرص على البائع أو المؤجر، أو تعريض الأعيان والخدمات

لتقلبات الأسعار وتدهورها كما أن مضاعفة مقدار العربون ضرر وحرج و مشقة، ولذلك ينبغي أن يلتزم العاقدان بما اتفقا

عليه وهو مقدار العربون فقط.

**ثالثاً: المستقبلات في إطار عقد الإستصناع:** المستقبلات من بين العقود التي يتم فيها تسليم البديلين في وقت لاحق<sup>4</sup>

العقود بالتسويات النقدية، ويعتبر من قبيل القمار الظاهر إذا كان هذا مشروطاً في العقد، ومن باب القمار في معناه إذا

كانت التسوية غير مشروطة؛ الأمر الذي يحقق الغنم لطرف على حساب طرف آخر.

<sup>1</sup> عبد الستار أبو غدة "ضوابط وتطوير المشتقات المالية في العمل المالي (العربون - السلم - تداول الديون)" ورقة مقدمة للمؤتمر الثامن للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية يومي 19/18 مايو 2009 م، ص7 على الموقع <http://www.kantakji.com/media/7356/497.pdf> اطلع عليه يوم 2014/07/26 على 45/23

<sup>2</sup> كمال توفيق خطاب "نحو سوق مالية إسلامية" المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، 2005 م، ص 23.

<sup>3</sup> حدة رايس، زكية بوسنة "التنظيم الشرعي لمنتجات الهندسة المالية - الخيارات المالية" بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول "منتجات وتطبيقات الابتكار المالي والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، يومي 6/5 ماي 2014 م الموافق ل 6/5 رجب 1435 هـ، بالتعاون بين جامعة سطيف، الجزائر و ISRA ص 16

<sup>4</sup> للمزيد من التفصيل، أنظر: عبد الرحيم عبد الحميد الساعاني "مستقبلات مقترحة متوافقة مع الشريعة" مجلة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي م 15؛ (1423هـ 2003 م)



وقد تم تكييف المستقبلات على أساس عقد الاستصناع الذي يمكن أن يتأخر فيه تسليم الثمن والمبيع في مجلس العقد،

**2-1 تكييف عقود المستقبلات في إطار عقد الاستصناع**: يعرف عقد الاستصناع بأنه "عقد مع صانع على عمل شيء معين في الذمة، وتكون العين المصنوعة ومادتها الأولية من الصانع، ويكون هذا المعقود عليه هو العمل فقط، لأن الاستصناع: طلب الصنع، وهو العمل فإذا كانت العين أو المادة الأولية كالأخشاب والجلود من المستصنع لا من الصانع، فإن العقد يكون إجارة لا استصناع" وهذا العقد يسد حاجة من حاجات المجتمع لم يكن مسموحاً بها من خلال عقد السلم وهي السماح بتأخر تسلم الثمن نقداً، خاصة عندما تكون العين المطلوب صنعها باهظة القيمة، يقول الشيخ مصطفى الزرقا: "ستبقى دوماً في كل عصر بعض سلع لا يتيسر أبداً أن تصنع أو تنتج قبل وجود مشتر معين ملتزم بشرائها، ففي مثل هذه السلع يمكن للمشتري شرعاً أن يتولى هو تمويل البائع" وقد قرر مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة عام 1412هـ عدم اشتراط تعجيل الثمن في الاستصناع.

**رابعاً: العقود الآجلة في إطار عقد السلم<sup>1</sup>**: إذا ما كانت السلع طيبة مباحة، وكانت العقود التي تمثلها أو الأسهم المتداولة تمثل شركات مشروعة، فإن العقود الآجلة والمستقبلات في هذه الحالة هي أشبه ما تكون بعقود السلم الجائزة شرعاً، فما مدى صحة هذا التكييف؟

لقد كيفت العقود الآجلة على أساس عقد السلم الذي يتفق فيه الطرفان على التعاقد على بيع بثمن معلوم يتأجل فيه تسليم السلعة الموصوفة بالذمة وصفاً مضبوطاً إلى أجل معلوم، على أن لا يكون كلا البديلين مؤجلين. هناك تشابه كبير بين عقد السلم والعقود الآجلة، حيث يوجد عقد بيع يتفق فيه الطرفان على التعاقد على بيع بثمن معلوم يتأجل فيه تسليم السلعة الموصوفة بالذمة وصفاً مضبوطاً إلى أجل معلوم.

### الفرع الثالث: المنتجات المالية المركبة

**أولاً: تعريف العقود المالية المركبة: العقد المركب**: عقد واحد يحقق بمفرده ما تحققه عقود كثيرة من أغراض<sup>2</sup> ويشمل: العقود المتقابلة، العقود المجتمعة، العقود المختلفة والعقود المتجانسة ووضعت هذه العقود لتحقيق مصالح كل الأطراف

**1- ضوابط العقود المالية المركبة**: تخضع العقود المالية المركبة لمجموعة من الضوابط تتمثل فيما يلي<sup>3</sup>:

- ألا يكون ذلك محل نهي في نص شرعي، كما في نهي - صلى الله عليه وسلم - عن البيعتين في بيعة، وعن الصفقتين في

<sup>1</sup> كمال توفيق خطاب " نحو سوق مالية إسلامية " مرجع سابق

<sup>2</sup> عبد الله بن محمد بن عبد الله العمراني "العقود المالية المركبة : دراسة فقهية تأصيلية و تطبيقية " كنوز أشبيليا للنشر و التوزيع ،الرياض ،المملكة العربية السعودية ،

2006 م ، ص 52

<sup>3</sup> <http://www.feqhweb.com/vb/showthread.php?t=848&s=7e124a5ea24ffc903c23269743f71cb7#ixzz38c63aYOC>

نزیه حماد " العقود المركبة في الفقه الإسلامي " يوم 2014/07/26 على الساعة 23 سا 20

صفقة و أن لا يكون البيع حيلة ربوية، مثل الاتفاق على بيع العينة أو على الحيلة إلى ربا الفضل وألا يكون ذريعة إلى الربا<sup>1</sup>، كما في الجمع بين القرض و المعاوضة.

- أن لا يكون بين عقود متناقضة أو متضادة أو متنافرة في الأحكام والموجبات، كما في الجمع بين هبة عين وبيعها للموهوب، أو بين هبتها وإجارتها له، أو الجمع بين المضاربة وإقراض رأس مالها للمضارب وغيرها.

**2- تطبيقات العقود المالية المركبة:** يتم تطبيق العقود المالية المركبة في مجالات التمويل والاستثمار بعدة أساليب و تتمثل العقود المركبة في إطار أساليب المشاركة وفي إطار أساليب البيوع مثل المراجعة للأمر بالشراء، والإجارة المنتهية بالتملك، والمشاركة المتناقصة، اندماج المضاربة و المراجعة، التأمين التعاوني المركب وغيرها من الأمثلة مثل:

**2-1 عقد السلم الموازي:** يتم وفق صيغة السلم نفسها حيث أن البنك يعتمد بعد اتمام عقد بيع السلم الأول الى تنفيذ عقد سلم موازي يكون فيه البنك هو البائع و العميل هو المشتري و بضاعة السلم تكون بمواصفات البضاعة في السلم الأول (لا يحق للبنك أن يجعل بضاعة السلم الاول بذاتها بضاعة السلم الموازي حتى لا يكون من قبيل بيع الدين بالدين) وأجل التسليم يكون بعد أجل السلم الأول حتى يتسنى للبنك قبض بضاعة السلم الأول<sup>2</sup>

**2-2 الاستصناع الموازي:** إذا لم يشترط المستصنع على الصانع أن يصنع بنفسه فيجوز للصانع أن ينشئ عقد استصناع ثاني بشرط تنفيذ التزامه في العقد الأول ويسمى استصناع موازي<sup>3</sup>

شروط الاستصناع الموازي: اشترط أهل العلم شروطاً خاصة بالاستصناع الموازي إضافة إلى شروط الاستصناع وذلك لئلا يكون الاستصناع الموازي حيلة إلى الربا، ومن تلك الشروط:

- أن يكون عقد المصرف مع المستصنع منفصلاً عن عقده مع الصانع وأن يمتلك المصرف السلعة امتلاكاً حقيقياً، ويقبضها قبل بيعها إلى المستصنع وكذلك أن يتحمل المصرف نتيجة إبرامه عقد الاستصناع بصفته صانعاً، كل تبعات المالك، ولا يحق له أن يحولها إلى العميل الآخر في الإستصناع الموازي.

**2-3 بيع المراجعة للأمر بالشراء (المراجعة المركبة):** يقوم هذا النموذج على إعادة هندسة بيع المراجعة للأمر بالشراء إذا وقع على سلعة بعد دخولها في ملك المأمور وحصول القبض المطلوب شرعاً وهو بيع جائز بقرار من مجمع

<sup>1</sup> جمال لعمارة "المنتجات المالية كتطبيقات للعقود في الصناعة المالية الإسلامية" بحث مقدم الى المؤتمر الدولي حول "منتجات و تطبيقات الابتكار المالي و الهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، يومي 6/5 ماي 2014 م الموافق ل 6/5 رجب 1435 هـ، بالتعاون بين جامعة سطيف، الجزائر و ISRA ص 11

<sup>2</sup> عادل بن عبد الرحمن بوقري "مخاطر صيغ التمويل التجارية الإسلامية في البنوك السعودية" مرجع سابق ذكره ، ص 44

<sup>3</sup> موسى عمر مبارك أبو محميد "مخاطر صيغ التمويل الإسلامي وعلاقتها بمعيار كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية من خلال معيار بازل II" أطروحة دكتوراه مقدمة الى قسم المصارف الإسلامية ، كلية العلوم المالية و المصرفية للأكاديمية العربية ، 2008 م ، ص -ص : 83-84

الفقه<sup>1</sup> ومثالها: يقدم العميل طلب الشراء بعد تحديد مواصفات السلعة<sup>2</sup> ثم يقوم التاجر الذي ينوي تخصيص جزء من مبيعاته لتكون بالتقسيم بفتح حساب لدى المصرف الإسلامي كحصته في حساب المشاركة، ويقوم المصرف كذلك بإيداع مبلغ مماثل أو يزيد كحصة المصرف في حساب المشارك<sup>3</sup>؛ أما الأرباح التي يجنيها هذا الحساب المشترك توزع بين التاجر والمصرف بالاتفاق وتشكل المراجعة للأمر بالشراء علاقة بين أطراف ثلاثة<sup>4</sup> هي: البائع، المصرف، المشتري، المبيع ليس في ملك المصرف الذي يطلب منه المشتري السلعة وإنما يعده المصرف بشرائها بناء على طلبه فالمبيع موصوف أو على متعين، يشتري المصرف السلعة لوجود الأمر بالشراء ولولا ذلك لم يكن للمصرف أي نية بالشراء؛ وهذه الطريقة يحقق المصرف عدة أهداف، فهو أولاً يقلل التكاليف الإجرائية التي تتسم بها عمليات المراجعة بالمقارنة مع البنوك التقليدية، ومن ثم يبتعد عن الشبهات الشرعية المتعلقة بالقبض والحيازة ويكون أيضاً مكملاً لعمل التجار وليس منافساً لهم، قال تعالى " يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لِمَ تَقُولُونَ مَا لَا تَفْعَلُونَ كَبُرَ مَقْتًا عِنْدَ اللَّهِ أَنْ تَقُولُوا مَا لَا تَفْعَلُونَ " صدق الله العظيم، سورة الصف: الآية 2 و 3 الآية

**2-4 المؤشرات الإسلامية (مثل داو جونز لأسواق المال الإسلامية):** يعطي داو جونز لأسواق المال، مثلاً راءياً لهندسة مالية متقدمة، لكن التعامل بالمؤشر بشكله الحالي صورة من صور القمار<sup>5</sup> لكن الهندسة المالية الإسلامية قدمت بديلاً مناسباً، حيث أنشئت مؤشرات تسيير علي خطى الأسهم الخاضعة للشرعية الإسلامية في كل أنحاء العالم وبالتالي فهي تتيح للمستثمرين الإسلاميين أدوات شاملة مبنية علي منظور استثماري عالمي حقيقي<sup>6</sup> وتبدو أهمية هذا المؤشر الإسلامي وغيره من المؤشرات المالية الإسلامية في:<sup>7</sup>

- أنه يخدم قطاعات أخرى في أسواق المال الإسلامية؛ فعلى سبيل المثال كانت هناك مشكلة عند تقييم الصناديق

<sup>1</sup> علاء الدين زعتري، مرجع سابق ذكره، ص 221

<sup>2</sup> عبد الله بن محمد بن عبد الله العمراني " العقود المالية المركبة : دراسة فقهية تأصيلية و تطبيقية " مرجع سابق ذكره ، ص 261

<sup>3</sup> سعد بن تركي الختلان " فقه المعاملات المالية المعاصرة " مرجع سابق ذكره ، ص 309

<sup>4</sup> موسى عمر مبارك أبو محميد "مخاطر صيغ التمويل الإسلامي وعلاقتها بمعيار كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية من خلال معيار بازل II" مرجع سابق، ص 76

<sup>5</sup> محمد علي القره داغي، "الأسواق المالية في ميزان الفقه"، جمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، 1992،، القرار I/177، ص 6.

<sup>6</sup> يتكون مؤشر داو جونز الإسلامي من عدة مؤشرات فبينما نجد المؤشر العريض لداوجونز لسوق المال الإسلامي نجد أن هناك مؤشرات فرعية مثال دي جي لسوق المال الإسلامي ( الولايات المتحدة الأمريكية )، مؤشر دي جي للسوق التكنولوجي الإسلامي، مؤشر دي جي للسوق الإسلامي للسيولة الزائدة، ومؤشر دي جي للسوق الإسلامي الكندي، ومؤشر دي جي للسوق الإسلامي بالمملكة المتحدة، ومؤشر دي جي للسوق الإسلامي الأوربي، ومؤشر للسوق الإسلامي آسيا باسفيك وأخيراً مؤشر داو جونز العربي.

<sup>7</sup> [www.islamonline.net/arabic/economics/2004/09/article01.shtml](http://www.islamonline.net/arabic/economics/2004/09/article01.shtml)

حسام الدين محمد، "داو جونز...النسخة الإسلامية"، موقع إسلام أولان تاريخ:

الإسلامية<sup>1</sup> تتمثل في لجوء من يديرونها إلى استعمال معايير قياس مشتقة من مؤشرات مختلفة (FTSE)، (S&P)، و (World Index) لقياس الأداء الداخلي الخاص بهم، مما تسبب في عدم وجود نمط موحد وأساس سليم فاستخدم هذا المؤشر الإسلامي ليخدم الأغراض المالية للصناديق الاستثمارية، ويتماشى مع مبادئ الشريعة. أدى وجود المؤشر إلى اجتذاب جزء من الأموال العربية المستثمرة بالخارج؛ ليطمئن استثمارها داخل المنطقة العربية<sup>2</sup> في الشركات التي تدرج ضمن المؤشر ويعطي المؤشر كذلك ميزة لنظام الاستثمار المالي الإسلامي عبر الإنترنت؛ إذ سيكون بمثابة الحل الأمثل للمؤسسات المالية والبنوك الإسلامية؛ حيث سيجعل لها ميزة تنافسية؛ إذ يتيح النظام الجديد لهذه المؤسسات إمكانية الاستجابة للطلبات المتزايدة لعملائها على الاستثمارات المالية الإسلامية، وذلك من خلال ما يقدمه النظام من فرصة كبيرة للدخول إلى كبريات أسواق المال العالمية<sup>3</sup>، و سنقدم في المبحث الثالث عملية إصدار الصكوك ومعيقاتها.

### المبحث الثالث: إصدار الصكوك و معيقاتها

نهدف من خلال المبحث الثالث إلى النظر في عملية تطوير المنتجات المالية الإسلامية مع الحفاظ على السلامة الشرعية للمنتج وقدرته على تلبية الحاجة الاقتصادية بكفاءة وفعالية، والمسؤولية ملقاة على عاتق المهندسين في المالية الإسلامية لابتكار وتطوير منتجات مالية إسلامية تجمع ما بين المثالية في المقاصد والواقعية العملية وإدارة المخاطر المحيطة بها من خلال رسم إستراتيجيات ومناهج للقيام بعملية تطوير الهندسة المالية الإسلامية وعلى هذا الأساس تم تقسيم المبحث إلى ثلاث مطالب، مطلب أول نوضح فيه عملية إصدار الصكوك وعناصرها وآلياتها ومطلب ثاني نبين فيه عملية إدارة المخاطر في الصكوك و مطلب ثالث نوضح فيه التحديات التي تحد من عملية انتشار الصكوك

### المطلب الأول: آليات إصدار الصكوك الإسلامية

سنحاول بداية إلى التطرق إلى مختلف المراحل و الإجراءات التي تمر بها عملية التصكيك سواء كانت الإصدارات لقطاعات حكومية أو خاصة وذلك بداية من تجميع الأصول مرورا بالاككتاب ثم طرح الصكوك للتداول بيعا وشراء ضمن رؤية المجلس الشرعي بهيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية

### الفرع الأول: إصدار الصكوك الإسلامية:

تتم عملية التصكيك من خلال قيام مؤسسة ما بتجميع أصولها غير السائلة و تحويل ملكيتها

<sup>1</sup> DOUAR BRAHIM et ARKOUB OUALI « Appliction et innovation en ingénierie financière islamique »

بحث مقدم الى المؤتمر الدولي حول منتجات و تطبيقات الابتكار و الهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية " يومي 5 و 6 ماي 2014 ، بالتعاون بين جامعة سطيف ، الجزائر و ISRA ص 103 و 104

<sup>2</sup> Khalil LABNIOURI « L'innovation en ingénierie financière islamique » Op-cit, P18

<sup>3</sup> Islamique Financial Services Board « Islamique Financial Services Industry ; Stability report 2013, P-P 17-18

إلى صندوق<sup>1</sup> أو مؤسسة أخرى تقوم بإصدار الصكوك وتسندها لتلك الأصول، بعد طرحها للتداول في الأسواق المالية ؛ وتشهد عملية إصدار و تداول الصكوك الإسلامية خمس مراحل، يمكن أن يكون لكل مرحلة من هذه المراحل حكم شرعي خاص بها وهي<sup>2</sup>: المرحلة الأولى: مرحلة التأسيس والاكتمال الأفضل هو إتمام الإصدار تحت رقابة جهة غير ذات مصلحة بتنظيم الإصدار و وضع شروطه وبياناته وتحديد نسب الأرباح التي يختص بها المتقاعدون .

المرحلة الثانية: مرحلة تجميع النقود قبل أن تتحول إلى أعيان أو منافع

المرحلة الثالثة: تحويل النقود كلها أو معظمها إلى أعيان و منافع أو حقوق معنوية

المرحلة الرابعة: تحويل السلع والأعيان المنافع الى أثمان عاجلة النقود وأجلة الديون من خلال المراجحة والبيع الآجل بالتقسيط

المرحلة الخامسة: مرحلة التصفية أو إطفاء الصكوك عند توقف نشاط الشركة أو صندوق الإستثمار

### الفرع الثاني: عناصر آلية إصدار الصكوك الإسلامية

و يشترك في آلية إصدار صكوك الإستثمار الإسلامية الأطراف التالية<sup>3</sup>

- 1 . مصدر الصك (جهة الإصدار): وهو من يستخدم حصيلة الاكتتاب بصيغة شرعية ومصدر الصك قد يكون شركة أو فردا أو حكومة أو مؤسسة مالية
- 2 . وكيل الإصدار: وهو مؤسسة وسيطة تتولى عملية الإصدار نيابة عن المصدر مقابل أجر يحدد في نشرة الإصدار .
- 3 . مدير الإصدار: و هو المؤسسة الوسيطة التي تنوب عن المكتتبين حملة الصكوك في تنفيذ عقد الإصدار مقابل أجر<sup>4</sup> .
- 4 . متعهد الإصدار: و هو المؤسسة الوسيطة التي تتعهد بدفع حقوق حملة الصكوك بعد تحصيلها .
- 5 . مدير الإستثمار : يقوم بأعمال الإستثمار بتعيين من مدير الإصدار وفقا لما تحدده نشرة الإصدار .
- 6 . أمين الإستثمار : وهو المؤسسة المالية الوسيطة التي تتولى مصالح حملة الصكوك و الإشراف على مدير الإصدار و تحتفظ بالوثائق و الضمانات و ذلك على أساس عقد وكالة لبحر تحدده نشرة الإصدار وحامل الصك<sup>5</sup>

<sup>1</sup> الشيخ علاء الدين زعتري "الصكوك تعريفها، أنواعها، أهميتها دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار" بحث مقدم لشركة BDO الصكوك الإسلامية؛ تحديات، تنمية، ممارسات دولية" عمان، المملكة الأردنية الهاشمية 18. 2010/7/19 ، ص 27 وما فوق

<sup>2</sup> علام عبد النور "دور الصكوك الإسلامية كبديل للسندات التقليدية في تطوير التمويل المستدام : دراسة مقارنة بين التجربة الماليزية و الخليجية لصناعة الصكوك الإسلامية " رسالة ماجستير في الاقتصاد الدولي للتنمية المستدامة ، جامعة فرحات عباس سطيف ، الجزائر ، 2012/2011 م، ص 36

<sup>3</sup> علام عبد النور، مرجع سابق ص 38

<sup>4</sup> وليد خالد الشايجي و عبد الله يوسف الحجي " صكوك الإستثمار الشرعية " كلية الشريعة و القانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة ، ص 921 أطلع عليه يوم

[http://slconf.uaeu.ac.ae/prev\\_conf/2007/proceeding/20.swf](http://slconf.uaeu.ac.ae/prev_conf/2007/proceeding/20.swf) 12/08/2014 على 9 سا 12

<sup>5</sup> DFM Standard For « Issuing, Acquiring and Trading Sukuk » Shari'a and Fatwa Supervisory Board Secretariat ,6th January – 28th February 2013, [www.dmf.ae](http://www.dmf.ae) ;P9

### الفرع الثالث: مراحل إصدار الصكوك الإسلامية

- 1 . إعداد الهيكل التنظيمي الذي يمثل آلية الاستثمار بواسطة الصكوك و دراسة المسائل القانونية والإجرائية و التنظيمية و دراسة الجدوى، وتضمن ذلك كله في نشرة الاكتتاب، ووضع النظام أو اللائحة و الاتفاقيات التي تحدد حقوق وصلاحيات وواجبات الجهات المختلفة ذات الصلة مثل مكتب الخبرات و الهيئة الشرعية.
- 2 . تمثيل حملة الصكوك (المستثمرين) وذلك من خلال تأسيس شركة ذات غرض خاص تسجل في مناطق ذات إعفاء ضريبي و تكون ذات شخصية مستقلة بالرغم من أنها مملوكة بالكامل للمستثمرين وذلك لتمثيلهم في إيجاد العلاقات بالجهات المختلفة و تقوم هذه الشركة بشراء الموجودات التي ستغطي الوحدات المسطرة<sup>1</sup>
- 3 . طرح الصكوك للاكتتاب بهدف جمع الأموال التي ستمول بها الموجودات الممثلة بالصكوك
- 4 . تسويق الصكوك: وهو إما أن يتم بالطرح مباشرة للجمهور أو أن يتم بيع الصكوك التي تمثل موجودات الأعيان أو المنافع جملة إلى المستثمر الأول الذي يكون بنكا أو مجموعة بنوك وذلك للقيام بتسويقها وبيعها الى حاملي الصكوك
- 5 . التعهد بتغطية الاكتتاب: تلقي تعهد بتنظيم الاكتتاب فيما يبقى من الصكوك يتقدم به متعهد تغطية الإصدار حيث يلتزم بشراء ما لم يكتتب فيه و يبيعه تدريجيا أو يحتفظ به كليا أو جزئيا ثم يتم شراء الصكوك من المستثمرين الرئيسيين .
- 6 . آلية توزيع الأرباح و الخسائر في صكوك الاستثمار الإسلامية : تشمل نشرة إصدار صكوك الاستثمار الشرعية على كيفية توزيع الأرباح بين المضارب (صاحب الإصدار) وحملة الصكوك، بنسبة شائعة دون تحديد مبلغ مقطوع لأحد الطرفين وأما الخسارة فهي على أرباب الأموال بمقدار حصتهم في رأس المال<sup>2</sup>
- 7 . إطفاء صكوك الاستثمار الإسلامية : و يقصد بإطفاء الصكوك انتهاء صفتها الاستثمارية السابقة بتحويلها إلى نقود يتسلمها حامل الصك الأخير ، كليا مرة واحدة في نهاية مدة الإصدار أو جزئيا بالتدريج خلال سنوات الإصدار<sup>3</sup> وكلما زاد حجم وإصدار الصكوك يتطلب بالضرورة إلى وجود سوق مال من أجل تفعيل وتنشيط هذه الأدوات .

### المطلب الثاني: إدارة مخاطر الصناعة المالية الإسلامية

إن المخاطر التي تواجه الصناعة المالية الإسلامية أكثر من أية مخاطر تواجهها النشاطات الاقتصادية الأخرى؛ فمن جهة يتطلب أن تكون أدوات إدارة المخاطر متوافقة مع موجبات الشرع الإسلامي الحنيف، ومحققة للكفاءة الاقتصادية من جهة أخرى وهذا يعني أنه يجب على المناهج الإسلامية لإدارة المخاطر أن تحقق على الأقل نفس المزايا الاقتصادية

<sup>1</sup><http://www.sahmmisr.com/forums/index.php?showtopic=280335>

عبد الملك منصور المصعبي " دراسة وتحليل دور الصكوك الإسلامية " منتدى سهم مصر والبورصة المصرية يوم الإطلاع 2014/08/08 على 12 سا

<sup>2</sup> للمزيد أنظر موسى آدم عيسى " سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات المالية الإسلامية " مؤتمر الخدمات المالية الإسلامية الثاني، أبريل 2010 م ، ص-ص 33-34

<sup>3</sup> علام عبد النور، مرجع سابق ص 45

التي تحققها الأدوات التقليدية فهي تواجه نوعين من المخاطر.

ولهذا سرتناول المخاطر التي تواجه الصناعة المالية الإسلامية، ونوضح أسباب الحاجة إلى منهج إسلامي لإدارة المخاطر .

**الفرع الأول: مخاطر الصناعة المالية الإسلامية:** إن منظمة المحاسبة والتدقيق للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI)

ومجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB) قد أصدرتا كليهما معايير للحوكمة الرشيدة مستمدة من الشريعة الإسلامية كما

تبنى مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB) في كانون الأول 2009 ، مبادئ سلوك الأعمال في المؤسسات المالية

الإسلامية، وجميع هذه المعايير تشكل معايير أخلاقية إرشادية ومع ذلك تواجه المؤسسات المالية مخاطر نابعة من طبيعة

الممارسة المالية، إسلامية كانت أم تقليدية، فمخاطر أسعار الصرف مثلا، نجدها على نسق واحد في كلا النظامين

الإسلامي والتقليدي، كما نجد أن هناك مخاطر أخرى تختص بها المصارف الإسلامية وصيغ التمويل الإسلامي.

**أولاً: مخاطر تختص بطبيعة عمل المؤسسات المالية الإسلامية:** وهذه المخاطر تشترك فيها المؤسسات المالية

الإسلامية مع بقية المؤسسات المالية التقليدية، منها<sup>1</sup>: مخاطر الائتمان، مخاطر السيولة، مخاطر السعر المرجعي، مخاطر

التشغيل، المخاطر القانونية، مخاطر السحب، مخاطر الثقة، الخطر التجاري المنقول وغيرها.

سبق وعرفنا أنواع المخاطر المالية العامة منها و الخاصة في الفصل الثاني لهذا السبب تجاوزنا إعادة على الرغم من

اختلاف مصادر التمويل لنخص فقط بالشرح المخاطر التي تصيب الصناعة المالية الإسلامية دون غيرها فمنشأ المخاطرة

في هذه الصيغ نابع من أن بعضها يقوم في الأساس على المشاركة في الربح و الخسارة، كالمضاربة و المشاركة، وبعضها

الأخر يقوم على الدين كالسلم و الإستصناع.

**ثانياً: المخاطر التي تختص بها صيغ التمويل الإسلامية<sup>2</sup>**

**1- مخاطر التمويل بالمراجحة:** إن عقد المراجحة يعد من أكثر العقود المالية الإسلامية استخداما بعد عقود الإيجار<sup>3</sup>، وإن

أمكن تمنيظ العقد وتوحيده فإنه يمكن أن تكون مخاطره قريباً من مخاطر التمويل التقليدي القائم على الفائدة؛ إن الصيغة

الموحدة لعقد المراجحة قد لا تكون مقبولة شرعاً لجميع علماء الشريعة، فوفقاً لقرار مجمع الفقه الإسلامي فإن الوعد في

عقد المراجحة قد يكون ملزماً لطرف واحد (الذبون)، لكن فقهاء آخرين اعتبروه غير ملزم للذبون وهذا يعني أنه بإمكان

<sup>1</sup> عبد الكريم أحمد قندوز "إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية: مدخل الهندسة المالية"، مرجع سابق، ص-ص: 12-14.

<sup>2</sup> زياد الدماغ " مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها

International Conference on Islamic Banking & Finance: Cross Practices & Litigations (15-16 June 2010) P-P: 6-7

<sup>3</sup> مفتاح صالح "إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية" بحث مقدم للمؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية يومي 20-21 أكتوبر

2009 م، جامعة فرحات عباس سطيف ، الجزائر، ص4



- الزبون التراجع عن إتمام عقد الشراء حتى بعد أن يصدر عنه الوعد وبعد أن يقوم بدفع العربون؛ وسنوجز أهم مخاطرها<sup>1</sup>:
- المخاطر الائتمانية: كعدم وفاء العميل بالسداد حسب الاتفاق أو تأجيل السداد لعدم وجود عقوبات على التأخير.
  - المخاطر السوقية: في حالة المراجعة للأمر بالشراء قد ينكل المشتري عن تنفيذ وعده بالشراء بعد شراء الممول للسلعة ما يجعل المصرف يبيع السلعة بسعر منخفض.
  - المخاطر التشغيلية: عدم الالتزام بكافة الأسس والضوابط الشرعية ومخاطر الجودة عند رفض العميل للسلعة لعيوب بها
- 2- مخاطر التمويل بالإيجار: يعتبر التمويل بالإيجار أداة مهمة من أدوات التمويل الإسلامية، إذ يعتبر أقل مخاطرة من المضاربة والمشاركة، ويتمتع بإيراد مستقر وشبه ثابت وسهل التوقع، أما بالنسبة للمستأجر فالتمويل بالإيجار يشكل تمويلاً من خارج الميزانية، بمعنى أن إدارة المؤسسة في العادة هي المطالبة بتقديم تبرير تفصيلي لاستخدامات أموالها، كذلك يساعد المستأجر على حسن التخطيط والبرمجة لنفقاته لأنه يعرف التزامه المالي مقدماً؛ ورغم ذلك يواجه الإيجار مخاطر مرها<sup>2</sup>:
- المخاطر الائتمانية: وتتمثل في التأخير أو عدم سداد مدفوعات الإيجار في مواعيدها.
  - المخاطر الأخلاقية: والمتعلقة بإتلاف أو تغيير ملامح أو تبديل معالم الأصول المؤجرة أو تأجيرها من الباطن أو بيعها للغير دون الحصول على إذن مسبق من الشركة المؤجرة.
  - المخاطر التشغيلية: كعدم توفر الخبرة الكافية لدى المؤسسات الإسلامية في شراء المعدات والأصول الإنتاجية، وكذلك ما تتطلبه من صيانة وتخزين، أو ما تتعرض له من مخاطر الركود وعدم التشغيل أو عدم وجود إطار محاسبي.
- 3- مخاطر التمويل بالسلم و الإستصناع<sup>3</sup>: فيمكن تطبيق التمويل بالسلم في القطاع الفلاحي أو تمويل الحرفيين وصغار المنتجين عن طريق إمدادهم بمستلزمات الإنتاج كرأس مال سلم مقابل الحصول على بعض منتجاتهم وإعادة تسويقها، أما التمويل بالاستصناع يستخدم في تمويل إنتاج السلع الرأسمالية المتعددة كالمعدات والآلات المختلفة والتمويل العقاري، هنالك على الأقل نوعان من المخاطر في عقد السلم مصدرهما الطرف الآخر في العقد:
- تتفاوت مخاطر الطرف الآخر من عدم تسليم المسلم فيه في حينه أو عدم تسليمه تماماً<sup>4</sup>، إلى تسليم نوعية مختلفة عما اتفق عليه في عقد السلم (المنتجات الزراعية) وقد تكون المخاطر بسبب عوامل ليس لها صلة بالملاءة المالية للزبون<sup>1</sup> قد

<sup>1</sup> بدر الدين قريشي مصطفى "التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية" ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية، تحت عنوان التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية، أفريل 2012/6/5، ص-ص 9-10

<sup>2</sup> عادل بن عبد الرحمن بن أحمد بوقري "مخاطر صيغ التمويل التجارية الإسلامية في البنوك السعودية" مرجع سابق ذكره، ص 139

<sup>3</sup> TARIQUILLAH KHAN END HABIB AHMED « RISK MANAGEMENT AN ANALYSIS OF ISSUES IN ISLAMIC FINANCIAL INDUSTRY » JEDDA – SAUDI-ARABIA ; 2001 p57

<sup>4</sup> موسى عمر مبارك أبو مجيميد "مخاطر صيغ التمويل الإسلامي وعلاقتها بمعايير كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية من خلال معيار بازل II" مرجع سابق، ص 103



تحتاج السلع إلى تخزين وبذلك تكون هناك تكلفة إضافية ومخاطر أسعار تقع على المصرف الذي يملك هذه السلعة بموجب عقد السلم، أما عندما يقدم التمويل وفق عقد الإستصناع<sup>2</sup> فإنه يعرض رأس ماله لعدد من المخاطر الخاصة بالطرف الآخر، يمكن أن يفشل الطرف الآخر في تسليم السلعة في موعدها أو أنها سلعة رديئة<sup>3</sup>، غير أن السلعة موضع العقد في حالة الإستصناع تكون تحت سيطرة الزبون وأقل تعرضا للحوادث الطبيعية مقارنة بالسلع المباعة بالسلم. ولأجل ذلك، من المتوقع أن تكون مخاطر الطرف الآخر (المقابل) في الإستصناع أقل خطورة بكثير مقارنة بمخاطر الزبون في عقد السلم ومخاطر العجز عن السداد من جانب المشتري ذات طبيعة عامة، بمعنى فشله في السداد بالكامل في الموعد المتفق عليه مع المصرف.

#### 4- مخاطر التمويل بالمشاركة و المضاربة: ويواجه التمويل بالمضاربة والمشاركة المخاطر التالية:

- المخاطر الأخلاقية: وتنتج لأن يزود العميل المصرف بمعلومات ناقصة أو غير صحيحة عن خبرته وكفاءته في إدارة واستثمار الأموال، أو أن يقوم العميل بالاحتيال والتزوير في الحسابات المالية الخاصة بالمشروع لصعوبة التأكد من قيمة المبيعات الحقيقية مستنديا أو<sup>4</sup> تقديم دراسة جدوى غير سليمة ومبالغ فيها لتحفيز المصرف على قبول العملية.
- المخاطر السوقية: حيث يتعرض المصرف لمخاطر تذبذب الأسعار مما يخفض الأرباح في العملية
- ضعف كفاءة المؤسسات المالية الإسلامية في مجال تقييم المشروعات وتقنياتها<sup>5</sup>.
- ثم إن الترتيبات المؤسسية مثل المعاملة الضريبية ونظم المحاسبة والمراجعة، والأطر الرقابية جميعها لا تشجع التوسع في استخدام هذه الصيغ من قبل المؤسسات المالية الإسلامية<sup>6</sup>.

#### الفرع الثاني : أسباب الحاجة لإدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية

<sup>1</sup> علاء الدين زعتري " المصارف الإسلامية وماذا يجب أن يعرف عنها" مرجع سابق ذكره، ص 286

<sup>2</sup> سليمان ناصر وريبعة بن زيد " إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية، دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية " بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي تحت عنوان: "إدارة المخاطر ؛ التنظيم والإشراف" البنك المركزي الأردني - عمان (الأردن) المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية ، جدة ، السعودية ، أيام 08/07/06 أكتوبر 2012 م بمعهد الدراسات المصرفية - عمان / الأردن ، ص 12

<sup>3</sup> عبد اللطيف طيبي "التطبيقات المتميزة لتقنيات التمويل و الإستثمار في العمل المصرفي الإسلامي من منظور العائد و المخاطرة : نموذج بنك البركة الجزائري" مذكرة ماجستير في مالية المؤسسة ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة ، الجزائر ، نوقشت في 2010/05/04 ص 166

<sup>4</sup> علاء الدين زعتري " المصارف الإسلامية و ماذا يجب أن يعرف عنها" مرجع سابق ذكره، ص 206

<sup>5</sup> بن علي بلعوز "إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية مدخل الهندسة المالية" ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية، تحت عنوان التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية، أبريل 2012/6/5 ، ص 9

من خلال تعرفنا على مخاطر المؤسسات المالية الإسلامية؛ يتضح بأنها في حاجة لإدارة هذه المخاطر و الأخذ بالمخاطر المحسوبة، وإيجاد الوسيلة النظامية لتحديد المخاطر وترتيب أولوياتها وتطبيق الإستراتيجيات للتقليل مرها، تجنبها، أو نقلها.

**أولاً : أسباب الحاجة إلى منهج إسلامي لإدارة مخاطر التمويل الإسلامي :**

بما أن الصناعة المالية الإسلامية تتعلق بالصناعة المالية ككل والتي تعتبر جزءاً منها، فهي بذلك تتعرض لنفس مخاطر الصناعة المالية التقليدية عامة بالإضافة إلى أسباب خاصة بها ذاتية، وفيما يلي الإشارة إلى تلك الأسباب:

**1- الأسباب العامة:** القطاع المالي بمفهومه الواسع يواجه أكثر من غيره مشكل المخاطر المستقبلية وهو ما يستدعي

نظوي الأساليب والأدوات التي تمكن من التعامل مع هذه المخاطر بكفاءة؛ وكما هو معروف أن هذه المخاطر ارتفعت حدتها في الوقت المعاصر في القطاع المالي عن غيره من القطاعات و بما أن سلامة القطاع المالي تعد شرطاً أساسياً للتقدم الاقتصادي، ازداد الوعي بأهمية إدارة المخاطر للمؤسسات المالية الإسلامية المنتشرة في دول العالم والتي تشكل جزءاً من قطاعه المالي مما يعني أنها مسئولة عن استقرار النظام المالي ككل و المساهمة في تطور الاقتصاد ولا يتحقق ذلك إلا بوجود إطار سليم لإدارة المخاطر الخاصة بها<sup>1</sup>.

**2- الأسباب الخاصة بالصناعة المالية الإسلامية<sup>2</sup>:**

- يعتمد على صيغ التمويل قصيرة الأجل التي تعتبر عادة أقل مخاطرة؛ هذا ما أدى إلى انحراف مسيرة العمل المالي الإسلامي بدل المساهمة في تمويل التنمية عن طريق العمليات الطويلة الأجل باستخدام صيغ المشاركات بدل المدائنة نظراً لعدم وجود منهج واضح لإدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية خاصة إدارة مخاطر أساليب المشاركة.

- نقص وأحياناً عدم وجود دراسات لتقييم وقياس وتسعير المخاطر في أدوات التمويل الإسلامية وهو متطلب سابق لإمكانية استعمال وتسويق تلك الأدوات لذلك كان استخدام سندات القراض أو صكوك المشاركة أو شهادات التأجير أو الأدوات الأخرى المبنية على المشاركة في المخاطر محدوداً.

**الفرع الثالث: خطوات وآليات إدارة المخاطر بالصكوك الإسلامية:**

**أولاً: خطوات إدارة المخاطر:** تتلخص خطوات إدارة المخاطر الإسلامية في أربع خطوات:

**الخطوة الأولى: تحديد نوع ومصدر المخاطر<sup>3</sup>:** هي أول الإجراءات لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، فكما جاء

<sup>1</sup> عبد الكريم أحمد قندوز "إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية: مدخل الهندسة المالية" المجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية الشلف، الجزائر العدد - 8 . 2012 ص 17 ( 20 - 12 )

<sup>2</sup> بن علي بلعوز "إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية مدخل الهندسة المالية" مرجع سابق ، ص-ص : 10-10

<sup>3</sup> عبد اللطيف طيبي ، مرجع سابق ذكره، ص 134

في السابق يواجه كل نوع من الصكوك جملة من المخاطر كخطر سعر الفائدة، خطر السيولة، خطر التشغيل إلخ ثم الوقوف على أسباب تلك المخاطر؛ مع الحرص على أن تكون عملية تحديد المخاطر عملية مستمرة، مع تفهم المخاطر على مستوى كل عمل استثماري، وعلى مستوى المنشأة ككل.

**الخطوة الثانية: قياس الخطر:** يجب النظر إلى كل نوع من أبعاده الثلاثة حجمه ومدته واحتمالية الحدوث لهذه المخاطر كما يعتبر الوقت المناسب الذي يتم فيه القياس ذو أهمية بالنسبة لإدارة المخاطر<sup>1</sup>.

**الخطوة الثالثة: دراسة اختيار البدائل المناسبة للتعامل مع المخاطر وذلك من خلال دراسة البدائل اللازمة للتعامل مع كل نوع من أنواع مخاطر الصكوك الإسلامية، واتخاذ القرار اللازم باختيار البديل المناسب سواء بتجنب تلك المخاطر، أو توزيعها، أو قبولها والتعامل معها بالمقارنة بين المنافع والتكاليف من جراء تلك المخاطر حيث أن المعيار الملائم في إتباع الأسلوب المناسب في التعامل مع المخاطر فينبغي أن تفوق المنافع التكاليف المترتبة على المخاطر<sup>2</sup>.**

**الخطوة الرابعة: تنفيذ القرار:** وذلك من خلال وضع الآليات اللازمة لتنفيذ البديل الملائم للتعامل مع المخاطر؛ فهذه الخطوات تحتاج إلى آليات من أجل إدارة المخاطر.

**ثانياً : آليات إدارة المخاطر للصكوك الإسلامية :**

تتنوع آليات إدارة المخاطر للصكوك الإسلامية، لتشمل ما يلي<sup>3</sup> :

**1- دراسة الجدوى:** إن تقويم جدوى المشروع من منظور إسلامي من خلال توجيه التمويل نحو المشروعات الملتزمة بالمشروعية الحلال والكفاءة الاقتصادية لتحقيق التخصيص الأمثل للموارد من خلال حفظ المال وتنميته، ومراعاته بالإضافة إلى الكفاءة الاجتماعية وما تتضمنه من مسؤولية اجتماعية، وكل هذا من شأنه أن يساهم في تخفيض مخاطر الصكوك الإسلامية بصفة عامة.

**2- كفاءة الإدارة والرقابة عليها:** تعتبر كفاءة إدارة المنتجات الإسلامية سر ربحيتها ونموها وقد حث الإسلام على أن يجمع المدير بين الجوانب الأخلاقية والفنية، قال تعالى: « قَالَ اجْعَلْنِي عَلَى خَزَائِنِ الْأَرْضِ إِنِّي حَفِيظٌ عَلِيمٌ » [يوسف/55] كما حث على حسن اختيار الشركاء ذوي الأخلاق الطيبة إذ يقول تعالى {إِنَّ خَيْرَ مَنْ اسْتَأْجَرْتَ الْقَوِيُّ الْأَمِينُ} [القصص:26] فالتخطيط، التنسيق، الرقابة<sup>1</sup> ثم اتخاذ القرارات الصائبة وإعطاء الحق لحملة الصكوك في مراقبة الإدارة من خلال جمعية عامة تمثلهم؛ عدا صكوك المضاربة إذ لا يجوز لحملة الصكوك التدخل في الإدارة .

<sup>1</sup> عبد اللطيف طيبي "، مرجع سابق ذكره، ص 135

<sup>2</sup> بونخاري، لولو و عايب وليد، مرجع سابق، ص 12

<sup>3</sup> سليمان ناصر وريبعة زيد "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية، دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية" مرجع سابق ذكره، ص 16

**3- الضمانات:** الضمانات في الاقتصاد الإسلامي متنوعة، تسمح بالتعامل مع مخاطر المنتجات الإسلامية، ومن أهمها:

**3-1 الكفالة:** بمعنى ان يلتزم طرف بتحمل عب عن طرف آخر على سبيل التبرع، وكفالة الشخص المليء ذو الخلق

الحسن وسيلة ناجعة في تخفيض مخاطر توظيف حصيلة الصكوك الإسلامية، خاصة المخاطر الائتمانية ومخاطر المخالفات لشرعية، ومخاطر الأصول وعوائدها<sup>2</sup>.

**3-2 الرهن:** يعد آلية من آليات الحماية ضد المخاطر خاصة المخاطر الائتمانية، فللدائن أن يشترط على المدين تفويضه

ببيع الرهن عند حلول أجل الدين للاستيفاء من ثمنه دون الرجوع إلى القضاء<sup>3</sup>، لقوله تعالى

"إِنْ كُنْتُمْ عَلَى سَفَرٍ وَمَنْ يَجِدُوا كَاتِبًا فَرِهَانٌ مَّقْبُوضَةٌ فَإِنْ أَمِنَ بَعْضُكُم بَعْضًا فَلْيُؤَدِّ الَّذِي أُؤْتِمِنَ أَمَانَتَهُ وَلْيَتَّقِ اللَّهَ رَبَّهُ

وَلَا تَكْتُمُوا الشَّهَادَةَ وَمَنْ يَكْتُمْهَا فَإِنَّهُ آتِمٌ قَلْبُهُ وَاللَّهُ بِمَا تَعْمَلُونَ عَلِيمٌ" سورة البقرة، الآية 283

ويشترط في المرهون أن يكون مالا يجوز تملكه وبيعه، وأن يكون عينا بالإشارة أو التسمية أو الوصف وأن يكون مقدور التسليم، ويجوز رهن المشاع مع تحديد النسبة المرهونة منها.

**3-3 ضمان الطرف الثالث:** تبرع طرف ثالث بضمان رأس المال أو الربح: ويقصد بالضمان هنا الالتزام على سبيل

التبرع<sup>4</sup> وذلك من خلال نص نشرة الاصدار على موافقة طرف ثالث خارج عن طرفي العلاقة على ضمان رأس المال أو ضمان نسبة معينة من الأرباح وهذا الطرف قد يكون فردا أو شركة<sup>5</sup>

**4- الاحتياط:** تعتبر آلية تكوين الاحتياط من الآليات التي تصلح للتعامل مع كافة مخاطر الصكوك الإسلامية<sup>6</sup>، وتكوين

الاحتياط رهن تحقيق أرباح، فيمكن تكوين احتياطي معدل الأرباح من دخل أموال المضاربة قبل اقتطاع نصيب المضارب بغرض المحافظة على مستوى معين من عائد الصكوك، كما يمكن تكوين احتياطي مخاطر الاستثمار وذلك باقتطاع جزء

من أرباح حملة الصكوك بعد اقتطاع نصيب المضارب لغرض الحماية من الخسارة المستقبلية التي قد تتعرض

لها الصكوك<sup>1</sup> وقد جاء بقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته الرابعة (المجلد الثالث ص 2164): "ليس هناك ما يمنع شرعا

من النص في نشرة الإصدار على اقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة إما من حصة حملة الصكوك في الأرباح في حالة

<sup>1</sup> محمد سليم وهبة وكامل حسين كلاش "المصارف الإسلامية: نظرة تحليلية في تحديات التطبيق" المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنا 2011 م ، ص 132

<sup>2</sup> أشرف محمد دوايه "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية" مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية: الواقع... وتحديات المستقبل نادي رجال الأعمال اليمني، صنعاء - الجمهورية العربية اليمنية، 21-20 مارس 2010، ص 19

<sup>3</sup> انظر، المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، معيار رقم: 5، ص 50.

<sup>4</sup> حمزة بن حسين الفخر الشريف "ضمانات الصكوك الإسلامية" ندوة "الصكوك الإسلامية عرض و تقويم" يومي 24/25/2010 جامعة الملك عبد العزيز، جدة بالتعاون بين مجمع الفقه الدولي والمعهد الإسلامي للبحوث و التدريب و بنك التنمية الإسلامي، ص 273

<sup>5</sup> علي محي الدين القره داغي "صكوك الاستثمار تأصيلها، وضوابطها الشرعية ودورها في تمويل البنية التحتية والمشاريع الحيوية" [www.qaradaghi.com](http://www.qaradaghi.com)

<sup>6</sup> سليمان ناصر وريعة زيد "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية، دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية" مرجع سابق ذكره، ص 18

وجود تنضيب دوري، وإما من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال".

**5- التنويع** وتقوم هذه الآلية على تنويع استثمارات الصكوك الإسلامية من أجل تخفيض درجة المخاطر دون أن يترتب على ذلك تأثيراً سلبياً على العائد وهو ما يعرف بالتنويع الكفاء<sup>2</sup>، ويختلف التنويع حسب جهة الإصدار، وتنويع تواريخ الاستحقاق، والتنويع القطاعي، والتنويع الدولي.

**6- التحوط:** تقوم تلك الآلية على حماية استثمارات الصكوك الإسلامية من التقلبات خاصة في أسواق الأصول والأسواق المالية ويمكن اعتماد تلك الآلية ضد المخاطر شريطة أن لا يؤخر البدلين الثمن والمثمن حتى لا يكون ذلك من بيع الكالئ بالكالئ المحرم شرعاً و من أمثلة التحوط :

**6-1 التحوط الإقتصادي:** يراد به أساليب التحوط التي لا تتطلب الدخول في ترتيبات تعاقدية مع أطراف أخرى فهو تحوط مفرد يقوم به الشخص الراغب في اجتناب المخاطر وإبراز هذه الأساليب يكون بتنويع الأصول الاستثمارية<sup>3</sup>.

**6-2 التحوط التعاوني:** يمكن للمنشأة الاستفادة من هذا الأسلوب من خلال إنشاء صناديق تعاونية تنشأ لهذا الغرض، وتدار من قبل جهات متخصصة في إدارة المخاطر<sup>4</sup> وتعد آلية من الآليات الإسلامية للحماية ضد المخاطر الائتمانية، ومخاطر الأصول، حيث من خلاله يمكن التأمين على الأصول الاستثمارية<sup>5</sup>.

**6-3 التحوط التعاقدية:** هو من أدوات التحوط القائمة على عقود المعاوضة التي يراد بها الريح مثل عقود المضاربة و البيع الآجل و السلم<sup>6</sup>.

**7- المقايضات المتفقة مع الشريعة الإسلامية:** المقايضة في الأساس هي مبادلة تكاليف استقطاب الأموال على أساس الميزات النسبية، العائد والزمن ومن ذلك مثلاً شراء سلعة مطلوبة للمصرف حالاً مقابل ديون للمصرف على جهة ما.

**8- عقود بيع التوريد مع شرط الخيار لكل من المتعاقدين بالتراجع عن العقد:** بحيث يمكن تحديد سعر أدنى وأقصى

<sup>1</sup> انظر معايير المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2008م، معيار رقم: 11 ، ص 392

<sup>2</sup> زياد الدماغ " مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها" مرجع سابق، ص 13

<sup>3</sup> Sami Al-Suwailem « Hedging in Islamic Finance (French translation)more » sur site: [http://www.academia.edu/attachments/32383984/download\\_file?st=MTQwNjQ4NTI4MSwxMDUuMTA5LjQuMTM3&s=work\\_strip](http://www.academia.edu/attachments/32383984/download_file?st=MTQwNjQ4NTI4MSwxMDUuMTA5LjQuMTM3&s=work_strip) le 27/07/2014 à 19h22 P 95.

<sup>4</sup> زياد الدماغ " مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها" مرجع سابق، ص 14

<sup>5</sup> عيسى ضيف الله المنصور "نظرية الأرباح في المصارف الإسلامية، دراسة مقارنة" دار النفائس ، الأردن ، 2007 م ، ص 402

<sup>6</sup> Sami Al-Suwailem « Hedging in Islamic Finance (French translation)more » sur site: [http://www.academia.edu/attachments/32383984/download\\_file?st=MTQwNjQ4NTI4MSwxMDUuMTA5LjQuMTM3&s=work\\_strip](http://www.academia.edu/attachments/32383984/download_file?st=MTQwNjQ4NTI4MSwxMDUuMTA5LjQuMTM3&s=work_strip) le 27/07/2014 à 19h22 ;P99

مع خيار التراجع خارج مجال الحدود حتى لا يحدث ضررا للطرفين<sup>1</sup>.

**9- بيع العربون:** على مذهب الحنابلة هو عقد بيع وهو سداد جزء من الثمن مع خيار فسخ العقد وترك العربون كجزء مالي و يستخدم ذلك أيضا بديلا عن عقود الخيارات<sup>2</sup>.

**10- توكيل البائع المسلم إليه في عقد السلم بيع السلعة:** بسعر يتفق عليه بحيث يضمن التكلفة وربحا مقبولا للمصرف و ما زاد فالبائع الوكيل أو نسبة كبيرة من الزيادة له، كما أن شرط تسديد الثمن على دفعات في عقد الإستصناع جائز شرعا و يخفف من المخاطر.

**11- القسط الأول من عمليات المرابحة:** سداد مقدم كبير من ثمن شراء السلعة أو ما قد يسمى بهامش الجدية قد يخفف من المخاطر أيضا وفي عقود كثيرة يمكن أن يكون تنازل الدائن (المصرف) عن المتبقى من هامش الربح (في المرابحة مثلا) عاملا لدعم فرص الاستيراد في المواعيد المتفق عليها بإعطاء حافز جيد للمدين في الوفاء بالتزاماته في الميعاد

**12- خيار التحكيم و تسوية النزاعات:** بحيث يتم الاتفاق على طرق سهلة وواضحة و ميسرة لتسوية النزاعات في عقد من العقود بما في ذلك خيارات اللجوء للتحكيم التوافقي.

### المطلب الثالث: إيجابيات المنتجات المالية الإسلامية:

تم تقسيم المطلب الثالث إلى ثلاث فروع حيث خصصنا الفرع الأول إلى مميزات المنتجات المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية، ثم تعرضنا في الفرع الثاني إلى أهمية وضرورة إنشاء سوق المال الإسلامية أما الفرع الثالث تعرضنا من خلاله إلى سوق المال الإسلامي كصمام أمان للأزمات

### الفرع الأول: التميز بين المنتجات المالية الإسلامية والتقليدية

تختلف المنتجات المالية الإسلامية والشرعية عن نظيرتها التقليدية في أنها تتوفر على عنصر الكفاءة الاقتصادية والتي تتحقق بوجود مجموعة من المعايير<sup>3</sup> وهي:

**معيار المديونية:** يقتضي هذا المعيار أن يرتبط نمو المديونية بقيمة السلع والأصول المشكلة للثروة، بمعنى أن الدين الناتج عن سلعة معينة لا يمكن أن يزيد عن قيمتها زائداً هامش الربح، فأى منتج مالي لا يحترم هذه القاعدة يخرج من دائرة المنتجات الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية.

<sup>1</sup> مفتح ، صالح "إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية " مرجع سابق، ص 15

<sup>2</sup> MAHMOUD EL-GAMAL " Finance Islamique : aspects légaux, économiques et pratiques » traduction : Jacqueline HAVERALS ,De Boeck,2010, P 126

<sup>3</sup> صالح صالح وعبد الحليم غربي "دور المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الإستقرار الإقتصادي" الملحق الدولي الثاني "الازمة المالية الراهنة والبدائل المالية و المصرفية:النظام المصرفي الاسلامي أمودجا" يومي 5-6 ماي 2009 المركز الجامعي بجميس مليانة ،معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر، ص-ص 8-9

## الفصل الثالث: الصناعة المالية الإسلامية

**معيار المصالح الشرعية:** يقتضي هذا المعيار أن يقوم التمويل والاستثمار على احترام سلم الأولويات التي ترتبها الشريعة ابتداءً بالضروريات ثم الحاجيات ثم التحسينات، فالأولى بالمؤسسات المالية الاهتمام والتركيز على إقامة المشاريع الهامة وإنعاش القطاعات التي تساهم في تحقيق الصالح العام.

**معيار القيمة المضافة:** يتطلب هذا المعيار أن يكون حاصل القيمة المضافة للتداول موجباً وتنعكس في مجموع الأرباح التي يحققها البائعون، ولهذا يكون في البيع مصلحة للبائع لحصوله على الربح ومصلحة للمشتري الذي ينتفع من السلعة في ذاتها أو من خلال بيعها بثمن أعلى، ليحقق قيمة مضافة أخرى.

**معيار الوضوح و الشفافية :** إن الالتزام بهذا المعيار في المعاملات المالية من شأنه أن يعزز جانب المصدقية فيها وهو ما دعا العديد من مؤسسات الإصدار إلى الحصول على تصنيف ائتماني من مؤسسات التصنيف الائتماني العالمية.<sup>1</sup>

### الجدول رقم 12: الإختلاف بين السندات التقليدية والصكوك الإسلامية

السندات التقليدية	الصكوك الإسلامية
<ul style="list-style-type: none"> <li>• تبادل الأوراق بالنقود</li> <li>• الربا</li> <li>• حقوق المصدر على الدائن</li> <li>• التجارة: بيع الدين (قبوض ربوي)</li> <li>• استعمال رأس المال في الأمور المشروعة وغير مشروعة شرعا</li> <li>• عدم الخضوع للرقابة المركزية مما زاد من حدة الأزمات</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• تبادل الأصول بالنقود</li> <li>• الناتج من الصكوك هو الربح من إيرادات الأصول</li> <li>• ملكية في الحصة التابعة من موحودات الأصول</li> <li>• التجارة - بيع الأصول</li> <li>• استعمال إحصائي للصكوك في المشروعات الموافقة للشريعة</li> <li>• تمتين أخلاقيات الرقابة</li> </ul>

المصدر: الدكتور محمد أكرم لال الدين والدكتور نور الدين غادمون "الصكوك" الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية في المالية الإسلامية ISRA وهيئة الاوراق المالية الماليزية.

**الفرع الثاني: ضرورة إنشاء سوق مالية اسلامية:** بعد سيطرة نظام السوق على آليات الاقتصاد وعلى الرغم من كون مؤشرات تطور الصناعة المصرفية الإسلامية يتوقع لها النجاح دوليا و محليا<sup>2</sup> إلا أنه أصبح من الضروري مواجهة العولة وذلك بإقامة سوق مالية إسلامية والتي تشمل سوق النقد، وسوق الأوراق المالية، علاوة على سوق السلع، وسواء كانت منظمة أم غير منظمة؛ حتى يكفل النظام المالي الإسلامي و يحقق مقاصده، وأهداف المشاركين فيه؛ وذلك يتحقق بتوفير متطلبات النجاح و المثقلة في عدة أنواع من الشروط الأساسية<sup>3</sup> الواجب توفرها في كافة أطراف السوق المالي الإسلامي، وبما يراعي خصوصية كل طرف، والمقصود بأطراف السوق: إدارة وإصدار، وتداول بالإضافة إلى: الهيئات الإشرافية: الهيئة الشرعية، وهيئة الأوراق المالية.

<sup>1</sup> صفية أحمد أبوبكر "الصكوك الإسلامية" بحث لمؤتمر "المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول" دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري ببدي، 31مايو 3 يونيو 2009م، ص 30

<sup>2</sup> محمد سليم وهبة وكامل حسين كلاكش "المصارف الإسلامية : نظرة تحليلية في تحديات التطبيق" مرجع سابق ، ص 231

<sup>3</sup> رائد نصري أبو مؤنس وحديجة شوشان "الشروط المهنية والفنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية" بحث مقدم للمشاركة في المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل

الاسلامي ضمن المحور السادس المعنون ب: تعزيز الأرضية التنظيمية والتشريعية للأسواق والمؤسسات المالية الإسلامية ، ص 4 ، اطلع في 2014/06/01 على

19-41-20-20CHOUCHANE%20C4%BODJA%20CHOUHADANE%20C4%BODJA%20Khadane%20Technical%20and%20Professional%20Conditions.doc



1. الوسطاء الماليون (مصارف وشركات وساطة مالية إسلامية) و(الأصول والأدوات المالية المتداولة في السوق).
2. الجهات المصدرة والمديرة لهذه الأصول والأدوات والأوراق المالية ثم المتعاملون في السوق (المستثمرون والمتحفظون). كما لا يخفى علينا بأن من أشد العقبات في طريق تطوير المصارف الإسلامية هو عدم وجود سوق ثانوية للأدوات المالية الإسلامية و كذلك عدم وجود سوق نقدية إسلامية بين المصارف مما يؤثر على قدرتها التنافسية<sup>1</sup>.

**أولا: تصور لسوق للأوراق المالية الإسلامية:** إن قيام سوق تختص بالأدوات المالية الإسلامية يجب أن يكون وفقا للأحكام الشرعية<sup>2</sup>، والتي تنظم إصدار وتداول الصكوك، والأسهم، وشهادات استثمار وغيرها من الأصول المنضبطة بأحكام الشريعة الإسلامية، كما يتم الالتزام في تداولها بالأحكام والقيم الإسلامية وبصور البيع المقبولة شرعا، والتي تلتزم بالصدق والأمانة، وأن تكون هذه الأسواق منظمة بهيكل تنظيمي، بحيث يتم من خلال هيكلها وضع لجان شرعية من ذوي الإختصاص تقوم بالتحقق من صحة عمل السوق و الأصول و الشركات و المؤسسات التي تطرح أصولا للتداول<sup>3</sup>.

### ثانيا: متطلبات سوق الأوراق المالية الإسلامية

يتطلب قيام سوق للأوراق المالية الإسلامية لتنظيم آلية إصدار الصكوك الإسلامية: تشكل عملية إصدار الصكوك الإسلامية النافذة التي يطل من خلالها المصدرون و وكلائهم على المستثمرين، لذلك لا بد أن تكون على درجة عالية من الدقة والإتقان و حسن الإخراج و ذلك من خلال اعداد التصور والهيكل التنظيمي الذي يمثل آلية الاستثمار بواسطة الصكوك و دراسة المسائل القانونية و الاجراءات التنظيمية و دراسة الجدوى و تضمين كل ذلك في نشرة الإصدار، و كذا تحديد الكيفية التي تسوق بها الصكوك سواء عن طريق الطرح المباشر للجمهور أو عن طريق بيع الصكوك جملة إلى المستثمر الأول الذي قد يكون بنكا أو مجموعة بنوك وذلك من أجل بيعها للجمهور.

### الفرع الثالث: سوق الأوراق المالية الإسلامية كمنهج لمعالجة الأزمات المالية

لقد أثبت المنهج الإسلامي نجاعته في معالجة الأزمات المالية، وهذا لأنه يعتمد على مجموعة من المبادئ المستنبطة من فقه المعاملات<sup>4</sup> بصفة عامة وفقه التعامل في الأسواق بصفة خاصة، وأثبتت أسواق الأوراق المالية الإسلامية قدرتها على مواجهة تلك الأزمات المالية وفقا للمنهج الإسلامي على النحو التالي: القيم الإيمانية: ومنها استشعار الخوف من الله والمحاسبة في الآخرة، القيم الأخلاقية: ومنها الصدق والأمانة والإخلاص والعفو والتسامح والوسطية والوفاء ثم القيم السلوكية: ومنها

<sup>1</sup> محمد عمر شابرا و طارق الله خان "الرقابة و الإشراف على الصارف الإسلامية" المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب ، البنك الإسلامي للتنمية، جدة ، المملكة العربية السعودية 1421هـ/ 2000م ، ص119

<sup>2</sup> برودي نعيمية " التصكيك الإسلامي حجر الأساس لقيام سوق للأوراق المالية الإسلامية " مرجع سابق.ص10

<sup>3</sup> ISLAMIC FINANCIAL SERVICES INDUSTRY DEVELOPMENT" TEN-YEAR FRAMEWORK AND STRATEGIES" A joint initiative of the Islamic Research & Training Institute ,Islamic Development Bank and Islamic Financial Services Board , P40

<sup>4</sup> <http://www.giem.info/article/details/ID/384/print/yes> le 8/8/2014, P4 مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية /

عديلة خنوسة "إيجاد سوق أوراق مالية إسلامية كمنهج لمعالجة الأزمات المالية " مرجع سابق



التعاون والتضامن والأخوة والاستقامة والحلم والرفق.

**أولاً: الضوابط الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية:** إن الاسلام وضع للأسواق المالية من الموازين ما يحقق لها الاستقرار و النماء من خلال ضوابط شرعية تتمثل فيما يلي:

- 1- **حرية المنافسة:** إن التنافس المشروع بين المتعاملين في السوق هو عدم التدخل بفرض سعر معين للسلع المتداولة في الأسواق من حيث التعامل في شريعة الاسلام مبناه الحرية، و ما يتراضى عليه المتعاقدان و في هذا منغ للضرر.
- 2- **الإفصاح:** من وسائل الإفصاح نشر القوائم المالية للشركة<sup>1</sup> وإرسالها للمساهمين والرقابة الخارجية عليها من خلال مكاتب المحاسبة، بيان حجم المبيعات، الطلب الكلي ومشاكل التسويق، كذا بيان هيكل الادارة وصلاحياتها وأساليب اتخاذ المحاسبة، اتخاذ القرار للإئتم للمشروع، ونسب الربحية أو الخسارة وقد حرص الاسلام حرصا بالغاً على الإفصاح<sup>2</sup>
- 3- **تحريم القمار و الربا:** جعل الاسلام المقامرة من حائل الشيطان<sup>3</sup> ومكائده، يظهر الربا في سوق الأوراق المالية بالشراء بالهامشي، وقد حرم الله الربا للأضرار التي تلحق بالمتعامل بها.
- 4- **تحريم النجش:** يظهر في سوق الأوراق المالية عن طريق الاشاعات الكاذبة و الأوامر المتقابلة التي تهدف إلى إيجاد حركة مصطنعة في الطلب والعرض على الأوراق المالية في السوق، واستغلال الظواهر النفسية لجمهور المتعاملين في السوق.
- 5- **تحريم الاحتكار والغرر:** فالاحتكار يظهر من خلال العمليات التي يقوم بها المضاربون عن طريق جمع وحبس الصكوك في يد واحدة ثم التحكم في السوق واستغلال حاجة المتعاملين تعاملًا آجلاً للوفاء بالتزاماتهم عن طريق فرض سعر معد وأما الغرر فيطلق على البيوع التي تحتوي على الجهالة والخداع وتؤدي للغبن<sup>4</sup> كما أن الثمن في العقود الأصلية يؤجل إلى موعد التصفية ولا يدفع في مجلس العقد<sup>5</sup> ويظهر الغرر في سوق الأوراق المالية في العمليات التي تتم في البورصة دون إحضار للأوراق المالية المتداولة .

### ثانياً: إيجابيات ومميزات السوق المالية الإسلامية

- بناءً على ما تم ذكره من أدوات التمويل الإسلامي و تداولها في السوق الإسلامية يتبين لنا الإيجابيات التالية
- لا تتعامل بأدوات الدين وإنما تحفز وتشجع تداول أدوات الملكية بشكل واسع وهي سوق خالية من الاحتكارات و المعلومات المضللة وتنعدم فيها المضاربة على الأوراق المالية و الإشاعات الكاذبة<sup>6</sup>
  - تساهم في تحقيق التنمية الشاملة للبلاد و تقاوم الجشع وتشجيع الربح العادل والحلال

<sup>1</sup> برودي نعية " التصكيك الإسلامي حجر الأساس لقيام سوق للأوراق المالية الإسلامية " مرجع سابق، ص11

<sup>2</sup> محمد عمر شايرا و طارق الله خان "الرقابة و الإشراف على الصارف الإسلامية" مرجع سابق ، ص85

<sup>3</sup> رائد نصري أبو مؤنس وحديجة شوشان "الشروط المهنية والفنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية" مرجع سابق ، ص 15

<sup>4</sup>M.NAIT SLIMANI Mouhand « Finance islamique et capital –risque(capital investissement):perspectives de financement participatif pour la création et le développement des PME » op-cit, P43

<sup>5</sup> برودي نعية " التصكيك الإسلامي حجر الأساس لقيام سوق للأوراق المالية الإسلامية " مرجع سابق، ص12

<sup>6</sup> هناء محمد هلال الحنيطي، مرجع سابق ذكره، ص: 18

-الصكوك تمثل ملكية حصص شائعة في الموجودات عكس السندات الربوية التي يملك حاملها حقوق الورقة المالية فقط دون إستحقاق ثابت في أصل الموجودات قابلة للتداول سواءا يبيعا أو هبة أو رهنا بواسطة المناولة أو الوسائل الإلكترونية -ضبط الإصدار و التداول بطوابط شرعية وضبط عملية التوريق لتكون لأصول عينية تقدم أسلوبا جيدا لإدارة السيولة

### خلاصة الفصل الثالث

لا تختلف الصناعة المالية الإسلامية عن التقليدية من حيث الجوهر وهو الحث على الابتكار والبحث عن قنوات وأدوات جديدة تتماشى والتغيرات السريعة والتطورات التي تحدث في الأسواق المالية، غير أنها تختلف عنها من حيث الوسيلة والغاية والأهداف ذلك لأن الصناعة المالية الإسلامية لا تهتم فقط بالمصالح الشخصية، بل تهتم بالمصالح الشخصية والعامّة ففي الفصل الثالث من بحثنا هذا قدمنا تعريفا علميا للصناعة المالية الإسلامية مما يساعد على استكمال المنظومة المعرفية للصناعة المالية الإسلامية والتي لا تزال بحاجة ماسة إلى إثرائها خاصة بمصطلحات المالية المعاصرة كالمبادئ والأسس والفلسفة والدور والأهمية حتى تواكب كل التطورات العلمية التي تحدث في هذا المجال فالإمام بموضوع الصناعة المالية الإسلامية وتوضيح الدور الذي يمكن أن تلعبه في ابتكار منتجات مالية إسلامية متوافقة مع الشريعة الإسلامية. إذ قدمت الصناعة المالية الإسلامية منتجات متنوعة بين منتجات أصيلة تم استنباطها من الفقه الإسلامي ومنتجات أخرى تقوم على محاكاة المنتجات المالية التقليدية، مع تكييفها وفق ضوابط وأحكام الشريعة فتمثلت في صكوك إسلامية، منتجات تمويلية ومشتقات إسلامية وعقود مالية مركبة وكان أهم ما ميز الصناعة المالية الإسلامية عن نظيرتها هي أنها تجمع بين المصدقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية إلا أنه هناك العديد من التحديات التي تواجه عمليات تداول وإصدار الصكوك الإسلامية من أهمها غياب أدوات لإدارة المخاطر تفي بالمتطلبات الشرعية من جهة، وتحقق ميزة الكفاءة الاقتصادية من جهة ثانية وفي ظل عولمة أسواق المال وزيادة حجم المخاطر وحدتها وسرعة انتقالها، فإن ضرورة إيجاد سوق مالية إسلامية ذات نطاق واسع وإيجاد منهج إسلامي لإدارة المخاطر تبدو جلية.

الفصل الرابع: دور الهندسة المالية في تطوير  
الصناعة المالية الإسلامية في كل من ماليزيا  
و السودان

### تمهيد الفصل الرابع

تطرقنا في الفصل الأول لبعض المفاهيم الأساسية بهدف تبسيط المصطلحات المتعلقة بالهندسة المالية فتعرفنا على التمويل والأسواق المالية ثم حددنا ماهية الهندسة المالية وعلاقتها بالابتكار المالي مستشهدين في ذلك بفلسفتها، حدودها، آثارها استراتيجياتها ومجالات تطبيقها موضحين واقعها ومخاطر التطبيق الخاطئ لها إذ سارعت هذه الأخيرة في تأجيج حدة الأزمات؛ لنقدم بعدها وجهة نظر بعض الباحثين في رؤية مستقبل وآفاق الهندسة المالية و بالاعتماد على آرائهم قدمنا البديل من وجهة نظرنا وهو النظام المالي الإسلامي ولأن موضوع دراستنا هو الصناعة المالية الإسلامية خصصنا الفصل الثاني لدراسة وتحليل منتجات الهندسة المالية التقليدية بهدف التعرف على إيجابيات وسلبيات الهندسة المالية على القطاعات والأسواق المالية أما الفصل الثالث فخصصناه للصناعة المالية الإسلامية و تناولنا فيه تاريخ نشأتها؛ مبادئها منتجاتها وأهدافها بالإضافة إلى عمليات إصدار الصكوك و التحديات التي تحد من انتشارها وإدارة المخاطر المالية غير أن هذه الفصول الثلاثة كلها جوانب نظرية ومن أجل التعرف على الجانب التطبيقي كان الفصل الرابع لدراسة دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية في كل من ماليزيا والسودان ووقع الاختيار عليهما لأن ماليزيا تملك نظاما ماليا متطورا و قويا وهي السبابة في مجال الصناعة المالية الإسلامية أما السودان فأداؤها متوسط وهي أيضا تمتاز بخصوصية تحويل نظامها المصرفي من التقليدي إلى الإسلامي.

نتناول في هذا الفصل تحليل هيكل الصناعة المالية الإسلامية لدولتي ماليزيا و السودان، حيث نقدم من خلال هذا الفصل ثلاث مباحث، المبحث الأول نخصه بدور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية والمبحث الثاني سنتناول فيه تطور الصناعة المالية الإسلامية بماليزيا أما المبحث الثالث سنعرض من خلاله تجربة السودان في الصناعة المالية، ففي البداية نقدم نظرة مختصرة حول النظام المالي ثم أهم منتجات الصناعة المالية الإسلامية الماليزية والسودانية، وذلك من واقع التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية والبنك المركزي السوداني وسوق الخرطوم، كذلك نتناول بالتحليل للحصة السوقية للصناعة المالية الإسلامية خلال الفترة من 2008 إلى 2012 في كلا الدولتين، وذلك من خلال تحليل عدد الصكوك المصدرة، القيمة الكلية للصكوك وحجم التداول ثم نقدم تقويما للتجربتين على حدى.

### المبحث الأول: دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية

تم تقسيم المبحث إلى مطلبين على التوالي: دور الهندسة المالية في تطور حجم الصناعة المالية الإسلامية دور الهندسة المالية في إدارة المخاطر ومناهج تطوير الصناعة المالية الإسلامية.

### المطلب الأول: دور الهندسة المالية في تطور حجم الصناعة المالية الإسلامية

سنحاول بداية في الفرع الأول إلى التطرق لواقع وحجم إصدار الصكوك سواء كانت الإصدارات لقطاعات حكومية أو خاصة وذلك بهدف التعرف على دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية من خلال تطور حجم وإصدار الصكوك وفي الفرع الثاني نقدم حجم إصدارات سوق الصكوك الإسلامية حسب الدول خلال الفترة (2005 إلى سبتمبر 2012) أما في الفرع الثالث قدمنا دور الهندسة المالية في تفعيل وظيفة سوق المال الإسلامية.

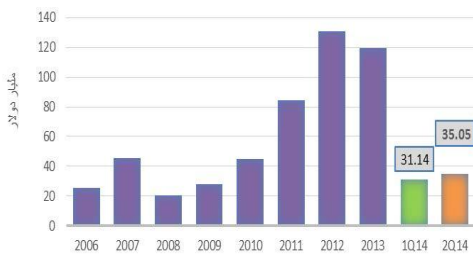
### الفرع الأول: حجم الصكوك الإسلامية:

طرحت الهندسة المالية منتجات إسلامية؛ نالت حصة كبيرة من رؤوس الأموال وذلك بعد اكتشاف عدم مقدرة المنتجات التقليدية على الصمود أمام أزمة 2008 م، حيث كانت بعض المنتجات التقليدية مثل المشتقات من مسببات الأزمة وقد كانت الصكوك الإسلامية أحسن الأدوات بديلا إذ أثبتت الدراسات نموها بشكل كبير ومتسارع، خاصة بعدما تبنت دول غربية غير إسلامية هذه الأدوات.

### أولا: إصدار الصكوك الإسلامية خلال فترة (2005 إلى سبتمبر 2012):<sup>1</sup>

تنامت السوق العالمية للصكوك الإسلامية، خلال الفترة (2005 إلى سبتمبر 2012) ووصل الحجم السوقي لهذه الإصدارات إلى ما يزيد عن 400 مليار دولار أمريكي كما يوضحه الجدول رقم 13 والشكل رقم 9 حيث يظهر وتيرة إصدار الصكوك عالميا

الجدول رقم 13: إصدارات الصكوك عالميا الشكل رقم 9: وتيرة إصدار الصكوك عالميا من 2006 الى منتصف 2014



السنوات	قيمة الإصدارات (بالمليارات دولار أمريكي)
2005	13 150,97
2006	24 816,71
2007	41 350,41
2008	24 546,66
2009	37 632,68
2010	57 821,95
2011	91 357,48
سبتمبر 2012	111 849,26

المصدر: بلومبرج، مجلس الخدمات المالية الإسلامية، النوبة، بيتك للأبحاث

المصدر: سليمان ناصر و ربيعة بن زيد "الصكوك الإسلامية الواقع والتحديات" مجلة الدراسات المالية والمصرفية، العدد الأول 2013، ص 55

<sup>1</sup> سليمان ناصر و ربيعة بن زيد "الصكوك الإسلامية الواقع والتحديات" مجلة الدراسات المالية والمصرفية، العدد الأول 2013، ص 55 و ما فوق

## الفصل الرابع: دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية في كل من ماليزيا و السودان

- يظهر من خلال الجدول و الشكل السابقين أن القيمة الإجمالية (400 مليار دولار أمريكي) توزعت على سنوات الفترة (2005 ، سبتمبر 2012) بوتيرة وأحجام إصدارات مختلفة ومتفاوتة، تميزت بزيادة قيمة إصدارات الصكوك الإسلامية كما سجل عام 2007 م الرقم القياسي في حجم إصدارات الصكوك سنويا في تاريخ صناعة الصكوك الإسلامية انذاك حيث وصل الحجم السوقي للصكوك المصدرة في تلك السنة إلى ما يزيد عن 41 مليار دولار

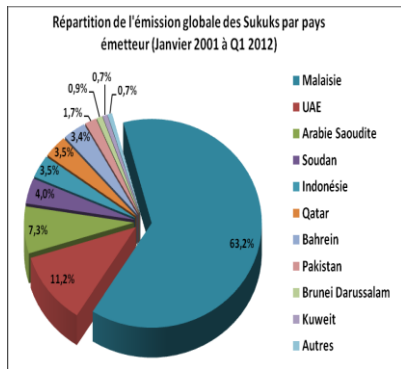
- أما في عام 2008 تراجع إصدار الصكوك الإسلامية بمقدار حوالي 40 % في عام 2008 بقيمة 24.5 مليار دولار<sup>1</sup> بعد إنفجار الأزمة الاقتصادية العالمية 2008<sup>1</sup>

- في عام 2009 تعافت إصدارات الصكوك الإسلامية وأصبحت حوالي 38 مليار دولار أمريكي.
- سجل عام 2010 انطلاقة غير مسبوق في سوق الإصدارات بقيمة 57.8 مليار دولار أمريكي.
- استمر نمو و انتعاش سوق إصدارات الصكوك في عام 2011 بقيمة 91.3 مليار دولار أمريكي
- وواصلت هذه الصناعة نموها في عام 2012 و حققت رقما قياسيا جديدا قدر ب 130.3 مليار دولار أمريكي
- أما عام 2013 تراجعت الإصدارات ب 8.9% عن سنة 2012 حيث قدرت ب 119.7 مليار دولار أمريكي<sup>2</sup>

### الفرع الثاني: إصدارات سوق الصكوك الإسلامية حسب الدول خلال الفترة (2005 سبتمبر 2012):

وصل عدد الدول المصدرة للصكوك خلال هذه الفترة 18 دولة في حين لا تزال هذه الصناعة تتركز في ماليزيا ودول الخليج بالإضافة الى السودان و هذا ما يمكن توضيحه من خلال الجدول رقم 14 والشكل البياني رقم 10 كما يلي:

الجدول رقم 14 حجم إصدارات الصكوك عالميا حسب البلدان الشكل رقم 10 نسبة الإصدارات عالميا حسب البلدان



اجمالي حجم إصدارات الصكوك عالميا حسب البلد خلال الفترة (2005 سبتمبر 2012)

ترتيب البلد	البلد الإصدار	قيمة الإصدارات (بالمليارات دولار أمريكي)	ترتيب البلد	البلد الإصدار	قيمة الإصدارات (بالمليارات دولار أمريكي)
1	ماليزيا	250.953.90	10	الكويت	2.538.00
2	الإمارات المتحدة	38781.96	11	تركيا	2.511.00
3	المملكة العربية السعودية	27300.85	12	سلطنة بروني	2.480.32
4	السودان	27072.45	13	الدول الأخرى المبتدئة	1.616.00
5	قطر	18407.50	14	البحرين	765.67
6	اندونيسيا	16136.44	15	سنغافورة	416.95
7	البحرين	6806.42	16	المملكة المتحدة	265.42
8	باكستان	6182.00	17	اليمن	251.00
9	بنغلاديش	3881.74	18	اليابان	100.00

المصدر : سليمان ناصر و ربيعة بن زيد "الصكوك الإسلامية الواقع والتحديات" مرجع سابق من ص 56

Al-Khawarizmi Group « Une nouvelle alternative de financement pour le Maroc » 28 Décembre 2012, sur site

<http://ifso-asso.com/wp-content/uploads/2013/06/Alkhawarizmi-Sukuk-Report-2013.pdf> , P 15

تظهر ماليزيا دولة رائدة وتتصدر دول العالم في صناعة الصكوك الإسلامية فقد صدر منها ما نسبته 63.2 % من القيمة الاجمالية العالمية لإصدارات الصكوك حسب البلد بقيمة مقدارها 260 مليار دولار أمريكي (2005/2012) و

<sup>1</sup> Abdelbari EL KHAMLICHI ,op-cit,P-P :79-80

<sup>2</sup> -RASAMEEL « 2013 Annual Global Sukuk Report », J A N U A R Y 2 0 1 4, Op-cit, P 2



## الفصل الرابع: دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية في كل من ماليزيا و السودان

لقد شهدت أسواق الصكوك الإسلامية العالمية تطورات<sup>1</sup> هائلة و نمو كبيراً حسب القطاعات وكذلك أنواع الصكوك كما يبين الجدولين رقم 15 و 16 تنوع القطاعات و الأدوات إذ أصدرت الصكوك في أكثر من 9 أنواع في أكثر من 21 قطاع

الجدول رقم 16: نوع الإصدار عالمياً 2012/2005

نوع (صيغة) الإصدار	قيمة الإصدارات (بالمليارات دولار أمريكي)
مرايحة	142 662.30
إجارة	85 251.00
مشاركة	74 071.05
البيع يضمن أجل	48 253.88
هجين	15 970.32
مضاربة	18 741.43
وكالة	13 339.59
إستصناع	3074.65
أنواع أخرى (بيع العينة والدين)	3 164.02
سليم	1996.35

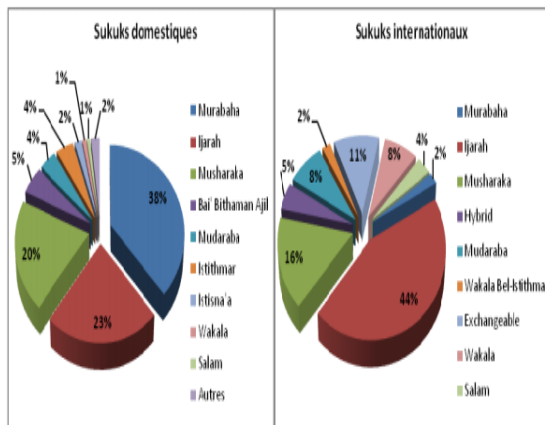
المصدر: سليمان ناصر و ربيعة بن زيد "الصكوك الإسلامية الواقع والتحديات" مرجع سابق ص57

الجدول رقم 15: حجم إصدارات الصكوك حسب نوع القطاع

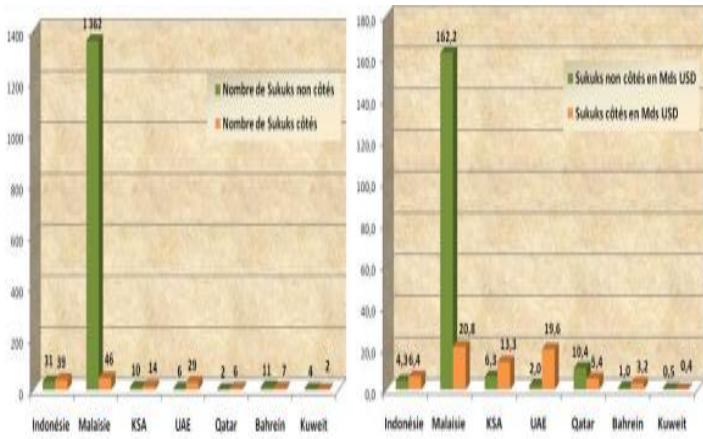
ترتيب القطاع	اسم القطاع	قيمة الإصدارات (بالمليارات دولار أمريكي)
1	القطاعات الحكومية	228 538.38
2	الخدمات المالية	54 828.30
3	التقني	31 355.13
4	الطاقة واستخدماتها	22 708.05
5	العقارات	22 364.44
6	البناء	11 421.92
7	النزول والمقر	11 265.57
8	الاتصالات	5 920.64
9	الخدمات	4 368.83
10	أخرى	1 607.00
11	الزراعة	1 497.70

المصدر: سليمان ناصر و ربيعة بن زيد "الصكوك الإسلامية الواقع والتحديات" مرجع سابق ص59

الشكل 12: نوع الصكوك المصدرة عالمياً و محلياً



الشكل 11: عدد و قيمة الصكوك المسجلة في السوق الثانوي في سبتمبر 2012



SOURCE - IIFM SUKUK ISSUANCE DATABASE (JANVIER 2001 A Q1 2012)

Al-Khwarizmi Group « Une nouvelle alternative de financement pour le Maroc » op-cit, P1

يظهر الشكلين بأن أغلب المعاملات التي تقوم عليها الصكوك الإسلامية تستخدم الإجارة و المرايحة بغرض تجنب المخاطر العالية التي قد تحدث من جراء المشاركة و المضاربة كما تبين بأن ماليزيا الدولة التي راجت فيها الصناعة المالية الإسلامية، لا شك أن الخبرة و تطور قطاعها المالي قد ساعدها كثيراً في الحصول على هذه الوثبة و خاصة خصوبة و تطور سوق رأس المال (السوق الثانوي) وهذا ما يؤكد أيضاً تقرير<sup>2</sup> Financial Market Series, UK.

### الفرع الثالث: دور الهندسة المالية في تفعيل وظيفة سوق المال الإسلامية

إن زيادة حجم و نشاط و كفاءة أي بورصة للأوراق المالية يتطلب ضخ المزيد من الأوراق المالية و المعلومات و دخول عدد

<sup>1</sup> برودي نعيمية " التصكيك الإسلامي حجر الأساس لقيام سوق للأوراق المالية الإسلامية " مرجع سابق ذكره ، ص8

<sup>2</sup> (UKIFS) THE LEADING WESTERN CENTRE FOR ISLAMIC FINANCE ,OCTOBER 2013 sur site : [www.thecityuk.com](http://www.thecityuk.com), P3

كبير من المتعاملين؛ فهي تلعب دورا مهما ومرئوي في كل الدول، حيث تمثل المدخرات المورد الرئيسي اللازم لتحقيق التنمية، وهنا يظهر دور المؤسسات المالية في تكامل نشاطها مع نشاط البورصة في تجميع مصادر التمويل بالاعتماد على الهندسة المالية في إيجاد منتجات مالية تلي حاجات الأعوان وتؤدي دورا مهما في تفعيل سوق الأوراق المالية كالتالي:

**أولا: إدارة مخاطر الإستثمار في سوق الأوراق المالية<sup>1</sup>:**

عن طريق الصكوك الإسلامية يمكن ابتكار طرق جديدة لإدارة المخاطر، وإدارة كل نوع من هذه المخاطر عن طريق عملية التحوط.

### ثانيا: زيادة حجم الإستثمار

تقدم لنا الصكوك فرص تحقيق الإيداعات وزيادة الأرباح من خلال زيادة الفرص الاستثمارية وتنوع المحافظ الاستثمارية للمؤسسات المالية، ودخول المتعاملين في عمليات صناعة السوق، فضلا عن تنوع الخدمات المالية التي تقدم للمتعاملين، الأمر الذي من شأنه أن يزيد عدد المتعاملين مع الجهات التي تقدم هذه الخدمات<sup>2</sup>

### ثالثا: زيادة سيولة سوق الأوراق المالية

يعد التصكيك وسيلة لتحسين السيولة وذلك من خلال قدرته على تحويل الأصول غير القابلة للتسييل أو قليلة السيولة إلى أوراق مالية قابلة للتسييل، الأمر الذي ينجم عنه تحسين السيولة في المحفظة الاستثمارية<sup>3</sup>

### رابعا: سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية

نظراً لمرونة الصكوك وسيولتها الجيدة فهذا يجعلها أكثر جاذبية في تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية<sup>4</sup>

### خامسا: دعم كفاءة سوق الأوراق المالية

تعرف الكفاءة بأنها "السوق التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق وتحليلها وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية"؛ ومن أجل الوصول إلى التخصيص الكفء للموارد المالية فيجب توافر<sup>5</sup>:

1- كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية) ويقصد بها أن تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة، حيث أن المعلومات تصل إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، مما يجعل الأسعار مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة.

<sup>1</sup> هاشم فوزي دباس العبادي " الهندسة لمالية و ادواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية" مرجع سابق، ص 110

<sup>2</sup> نورين بومدين "منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية" بحث مستل من أطروحة دكتوراه ، منشور : مجلة دورية نصف سنوية، م5، العدد 10، تصدر عن كلية الإدارة و الاقتصاد، جامعة حسنية بن بوعلي بالشلف / الجزائر، ص134

<sup>3</sup> أكرم لال الدين و سعيد بوهراوة "ادارة السيولة في المصارف الإسلامية" مرجع سابق، ص 18

<sup>4</sup> منير ابراهيم "الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات الجزء 2" مرجع سابق، ص 23

<sup>5</sup> أحمد طرطار "دور الصكوك الإسلامية في تقديم بدائل الاقراض والتمويل لتحقيق التنمية" بحث مقدم الى المؤتمر الدولي حول "منتجات و تطبيقات الابتكار المالي و الهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية، يومي 6/5 ماي 2014 م الموافق ل 6/5 رجب 1435 هـ، بالتعاون بين جامعة سطيف، الجزائر و ISRA، ص15



2- كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية) ويقصد بها قدرة السوق على إحداث التوازن بين الطلب والعرض، وذلك في ظل وجود تكاليف منخفضة، مع سرعة التداول وكبر حجمها.

و نخلص إلى أن الصناعة المالية الإسلامية يمكنها رفع مستوى كفاءة الأسواق المالية، ذلك لأنها تبتعد على الغش والغرر والغبن والمجازفات الهدامة التي تلعب دورا سلبيا في تحقيق التخصيص الأمثل للموارد وتوجيهها إلى الاستثمارات المنتجة الحقيقية، وتقليل حدة المضاربات وتلقي دائرة من الاهتمام المتوازنة والمتكافئة بين السوقين الأولى والثانية، كما أن ازدياد كميتها ونوعيتها سيكون له بالغ الأثر في زيادة درجة عمق السوق واتساعها، هو ما يصب في بوتقة تغطية الاحتياجات التمويلية والاستثمارية وتغطية عجز السيولة.

### المطلب الثاني: دور الهندسة المالية في إدارة المخاطر ومناهج تطوير الصناعة المالية الإسلامية

يبرز التوجه العالمي نحو الصكوك الإسلامية مدى أهمية الدور الملحق على عاتق الهندسة المالية الإسلامية للتعامل مع إشكالية مخاطر تلك الصكوك سواء من خلال تجنبها أو توزيعها أو قبولها باعتبار أن المحافظة على المال وتنميته مقصد أساسي من مقاصد الاستثمار في الشريعة الإسلامية.

يمكننا عموماً تقسيم استخدامات الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر إلى قسمين، الأول منها يستخدم عقود تقليدية إسلامية (عقود مسماة في الفقه الإسلامي) والثاني يستخدم العقود المستحدثة (مثل المشتقات الإسلامية والتوريق) وهي التي ما يزال الجدل قائماً حول مدى مشروعيتها.

### الفرع الأول: استخدام عقود تقليدية إسلامية:

تحوي عقود التمويل الإسلامية أساليب لإدارة المخاطر يمكن أن تمثل صناعة مالية إسلامية إذا تم استخدامها بطريقة تتوافق والتطورات التي تعرفها المعاملات المالية، ونذكر منها:

### أولاً: البيع الحال:

وذلك بشراء جميع الاحتياجات المستقبلية حالا ودفع قيمتها نقداً واستلامها وتخزينها، إن هذه الطريقة قد لا تكون ممكنة أو تكون ممكنة بتكلفة مرتفعة وذلك لأنه قد لا تتوفر جميع الاحتياجات حالا أو خاصة المنتجات الموسمية كما قد لا تتوفر السيولة لشراء الاحتياجات حالا وهذا يؤدي إلى تكاليف إضافية يتحملها المشتري مثل تكلفة التخزين للسلع وتكلفة الفرصة البديلة<sup>1</sup> لثمن السلعة المخزنة التي سوف لن يحتاجها إلا في المستقبل<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> عبد الكريم أحمد قندوز "إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية: مدخل الهندسة المالية" مرجع سابق ذكره، ص 18

<sup>2</sup> بدر الدين قرشي مصطفى "التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية" مرجع سابق، ص 13

ثانيا: بيع السلم:

وهنا يتم شراء احتياجاته المستقبلية ولكن بثمن حال، وبالتالي يحقق بيع السلم التحوط المطلوب بتثبيت ثمن الشراء المستقبلي<sup>1</sup>، ولكن فقط لمن يستطيع أن يقوم بسد حاجة البائع للتمويل ويعتبر عقد السلم صيغة لمعالجة مخاطر الأسعار، فعند بيع سلعة موصوفة في الذمة فإن البائع ينقل المخاطرة إلى من هو أقدر على التعامل معها.

ثالثا: البيع مع استثناء المنفعة: وهي من أبسط أدوات الحماية من المخاطرة المتعلقة بالأعيان، سواء مخاطرة تلفها أو تغير قيمتها، فإذا أراد المسطر الحصول على عائد من عقار مثلا، وتقليل المخاطر السوقية، فيمكنه بيع عقار بثمن مؤجل مع استثناء منافع العقار مدة العقد<sup>2</sup>.

### الفرع الثاني: استخدام المنتجات المستحدثة للهندسة المالية الإسلامية

لا يوجد منهج واضح لإدارة المخاطر بهذه المؤسسات، لكن هناك بعض الاستخدامات التي يطورها الباحثون والعاملون في مجال الصيرفة والتمويل الإسلامي لإدارة المخاطر، نذكر من بينها<sup>3</sup>:

#### 1- المشتقات المالية الإسلامية ودورها في إدارة المخاطر:

يمكن استخدام عقود المشتقات المالية في إدارة المخاطر (شرط أن تكون السوق المالية التي تتداول ضمنها هذه العقود سوقا مالية إسلامية) والتحوط باستخدام المشتقات الإسلامية (عقد السلم، الخيار الشرعي) يعتبر عقد السلم من أنسب العقود لتحقيق وظيفة التحوط<sup>4</sup>، حيث يمكن للمؤسسة الإسلامية من تمويل النشاطات الزراعية والتجارية على النطاق الفردي و نطاق المشاريع الكبيرة، وتكون مصلحة المؤسسة الحصول على موارد آجلة بسعر عاجل رخيص نسبيا ثم يقوم بعد قبضها بتسويقها بثمن الحاضر أو المؤجل<sup>5</sup> أما الخيار الشرعي يمكن أن يستخدم للتحوط ضد مخاطر عدم الوفاء بالوعد من قبل مشتري السلعة بالمراجعة من خلال الاتفاق مع البائع على مدة خيار معلومة للسلعة عند شرائها، وهو ما يعرف بخيار الشرط طالبت تلك المدة أم قصرت.

#### 1 1 التحوط ضد مخاطر سعر الصرف: كما يمكن التحوط ضد مخاطر سعر الصرف من خلال العمل على توحيد

<sup>1</sup> DOUAR BRAHIM et ARKOUB OUALI «Application et innovation en ingénierie financière islamique » Op.cit. P105

<sup>2</sup> بدر الدين قريشي مصطفى " التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية " مرجع سابق ، ص 14

<sup>3</sup> عبد الكريم أحمد قندوز "إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية:مدخل الهندسة المالية" مرجع سابق ذكره ، ص 19

<sup>4</sup> [http://www.giem.info/article/details/ID/384/print/yes le 8/8/2014, P2](http://www.giem.info/article/details/ID/384/print/yes%20le%208/8/2014) مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية/

" أستاذة بكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بجامعة الشلف - الجزائر "إيجاد سوق أوراق مالية إسلامية كمنهج لمعالجة الأزمات المالية عديلة خنوسة

<sup>5</sup> FRANCOIS GUERANGER « Finance Islamique: une illustration de la finance éthique » Dunod, Paris, 2009/P-P 163-164

عملة التوظيف مع عملة إصدار الصكوك قدر الإمكان، واختيار العملات المستقرة للتعامل<sup>1</sup>، وكذلك إجراء قروض متبادلة بعملات مختلفة بدون أخذ فائدة أو إعطائها

### 1-2 بيع دين السلم (أو التوريق الإسلامي)، ودوره في إدارة المخاطر:

من الممكن تسجيل الديون السلعية بصورة يوافق عليها جميع الأئمة ( فالهندسة المالية الإسلامية كما رأينا من قبل تهدف إلى الابتعاد قدر الإمكان عن الخلاف الفقهي دون فارق كبير بالنسبة للمنتج، فيمكن للدائن ( حامل سند دين السلم ) أن يبيع سلما مواز للأول، بنفس المواصفات والشروط ويمكن أن يضاف إلى ذلك اعتبار الدين رهناً للسلم الموازي فإذا صح اعتبار السلم الأول رهلاً للسلم الثاني<sup>2</sup> صار الدينان متقاربين في درجة المخاطرة ومتماثلين في الخصائص الأخرى فللعقود المتوازية: كأن يشتري المصرف مرابحة و يبيع المرابحة؛ و ينطبق ذلك السلم الموازي و الإستصناع الموازي<sup>3</sup>.

### 1-3 إدارة مخاطر عدم السداد أو المماطلة في الدفع في عقود المرابحة للآمر بالشراء :

يقترح بهذا الخصوص أ.د أحمد بن علي السالوس الحل التالي<sup>4</sup>:

- عند عجز المدين (المشتري) عن الدفع، وعلم المصرف بهذا، يمكنه أن يدخل مع هذا المدين في شركة بقيمة الدين.  
- اللجوء إلى إعادة الاتفاق على نسبة الربح، بحيث تزيد هذه النسبة لصالح المصرف تبعاً للزمن الذي يتأجل إليه الدفع  
تمكنت الهندسة المالية التقليدية من إيجاد مناهج وأدوات ووسائل مختلفة للحد من المخاطر المحيطة بها ذلك لأن المخاطر جزء لا يتجزأ من النشاط الاقتصادي<sup>5</sup>؛ غير ان المخاطر التي تواجه الصناعة المالية الإسلامية أكثر من أية مخاطر تواجهها النشاطات الاقتصادية الأخرى؛ فمن جهة يتطلب أن تكون أدوات إدارة المخاطر متوافقة مع موجهاً الشرع الإسلامي الخفيف، ومحققاً للكفاءة الاقتصادية من جهة أخرى وهذا يعني أنه يحتاج على المناهج الإسلامية لإدارة المخاطر أن تحقق على الأقل نفس المزايا الاقتصادية التي تحققها الأدوات التقليدية لهذا تتناولنا المدخل الحديث لإدارة المخاطر وهو مدخل الهندسة المالية<sup>6</sup>.

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

اكتفت الهندسة المالية الإسلامية بإدخال تعديلات على المنتجات المالية التقليدية، لتصبح أكثر إيفاء بالمقاصد و

<sup>1</sup>TARIQULLAH KHAN et HABIBE AHMED "La gestion des risques : analyse de certains aspects lies a l'industrie de la finance islamique" Op -cit, P158

<sup>2</sup> MAHMOUD EL-GAMAL " Finance Islamique : aspects légaux, économiques et pratiques » Op-cit, P116

<sup>3</sup> أسامة يوسف الجزائر "العقود الأجلة في الإقتصاد الإسلامي البديل" رسالة ماجستير، كلية الشريعة والقانون، قسم الفقه المقارن، غزة، فلسطين، 1430هـ- 2009؛ ص 64

<sup>4</sup> أسامة يوسف الجزائر "العقود الأجلة في الإقتصاد الإسلامي البديل" مرجع سابق، ص 42

<sup>5</sup> Mohamed Ali M'rad « LES RISQUES DE MARCHE EN FINANCE ISLAMIQUE » Paris, January 28th, 2010, P33

<sup>6</sup> عبد الكريم أحمد قندوز "إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية: مدخل الهندسة المالية" الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية العدد 8 ص-12

[http://www.univ-chlef.dz/RATSH/REACH\\_FR/Article\\_Revue\\_Academique\\_N\\_09\\_2013/article\\_02.PDF](http://www.univ-chlef.dz/RATSH/REACH_FR/Article_Revue_Academique_N_09_2013/article_02.PDF)

الضوابط الشرعية، ولعل السبب الرئيسي في ذلك، هو أن تطبيق الهندسة المالية الإسلامية و عملية تنميتها أقيمت على عاتق البنوك، الأمر الذي أنجر عنه تجاهل كلي لحقيقة مفادها، فعمل البنوك لا يتم إلا بتوفر إطار متكامل تتفاعل ضمنه كل من البنوك، المؤسسات المالية، السوق المالي، البنك المركزي، المتعاملين الاقتصاديين وعليه فان عملية إخراج المنتجات المالية الإسلامية من نطاق التقليد إلى نطاق الابتكار، مرهون بتكاتف جهود كل الأطراف المتدخلة في المنظومة السابقة، و خاصة بعدما توضح أن تقييد المنتجات المالية الإسلامية بالرباط الديني لا يعتبر عائقا في حد ذاته، بل على العكس يمكن استخدامه كميزة لجلب رؤوس الأموال من العملاء المسلمين وغير المسلمين، لاسيما بعد فقدانهم الثقة بالنظام المالي التقليدي ومنتجاته في ظل الأزمة المالية العالمية الحالية.

إن ما يجمع عليه خبراء المصرفية الإسلامية هو ضرورة إتباع المنهج الابتكاري الذي يمكن المؤسسات الإسلامية على اختلاف أنواعها من مواكبة التطورات السريعة التي تشهدها الساحة المالية، و إيجاد منتجات ذات مصداقية شرعية وكفاءة اقتصادية وللوصول إلى هذا الهدف تتبنى المؤسسات المالية الإسلامية مجموعة من المناهج والإستراتيجيات في إطار تطوير منتجاتها، وهذا ما سيتم التطرق إليه ضمن النقاط التالية :

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

يمكن أن يكون للهندسة المالية الإسلامية عدة مداخل، وهي تتعدد تبعا للطرق الممكن استخدامها من طرف المؤسسات المالية الإسلامية في إقامة هذه الهندسة، لكنها في الغالب لا تخرج عن المناهج الثلاثة التالية:

**أولا: منهج المحاكاة:** يعتمد هذا الأسلوب على تقليد المنتجات المالية التقليدية مع توسيط السلع، وإدراج بعض الضوابط الشرعية عليه، حيث تكون نتائجه محددة مسبقا ويؤدي إلى الآثار نفسها التي يؤدي إليها ذاك المنتج، وما يميز هذا الأسلوب أنه سهل في تطبيقه ويوفر الكثير من الجهد والوقت في عملية البحث والتطوير<sup>1</sup>، وهو الأسلوب الأكثر ممارسة في واقع الصناعة المالية الإسلامية ورغم المزايا التي يتمتع بها هذا الأسلوب إلا أن له من السلبيات التي نوردتها في النقاط التالية:<sup>2</sup> تبعية الصناعة المالية الإسلامية لنظيرتها التقليدية يفقدها شخصيتها وخصوصيتها وفلسفة عملها -تقليد جميع المنتجات الرائدة في السوق لن يكون بأي شكل من الأشكال في صالح الصناعة المالية الإسلامية، لذا عليها أن تقتبس تلك التي تتلاءم وفلسفة العمل المالي الإسلامي ومبادئه.

**ثانيا: منهج التحوير:** تعتمد هذه الإستراتيجية بشكل كبير على منتجات مالية شرعية للوصول إلى منتجات جديدة،

<sup>1</sup>Munawar Iqbal; Ausaf Ahmad et Trikllah Khan "DEFIS AU SYSTEME BANCAIRE ISLAMIQUE" Institut islamique de recherche et de formation, Banque Islamique de Développement ,P42 consulté le 09/08/2014 à 18h00 <http://www.irtipms.org/PubText/128.pdf>

<sup>2</sup> عبد الحليم غربي "الابتكار المالي في البنوك الإسلامية: واقع وآفاق" مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، العدد 9، 2009، ص 234.

فيمكن الانطلاق من منتج واحد للحصول على منتج جديد، أو البدء بمنتجين أو أكثر للوصول إلى منتج واحد، يؤدي هذه الطريقة إلى اشتقاق العديد من المنتجات المقبولة والتي يبقى فقط إعادة النظر في جوانبها الشرعية لأنه ليس بالضرورة أن نصل إلى منتج يراعي ضوابط الشريعة الإسلامية حتى ولو كل الأصل حالاً<sup>1</sup>

**ثالثاً: منهج الأصالة والابتكار:** هذا المنهج يتطلب دراسة مستمرة لاحتياجات العملاء، والعمل على تطوير الأساليب التقنية والفنية اللازمة لها، وذلك لضمان الكفاءة الاقتصادية ووضع أسس واضحة لهندسة مالية إسلامية مستقلة عن الهندسة المالية التقليدية.

لا ريب أن هذا المنهج أكثر كلفة من التقليد والمحاكاة، لكنه في المقابل أكثر جدوى وأكثر إنتاجية و يحافظ على أصالة المؤسسات المالية الإسلامية، كما يسمح لها بالاستفادة من منتجات الهندسة المالية التقليدية ما دامت تفي بمتطلبات المصادقية الشرعية، ويساعد ذلك على استكمال المنظومة المعرفية للصناعة المالية الإسلامية<sup>2</sup>، فمن المهم على المؤسسة الإسلامية أن تفرق بين الحاجة و الوسيلة، هذه الأخيرة التي تعتبر سبباً للوصول إلى الحاجة، فالسبل والخدمات تعتبر حاجة فيما تمثل النقود وسيلة لتلبيتها<sup>3</sup>

### الفرع الثاني: إستراتيجيات تطوير الصناعة المالية الإسلامية:

إن الصناعة المالية الإسلامية مطالبة الآن أكثر من أي وقت مضى بوضع إستراتيجية فعالة وواضحة تقوم على منهج علمي وعملي رصين مستمد من ثوابتها ويتلاءم مع طبيعتها الاستثمارية القائمة على تحمل المخاطر<sup>4</sup>، وهذا يتطلب دراسة مستمرة لاحتياجات السوق<sup>5</sup>، وذلك لضمان الكفاءة الاقتصادية للمنتجات المالية، كما تتطلب وضع أسس واضحة مستقلة عن الصناعة المالية التقليدية ، مما يساعد استكمال المنظومة المعرفية للصناعة المالية الإسلامية بالتعاون مع المؤسسات التي تمثل البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية وتفعيل دورها في الصناعة المالية مثل مجلس الخدمات المالية والمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية وغيرها في مجال التطوير والابتكار<sup>6</sup> وكل هذا يتطلب عنصر بشري

<sup>1</sup> سامي بن ابراهيم السويلم " النحوظ في التمويل الإسلامي "، مرجع سابق ص ص: 130-131.

<sup>2</sup> خنيوة محمد الأمين وحنان علي موسى "منتجات الهندسة المالية الإسلامية: الواقع و التحديات و مناهج التطوير" مرجع سابق ذكره ، ص 25

<sup>3</sup> سامي بن ابراهيم السويلم " النحوظ في التمويل الإسلامي " مرجع سابق ، ص: 133.

<sup>4</sup> محمد عمر جاسر "نحو منتجات مالية إسلامية" المحور الثالث: صيغ التمويل الإسلامية وتطوير المنتجات (الخدمات) الإسلامية ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر المصارف

الإسلامية اليمنية المقام تحت عنوان "الواقع .. وتحديات المستقبل"، تنظيم نادي رجال الأعمال اليمنيين 20-21 مارس 2010 صنعاء ، الجمهورية العربية اليمنية ص 10

<sup>5</sup> قندوز عبد الكريم ومداني أحمد "الأزمة المالية واستراتيجيات تطوير المنتجات المالية الإسلامية محور المشاركة: المحور الثالث: المنتجات المالية الإسلامية بين التنوع والقدرة على التطور" الملتقى الدولي الثاني: "الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية والمصرفية" النموذج المصري الإسلامي نموذجاً للمركز الجامعي بخميس مليانة (عين

الدفلة) [www.kantakji.com/media/4574/000019.do](http://www.kantakji.com/media/4574/000019.do) ص 15

<sup>6</sup> حنان العمراوي "فاعلية الهندسة المالية الإسلامية في تحقيق التنمية المستدامة" بحث علمي مقدم إلى الملتقى الدولي: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد

الإسلامي جامعة قلمة 04/03 ديسمبر 2012 من 289 إلى 314، ص 305

مؤهل ،وبالتالي المساهمة في تنمية الموارد البشرية لتحقيق التنمية المستدامة وتمثل أهم هذه الاستراتيجيات فيما يلي:<sup>1</sup>  
أولاً: إستراتيجية الخروج من الجدل الفقهي: هناك أسباب موضوعية علمية أوجدت هذا الخلاف مثل اختلاف الزمان والمكان والظروف للوقائع محل البحث الفقهي، لكن وجد في التاريخ الإسلامي وللأسف الكثير من الحالات من التعصب والتشدد وتسفيه الآخر بسبب الخلاف الفقهي<sup>2</sup> مما جعل جهود الفقهاء تنصب في الرد على المذهب الآخر وليس التوفيق مع المذهب الآخر أو إيجاد حلول للخروج من الخلاف الفقهي، وعلى الرغم من أن الخلاف الفقهي يعتبر من بين الظواهر الإيجابية في الفقه الإسلامي، لأنه وجد سبب اختلاف الزمان والمكان والظروف، إلا أنه كذلك يعتبر من بين نقاط الضعف التي تحول دون وجود معايير موحدة للعمل المالي الإسلامي.<sup>3</sup>

تفعيل دور الرقابة الشرعية في عملية تطوير المنتجات والمتابعة المستمرة لعمليات التنفيذ والعمل على تجميع الجهود وتضافرها لوضع معايير شرعية موحدة للصناعة المالية الإسلامية<sup>4</sup> وهذا من شأنه أن يقدم رؤية واضحة للضوابط الشرعية للمنتجات المالية الإسلامية ويعزز ثقة الجمهور والمساهمين بها.

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 لأن المنافسة وعدم وجود فوارق جوهرية بين المنتجات المالية التي تطرحها المؤسسات التقليدية بشكل عام تجعل الطلب على هذه المنتجات مرناً جداً، أي أن هذه المنتجات النمطية تتسم بمخاطر السوق العالية لحساسيتها لأي تغير في السوق

ثالثاً: إستراتيجية الانفاق مع السياسات والتشريعات الحكومية: عمل المؤسسات المالية الإسلامية في بيئة تحكمها القوانين والتشريعات والسياسات الحكومية<sup>5</sup> وحتى لا تكون عائقاً لها يجب عليها العمل على تحقيق مصلحة الفرد والمجتمع في شتى مجالات الحياة وجعل مصلحة المجتمع متطابقة مع مصلحة الفرد وهذا يتطلب من الهندسة المالية استحداث منتجات مالية تفي بالاحتياجات التمويلية والاستثمارية، مع الحرص على مراعاة تحقيق الهدفين السابقين، وعدم الخروج عنهما، والعمل بقاعدة الفقهية "لا ضرر ولا ضرار"

– العمل على إنشاء سوق مالية إسلامية تضمن تسويق مؤسسات الصناعة المالية الإسلامية منتجاتها من خلالها، وتأمين

<sup>1</sup> أحمد محمد نصار " استراتيجيات الابتكار المالي في المصارف الإسلامية"، متوفر على الموقع يوم 2014/06/04 على 11 سا 15د:

<http://islamfin.go-forum.net/t61-topic>

<sup>2</sup> Ahmed CHAKIR et Ali KAFOU « L'ingénierie financière islamique : entre les contraintes de développement et les risques de dérive » op –Cit ; P6

<sup>3</sup> أحمد محمد نصار " استراتيجيات الابتكار المالي في المصارف الإسلامية"، مرجع سابق ذكره <http://islamfin.go-forum.net/t61-topic>

<sup>4</sup> Yahia ZAHIRI « Les défis de la finance islamique » Dossiers de Recherches en Economie et Gestion, Dossier Spécial, Juin 2013, P-P (78-106) , P92 <http://www.redoreg.com/Tcomplet/ZAHIRI.pdf>

<sup>5</sup> Mohammed Boudjellal « Les acquis et les défis de la finance islamique » Séminaire international sur: Les services financiers et la gestion des risques dans les banques islamiques, Université Frehat Abbas – Sétif – Algérie, 18 – 20 avril 2010, P 6

السيولة اللازمة لها حيث أن هذه المؤسسات تواجه تحديات كبيرة وعوائق عديدة في تسويق منتجاتها وإيجاد التمويل المناسب لها من خلال الأسواق التقليدية وتفعيل دور مؤسسات البنية التحتية في الصناعة المالية الإسلامية مثل مجلس الخدمات المالية الإسلامية والمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية وغيرها في مجال التطوير والابتكار<sup>1</sup>

- تأسيس مراكز مختلفة داخل المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، ومن هذه المراكز: مركز الرصد والتواصل المالي الإسلامي<sup>2</sup> (مع العملاء والجمهور)، ومركز اعتماد التدريب المالي الإسلامي، ومركز المنتجات المالية الإسلامية، ومركز المعلومات والدراسات المالية، بالإضافة إلى تأسيس الهيئة الشرعية لتكون المرجعية العليا وسيساهم ذلك في نمو هذه الصناعة المالية الإسلامية من خلال تشجيع خدمات البحوث والتطوير وتسجيل المنتجات وضمان جودتها الفنية والشرعية وحمايتها والحفاظ على سلامة منهجها ومسيرتها على الصعيدين النظري والتطبيقي، إلى جانب التعريف بخدمات هذه الصناعة، ونشر المفاهيم والقواعد والأحكام والمعلومات المتعلقة بها.

رابعا: إستراتيجية التميز في خدمة المجتمع: يعتبر القطاع الخيري جزءا لا يتجزأ من الاقتصاد الإسلامي فهو خاصية تميز المؤسسات المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية، لذا وجب عليها مراعاة خدمة المجتمع في هذا الجانب وذلك من خلال تقديم منتجات مالية تلبي هذه الحاجة، والاستفادة من الأفكار الواردة في مباحث الزكاة والوقف والصدقات في المدونات الفقهية، وكيفية تطبيقها على أرض الواقع، مثل إدارة صناديق الزكاة.

- تشجيع البحث العلمي وتخصيص عوائد مالية من أرباح المنتجات المالية لأغراض الدراسات والبحوث العلمية التي تهدف لتطوير المنتجات<sup>3</sup>

- الوصول في تكلفة الإنتاج إلى أدنى مستوياتها لتحقيق ميزة تنافسية على مثيلاتها التقليدية.

- تدريب وتأهيل العاملين في تشغيل هذه المنتجات حيث تلعب خبرة هؤلاء الموظفين دوراً مهماً في تقليل المخاطر ويؤدي فهمهم الدقيق لطبيعة المنتج إلى الاحتراز من الوقوع في المخالفات الشرعية وفهم أكبر لمتطلبات التطوير.

وهكذا نكون قد وضعنا دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية و ذلك بطرح منتجاتها والتي قسمناها إلى منتجات مستمدة من واقع الشريعة الإسلامية والمعاملات الإسلامية القديمة وأخرى تقوم على محاكاة المنتجات التقليدية مع تكييفها الفقهي وفق الشريعة الإسلامية غير أن هذه المنتجات تعاني من عدة معيقات منها إدارة المخاطر و عدم وجود سوق ثانوية وبهذا حددنا متطلباتها وسبل تفعيلها كما تناولنا معايير التميز بين المنتجات الإسلامية ونظيرتها التقليدية ثم قدمنا إستراتيجيات تطويرها بالاعتماد على البحوث السابقة في هذا المجال.

<sup>1</sup> Yahia ZAHIRI « Les défis de la finance islamique » Op-cit , P 93

<sup>2</sup> نخوخة، المجلس العام للبنوك الإسلامية يضع استراتيجية طموحة لدعم صناعة المصرفية الإسلامية، جريدة الشرق الأوسط، العدد 10654، 29 يناير 2008.

<sup>3</sup> محمد عمر جاسر "نحو منتجات مالية إسلامية" مرجع سابق ذكره، ص 11



### المبحث الثاني: تجربة ماليزيا في الصناعة المالية الإسلامية

شهد الاقتصاد الماليزي فترة نوعية خلال النصف الثاني من القرن العشرين، حيث ساهمت عدة ظروف بالنهوض بالاقتصاد المحلي للوصول به إلى مصاف اقتصاديات الدول المتقدمة<sup>1</sup>، وتعد التجربة الاقتصادية الماليزية بالحديثة نسبيا، غير أن نموذجها في تحقيق التنمية الاقتصادية لبلاذها جديرة بالدراسة، ومما يلجّب الانتباه هو اعتماد ماليزيا على مبادئ الاقتصاد الإسلامي حيث بدأت ظواهره مع فكر صندوق الحج (تابون حاجي)<sup>2</sup> ثم بدأ العمل بعد ذلك على تطوير وسائله وأدواته، مما كان له الأثر الإيجابي في دخول ماليزيا لمرحلة جديدة من النمو والتطور.

إن سوق الأوراق المالية الماليزية من الأسواق المالية الناشئة؛ الرائدة في إصدار الأدوات المالية المبتكرة وخاصة منها المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وهذا ما يجعلها ضمن الأسواق القليلة التي تحظى بالاهتمام والمتابعة، لما تقدمه من تطور مستمر في الأدوات والعمليات المالية الإسلامية المستحدثة، سيتم تقسيم المبحث إلى ثلاث مطالب فالأول منها نخص به النظام المالي في ماليزيا والمطلب الثاني نتحدث فيه عن سوق الأوراق المالية المزدوجة في ماليزيا أما المطلب الثالث سنقدم من خلاله تقيما للصناعة المالية الإسلامية في ماليزيا.

### المطلب الأول: النظام المالي الماليزي:

يشكل النظام المالي العصب النابض في الاقتصاد الماليزي وخاصة النظام الإسلامي ولذلك سوف نركز عليه في تناول مفردات هذا المطلب فهيكّل النظام المالي الماليزي يتميز بالازدواجية نظام تقليدي وآخر إسلامي وهو نظام يتكون من مؤسسات تتفرع بدورها إلى قطاع مصرفي وآخر غير مصرفي فالمؤسسات المصرفية تضم: بنوك الاستثماري (بنوك التاجر وشركات التمويل) والبنوك الإسلامية والتجارية وقطاع غير مصرفي يشمل المؤسسات المالية غير المصرفية وسوق المال وسوف نتعرض لهذه الأدوات بعد عرض نبذة مختصرة عن مراحل تطور الاقتصاد الماليزي ثم نتناول المؤسسات المالية بعد تقديم سوق المال في ماليزيا.

### الفرع الأول: التطور الاقتصادي في ماليزيا:

استطاعت ماليزيا أن تحقق طفرة نمووية، استحققت عن جدارة أن يطلق عليها "معجزة"، فقد استطاعت أن تتحول من مجتمع زراعي متخلف بعد الاستقلال عن بريطانيا عام 1957<sup>3</sup>، إلى مجتمع متطور صناعيا؛ فضلاً عن نجاحها في القضاء على الصدمات العرقية التي حدثت في أواخر الستينات بين الملايو والصينيين، حيث عملت على خلق تجانس واستقرار وطني بين العرقيات الموجودة بأرضها.

<sup>1</sup> عبد الرحمان بن سانية « قراءة في بعض تجارب الانطلاق الاقتصادي بالدول النامية» مجلة الواحات للبحوث و الدراسات العدد 11 لسنة 2011 ، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير المركز الجامعي بغرداية ، الجزائر ، ص60 ، من ص 59 ال ص 92.

<sup>2</sup> Islamic financial services industry development, A joint initiative of the Islamic Financial Services Board Islamic Research & Training Institute Islamic Development Bank P3

<sup>3</sup> Amhid Ali and others « ISLAMIC FINANCE INSTRUMENTS AND MARKETS », Qatar center authority ; Bloomsbury ,2010,P 193



وما يلفت الانتباه اعتماد ماليزيا على مبادئ الاقتصاد الإسلامي والعمل على تطوير وسائله وأدواته، مما كان له الأثر الإيجابي في دخول ماليزيا لمرحلة جديدة من النمو والتطور وسوف نلخص تطورها في مرحلتين

### أولا : المرحلة الأولى:

في عقد السبعينات، حيث اتجهت التنمية في ماليزيا للاعتماد على دور كبير على القطاع العام والبدأ في التوجه لعمليات التصنيع، حيث بدأ التركيز على صناعة المكونات الإلكترونية وتميزت هذه الصناعة بكثافة اليد العاملة، مما ساهم في تخفيض البطالة وتحسين توزيع الدخل والثروات بين فئات المجتمع الماليزي، لا سيما بين النخبة الصينية والسكان ذوي الاصل الملاوي وكان لشركات البترول دور ملموس في دفع السياسة الاقتصادية الجديدة، حيث كونت ما يشبه الشركات القابضة للسيطرة على ملكية جل الشركات التي كانت مملوكة للشركات الإنجليزية والصينية، ولقد تحقق ذلك مع نهاية السبعينيات<sup>1</sup>، حيث عرف نمو الاقتصاد الماليزي السنوي معدل % 6.6 ، خلال الفترة 1950 إلى 2000 وكانت نسبة الاستثمار الخاص إلى الناتج المحلي الخام قفزت من % 9 سنة 1950 إلى % 20 سنة 1990 في حين الزراعة تراجعت من % 29 سنة 1970 إلى % 18 سنة 1990 لتسمح المجال للمواد المصنعة حيث تضاعفت مساهمتها من % 13 إلى % 27 خلال نفس الفترة في حين عزز قطاع الخدمات دوره في دعم النمو من % 36 الى % 42 سنة 1990، لتتحول ماليزيا من بلد زراعي مصدر للمواد الأولية إلى دولة مصدرة للمواد المصنعة<sup>2</sup> في حين عرفت نسبة التضخم استقرارا بين % 1 و % 5 والادخار الداخلي شهد ارتفاعا ملحوظا من % 25 إلى % 40 من الناتج المحلي الخام، أما الاستثمار الأجنبي المباشر تضاعف من % 3 إلى % 6 سنة 1990 والجدير بالذكر نسبة الفقر التي تراجعت من % 50 سنة 1970 إلى % 8 سنة 2000 وهذا يدل على تحسن الظروف المعيشية للسكان في هذا البلد.

### ثانيا: المرحلة الثانية:

التي تمتد من 1990 إلى 2020، وهي الفترة التي شهدت فيها ماليزيا قفزة نوعية في جميع المجالات، وهي خطة تنمية سميت بالخطة الاستراتيجية 2020 والتي تطمح إلى تصنيف ماليزيا كدولة صناعية متقدمة<sup>3</sup> بحلول أجل هذه الخطة، مع مضاعفة متوسط دخل المواطن الماليزي إلى أربعة أضعاف مما عليه في سنة 1991 حيث بلغ مجمل الدخل الخام 287.9 مليار دولار سن 2011، كما من أهدافها السعي لتحقيق ناتج إجمالي خام إلى 920 مليار رينجيت ماليزي مع نهاية هذه الخطة، وذلك

<sup>1</sup> عبد الحافظ الصاوي "قراءة في تجربة التنمية بماليزيا ، مجلة الوعي الإسلامي ، عدد رقم : 532 ، مجلة شهرية بجامعة الكويت ، بتاريخ 2010/09/03 على الموقع [http://alwaei.com/topics/view/article\\_new.php?sdd=2&issue=451](http://alwaei.com/topics/view/article_new.php?sdd=2&issue=451) consulté le 04/09/2014 à 19h00

<sup>2</sup> نادية فاضل عباس فضلي " التجربة التنموية في ماليزيا من العام 2000 الى 2010م " دراسات دولية العدد 54 ، ص 168 <http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&ald=76021> consulté le 04/09/2014 à 23h00

<sup>3</sup> نادية فاضل عباس فضلي، مرجع سابق، ص 174

يتطلب معدل نمو سنوي يقدر بأكثر من 7% لمدة 30 سنة بعمر هذه الخطة<sup>1</sup>؛ ولتحقيق هذه الخطة، تطمح الحكومة إلى تنويع صادراتها وزيادة مداخيلها، فقطاع السياحة يساهم بما يزيد على 11 مليار دولار سنوياً، كما تعمل ماليزيا على أن تكون مركز لعلوم الحاسوب في العالم، بالإضافة للتعليم والرعاية الصحية والتكنولوجيا الحديثة للمؤسسات، خاصة في الميدان المالي، ونظام الإنترنت والطب المرئي إلى غيرها من الأنشطة الحديثة<sup>2</sup> وهذا ما يحتم على ماليزيا توفير الظروف الملائمة والرقي بالتنمية الاقتصادية للبلاد.

### ثالثاً: ماليزيا والأزمات الاقتصادية و المالية:

لقد كانت ماليزيا احد دول جنوب شرق آسيا التي تعرضت إلى الأزمة المالية التي حدثت في تسعينيات القرن الماضي و جاء في تقرير التنمية البشرية الصادر عن البرنامج الإنمائي للأمم المتحدة لعام 2001، بأن التجربة الماليزية كانت متميزة في مواجهة أزمة جنوب شرق آسيا الشهيرة التي شهدتها العام 1997، حيث لم تعبأ بتحذيرات الصندوق والبنك الدوليين وأخذت تعالج أزمته من خلال أجندة وطنية فرضت من خلالها قيوداً صارمة على سياستها النقدية، معطية البنك المركزي صلاحيات واسعة لتنفيذ ما يراه لصالح مواجهة هروب النقد الأجنبي إلى الخارج<sup>3</sup>، واستحلاب حصيلة الصادرات بالنقد الأجنبي إلى الداخل فخرجت من كبوتها المالية أكثر قوة خلال عامين فقط، لتواصل مسيرة التنمية، أما فيما يتعلق بأزمة 2008 فقد أشارت محافظة البنك المركزي الماليزي زبي أكثر ضرورة الفصل بين ظروف الأزمته وأوضحت بأن البنك المركزي الماليزي قد قام بضمان جميع الودائع في ماليزيا، وقد طمأن المستثمرين إلى أن النظام المصرفي قوي وقادر على الصمود أمام الاضطرابات المالية، بالإضافة إلى أن البنوك لازالت تمارس مسؤولية الإقراض.

وقد أعلنت الحكومة حزمة من الحوافز لدفع النمو وتشجيع الإنفاق وتهدف جميع هذه التدابير إلى دعم الاقتصاد وتعزيز الثقة به وأضاف من جانبها نحن لسنا في ركود، ونحن لا نتوقع أن يحدث الركود عندنا وقد اتخذنا إجراءات في وقت مبكر جدا لاحتواء مخاطر الأزمة.

### الفرع الثاني: المؤسسات المالية:

تضم نظامين أحدهما بنكي والثاني غير بنكي<sup>4</sup>

<sup>1</sup> حاج إبراهيم عبد الرحمن و خير الناس ربيع " مسيرة الاقتصاد الإسلامي في ماليزيا من خلال أفكار/د محمد مهاتير" محور: التجارب الاقتصادية الناجحة في العالم الإسلامي و الدروس المستفادة ص 11، على الموقع:

<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2011/03/.PDF> consulté le 04/09/2014 à 23h14

<sup>2</sup> Mahmud bin ahmed « Islam and economic growth in Malaysia » Master`s thesis, Monterey, Naval Postgraduate School, California 2003, p64.

<sup>3</sup> سناء عبد الكريم الخناق « حوكمة المؤسسات المالية ودورها في التصدي للأزمات المالية التجربة الماليزية جامعة ملايا - ماليزيا » ص 7

<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/11/38.pdf> le 01/06/2014 à 16h50

<sup>4</sup> <http://www.mida.gov.my/arabic2/index.php?page=banking-system> LE 24/08/2014 à 19h05

### أولاً: النظام البنكي:

يمثل المحرك الرئيسي للموارد المالية وهو مصدر تمويلي من أجل دعم النشاطات الاقتصادية على رأسه البنك المركزي (نغاراً ماليزياً) إذ يمثل قمة الهيكل المالي والبنكي في الدولة يليه مجموعة من البنوك: التجارية، الإسلامية، شركات التمويل<sup>1</sup>، بنوك التاجر وبيوت الخضم وتمثل أهداف البنك المركزي الرئيسية<sup>2</sup> حسب تعريفها في قانون بنك ماليزيا المركزي لعام 1958 في: إصدار العملة وحفظ الاحتياطيات التي تضمن قيمة العملة؛ والقيام بدور صاحب البنك والمستشار المالي للحكومة؛ وتعزيز الاستقرار المالي والهيكل المالي السليم؛ وتعزيز التشغيل الموثوق والكفاءة والسلس للأنظمة الوطنية للمدفوعات والتسويات وضمن توجيه سياسة أنظمة المدفوعات والتسويات لصالح ماليزيا والتأثير في الوضع الائتماني لصالح ماليزيا، كما يدير البنك أيضاً لوائح التحكم في تبادل النقد الأجنبي في الدولة ويقوم بدور الملجأ الأخير للإقراض. تعمل البنوك بما فيها الإسلامية من خلال شبكة من أكثر من 2200 فرع في أنحاء ماليزيا<sup>3</sup>، وتتواجد ست مجموعات بنكية ماليزية في 18 دولة من خلال فروع ومكاتب تمثيلية ومؤسسات تابعة ومشروعات مشتركة كما أن هناك أيضاً 21 بنكاً أجنبياً يقيم مكاتب تمثيلية في ماليزيا يوفر خدمات ربط و تسهيل تبادل المعلومات بين أصحاب الأعمال في ماليزيا ونظرائهم؛ كما أدى إنشاء بنوك إسلامية إلى تحسين قدرة المؤسسات المالية في ماليزيا على تقديم خدمات أفضل لعملائها من خلال مجموعة أوسع من النشاطات المالية والاستشارية على مستوى الخدمات التي توفرها البنوك الدولية.

### ثانياً: مؤسسات الوساطة المالية (النظام غير البنكي)

يقوم الوسطاء الماليون من غير البنوك، اللذين يضمون المؤسسات المالية للتنمية وشركات تأمين صناديق الادخار والمعاشات والقائمين على التكافل<sup>4</sup>، بدور مكمل للمؤسسات البنكية في تحريك المدخرات وتلبية الاحتياجات المالية للاقتصاد ويوجد في ماليزيا العديد من المؤسسات المالية للتنمية التي تم إنشاؤها لتحقيق أهداف محددة في تنمية القطاعات الاقتصادية الإستراتيجية وتعزيزها، بما في ذلك قطاعات التصنيع والصادرات، والمشاريع الصغيرة والمتوسطة إلى جانب قطاعات الزراعة والبنية التحتية والملاحة البحرية، تقوم هذه المؤسسات المالية بتوفير مجموعة من الخدمات المالية وغير المالية لدعم تنمية القطاعات الإستراتيجية وتشمل: منح قروض متوسطة وطويلة الأجل وضمانات قروض ومجموعة من الخدمات الاستشارية المالية والتجارية التكميلية.

<sup>1</sup> عاطف وليم اندراوس "السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق" مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005 م، ص

<sup>2</sup> سناء عبد الكريم الخناق ، مرجع سابق ذكره، ص 16

<sup>3</sup> <http://www.mida.gov.my/arabic2/index.php?page=banking-system> ,op-cit

<sup>4</sup> عاطف وليم اندراوس "السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق" مرجع سابق ، ص 200

### الفرع الثالث: سوق المال الماليزي:

ويشمل سوقين سوق رأس المال وسوق النقد وكل منهما يتفرع إلى سوق تقليدي وآخر إسلامي<sup>1</sup> وسوف نخص بالدراسة سوق النقد الإسلامي ذلك لأن سوق النقد التقليدي الماليزي لا يختلف عن سوق النقد الرأسمالي المعرف في الفصل الأول من هذا البحث أما سوق رأس المال فيضم سوق الأوراق المالية الماليزية، المكون من سوق الأوراق المالية التقليدي إلى جانب سوق الأوراق المالية الإسلامية للأصول المتوسطة والطويلة الأجل، وسوق الميزداك MESDAQ، والبورصة المالية للمشتقات، ومركز لبوان<sup>2</sup> LABUAN وكباقي الأسواق فهو يضم سوقين واحدة سوق منظمة، وأخرى غير منظمة لاسيما سوق السندات<sup>3</sup>، الذي يعتبر هذا الأخير من أهم الأسواق لتوفير الأموال الاستثمارية المتوسطة أو الطويلة الأجل لمختلف المشاريع التنموية الماليزية، وتتعدد الأدوات المتداولة فيها، من أسهم وسندات تقليدية وحكومية وأسهم وصكوك إسلامية وسندات الشركات الخاصة وشهادات صناديق الإستثمار ومشتقات وغيرها.



من إعداد الباحثة بعد تصفح الموقع "Financial System of Malaysia, P1" [http://www.kpmg.com.my/kpmg/publications/tax/L\\_M/Chapter5.pdf](http://www.kpmg.com.my/kpmg/publications/tax/L_M/Chapter5.pdf) وكتاب عاطف وليم اندراوس أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها" دارالفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006 م، ص 380 وما فوق.

أولاً: سوق النقد الإسلامي في ماليزيا: كان إنشاء بنك إسلام ماليزيا في عام 1983 م بمثابة الخطوة الأولى نحو إطلاق العمل المصرفي الإسلامي<sup>4</sup> ثم طرحت فكرة إنشاء سوق إسلامي بين المصارف عام 1994 كحل قصير الأجل يهدف إلى

<sup>1</sup> Financial System of Malaysia sur site ,op-cit ,P14

<sup>2</sup> عاطف وليم اندراوس "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها" دارالفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006 م.

<sup>3</sup> نبيل خليل طه سمور "سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق (دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا)" رسالة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية : غزة، 2007، ص: 84

<sup>4</sup> أسامة محمد أحمد الفولي "تقييم التجربة الماليزية في إقامة أول سوق نقدي إسلامي" أستاذ بقسم الإقتصاد بجامعة الإسكندرية، دورية البصيرة، مؤسسة ابن خلدون، الجزائر، العدد الثاني/2000م، ص 69

توفير مصدر جاهز لتمويل الاستثمارات قصيرة الأجل<sup>1</sup> وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، ومن المتوقع أن تساعد هذه السوق المصارف الإسلامية وغيرها من المصارف المشتركة في النظام المصرفي الإسلامي وعلى هذا الأساس أصدر بنك نيجارا ماليزيا "BNM" (البنك الماليزي المركزي) بعض المبادئ التوجيهية في 18 ديسمبر 1993 بهدف تسهيل نشأة السوق النقدي الإسلامي على نحو لائق وصحيح مما يؤدي بالضرورة إلى الحفاظ على آلية التمويل والسيولة سعياً لتعزيز الاستقرار في النظام المصرفي<sup>2</sup> وكان ذلك بتأسيس أول بنك إسلامي ماليزي و هو بنك إسلام ماليزيا برهاد<sup>3</sup> تبع ذلك تأسيس شركة تأمين تكافلي إسلامي ماليزيا عام 1984 بعد صدور قانون العمل المصرفي اللاروي في عام 1993، التي تلقت مساندة من قبل الحكومة الماليزية حيث سمح البنك المركزي الماليزي بفتح التأمين الإسلامي في العام نفسه، إضافة إلى ظهور النواخذ الإسلامية في البنوك التجارية التقليدية الربوية لإدخال الخدمات الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية<sup>4</sup>. وينشط فيه 17 بنكاً إسلامياً و 10 نواخذ إسلامية و 6 مؤسسات تنمية مالية تقدم خدمات بنكية إسلامية و 3 بنوك إسلامية دولية<sup>5</sup> و بقدر تنوع مؤسساته تنوعت أدوات التعامل المعتمدة في هر لى عدة أنواع منها:

**1-1 الاستثمار من خلال المضاربة بين المصارف:** يشير هذا الاستثمار إلى إحدى الآليات التي تستطيع من خلالها أية مؤسسة مصرفية إسلامية تعاني من العجز الحصول على استثمارات من المؤسسات المصرفية ذات الفائض (المصرف المستثمر) على أساس المضاربة<sup>6</sup> (أي المشاركة في الأرباح)؛ وتتراوح مدة الاستثمار بين ليلة واحدة واثني عشر شهراً، ويعتمد معدل العائد على معدل الربح الإجمالي قبل توزيع الاستثمارات التي تدوم لمدة عام واحد على المصارف التي تمثل الأوعية الاستثمارية، كما أن نسبة المشاركة في الأرباح قابلة للتفاوض بين الطرفين.

**1 2 قبول الودائع بين المصارف:** هي عملية إيداع الأموال الفائضة لدى بنك نيجارا المركزي بناءً على مبدأ الوديعة ولا يُفرض عليها دفع أي عائد على حساب هذه الأموال، غير أنه إذا قامت هذه الجهة بدفع حصة ما فينظر إليها باعتبارها هبة وهذا يساعد على تسهيل عمليات إدارة السيولة في بنك نيجارا ماليزيا؛ حيث يوفر قدراً كبيراً من المرونة للبنك فيما يختص بالإعلان عن أرباح الأسهم دون الحاجة إلى استثمار الأموال التي يتلقاها.

<sup>1</sup> ABDELBARI EL KHAMLIHI ; op-cit ,P75

<sup>2</sup> islamic financial services industry development, A joint initiative of the Islamic Financial Services Board Islamic Research & Training Institute Islamic Development Bank, op-cit, P-P :23-24

<sup>3</sup> OICV-IOSCO, ISLAMIC Capital Market Fact Finding Report, Report of the I.C.M Task Force of the international organisation of securities commissions, july 2004.p28

<sup>4</sup> نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص 100

<sup>5</sup> Mohamad Akram Laldin " the role of central bank of malaysia in developing malaysia's islamic financial industry" Executive Director, ISRA « The Current Development of Malaysian Islamic Finance Industry » ,P

4 ;05/06/2014

<sup>6</sup> <http://iimm.bnm.gov.my/index.php?ch=4&pg=4&ac=98> le 26/08/2014 à 18h25

**1-3 الإصدارات الاستثمارية الحكومية (GII):** في 15 يونيو 2001 قامت الحكومة الماليزية بطرح إصداراتها الاستثمارية بمدة انتفاع تصل إلى ثلاث سنوات وتبلغ قيمتها 2.0 بليون رينجيت ماليزي وذلك استناداً إلى نصيحة البنك ووفقاً لمبدأ بيع الإناء، وأدى هذا إلى إضفاء مزيد من العمق على سوق المال الإسلامي؛ حيث أصبحت الآن هذه الإصدارات متداولة في السوق الثانوي من خلال مبدأ بيع الدين وقد بلغت قيمة إصدارات الاستثمارية الحكومية 7 بلايين رينجيت ماليزي<sup>1</sup> في نهاية عام 2003.

**1-4 صكوك بنك نيجارا القابلة للتداول (BNNN):** صكوك قصيرة الأجل يصدرها البنك بناءً على مبدأ بيع الإناء وقد صدرت لأول مرة في عام 2000 ويتم تداولها في السوق الثانوي؛ كما يتحدد سعرها استناداً إلى مبدأ الخصم وتصل مدة الانتفاع بها إلى عام واحد، وهي إحدى الوسائل التي يستخدمها البنك لإدارة السيولة.

**1-5 اتفاقيات البيع وإعادة الشراء (SBBA):** هي إحدى المعاملات التجارية في سوق المال الإسلامي

**1-6 سندات كاجاماس للمضاربة (SMC):** أصدرت في مارس 1994 بهدف تمويل شراء ديون الإسكان الإسلامي من المؤسسات المالية التي توفر سبل تمويل الإسكان الإسلامي إلى السكان المحليين وتعتمد هذه السندات على مبدأ المضاربة حيث يتقاسم حاملوا السندات الأرباح مع شركة كاجاماس وفقاً للنسب المتفق عليها<sup>2</sup>.

**1-7 الكمبيالات الإسلامية المقبولة (IAB):** صدرت سندات الكمبيالات الإسلامية التي تعرف باسم الكمبيالات المقبولة بدون فائدة عام 1991؛ بهدف تشجيع وتعزيز التجارة المحلية والخارجية عن طريق تزويد التجار الماليزيين بخدمة تمويل إسلامية مغرية؛ وقد جرت صياغة هذه السندات استناداً إلى مبدأين إسلاميين<sup>3</sup>: المراجعة وبيع الدين. وبالنسبة لمبدأ المراجعة فيقصد بها بيع البضائع بسعر يشتمل على سعر التكلفة مضافاً إليه هامش ربح يتفق عليه الطرفان، بما يشير بيع الدين إلى بيع الدين الناتج عن المعاملة التجارية التي تأخذ شكل البيع مع السداد المؤجل. بعدما تعرفنا عن النظام المالي المزدوج الماليزي وهياكله نخص المطلب الثاني لتناول سوق الأوراق المالية.

**المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية الماليزية (التقليدية و الإسلامية)**

تم تقسيمه الى ثلاث فروع: الفرع الأول نتحدث فيه عن نشأة سوق الأوراق المالية في ماليزيا ومراحل تطورها والفرع الثاني تناولنا فيه أقسام سوق الأوراق المالية الماليزية أما الفرع الثالث فخصصناه للهيئات الرقابية في سوق الأوراق المالية الماليزية.

<sup>1</sup> <http://iimm.bnm.gov.my/index.php?ch=4&pg=4&ac=98> op-cit

<sup>2</sup> Malaysia Bond Market Guide ,P6 at [http://www.waseda.jp/win-cls/CA\\_BMGs/ABMF%20Vol1%20Part%202%20Sec%207\\_MAL.pdf](http://www.waseda.jp/win-cls/CA_BMGs/ABMF%20Vol1%20Part%202%20Sec%207_MAL.pdf)

<sup>3</sup> <http://iimm.bnm.gov.my/index.php?ch=4&pg=4&ac=98> op-cit

الفرع الأول: نشأة سوق الأوراق المالية الماليزية وتطورها: يرجع تاريخ ظهور سوق أوراق مالية في ماليزيا، إلى سنة 1930 حيث أسست جمعية سماسرة بورصة سنغافورة، أول جمعية منظمة، رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية أما تأسيس سوق للأوراق المالية بالمفهوم الحديث تأخر حتى عام 1960 بتأسيس بورصة الملايو<sup>1</sup>، وتشكلها من غرفتين للتعامل في نفس الأوراق المالية المدرجة: واحدة في سنغافورة وأخرى في كوالالمبور، وشكلتا سوق واحدة يتم الربط بينهما بخطوط الهاتف والفاكس سنة 1973 واستمر عمل البورصة وأداء وظائفها ككيان مشترك، ليطم التقسيم الفعلي للبورصة ويتم تشكيل كلا من: بورصة كوالالمبور للأوراق المالية برهاد بماليزيا وبورصة سنغافورة للأوراق المالية بسنغافورة؛ سنة 1976 - في 14 أبريل 2004 تم تغيير اسم بورصة كوالالمبور إلى اسم "بورصة ماليزية برهاد" وهذا قصد تجديد هياكل البورصة والتطلع لمواكبة متطلبات وتوجهات السوق بصفة عامة.

- في 18 مارس 2005 تم تسجيل بورصة ماليزيا في الجدول الأساسي لسوق الأوراق المالية الماليزية برهاد وعملت الحكومة الماليزية على الارتقاء بهذا السوق والدفع به إلى الأمام وجعله مصدرا حيويا للتنمية والعنصر الرئيس في تمويل الاقتصاد المحلي، مما أدى إلى اعتماد برنامج الخطة الرئيسية لسوق الأوراق المالية الماليزي « Malaysian Capital Market Master plan » وقد انتهجت المراحل التالية للوصول إلى ذلك<sup>2</sup>:

- المرحلة الأول: من 2001 إلى 2004 عملت ماليزيا في هذه الفترة على تقوية الوسطاء ومؤسسات الإستثمار المحلي.

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

- المرحلة الثالثة: 2006 إلى 2010 وتعد آخر مرحلة وتتميز بالانفتاح على الأسواق والشركات الأجنبية، مع تحسين مؤسسات السوق المحلي والمرافق الملحقة بها، وذلك لمواجهة التحديات الدولية في مختلف جوانبها.

ومن بين العوامل التي زادت في نمو وتطور هذه السوق<sup>3</sup>:

- نمو الصناديق المالية الإسلامية، وزيادة حجم سوق الأسهم المالية الإسلامية المتداولة، بالإضافة لاستحداث لمنتجات مبتكرة مثل الأدوات التمويلية كالصكوك الاستثمارية؛ بالإضافة إلى ظهور مؤسسات جديدة، مثل مؤسسات التصنيف ومؤسسات لوضع المؤشرات المتوافقة مع منتجات سوق الأوراق المالية الإسلامية، وتوحيد المعايير الشرعية للمنتجات وآلية الرقابة عليها.

<sup>1</sup> Wan Razazila wan Abdullah and others, the evolution of the Islamic capital market in Malaysia, Lincoln University, NEW ZEALAND, available at: [http://www.victoria.ac.nz/sacl/about/events/past-events2/past-conferences/6ahic/publications/6AHIC-75\\_FINAL\\_paper.pdf](http://www.victoria.ac.nz/sacl/about/events/past-events2/past-conferences/6ahic/publications/6AHIC-75_FINAL_paper.pdf) p 2. consulted in 05/08/2014 at 11h53m

<sup>2</sup> محمد نور الدين غادمن، " تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية"، ندوة الصكوك الإسلامية - التجربة الماليزية - ، مركز الملك فهد للمؤتمرات، السعودية، 2008 ، ص 12

<sup>3</sup> Salman syed ali, " Islamic Capital Market : Products, Regulation & Development," IRTI, IDB, jeddah, 2008, p.3



**الفرع الثاني: أقسام سوق الأوراق المالية الماليزية:** تنقسم بورصة كوالالمبور سابقا أو بورصة ماليزيا حاليا حسب الأدوات المتداولة فيها إلى: سوق الملكية، سوق السندات، سوق المشتقات، السوق الماليزية الإسلامية لرأس المال مركز لبوان للتداولات المالية الدولية<sup>1</sup> سيتم بحث كل سوق على حدى فيما يلي.

### أولا: أقسام سوق الأوراق المالية الماليزية التقليدية

**1-1 سوق الملكية:** تمثل سوق الملكية (الأسهم) في ماليزيا أهم سوق يوفر للمستثمرين فرصا كبيرة في تنمية وزيادة رؤوس أموالهم، كما توفر فرصة الإستثمار الطويل الأجل وتملك جزءا من أصول الشركة المقيدة بالبورصة والحصول على جزء من أرباحها في نهاية السنة<sup>2</sup> أو تحمل الخسارة إن تحققت.

بالإضافة إلى ذلك، فإن جميع الأسهم المسعرة مقيدة بجدول تداول البورصة الماليزية، التي تأسست في عام 1973 باسم "بورصة كوالالمبور للأوراق المالية المحدود (« Kuala Lumpur Stock Exchange Bhd » KLSEB) ويحكم هذه البورصة عدة قوانين<sup>3</sup> شرعت من أجل توفير الظروف الملائمة لسير عملها؛ منها قانون الشركات الصادر في عام 1965 وتعديلاته عام 1986، قانون صناعة الأوراق المالية لسنة 1983 وتعديلاته سنة 1987، مجموعة القوانين في الحياة والاندماج سنة 1987 قانون الحفظ المركزي لسنة 1991، قانون لجنة الأوراق المالية لسنة 1993 وتعديلاته سنة 2011، قانون سوق الأوراق المالية والخدمات لسنة 2007 وتعديلاته سنة 2011 وفيما يلي يتم عرض أهم الأدوات المالية المتداولة في البورصة الماليزية، وفيها:

**1-1-1 الأسهم العادية:** تعد من أخطر رؤوس أموال الشركة، وتضمن لمالكها حقوقا من ملكية جزء من الشركة وحق في جزء من الأرباح الموزعة وحق التصويت في الجمعية العمومية للشركة وحق انتخاب وإقالة المديرين وواجبات المالكين في تحمل الخسائر الناتجة عن عمل الشركة، وفي حالة تصفية الشركة يأتي حملة الأسهم العادية كآخر طرف يتم تسوية مستحقاتهم<sup>4</sup>.

**1-1-2 الأسهم الممتازة:** وهي تعطي لحاملها الحق في الأولوية في الحصول على أرباح الشركة مع تحديد نسبة ثابتة لها عند الإصدار عند رغبتها في جمع مدخرات المستثمرين، لتمويل مشروعات جديدة أو مواجهة بعض الصعوبات المالية، مقابل سقوط حق حملتها في التصويت كما لهم الحق في الترتيب مقارنة مع حملة الأسهم العادية عند تصفية الشركة، ويمكن تنوعها في سوق الأوراق المالية الماليزية إلى<sup>5</sup> الأسهم الممتازة المشاركة، الأسهم الممتازة التراكمية، الأسهم الممتازة الغير

<sup>1</sup> محمد غزال ، مرجع سابق ص 164

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق

<sup>3</sup> عاطف وليم اندراوس "السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لإقتصاد السوق" مرجع سابق ، ص: 208 و ما فوق

<sup>4</sup> نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق ص 32

<sup>5</sup> سعيدة حرفوش "سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق" رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة المدينة ، الجزائر 2009 ، ص 151



تراكمية، الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء، الأسهم الممتازة القابلة للتحويل و وحدات الإستثمار العقاري

**1-1-3 المؤشر:** يهدف إلى قياس أداء السوق وقطاعاته المختلفة، كما تصدر ماليزيا مجموعة من المؤشرات أهمها:

- مؤشر (KLCI) (kuala lumpur composite index) يحسب قيمة رأس المال السوقي<sup>1</sup> وتكون في عام 1986 وسنة الأساس هي سنة 1977 بالإضافة إلى مؤشر الشركات المدرجة بالجدول الأساسي، مؤشر عقود مستقبلات الأسهم و مؤشر أسهم الشركات الإسلامية

**1-1-3 التسجيل في البورصة:** يتم قيد الشركات التي تريد التسجيل في البورصة في إحدى الجدولين<sup>2</sup>:

- **الجدول الأساسي : Main Board** يتمثل في قائمة أولى من الشركات تسجل فيها وفقا لمتطلبات جد محددة، تضبطها إدارة السوق، تتمثل في الأساس قيمة رأس المال الذي لا يقل عن 60 مليون رينجت ماليزي.

- **الجدول الثانوي:** وهو عبارة عن قائمة ثانية تسجل فيها الشركات الأصغر، التي لها خصائص نمو جيدة ولا يقل رأس مالها عن 40 مليون رينجت ماليزي وأقل من 60 مليون رينجت ماليزي.

- " بورصة ماليزيا لعرض الأسعار الأوتوماتيكية والتعاملات للأوراق المالية المحدودة The Malaysian Exchange of Securities Dealing and Automated Quotation BHD-MESDAQ وهي عبارة عن تسجيل لأسهم الشركات المرتبطة بمجالات التقنية الحديثة والتكنولوجيا المتقدمة، والتي لم يتم تسجيلها في الجدولين السابقين<sup>3</sup>.

**1-2 سوق السندات:** عرفت سوق السندات في ماليزيا، تطورا ملحوظا من حيث حجم السوق ونوعية الأدوات

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

فكان التوجه نحو سوق السندات كبديل لجمع الأموال من طرف الشركات، غير أن هذه السوق واجهت مشاكل بنيوية في عملية الإصدار في ذلك الوقت، حيث تراوح الوقت المستغرق للإصدار بين 9 إلى 12 شهرا، مما أدى بالحكومة للإسراع

<sup>1</sup>عاطف وليم أندراوس "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها" مرجع سابق، ص: 398-399

<sup>2</sup>عاطف وليم أندراوس، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها" مرجع سابق، ص: 385

<sup>3</sup>نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص 87

في علاج جوانب القصور الموجودة في سوق السندات وعملت الحكومة على تأسيس هيئات تابعة لها في سنة 1999، هدفها توجيه السياسات وتحديد وتنفيذ الإستراتيجيات المناسبة من أجل تطوير السوق<sup>1</sup>. كما تتداول كل من السندات الحكومية وسندات الشركات في السوق التقليدية و الإسلامية، في أسواق منظمة وغير منظمة، ويمكن للمستثمرين المحليين والأجانب شراء وبيع أدوات الدين التقليدية والإسلامية. ويتم إدارة جميع الأوراق المالية في السوق بأمان وفقا لنظام تحويل إلكتروني<sup>2</sup> « Real time Electronic Transfer of Funds and Securities system (RENTAS) » ويتم تداول كلا من السندات الحكومية وسندات الشركات في ماليزيا<sup>3</sup> وهي:

**1-2-1 السندات الحكومية:** يقوم بإصدارها البنك المركزي الماليزي عادة تاريخ استحقاقها طويلة الأجل، وتصدر لفترات متباعدة حسب الظروف التي يمر بها اقتصاد البلد وحالة العجز في ميزانية الدولة، وتعد هذه السندات أكثر الأصول المالية سيولة في سوق رأس المال الماليزي وبدأ إصدار هذا النوع من السندات من الحكومة الماليزية في أواخر السبعينيات بهدف تمويل المشاريع التنموية للحكومة طويلة الأجل؛ كما تم إصدار سندات حكومية متوافقة مع الشريعة الإسلامية أيضا<sup>4</sup>.

**1-2-2 سندات الشركات:** وهي تلك السندات التي تصدر عن القطاع الخاص بغرض تمويل المشاريع الاستثمارية و شهد إصدار هذا النوع من السندات تزايدا، في السنوات الأخيرة في ماليزيا وخاصة بظهور السندات الإسلامية<sup>5</sup>. **1-3 سوق المشتقات:** بدأت صناعة المشتقات تتجلى في ماليزيا سنة 1980 مع إنشاء لبورصة كوالالمبور للسلع، وكانت عقود المستقبلات المتداولة في ذلك الوقت؛ هي عقود المستقبلات للمطاط و الكاكاو وزيت النخيل الخام؛ لتتداول بعدها سائر العقود من مستقبلات وخيارات وعقود آجلة<sup>6</sup>.

-دخلت بورصة ماليزيا برهاد في شراكة إستراتيجية مع بورصة شيكاغو التجاري CME حيث تمتلك هذه الأخيرة ل 25 % من رأس مال البورصة الماليزية للمشتقات برهاد والباقي تمتلكه بورصة ماليزيا برهاد، بهدف تحسين فرص عرض المشتقات الماليزية عالميا، ضالا عن التوزيع العالمي لمنتجات بورصة ماليزيا وكان ذلك في 17 سبتمبر 2009<sup>7</sup> وتنقسم سوق عقود المشتقات والخيارات إلى الأقسام التالية:

<sup>1</sup> Malaysia Bond Market Guide, op cit, P10

<sup>2</sup> محمد غزال ، مرجع سابق ص 166

<sup>3</sup> نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص 89

<sup>4</sup> ASEAN+3 Bond Market Guide | Volume 1 | Part 2/Section 7/ Malaysia Bond Market Guide, op-cit P16

<sup>5</sup> عاطف وليم اندراوس "السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لإقتصاد السوق" مرجع سابق، ص 237

<sup>6</sup> نورين بومدين، مرجع سابق، ص 136

<sup>7</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Bursa\\_Malaysia](http://en.wikipedia.org/wiki/Bursa_Malaysia) in 07/09/2014 at 13h15

1-3-1 عقود الخيارات :وهو يقتصر على نوع وحيد ويتمثل في عقود خيار الأسهم وهي عقود الخيار لمؤشر كوالا لمبور<sup>1</sup> (OKLI)

1-3-2 عقود المستقبلات:توجد العقود التالية:

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

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

1-4 :مركز لبوان للتعاملات المالية الدولية. Lubuan International Financial Exchange INC :

في سنة 1990 تم إنشاء مركز لبوان للتعاملات المالية الخارجية (الأوفشور) وتم البدء بالتعامل في سوق لبوان الدولي للأوراق المالية في 23 نوفمبر 2000 LFX وقد جاء إنشاء هذا المركز ليكمل أنشطة السوق المالي المحلي، ويخضع لإشراف البورصة الماليزية برهاد، كما أنه يتمتع بمعاملات في جمع الأموال بسهولة ويسر، وبإعفاء من قيود الصرف الأجنبي، وتكلفة التعاملات منخفضة<sup>2</sup>.

ثانيا :أقسام سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية: أنشأت بورصة ماليزيا سوق للأوراق المالية الإسلامية ، وهذا بغية تطوير أسواق رأس المال المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والمنتجات والأدوات المتداولة فيها ويمكن تقسيم سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية إلى سوق الملكية وتضم (سوق السلع وسوق الأسهم الإسلامية )، سوق الصكوك وسوق المشتقات<sup>3</sup>.

2-1 سوق الملكية الإسلامية: تشمل الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وما يتعلق بشهادات حق الشراء من الأسهم الجديدة ووحدات صناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق الاستثمار المالي العقاري وصناديق التبادل التجاري والتي يتم إصدارها من طرف الشركات التي تم تصنيف أوراقها المالية على أنها متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية وسوق السلع<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> نصبة مسعودة "نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال ، تجربة ماليزيا نموذجا" أطروحة دكتوراه، قسم العوم الإقتصادية، جامعة محمد خير بسكرة ، الجزائر، 2013/2012 ، ص246

<sup>2</sup> Lubuan Financial Exchange, about.as, on line available at :<http://lfxsys.lfx.com.my/content/about/about.asp> consulted in 10/09/2013 at 23h11min

<sup>3</sup> Bursa malaysia, Islamic Capital Market, on line available at :[http://www.bursamalaysia.com/misc/islamic\\_markets\\_brochure.pdf](http://www.bursamalaysia.com/misc/islamic_markets_brochure.pdf) 10/09/2013.

<sup>4</sup> Wan razazila wan abdullah and others, op-cit, P18

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

- سوق الأسهم الإسلامية : ويتم تداول فيها جميع الأسهم المتوافقة مع مبادئ الشريعة ، والتي تم الموافقة عليها من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية ، وتوفر فيها للمعايير والخصائص المحدودة من قبلها وهي تمثل نسبته 64 % من القيمة السوقية للبورصة، وهذا حتى 31 ديسمبر 2010

- صناديق الاستثمار الإسلامية: هي الصناديق التي تتولى تجميع أموال صغار المستثمرين فضلاً عن كبارهم في صورة وحدات استثمارية، يعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والاختصاص لتوظيفها في الشركات المعترف بها من اللجنة الاستشارية الشرعية وفقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية وتضم 144 صندوق إسلامي في سنة 2013 مثل صناديق الصكوك<sup>1</sup>.

- مؤشر الشريعة: تبنت سوق الأوراق المالية برهاد المعروفة حالياً بورصة ماليزيا بإصدار مؤشر يقيس حركة أسعار الأسهم الإسلامية سمي ب<sup>2</sup> ( sharia index (klse) في 17 أبريل 1999 ، و يضم جميع الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة، المدرجة في الجدول الرئيسي للبورصة الماليزية بالإضافة إلى ذلك تصدر هيئة الأوراق المالية للقائمة الرسمية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة القابلة للتداول في البورصة المالية الماليزية يوجد نوعان من مؤشر الشريعة في البورصة الماليزية هما: المؤشر الشرعي كوالالمبور "Kuala Lumpur Shariah Index – KLSI"

والمؤشر الإسلامي الماليزي لرشيد حسين المحدودة داو جونز Dow Jones- Rashid Hussain Berhad Islamic Malaysia Index<sup>3</sup>، كما استبدلت ماليزيا مؤشر كوالالمبور ب

« FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index » و « FTSE Bursa Malaysia EMAS Shariah Index »<sup>4</sup>

2-2 سوق الصكوك: وهي من أهم أقسام السوق الإسلامية للأوراق المالية، وهذا لكونها تصدر بالعملة المحلية-

الرينجت Ringgit الماليزي أو بالعملات الأجنبية، مصدرها من قبل هيئات محلية أو دولية، مقيدة أو غير مقيدة، ويتم طلب تسجيل الصكوك الجديدة لدى البورصة الماليزية وتنقسم الى

- الصكوك : تعد التجربة الماليزية السباقة لإصدار الصكوك الإسلامية، وتعرف بأنها " عبارة عن شهادات متساوية القيمة وغير مجزأة في ملكية الأموال الاستثمارية، تحكمها مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية ومصادق عليها من طرف اللجنة

<sup>1</sup> Mohamad Akram Laldin "THE ROLE OF CENTRAL BANK OF MALAYSIA IN DEVELOPING MALAYSIA'S ISLAMIC FINANCIAL INDUSTRY " op-cit , P4

<sup>2</sup> Mohamad Akram Laldin, islamic financial system : the malaysian experience and the way forward, Op Cit, p.19

<sup>3</sup> BURSA MALAYSIA'S ISLAMIC MARKETS availabal at [http://www.mifc.com/index.php?ch=ch\\_directory\\_regulators&pg=pg\\_directory\\_regulators\\_entities&ac=78](http://www.mifc.com/index.php?ch=ch_directory_regulators&pg=pg_directory_regulators_entities&ac=78) in 07/09/2014 at 13h00

<sup>4</sup> Abdelbari EL KHAMLICHI ,op-cit,P87

الاستشارية الشرعية<sup>1</sup> ويتم إصدار هذه الصكوك من طرف الشركات الخاصة وتخضع لرقابة هذه اللجنة، أما الصكوك الإسلامية الحكومية فتخضع لرقابة البنك المركزي الماليزي و تنقسم هذه الصكوك من حيث عقودها إلى<sup>2</sup> ما يلي:

أولاً : الصكوك الإسلامية "عقود المدائيات" وهي ثلاثة أنواع: صكوك البيع بالثمن الآجل والمراجحة، صكوك الاستصناع و صكوك الإجارة.

ثانياً : الصكوك الإسلامية "عقود المشاركات" وهي نوعين: صكوك المضاربة و صكوك المشاركة.

- الأدوات المالية الإسلامية المركبة: وهي تلك الأدوات الإسلامية المبتكرة والتي تتوافق مع أحكام الشريعة وتدمج بين أداتين أو أكثر، وهذا حتى يتمكن المتعاملين من حماية رؤوس أموالهم وأدواتهم الاستثمارية وهي تركز إلى أصول أو إلى معاملات ذات علاقة بالسلع<sup>3</sup>

### 2-3 خدمات الوساطة

- سمسرة إسلامية للبورصة: في التجربة الماليزية، توفر بعض شركات السمسرة خدمة السمسرة الإسلامية، والتي تساعد جمهور المسلمين وغيرهم للاستثمار في الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية، والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ومن أهم شركات السمسرة الإسلامية المشهورة في ماليزيا هو بنك إسلام برهاد ماليزيا - BIMB SECURITIES SDN BHD - و PTB SECURITIES

الفرع الثالث: الهيئات الرقابية في سوق الأوراق المالية الماليزية: تعمل البورصة الماليزية كمنظم لسوق الأوراق المالية الماليزية المحدودة، وبورصة المشتقات، كما لديها واجب مراقبة التعاملات، وضمان تسوية المبادلات بشكل منظم في الأوراق المالية المدعومة لبورصة ماليزيا، من خلال مرافقها المخصصة لهذا الغرض؛ ومن الجهات الرقابية الهامة العاملة في سوق رأس المال الماليزي نجد:

أولاً: هيئة الأوراق المالية الماليزية: تعد هيئة الأوراق المالية الماليزية، الهيئة الرقابية العليا والوحيدة لسوق الأوراق المالية الماليزية، وترتبط مباشرة بوزارة المالية الماليزية، وتقدم تقاريرها وحساباتها للبرلمان كل سنة<sup>4</sup>.

أنشأت في 1 مارس 1993 تحت قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية المعروف وتهدف من خلال وظائفها إلى حماية المستثمرين بالإضافة إلى المهام التنظيمية الموكلة لهذه الهيئة، فهي ملزمة أيضا بموجب القانون تشجيع وتعزيز تنمية سوق

<sup>1</sup> Islamic Securities Guidelines (SUKUK GUIDELINES), Securities Commission of Malaysia, Kuala Lumpur, 2011, p.5

<sup>2</sup> نبيل خليل طه سمور ، مرجع سابق ، ص 143

<sup>3</sup> محمد نور الدين غادمن " تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية " مرجع سابق ، ص 17

<sup>4</sup> نصبة مسعودة، مرجع سابق ، ص 248

الأوراق المالية وسوق عقود المستقبلات في ماليزيا بالإضافة الى مهام أخرى منها<sup>1</sup> :

- تسجيل نشرة الاكتتاب « prospectus » لكافة الشركات المدرجة في قائمة البورصة الماليزية للأوراق المالية؛ بالإضافة للإشراف على السجلات وعمليات التبادل ومراقبة أنشطة البورصات وبيت المقاصة والإيداع المركزي.

- الموافقة على إصدار سندات الشركات، ومراقبة الشؤون المرتبطة بمجال الحيازة والاندماج للشركات بماليزيا، زيادة على رقابتها للأنظمة المتعلقة بصناديق الإستثمار؛ كما يساعدها على القيام بمهامها هيئات فرعية<sup>2</sup>

ثانيا: الهيئات الرقابية الفرعية لسوق الأوراق المالية الماليزية: تتكون الجهات الفرعية المساندة لعمل هيئة الأوراق المالية الماليزية التي تخضع لرقابة وزارة المالية الماليزية، في مجموعة من الجهات الفرعية تساعدها في تأدية وظائفها، وتتكون هذه الجهات من البورصة الماليزية برهاد والمؤسسات التابعة لها، وأهمها<sup>3</sup>: بورصة ماليزيا للأوراق المالية برهاد، بورصة المقاصة للأوراق المالية برهاد، بورصة الإيداع برهاد، بورصة المشتقات برهاد، بورصة المقاصة للمشتقات برهاد، بورصة السندات برهاد، مركز لبوان للتعاملات المالية الدولية، بورصة ماليزيا للمعلومات برهاد، بورصة ماليزيا للخدمات الإسلامية برهاد

### ثالثا: اللجنة الشرعية الماليزية

جاء إنشاء اللجنة الاستشارية الشرعية مكان مجمع دراسة الأدوات المالية الإسلامية في 16 ماي 1996، وذلك بتعيين من وزارة المالية الماليزية، لتؤدي دورها ومهامها التنظيمية والرسمية<sup>4</sup> وتقوم اللجنة بالعديد من المهام والأدوار في مجال الرقابة وتقديم الاستشارات والتوعية والتوجيه وإصدار القرارات من جهة، كما لها مهام تفعيل وتطوير الأدوات المالية<sup>5</sup>؛ فمن أهم الوظائف التي تقوم بها هذه اللجنة نذكر منها ما يلي:

- تكييف الأدوات المالية التقليدية وفقا لأحكام الشريعة واستحداث للأدوات المالية الشرعية

- الضوابط الشرعية لإصدار الأوراق الإسلامية: تم تقرير أربعة معايير شرعية أساسية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية

- خطوات فرز الأوراق المالية الشرعية: استخراج المعلومات المالية؛ تقييم نشاطات الشركة؛ معايير ادراج الأوراق المالية

- إصدار القرارات في القضايا الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية و الرقابة

- الإجابة على الأسئلة والاستفسارات وتوعية الأطراف الفاعلة في السوق و تقديم الاستشارة والمراجعة<sup>6</sup>

<sup>1</sup> ASEAN+3 Bond Market Guide | Volume 1 | Part 2/Section 7/ Malaysia Bond Market Guide, op-cit ,P38

<sup>2</sup> Wan razazila wan abdullah and others, op-cit, P 3

<sup>3</sup> Securities commission, what we do, available at :

www.sc.com.my/main.asp?pageid=219&menuid=188&newsid=&linkid=&type= 16/01/2014

<sup>4</sup> ASEAN+3 Bond Market Guide | Volume 1 | Part 2/Section 7/ Malaysia Bond Market Guide, op-cit ,P39

<sup>5</sup> سعيدة حرفوش، مرجع سابق، ص 165

<sup>6</sup> نصبة مسعود، مرجع سابق، ص 270

رابعاً: تطور إصدار المنتجات الإسلامية في سوق المال بماليزيا:

الجدول رقم 17: أهم إصدارات ماليزيا

السنة	أهم الإصدارات في ماليزيا
1990	أصدرت شركة Shell MDS Sdn Bhd الأجنبية وغير إسلامية، أول صك إسلامي بقيمة 192 مليون رينجت، بصيغة البيع بثمن آجل
1997	أطلقت شركة KHAZANAH الماليزية أول صكوك مباحة من قبل الحكومة محاولة منها إيجاد بديل للسندات التقليدية المحلية ومعرفة مدى استجابة السوق لهذا النوع من المنتجات
2000	تعيين مستشار شرعي مستقل من طرف لجنة مراقبة عمليات سوق الأوراق المالية للماليزيا؛ على مصدري الصكوك
2001	أصدرت شركة KUMPULAN GUTHRIE Bhd صكوك الإجارة بمبلغ 150 مليون دولار أمريكي، وتمثل أولى الصكوك التي تم تصنيفها قبل إصدارها، وكانت مدرجة في مركز لبوان الدولي للتبادل (LFX)
2002	أطلقت الحكومة الماليزية صكوك إجارة دولية حسب أحكام الشريعة الإسلامية؛ بمبلغ 600 مليون دولار أمريكي، كأول صكوك إسلامية سيادية تم إصدارها في العالم .
2003	أصدرت شركة Ambang SENTOSA Sdn Bhd صكوك إسلامية مدعومة بأصول، وفق صيغة الاستصناع مع خصم تكاليف إصدار هذه الصكوك من ميزانية الحكومة الماليزية لسنة 2004
2004	- إصدار صكوك إستصناع في قطاع الطاقة من طرف SKS Power Sdn Bhd كما تم إصدار صكوك إجارة دولية لشركة خاصة SARAWAK لمدة 5 سنوات بمبلغ 350 مليون دولار أمريكي، وتم بيعها في سوق لبوان للتداول. - إصدار صكوك إجارة محلية في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، بقيمة 160 م.ر.م لشركة انكرس المحدودة. - أصدرت International Finance Corporation مؤسرة مالية تابعة للبنك الدولي، صكوك عالمية من ( البيع بثمن آجال) بقيمة 500 مليون RM
2005	صدارت شبه سيادية للبنك الدولي بالعملة المحلية-الرينجيت الماليزي- للصكوك إسلامية بقيمة 760 مليون RM - إصدار صكوك مشاركة من طرف شركة MUSYARAKAH ONE CAPITAL BERHAD بقيمة 2.5 مليار RM
2006	- إطلاق مؤشر دولي للصكوك الإسلامية في كوالا لمبور، Dow Jones CitiGroup Sukuk Index؛ وهذا المؤشر يقيس عمل الصكوك الإسلامية ذات الإيراد الثابت، التي تحكمها ضوابط الاستثمار الشرعي . - إصدار صكوك مشاركة قابلة للتبادل موافقة للشريعة الإسلامية من قبل شركة KHAZANAH NATIONAL Bhd بقيمة 750 مليون دولار أمريكي، وإدراجها للتداول في بورصة هونغ كونغ
2007	- إصدار لأول صكوك متنوعة من طرف شركة MALAKOFF C.Bhd بقيمة 1.7 بليون رينجت ماليزي. - إصدار صكوك إسلامية بقيمة 19 مليار رينجت ماليزي من قبل شركة Binariang GSM Sdn Bhd - إصدار أكبر صكوك للتبادل بقيمة 850 مليون دولار أمريكي من قبل KHAZANAH NATIONAL Bhd
2008	إصدار لأول صكوك من طرف شركة ذات الغرض الخاص، ممولة من طرف بنك التنمية الإسلامية من طرف شركة TADAMUN Services Bhd بقيمة واحد 01 مليار رينجت ماليزي.
2009	- إصدار صكوك إسلامية بعملة أجنبية من طرف شركة Nasional Bhd Petrolim بقيمة 1.5 مليار دولار أمريكي.
2010	- إرتفع إصدار صكوك المشاركة والإجارة والمراحة بقيمة 71 مليار رينجت مقارنة بالسندات 32 مليار رينجت
2011	- حققت الصكوك الإسلامية نموا هائلا حيث ارتفعت حصتها في السوق إلى نحو 42% من إجمالي السندات المستحقة في ماليزيا نهاية 2011 <sup>1</sup>
2012	- أكثر من 136 إصداراً متنوعاً بقيمة تجاوزت 36.1 مليار دولار و هو رقم قياسي جديد
2013	- استحوذت على 68.8% من إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية حول العالم في عام 2013 لتصل إلى حوالي أكثر من 266 مليار رينجت

<sup>1</sup> <http://www.aljazeera.net/news/ebusiness/2012/6/10/الإسلامية-للصكوك> ماليزيا-أكبر-سوق-للصكوك



## الفصل الرابع: دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية في كل من ماليزيا و السودان

ماليزيا بما يعادل حوالي 82.4 مليار دولار أمريكي <sup>1</sup> .	
2014 - إصدار البنك المركزي الماليزي (بنك نيجارا) ما يزيد على 3.4 مليارات دولار من الصكوك قصيرة الأجل و تم طرح نحو 931 مليون دولار تقريباً من قبل هيئات حكومية وهما دانا انفرا ناسيونال بيرهاد (787.6 مليون دولار) و كاجاماس بيرهاد (144.5 مليون دولار). -ارتفعت حصة صكوك الوكالة والوكالة بالاستثمار إلى % 23.4 في يوليو (يونيو 2014: % 10.1) بدعم من البنك الإسلامي للتنمية والمؤسسة الدولية لإدارة السيولة الإسلامية.	

من إعداد الباحثة

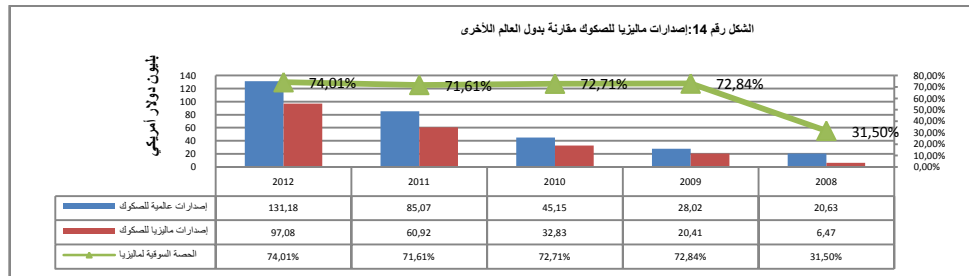
من خلال الجدول تنوعت إصدارات الصكوك بين مراجعة واستصناع وإجارة ومشاركة وكانت حصة القطاع الحكومي تمثل غالبية إصدارات الصكوك حيث شكلت حصة تزيد عن 60 في المائة سنويا خلال السنوات القليلة الماضية أما إصدارات الشركات فأغلبها من قطاعات الخدمات المالية والعقارات والطاقة والمرافق<sup>2</sup>.

### المطلب الثالث: تقييم التجربة الماليزية

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

#### أولاً: إصدارات ماليزيا مقارنة بدول العالم الأخرى

شهدت ماليزيا خلال الفترة 2008-2012 تركيزها على إصدار الصكوك وسيطرة واضحة من حيث القيمة والحجم مقارنة بباقي الدول الأخرى، إذ قدرت إصداراتها بـ 97.08 بليون دولار أي مانسته 74.01 % من إجمالي الإصدارات وهذا يعود بالأساس لوجود سوق قوية للأوراق المالية منظمة ومهيكله، وهيئة للأوراق المالية تعمل على الموافقة على هذه الإصدارات، فكانت إصدارات متنوعة بين حكومية وخاصة وبين محلية ودولية ومن بين أهم العوامل التي ساعدت على النمو السريع في إصدار الصكوك في ماليزيا: زيادة تفضيل المنتجات التي تصدر وفق مبادئ الشريعة، وقد ساهم في ذلك ظهور البنوك الإسلامية وتطوي سوق رأس المال الإسلامية فيما بعد؛ كذلك السياسة الحكومية المدعمة بتوفير الإطار التشريعي والقانوني الملائم لتطوير إصدار الصكوك وتيرة إنجاز المشروعات التي ساهمت في زيادة الطلب على أنواع الصكوك تعتبر كنتيجة مباشرة لدعم الحكومة حتى تصبح ماليزيا مركز للاقتصاد الاسلامي؛ أنظر شكل (14)



المصدر: من إعداد الباحثة بعد الإطلاع على :

Nik Mohamed Din Nik Musa” MALAYSIA’S ISLAMIC FINANCE MARKETPLACE” Director, MIFC Promotions Unit. 1st August 2013. available at <http://www.mifc.com/index.php?ch=11&pg=15&ac=1087&bb=pdf&file> consulted le 10/08/2014 at 23h30m, P14

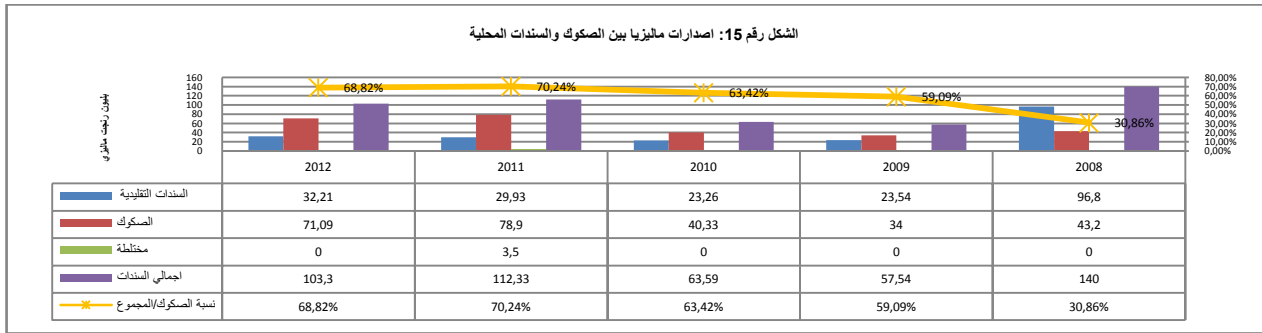
<sup>1</sup>[http://www1.youm7.com/story/2014/4/21/824\\_1623937/](http://www1.youm7.com/story/2014/4/21/824_1623937/) خلال ماليزيا في ماليزيا الإسلامية في حجم إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا خلال 2014/4/21/824\_1623937

<sup>2</sup> <http://www.aawsat.com/home/article/148016>



## الفصل الرابع: دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية في كل من ماليزيا و السودان

ثانيا: اصدارات ماليزيا بين الصكوك والسندات: الشكل (15) يبين قيمة الإصدار لماليزيا خلال فترة الدراسة 2008-2012 حيث كان تزايد نسبة إصدارات الصكوك إلى 70.24% في سنة 2011 بقيمة 78.9 بليون رنجت ماليزي وعلى الرغم من حصة الصكوك المحلية لسنة 2012 م تظهر أقل من سنة 2011 إلا أن قيمة الإصدارات المحلية و الدولية فاقت سنة 2011 حيث نلاحظ تزايد نسبة الصكوك المصدرة متخطية 50% ما عدا سنة 2008 وكانت الصكوك مسيطرة على سوق السندات خاصة سوق الإصدار وهذا بفضل إستراتيجيات الحكومة حيث دعمت المؤسسات المحلية ثم ركزت على تطوير البورصة و انفتاحها مما سمح للسوق الإسلامية بجذب المدخرات الأجنبية.



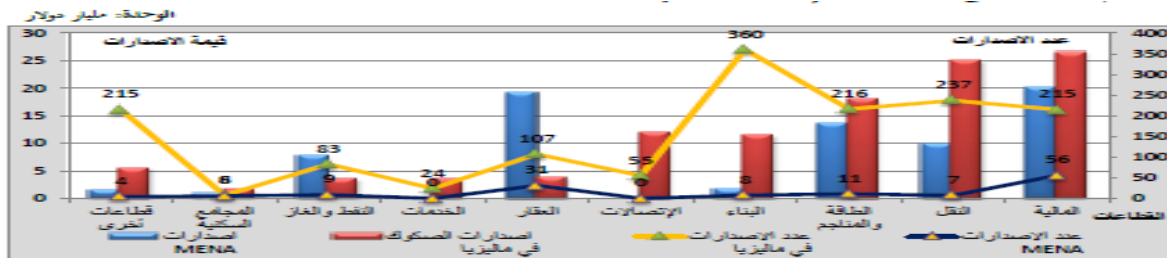
من إعداد الباحثة بعد تصفح كل من التقارير التالية:

- Annual Report 2008, Securities Commission, PART 6: STATEMENTS AND STATISTICS, P 6-46
- Annual Report 2009, Securities Commission Malaysia PART 6: STATEMENTS AND STATISTICS, P 6-44
- ANNUAL REPORT 2011, Securities Commission Malaysia PART 6: STATEMENTS AND STATISTICS, P 6-46
- ANNUAL REPORT 2012, Securities Commission Malaysia, PART 6: STATEMENTS AND STATISTICS, P 6-55

### ثالثا: دور الصكوك في تمويل المشاريع الاقتصادية<sup>1</sup> في ماليزيا: ساهم إصدار الصكوك بشكل كبير، في جمع

الأموال اللازمة لتحريك عجلة الإقتصاد الماليزي فمنذ ظهورها سنة 1990 قدمت أداة جديدة لإستعمالها من طرف الشركات الخاصة والحكومة على حد سواء، بتلبية حاجياتهما الإستثمارية أو التنموية.

أن القطاع الأكثر اصدارا للصكوك يتمثل في القطاع المالي بنسبة 42%، متبوع بقطاع النقل ب 22%، ثم قطاع الطاقة والمناجم ب 16%، قطاعي البناء والاتصالات استقطب مناسبته 10% لكل قطاع في حين قطاعات العقار والنفط والغاز والخدمات أصدرت صكوك ب 3% في كل قطاع، وقطاعات أخرى تحصلت على 7% ويمكن إبراز ذلك في الشكل المبين أدناه رقم 16؛ الشكل رقم 16 "المشاريع الاقتصادية الممولة بإصدارات الصكوك في ماليزيا خلال الفترة 1996 الى سبتمبر 2012"



المصدر: نقلا عن محمد غزال مرجع سابق، ص 207

<sup>1</sup> محمد غزال، مرجع سابق ذكره، ص 207

## الفصل الرابع: دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية في كل من ماليزيا و السودان

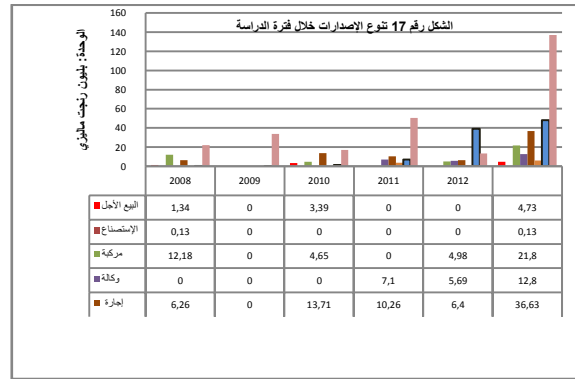
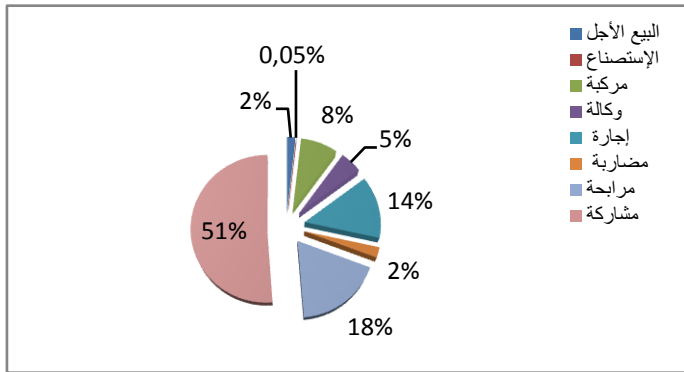
رابعا: تنوع إصدارات الصكوك: بين الجدول التالي بأن نسبة صكوك المشاركة هي أعلى نسبة تليها المرابحة ثم الإجارة وهذا يبين إلى مدى بعيد إصرار ماليزيا على تطبيق مبادئ وأسس الاقتصاد الإسلامي والاهتمام بتحقيق التنمية الشاملة ففي سنة 2012 كانت للمرابحة أعلى حصة وهذا يعود إلى قلة المخاطر في هذا النوع من التمويل.

الجدول رقم 18 بين تنوع الإصدارات في ماليزيا من 2008 الى 2012

نوع الصك	السنة	مشاركة	مرابحة	مضاربة	إجارة	وكالة	مركبة	الإستصناع	البيع الأجل
		القيمة	%	القيمة	%	القيمة	%	القيمة	%
	2008	22,20	51,40%	0,52	1,20%	6,26	14,50%	0,13	0,30%
	2009	33,86	99,60%	0,14	0,40%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
	2010	16,98	42,10%	3,38	8,40%	13,71	34,00%	4,65	11,52%
	2011	50,50	64,00%	7,10	9,00%	10,26	13,00%	7,10	9,00%
	2012	13,51	19,00%	39,10	55,00%	6,40	9,00%	4,98	7,00%
مجموع		137,05	51,23%	48,26	18,04%	36,63	13,69%	21,80	8,15%

من إعداد الباحثة بعد الاطلاع على:

- Annual Report 2008, Securities Commission malaysia part 6: statements and statistics,p 6-55 ; Annual Report 2009, Securities Commission malaysia part 6: statements and statistics,p 6-51 - Annual Report 2010, Securities Commission malaysia part 6: statements and statistics,p 6-54 - annual report 2011, securities commission malaysia part 6: statements and statistics,p 6-53 - annual report 2012, securities commission malaysia part 6: statements and statistics,P 6-62



الشكل رقم 18 نسبة الإصدارات في ماليزيا: 2012/2008

من إعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول السابق

خامسا: مؤشرات نمو سوق الأوراق المالية في ماليزيا من 2008 إلى 2012 م

الجدول رقم 19: تطور سوق الأوراق المالية في ماليزيا من 2008 إلى 2012 م

الوحدة بليون رنجيت ماليزي (BILLION RM)	2008	2009	2010	2011	2012
إجمالي الناتج المحلي	639,9	629,9	676,7	711,4	751,5
رسملة السوق (أسهم وسندات)	664	999	1275	1285	1466
قيمة تداول الأسهم والسندات	313	303	390	329	334
قيمة تداول المشتقات	155	123	132	152	214
معدل رسملة السوق %	103,80%	158,50%	188,40%	180,60%	195%
معدل رسملة السوق الإسلامية من إجمالي السوق المالية %	95%	122,93%	122,70%	133,23%	133,09%
عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من إجمالي الأسهم %	87%	88,00%	88,00%	89,00%	89,00%
تداول المشتقات الى الناتج المحلي %	24,20%	19,50%	19,50%	21,30%	28,40%
معدل حجم التداول السوقي %	48,90%	48,10%	57,60%	46,20%	44,40%

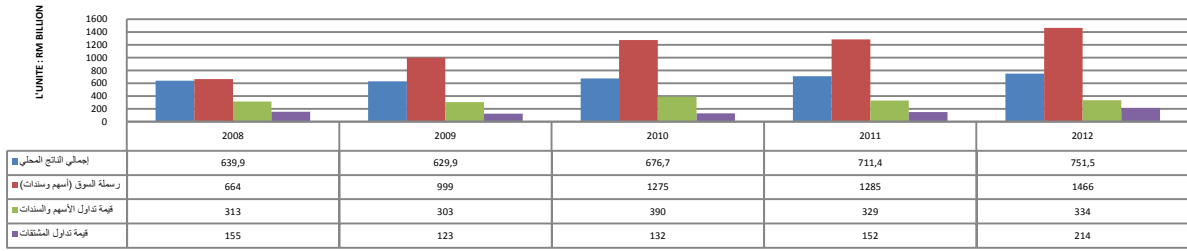
من إعداد الباحثة بالاعتماد على: تقارير / P12-2013; P12-2012; P8; 2012; 2011-2011; P37; 38 et 39-2009; Bursa Malaysia, annuals reports

و تقارير, World Federation of Exchanges, annual Reports and Statistics, 2011, 2010, 2009, 2008 وكذلك

Annual Gross Domestic Product 2005-2012, department of statistics Malaysia

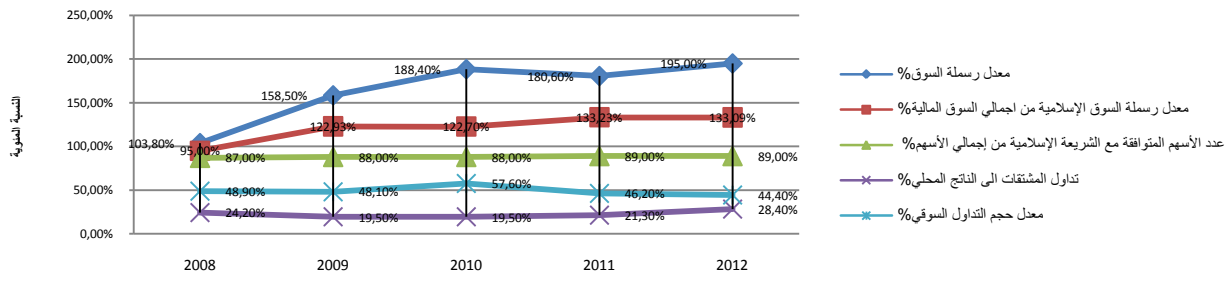
## الفصل الرابع: دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية في كل من ماليزيا و السودان

الشكل رقم 19: مؤشرات نمو سوق الأوراق المالية في ماليزيا من 2008 إلى 2012



من إعداد الباحثة بالإعتماد على معطيات الجدول السابق

الشكل رقم 20: سوق رأس المال الماليزي بشقيه الإسلامي و التقليدي من 2008 إلى 2012



من إعداد الباحثة بالإعتماد على معطيات الجدول السابق

من خلال بيانات الجدول رقم 20 يمكن إبراز الملاحظات التالية:

- 1- معدل رسملة السوق (مؤشر القيمة السوقية Market capitalisation) = القيمة السوقية للأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية/ الناتج المحلي الإجمالي** من خلال الجدول ارتفعت قيمة هذا المؤشر من 103.80% إلى 195% سنة 2012 وهذا ما يعكس مدى قدرة سوق الأوراق المالية على تعبئة الموارد وتمويل الاقتصاد
  - 2- معدل حجم التداول = قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق/ إجمالي الناتج المحلي** وهو يعكس مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني تطور ليصل إلى 57.6% في عام 2010 وبقي أن نشير في الأخير أن هذه المؤشرات رغم انخفاضها الطفيف في عام 2012 و في السنوات الأخرى إلا أنها تعكس مدى نمو سوق الأوراق المالية في ماليزيا.
  - 3- نلاحظ سيطرة السوق المالي الإسلامي في تمويل قطاعات ماليزيا خاصة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية و التي فاقت في جميع السنوات 87% ويعزز هذا الطرح مساهمة سوق رأس المال الإسلامي في أكثر من 95% من رسملة السوق ككل في فترة الدراسة وهذا ما يدل على دعم هذه السوق للتنمية الاقتصادية والناتج المحلي.**
  - 4- أن التعامل بالمشتقات المالية في ماليزيا متطور.**
- ومن خلال ما سبق يمكن القول بأن التداولات و التعاملات في سوق رأس المال الإسلامي تؤثر على أداء سوق المال في ماليزيا ككل وخاصة الصكوك و الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية

## الفرع الثاني: خصائص التجربة الماليزية

### أولاً: دور الدولة الرئيسي في دعم الاقتصاد

-لقد حققت الدولة التنمية،العدالة الاجتماعية،تأهيل الموارد البشرية وترجم هذا اقتصاديا من خلال إقامة نظام اقتصادي مزدوج زواج بين النظام الإسلامي والرأسمالي فكانت سوق ملية متطورة قوي التنظيم والإشراف والإطار القانوني و الحكومة مما أضفى عليها طابع الكفاءة والشفافية.

-إن البنك المركزي الماليزي يضع نصب عينيه تطوير النظام المالي الإسلامي منذ ثلاثة عقود معتبراً أن هذا النظام جزء لا يتجزأ من النظام المالي الدولي،وهذا ما جعله يتبوأ المركز الدولي للزعامة المالية والمركز التربوي في المالية الإسلامية -الهيكل التنظيمية نجدها في ماليزيا تقريباً مكتملة مقارنة بالدول الأخرى وكل ذلك قد تحقق عبر الخبرات والمهارات التي اكتسبها الماليزيون في مجال المصارف الإسلامية وأسواق المال الإسلامية

### ثانياً: الريادة

- يحسب لها إقامة أول سوق نقدي إسلامي بين البنوك وإدارة السيولة - لديها سوق أولية عميقة و سوق ثانوية نشطة ونظام تسوية فعال -يمتاز النظام الاقتصادي الماليزي ببعض التطبيقات والمؤسسات المالية كنظام التكافل كنهج إسلامي لشركات التأمين و صندوق الزكاة،وكذلك صندوق الحج.

### ثالثاً : العالمية

- التجربة الماليزية في الأوراق المالية الإسلامية هي الوحيدة التي عبرت الحدود إلى أسواق مالية خارجية بنسبة تراوحت بين 12الى 15% وهي أكبر سوق سندات إسلامي حيث تم فيه إصدار ثلاثة أرباع الصكوك الإسلامية العالمية على مدى العقد الماضي<sup>1</sup> ومنتجاتها مرنة و جذابة للمستثمرين والمصدرين العالميين -أضحى النظام المالي الإسلامي في ماليزيا النموذج الأمثل للاقتصاد الإسلامي المتطور وساعده على هذا التنامي الاقتصادي الكبير وجوده في بيئة تتصف بالمزيد من الحرية والتنافس،وذلك تماشيًا مع الاندماج المتزايد بين النظام المالي الإسلامي الماليزي والساحة المالية الإسلامية العالمية.

-إن النظام المالي الإسلامي استطاع التأثير في النظام التقليدي في المعاملات الإسلامية وتفوق عليه من ناحية الصلاحية والسلامة في ظل الأزمة المالية و ساهم إدراج المشتقات المالية كمنتج من منتجات الهندسة المالية في سوق الأوراق المالية بشكل ايجابي في نمو وفاعلية هذه الأخيرة وجذب الإستثمار الأجنبي

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز"الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق" مرجع سابق ، ص 286

-الأدوات الإسلامية المستخدمة في أسواق المال في تطور مستمر و سوق المال الماليزية من حيث الحجم تعتبر كبيرة للغاية وأن المصارف الإسلامية الماليزية تساهم فيها بنسبة عالية تصل في المتوسط الى 25 %

### رابعا: هيكل النظام المالي

تم إنشاء نظام بنكي مزدوج إسلامي وتقليدي يسيران بشكل متوازي . وقد حقق هذا النظام ؛نجاحا ملحوظا أيضا، حتى أن الأزمة الاقتصادية الأخيرة نفسها أظهرت أهمية البنك الإسلامي ولم يقتصر النشاط الاقتصادي الإسلامي على البنوك بل تعداها إلى مشاريع مالية أخرى مثل سوق المال الإسلامي وسوق المشتقات المالية الإسلامية وشركات التكافل وإعادة التكافل وصناديق الإستثمار وغيرها وبهذا نستنتج بأن النظام المالي الإسلامي إن لم يكن بديلا للنظام الرأسمالي كان الجزء المكمّل له كما توجد في ماليزيا سوق أوراق مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية بنسبة تفوق 88%، والدولة هي أكبر مصدر للصكوك الإسلامية في العالم، كما يوجد بها ما يزيد عن 13 صندوق استثمار جماعي إسلامي كخطوة أساسية نحو تجسير الفجوة وتوثيق العلاقات بين اقتصاديات بلدان الشرق الاوسط وجنوب شرق آسيا في هذا المجال كما تسمح الحكومة الماليزية بملكية الأجانب بنسبة 100% لشركات إدارة الصناديق الإسلامية وذلك تماشياً مع سعيها إلى اجتذاب المزيد من الفاعلين الرئيسيين في مجال الصناديق.

### الفرع الثالث: إيجابيات وسلبيات التجربة الماليزية

تقوم تجربة التنمية في ماليزيا على أنها تجربة ناجحة وأنها وازنت بين الأهداف الكمية والأهداف النوعية<sup>1</sup>، كما اهتمت التنمية الماليزية بلبداً الإسلامي الذي يجعل الإنسان محور النشاط التنموي وأداته، كما التزمت الحكومة الماليزية بالأسلوب الإسلامي السليم في ممارسة مختلف الأنشطة الاقتصادية وتوجيه الموارد، ففي حين عملت على تحويل ملكية مختلف المشروعات الاقتصادية إلى القطاع الخاص<sup>2</sup>، فقد نمت مسؤولية الأفراد وأشركتهم عملياً في تحقيق الأهداف القومية واحتفظت بسهم خاص في إدارة المؤسسات ذات الأهمية الاجتماعية والإستراتيجية، لعدم التخلي عن دورها في ممارسة الرقابة والإشراف و الحكومة لهذا سوف نتطرق للدروس المستفادة من تجربتها و الاعتراضات الموجهة لها.

### أولاً: الدروس المستفادة من التجربة الماليزية<sup>3</sup>

بعد هذا السرد يمكننا أن نخلص إلى مجموعة من الدروس يمكن لبلدان العالم الإسلامي الاستفادة منها وهي :  
- الاهتمام بجوهر الإسلام وتفعيل منظومة القيم التي حث عليها الإسلام في المجال الاقتصادي وغيره ولا داعي لرفع

<sup>1</sup> سناء عبد الكريم الخناق « حوكمة المؤسسات المالية ودورها في التصدي للآزمات المالية التجربة الماليزية جامعة ملایا - ماليزيا » ص 12  
<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/11/38.pdf> le 01/06/2014 à 16h50

<sup>2</sup> سناء عبد الكريم الخناق « حوكمة المؤسسات المالية ودورها في التصدي للآزمات المالية التجربة الماليزية جامعة ملایا - ماليزيا » ص 12  
<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/11/38.pdf> le 01/06/2014 à 16h50

<sup>3</sup> [http://alwaei.com/topics/view/article\\_new.php?sdd=2&issue=451](http://alwaei.com/topics/view/article_new.php?sdd=2&issue=451) le 29/08/2014 à 9h00

- لافتات إسلامية دون وجود مضمون حقيقي لقيم الإسلام وتطبيق مبادئ الشورى التي حث عليها الإسلام من خلال نظم ديمقراطية تحترم حقوق الأفراد في حال وجود عرقيات مختلفة يمكن التوصل إلى اتفاقات تتقاطع فيها دوائر المصالح المختلفة وبذلك يكون التنوع مصدر إنماء لا هدم والاستفادة من الظروف العالمية السياسية لبناء الاقتصاديات الوطنية.
- الاعتماد على الذات في بناء التجارب التنموية ولن يتحقق هذا إلا في ظل استقرار سياسي واجتماعي .
  - الاستفادة من التكتلات الإقليمية بتقوية الاقتصاديات المشاركة بما يؤدي إلى قوة واستقلال هذه الكيانات في المحيط الدولي والتنمية البشرية ورفع كفاءة رأس المال البشري فالإنسان هو عماد التنمية تقوم به ويجني ثمارها .
  - أهمية تفعيل الأدوات الاقتصادية والمالية الإسلامية في مجال التنمية مثل الزكاة والوقف من خلال وجود مؤسسات تنظم عملها والرقابة على أداؤها
  - أن تنوع التنمية على جميع مكونات القطر دون القصور على مناطق وإهمال مناطق أخرى، مما يترتب عليه الكثير من المشكلات مثل التكدس السكاني والهجرة إلى المناطق المعنية بالتنمية وتكريس الشعور بالطبقية وسوء توزيع الدخل .
  - اعتبار البعد الزمني من حيث استيعاب التقدم التكنولوجي، وأن المعرفة تراكمية، وأن المشكلات مع الوقت سوف تزول في وجود أداء منضبط بالخطط المرسومة أما بخصوص التطبيق لمبادئ وأسس الاقتصاد الإسلامي قد تكون هناك فترات إنتقالية لتهيئة المجتمع للتطبيق الكامل ولكن لا يعني ذلك التوقف عن البدء في التطبيق، فمالا يدرك جله لا يترك كله ويفضل البدء بما تتوافر له الشروط والظروف الملائمة.
- ثانيا: بعض الاعتراضات على التجربة الماليزية:** بالرغم من إيجابيات النموذج الماليزي إلا أنه تعرض للانتقادات منها:
- **إشكالية تعميم النموذج الماليزي في الصناعة المالية الإسلامية:** تعد أحد أهم المعوقات لتعميم النموذج الماليزي وهي أن ماليزيا تجيز توريق الديون أو بيع الدين بالدين وبيع العينة وبيع المراجعة للأمر بالشراء وهذه الأمور لا تجيزها دول الخليج العربي غير أنه هنا أريد توضيح أمرا في غاية الأهمية وهو أن ماليزيا تتبع المذهب الشافعي وهو المذهب الوحيد الذي يجيز بيع العينة وتوريق الديون كما أن نسبة سكان ماليزيا حوالي 40% لا يدينون بالإسلام ويشككون في النظام الإسلامي لهذا فهي تتدرج في التطبيق العملي بالبرهان ولا تكتفي بكلمة يجوز ولا يجوز فقط والدليل على ذلك أنها تملك جامعات ومعاهد وهيئات من أجل تطوير المنتجات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية
  - **إشكالية تطبيق المشتقات في الصناعة المالية الإسلامية:** مازال النقاش والجدل حول جواز وعدم جواز المشتقات الإسلامية غير أن ماليزيا تطبق المشتقات الإسلامية على المؤشرات والعملات في إدارة المخاطر بعد موافقة الهيئة الشرعية الإسلامية على ذلك.

**المبحث الثالث: تجربة السودان:** إن تجربة السودان في مجال الهندسة المالية تعتبرها تجربة فريدة من نوعها وهذا يعود إلى أن القطاع المصرفي السوداني يعمل بكامله وفق الشريعة الإسلامية وهذا ما أدى بالضرورة أن أي منتج مالي في السودان هو حتماً هندسة مالية إسلامية وستتطرق فيما يلي إلى تطور النظام المالي السوداني ثم نعرض في المطلب الثاني منتجات الصناعة المالية في السودان وأخيراً نخص المطلب الثالث بتقييم تجربة الصناعة المالية في السودان.

**المطلب الأول: النظام المالي في السودان:** يشمل القطاع المالي في السودان على جهاز مصرفي وجهاز مالي غير مصرفي يتكون من شركات الصرافة، قطاع التأمين، شركة السودان للخدمات المالية، شركات التمويل التنموي، صناديق التمويل الاجتماعية، صناديق ضمان الودائع المصرفية وسوق راس المال<sup>1</sup>

**الفرع الأول: القطاع المصرفي:** يتكون الجهاز المصرفي السوداني من ثلاثة أقسام تحت إشراف بنك السودان المركزي وهي مصارف حكومية، مصارف تجارية، مصارف متخصصة<sup>2</sup>.

وقد تبنى بنك السودان المركزي النظام المصرفي الإسلامي منذ ثمانينات القرن الماضي، ولما كانت معظم الدول والمصارف المركزية تستخدم النظام المصرفي التقليدي فإن بنك السودان المركزي واجه ظروفاً بالغة التعقيد في إدارته لتطبيق التجربة الإسلامية في المصارف، فكان لابد من الاجتهاد لاستنباط صيغ وأدوات مالية إسلامية لإدارة السياسة النقدية والتمويلية وتمويل عجز الموازنة العامة للدولة وإدارة السيولة النقدية لدى المصارف الإسلامية<sup>3</sup>.

**أولاً: مراحل تطور القطاع المصرفي السوداني:** مر القطاع المصرفي بخمسة مراحل مختلفة

**1 1 مرحلة الإنشاء:** قامت بعض المصارف العالمية بفتح فروع لها مثل البنك الأهلي المصري 1903 كان يقوم بمهمة البنك المركزي، وبنك باركليز سنة 1913 بالإضافة إلى فروع أجنبية أخرى كالقرض اللبوني والعثماني ومع الاستقلال السياسي 1956م أنشئ أول بنك زراعي سوداني سنة 1957م؛ تلاه البنك المركزي 1959م وتلاه البنك التجاري وبنكين تمويين (صناعي 1961م - عقاري 1967م) من أجل القيام بدور التنمية في البلاد.

**1 2 مرحلة التأميم:** شهدت مرحلة ما بين 1970م - 1974م عمليات التأميم والدمج فاختلفت الأنظمة المحاسبية و الهياكل التنظيمية مما انعكس سلباً على الأداء المصرفي، في هذه الفترة أصبحت خمسة بنوك تجارية وبنوك متخصصة

<sup>1</sup> يوسف عثمان إدريس وآخرون "التحديات التي تواجه الجهاز المصرفي في مرحلة السلام" الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، بنك السودان المركزي 2006م، ص7

<sup>2</sup> حسام الدين عبد الوهاب محمد "تطبيقات الصكوك الإسلامية في المصارف السودانية" رئيس قسم الصكوك الإسلامية - إدارة ألاسثمار بنك فيصل الإسلامي السوداني، الخرطوم - السودان، مجلة الدراسات المالية و المصرفية المجلد 21 العدد الأول، كانون الثاني، 2013، ص 37-40، ص 37

<sup>3</sup> حسام الدين عبد الوهاب محمد "تطبيقات الصكوك الإسلامية في المصارف السودانية" مرجع سابق، ص 38



وبنك الادخار الذي زاول نشاطه عام 1974 م<sup>1</sup>.

1 3 مرحلة الانفتاح: في سنة 1976 م سمحت السودان لعدد من المصارف الأجنبية من مزاوله نشاطها في السودان منها بنك أبو ضبي الوطني، بنك الاعتماد و التجارة الدولي، بنك الشرق الأوسط، بنك الشرق الأوسط، بنك عمان المحدود جيب بنك بالإضافة إلى ظهور مصارف مشتركة بين القطاع الخاص السوداني و القطاع الخاص الأجنبي منها: البنك السوداني الفرنسي، بنك الأهلي السوداني، البنك الوطني للتنمية الشعبية، بنك النيل الأزرق، بنك فيصل الإسلامي<sup>2</sup> تلاه بنك التنمية التعاوني الإسلامي وبنك البركة وفي هذه الفترة قام البنك المركزي السوداني بإدارة قطاع مصرفي مزدوج بين إسلامي وتقليدي<sup>3</sup>.

1 4 مرحلة أسلمة النظام المصرفي: ظهرت فكرة تحويل النظام التقليدي إلى نظام إسلامي سنة 1984 وبدأت فكرة تعميقها في سنة 1992 حيث شهدت هذه المرحلة تطورات اقتصادية هامة منها تحرير التعامل بالنقد الأجنبي في سنة 1992 م وخلص أهم التطورات فيما يلي: البرنامج الثلاثي للإنقاذ الاقتصادي 1990-1993 م وظهور قانون تنظيم العمل المصرفي وظهر برنامج السياسات المصرفية الشاملة لإعادة الهيكلة وتطوير القطاع المصرفي.

- تكوين الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية؛ إنشاء سوق الخرطوم للأوراق المالية<sup>4</sup> عام 1994 - وعمل القطاع المصرفي السوداني في نهاية 2006 م بأكمله بما في ذلك البنك المركزي<sup>5</sup> وفق النظام الإسلامي، بعد البنك المركزي الإيراني والباكستاني كما بلغ عدد المصارف العاملة في السودان 35 مصرفاً بنهاية عام 2012 م مقارنةً بعدد 33 مصرفاً بنهاية عام 2011، حيث شهد عام 2012 دخول مصرفين هما البنك الأهلي المصري ومصرف أبوظبي الإسلامي.

الجدول رقم 20 هيكل الجهاز المصرفي بالسودان 2011/2012

هيكل الجهاز المصرفي في السودان بنهاية عامي 2011 و 2012		
البيان	2011	2012
(أ) المصارف المتخصصة	5	5
* مشتركة	2	2
* حكومية	3	3
(ب) المصارف التجارية	28	30
* مشتركة	23	23
* حكومية	1	1
* أجنبية	4	6
الإجمالي (أ) + (ب)	33	35

المصدر: بنك السودان المركزي

المصدر: التقرير السنوي لبنك السودان المركزي الثاني والخمسون 2012 ص 51

<sup>1</sup> مختار سعيد بدري وآخرون "توثيق تجربة السودان في مجال المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية : مخطط الرقابة والإشراف المصرفي" بنك السودان المركزي ، ط 1، الخرطوم : بنك السودان ، توثيق المكتبة الوطنية ، السودان، 2006، م ، ص 49

<sup>2</sup> عبد المنعم محمد الطيب "آليات تطبيق النظام المصرفي الثنائي في السودان خلال الفترة 2006/2008 م" خبير اقتصادي ومصرفي بالسودان ، منتدى الصيرفة الإسلامية ، اتحاد المصارف العربية، من 7/30 الى 2008/8/1 م ، ليبيا، ص 4

<sup>3</sup> تاج الدين إبراهيم حامد، محمد عثمان أحمد محمد خير "البنك المركزي الإسلامي بين التبعية والاستقلالية بالإشارة لتجربة السودان" بنك السودان المركزي 2009، ص 40

<sup>4</sup> مصطفى الجازولي محمد " أثر الصيرفة الإلكترونية في المصارف السودانية في ظل تحرير الخدمات المصرفية دراسة حالة بنك فيصل الإسلامي السوداني " رسالة ماجستير، أكاديمية العلوم المالية و المصرفية ، جامعة السودان للعلوم و التكنولوجيا ، 2012 م، ص 34

<sup>5</sup> تاج الدين إبراهيم حامد ، محمد عثمان أحمد محمد خير "البنك المركزي الإسلامي بين التبعية والاستقلالية بالإشارة لتجربة السودان " مرجع سابق ، ص 98



1 5 الخدمات الالكترونية المنفذة في عام 2012: المحفظة الإلكترونية E-Purse، التجارة الإلكترونية E-Commerce، الدفعيات الإلكترونية من خلال الهاتف الجوال Mobile Payment، الخدمات المصرفية من خلال الانترنت E-Banking، الدفعيات المصرفية من خلال الهاتف الجوال M-Banking و الجدول الموالي يوضح حجم المعاملات المصرفية الإلكترونية لعامي 2011/2012 م إذ تبين البيانات بأن عدد المعاملات الخارجية واستعمال البطاقة الإلكترونية<sup>1</sup> قد زاد في عام 2012 مقارنة بالسنة الماضية

الجدول رقم 21 : المعاملات المصرفية الإلكترونية

العالم	المعاملات المصرفية الإلكترونية		عدد المعاملات بالبطاقة المصرفية (محول القيود القومي)
	عدد المعاملات الخارجية (سويقت)	الرسائل صادرة	
2011	119,178	132,249	25,842,033
*2012	258,794	110,138	30,143,673

المصدر: شركة الخدمات المصرفية الإلكترونية المحدودة (شامخ) \* بيانات أولية

المصدر: تقرير بنك السودان المركزي 52 لسنة 2012 ، ص 71

**الفرع الثاني: القطاع المالي الغير مصرفي:** بعدما تعرفنا في الفرع الأول عن النظام المصرفي نعرض في هذا الفرع القطاع المالي غير المصرفي:

**أولاً: قطاع التأمين:** ترجع صناعة التأمين في السودان إلى أواخر الأربعينات عندما كانت تعمل بيوت السمسرة والوكالات الأجنبية (22 شركة)، وكانت العمالة معظمها أجنبية مما أضعف رأس المال وقلل من تأطير الكوادر المؤهلة في هذا المجال<sup>2</sup>، لهذا السبب ظهرت العديد من التغييرات الهيكلية في القطاع ويعتبر السودان رائد الصناعة التكافلية في العالم، حيث تم تأسيس أول شركة تأمين إسلامية في العالم في السودان عام 1979 م وهي (الشركة الإسلامية للتأمين IIC) التي بادر بإنشائها بنك فيصل الاسلامي السوداني وفي عام 1992 تحول كل سوق التأمين السوداني (تأمين مباشر وإعادة تأمين) إلى سوق تكافلي بموجب القانون، وبالرغم من التاريخ الطويل للتأمين إذ يعتبر مثال ومرجعية لعدد من الأسواق الأخرى إلا أنه لا يزال صغير الحجم نسبياً، وحالياً بلغ عدد الشركات العاملة في مجال التأمين وإعادة التأمين (15 شركة) منها أربعة عشر شركة تعمل في مجال التأمين وشركة واحدة تعمل في مجال إعادة التأمين<sup>3</sup> تقوم هذه الشركات بتقديم خدمات التأمين واستثمار الموارد في الشهادات والودائع الاستثمارية بالإضافة للعمل في المجال العقاري

## 1- أنواع صيغ التأمين التكافلي:

**1-1 صيغة المال للتأسيس:** وذلك إما عن طريق المساهمة أو التبرع، ويشارك في الأرباح دون الفوائد إن لم يتم استرجاعه إلى حملة الأسهم، وهي الصيغة التي قامت عليها شركة التأمين الإسلامية في السودان أول شركة تأمين

<sup>1</sup> مصطفى الجازولي محمد " أثر الصيرفة الإلكترونية في المصارف السودانية في ظل تحرير الخدمات المصرفية دراسة حالة بنك فيصل الإسلامي السوداني" مرجع سابق ، ص 53 و ما فوق

<sup>2</sup> عبد الكريم أحمد قندوز " الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق" مرجع سابق ذكره، ص 243

<sup>3</sup> التقرير السنوي 52 لبنك السودان المركزي 2012 م ، ص 83

تكافلي في العالم<sup>1</sup>، ورأس المال لهذه الشركة كان الهدف منه الاستجابة للمتطلبات القانونية لإنشاء شركة مساهمة.

تقوم باستثمار أموال المحفظة على أساس المضاربة الشرعية، تكون هي فيها مضارب وتكون المحفظة (هيئة المشتركين) ربّ المال وتحدد نسب توزيع الأرباح مع بداية كل عام مالي، وهذه الصيغة تعمل بها شركة شيكان للتأمين، و شركة التأمينات المتحدة، وشركة جوبا للتأمين بالسودان، وتأخذ المضاربة الاستثمارية عدة طرق منها<sup>2</sup>:

- إدارة عمليات التأمين واستثمار أقساط التأمين على أساس عقد المضاربة: وفي هذه الحالة تقوم الشركة بدور المضارب بينما يقوم المستأمنون بدور صاحب المال ويقسم الطرفان الأرباح المتحققة من الاستثمارات والفائض الناتج عن عمليات التأمين حسب النسبة المحددة بينهما<sup>3</sup>.

- إدارة العمليات التأمينية من قبل الشركة على أساس الوكالة بأجر معلوم: واستثمار المتوفر من أقساط التأمين على أساس عقد المضاربة، تقوم الشركة بإدارة العمليات التأمينية نيابة عن المشتركين مقابل<sup>4</sup> نسبة مئوية من الأقساط المكتتبه، يتم تحديدها قبيل بداية كل سنة مالية وتقوم الشركة باستثمار المتوفر من أقساط التأمين على أساس عقد المضاربة مقابل حصة شائعة من أرباح تلك الاستثمارات يتم تحديدها بصورة نسبة مئوية قبيل بداية كل سنة مالية و يعتبر الفائض التأميني حقاً خالصاً للمشاركين.

ويجري العمل بهذه الصورة في بعض شركات التأمين في جمهورية السودان التي كانت مسجلة كشركات تأمين تجاري حتى عام 1983 ثم أخضعت لتعمل بمقتضى التأمين التعاوني تماشياً مع أسلمة جميع شركات التأمين في السودان.

- الطريقة التعاونية البحتة حيث تكون الشركة مملوكة للمستأمنين وتدار العمليات التأمينية من قبلهم ، ويقوم المستأمنون أيضاً بدور المضارب بأموال غيرهم من أصحاب صكوك المقارضة التي تصدرها المؤسسة التعاونية وفي هذه الصيغة يستأثر المستأمنون بأرباح استثمار الأقساط وبالفائض التأميني، بعد دفع المطالبات والمصاريف العمومية ويجري العمل بهذه الصيغة في جميع شركات التأمين الإسلامية التي أسست لتعمل بمقتضى التأمين التعاوني في جمهورية السودان.

**1-2 إعادة التكافل:** هو اتفاق شركات لتأمين نيابة عن صناديق التأمين (التكافل)، التي تديرها على تحمل جزء من الأخطار التي قد تتعرض لها وذلك بدفع حصة من اشتراكات التأمين المدفوعة من المستأمنين على أساس الالتزام بالتبرع

<sup>1</sup>الحسين إسماعيل حسين "صناعة التأمين الإسلامي (التكافل) دراسات بالإشارة لتجربة السودان" مجلة المصري تصدرها: الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، بنك السودان المركزي ، العدد السادس والستون - ديسمبر 2012 م ، ص 32

<sup>2</sup>الحسين إسماعيل حسين "صناعة التأمين الإسلامي (التكافل) دراسات بالإشارة لتجربة السودان" مرجع سابق ، ص 33

<sup>3</sup> Chakib Abouzaid "Takaful: Modeles, statistiques des marches, defis actuels et perspectives d'avenir" Casablanca, 29 Nov, 2012; P7 sur site [www.financeislamiquemaroc.com/.../Chakib%20Abouzaid%20Presentati...](http://www.financeislamiquemaroc.com/.../Chakib%20Abouzaid%20Presentati...)

<sup>4</sup>Djamaledine laguere « LA TAKAFUL COMME ALTERNATIVE A L'ASSURANCE TRADITIONNELLE » colloque international : les sociétés d'assurances traditionnelles et les sociétés d'assurances Takaful entre la théorie et l'expérience pratique 25/26/04/2011 ; P6

وصندوق إعادة التأمين له حكم الشخصية الاعتبارية وله ذمة مالية مستقلة يتم من خلاله التغطية عن الجزء المؤمن عليه من الاضرار التي تلحق شركة التأمين من جراء وقوع الأخطار المؤمن منها، وأهم طرق إعادة التكافل هي:

- إعادة التكافل الانتقائية: وبموجبها تقوم شركة التكافل بعرض الخطر المراد إعادة التكافل فيه علي معيد التكافل بصورة منفردة مرفقا بتلخيص جميع المعلومات المتعلقة به، لتمكين المعيد من الحكم عليه بالقبول أو عدمه وتصيح ملزمة بما قبلته.
- إعادة التكافل الشاملة: بموجبها تلتزم شركة إعادة التكافل بقبول جميع الأخطار التي تقع في نطاق الاتفاقية المبرمة بينها وبين شركات التكافل<sup>1</sup>.

ثانيا: شركات الصرافة والتحويل المالية: تعتبر شركات الصرافة شركات مساهمة عامة، ارتفاع عدد شركات الصرافة من 17 صرافة بنهاية عام 2011 إلى 21 صرافة بنهاية عام 2012 كما تعتبر شركات التحويل المالية شركات مساهمة عامة يسمح لها بمزاولة التحويل المالية الصادرة والواردة بالنقد الأجنبي<sup>2</sup>، ويبلغ عددها 9 شركات بنهاية عام 2012 دون تغيير يذكر عن عام 2011.

ثالثا: شركة السودان للخدمات المالية المحدودة : في إطار جهود بنك السودان المركزي ووزارة المالية والاقتصاد الوطني لابتكار أدوات نقدية جديدة لإدارة السيولة في الاقتصاد، لاستخدامها في عمليات السوق المفتوحة كبديل للأدوات المستخدمة في النظام التقليدي فقد تم ابتكار أدوات مالية تقوم علي أسس شرعية وتتميز بدرجة من المرونة والواقعية وتستند علي الصيغ الشرعية الإسلامية بدلاً عن المدائنة، وبما أن بنك السودان المركزي ووزارة المالية والاقتصاد الوطني لا يتعاملان بالمتاجرة في الاوراق المالية مع الجمهور مباشرة فقد تم إنشاء شركة السودان للخدمات المالية<sup>3</sup> الاسلامية المحدودة لتقوم بهذا الدور بعد أن تنازلت كل من وزارة المالية وبنك السودان المركزي من أصولها في البنوك المملوكة لهما كلياً أو جزئياً لصالح الشركة، وأصبحت الشركة مملوكة بنسبة 99% لبنك السودان و 1% لوزارة المالية وتم تسجيلها لدي المسجل العام للشركات تحت قانون الشركات لعام 1925 في عام 1998م<sup>4</sup> برأس مال مصرح به قدره 10 مليون دينار وقتها ورأس مال مدفوع قدره 2 مليون دينار ويمثل الشريحة (ب) من رأس المال الشركة أما الشريحة (ا) من رأس مال الشركة فتتكون من القيمة المحاسبية (Fair Value) لكل البنوك المملوكة كلياً أو جزئياً لبنك السودان المركزي ووزارة المالية .

فالقيام بدورها في صناعة الأوراق المالية المتعلقة بإصدار وإدارة الصكوك الحكومية والمساهمة في المشروعات التنموية الاقتصادية والاجتماعية للدولة والمساعدة في إدارة السيولة علي المستوي القومي، حيث قامت الشركة منذ إنشائها و حتى

<sup>1</sup> الحسين إسماعيل حسين "صناعة التأمين الإسلامي (التكافل) دراسات بالإشارة لتجربة السودان" مرجع سابق ، ص 33

<sup>2</sup> التقرير السنوي 52 لبنك السودان المركزي 2012م، مرجع سابق ، ص 72

<sup>3</sup> التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة 2011 ، ص 9

<sup>4</sup> عبد الله علي عجبنا "محددات إصدار صكوك الاستثمار الإسلامية من قبل منظمات الأعمال: دراسة حالة التجربة السودانية 1998/2011 م" مرجع سابق، ص 141

الآن بإصدار العديد من الأوراق المالية

**رابعا: شركة الترويج للاستثمار المالي:** تم تأسيس الشركة في أغسطس 2001 كشركة مساهمة بين بنك السودان المركزي بنسبة 60 % وشركة السودان للخدمات المالية بنسبة 40 % وتهدف<sup>1</sup> إلى تحقيق تسويات فورية لجميع المعاملات الخاصة بشراء وبيع الأوراق المالية لصالح العملاء، كما تعمل كذراع لبنك السودان المركزي في السوق الثانوية للمساهمة في تحقيق أغراض السياسة النقدية عن طريق عمليات السوق المفتوحة، جانب ترويجها لجميع الأوراق المالية ومنتجات شركة السودان للأوراق المالية في السوقين الأولي والثانوي، بالإضافة إلى شراء وبيع الأوراق المالية لصالح محفظة الشركة، وإدارة محافظ الغير وتقديم الدراسات والاستشارات، وتحديد أفضل الخيارات الاستثمارية في ظل ظروف السوق

**خامسا : صندوق ضمان الودائع المصرفية:** أنشئ صندوق ضمان الودائع المصرفية بموجب قانون عام 1996 بمساهمة كل من وزارة المالية وبنك السودان المركزي والمصارف، لتوفير خدمة التأمين الإسلامي للودائع المصرفية<sup>2</sup>. ارتفع حجم المساهمات في الصندوق من 54.9 مليون جنيه بنهاية عام 2011 إلى 63.9 مليون جنيه بنهاية عام 2012 بمعدل 16.4 % وارتفعت نسبة مساهمة أصحاب الودائع الاستثمارية التي تقوم بدفعها المصارف نيابة عن أصحاب الودائع الاستثمارية من % 21.5 بنهاية عام 2011 إلى % 25.1 بنهاية عام<sup>3</sup> 2012.

**سادسا: الوكالة الوطنية لتأمين وتمويل الصادرات:** تأسست الوكالة الوطنية لتأمين وتمويل الصادرات بموجب القانون الصادر في عام 2005 وباشرت عملها في يناير 2006 برأس مال اسمي قدره 60 مليون جنيه<sup>4</sup> حيث ساهم بنك السودان المركزي بنسبة % 70، ووزارة المالية بنسبة % 24 في رأس المال، والمصارف بنسبة % 6 يشمل نشاطها التغطّي من خلال عقد التأمين على المخاطر التجارية وغير التجارية (السياسية) بهدف تشجيع وتنمية الصادرات السودانية وكذلك دعم قطاع الصادرات<sup>5</sup>.

**سابعا: سوق رأس المال:** بدأ سوق الخرطوم للأوراق المالية العمل في السوق الأولية في أكتوبر 1994، وفي الثاني من يناير 1995 تم افتتاح السوق الثانوية<sup>6</sup> حيث كان العمل يتم عن طريق التداول اليدوي Manual Trading System، ثم تحول السوق إلى التداول الإلكتروني Automated Trading System في يناير 2012 يهدف سوق الخرطوم للأوراق المالية إلى تنظيم ومراقبة الأسواق المالية والتعامل بها بيعاً وشراءً، وتشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين المواطنين، وتهيئة

<sup>1</sup> التقرير السنوي 50 للبنك المركزي السوداني 2010م، ص 64

<sup>2</sup> يوسف عثمان إدريس و آخرون "التحديات التي تواجه الجهاز المصرفي في مرحلة السلام" مرجع سابق، ص 17

<sup>3</sup> التقرير السنوي 53 للبنك المركزي السوداني 2013م، ص 80

<sup>4</sup> التقرير السنوي 49 للبنك المركزي السوداني 2009م، ص 67

<sup>5</sup> التقرير السنوي 53 للبنك المركزي السوداني، مرجع سابق، ص 84

<sup>6</sup> عبد الكريم أحمد قنادوز "الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق" مرجع سابق ذكره، ص 245

الظروف الملائمة لتوظيف المدخرات في الأوراق المالية، بالإضافة إلى العمل علي توسيع وتعزيز الملكية الخاصة للأصول الإنتاجية في الاقتصاد، والعمل علي نقل الملكية العامة للأصول الرأسمالية للدولة إلى أوسع الفئات الوطنية، مع ترسيخ أسس التعامل السليم والعاقل بين فئات المستثمرين، وضمان تكافؤ الفرص للمتعاملين في الأوراق المالية وحماية صغار المستثمرين ونظرا لأهمية سوق رأس المال سنتناوله بالدراسة في الفرع الثالث

### الفرع الثالث: تطور سوق رأس المال (سوق الخرطوم للأوراق المالية)

أولاً: مراحل التطور: شهد سوق رأس المال السوداني عدة إصلاحات هيكلية نلخصها فيما يلي<sup>1</sup>:

- 1962 - بدء فكرة إنشاء سوق الخرطوم للأوراق المالية
- 1982 - اجازة قانون سوق الخرطوم من قبل مجلس الشعب
- 1992 - بدأت الخطوة الجادة لإنشاء السوق حيث تم تأسيس هيئة الاسواق المالية
- 1994 - اجازة المجلس الوطني الانتقالي قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية والذي أصبح بموجبها كيانا مستقلا
- 1994 - بدأ العمل في السوق الأولية (سوق الإصدارات)
- 1995 - بدأ العمل في السوق الثانوية (سوق التداول) بعدد 34 شركة
- 1996 - ارتفع عدد الشركات المدرجة في السوق من 34 الي 40 شركة
- 1997 - زيادة القدرة في رأس المال السوقي ملم يعادل 31 مليون دولار أمريكي إلى 139 مليون
- 1999 - بدأ العمل بنظام السوق الموازية وتم تصنيف الشركات المدرجة بالسوق الثانوية وفقا لاستيفائها لشروط الإدراج
- 2001 - بداية إصدار العديد من صكوك الصناديق الاستثمارية وشهادات المشاركة الحكومية شهامة
- 2002 - توسيع في علاقات السوق مع المؤسسات المالية الإقليمية والدولية
- 2003 - تم الإعلان عن مؤشر الخرطوم وإدراج السوق في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي وإدراج سهم سوداتل تقاطعياً في سوق أبوظبي للأوراق المالية
- 2004 - بلغ حجم التداول أعلى معدل له منذ إنشاء السوق وتوقيع اتفاقية تعاون مشترك بين سوق الخرطوم للأوراق المالية وبورصتي القاهرة والإسكندرية
- 2005 - ارتفاع قياسي في حجم التداول إلى 1,21 مليار وارتفاع في المؤشر بنسبة نمو بلغت 97,3 % وارتفاع في

<sup>1</sup> يعقوب محمود السيد، مشاهد عثمان إبراهيم "سوق الأوراق المالية في السودان النشأة والتطور والرؤى المستقبلية" البنك السوداني المركزي 2011 م ، ص 31 و ما فوق

القيمة السوقية إلى 7,47 مليار جنية<sup>1</sup>

2006-ارتفاع كبير في معدلات التداول حيث سجل حجم التداول 2.06 مليار جنية بنسبة نمو بلغت 70%  
2007-تم انضمام السوق للإتحاد البورصات الإفريقية مما فتح آفاقاً جديدة للتعاون الاقليمي بين أسواق المنطقة.  
2008 -ارتفاعاً ملحوظاً في حجم التداول كما اكتمل إيداع أسهم جميع الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية الأمر الذي مهد الطريق لإكمال إجراءات التحول إلى التداول الإلكتروني، وإدراج مصرف السلام في سوق دبي  
2009 -سجل سوق الخرطوم أعلي معدل تداول منذ إنشاء سوقها الثانوية حيث ارتفع حجم التداول إلى (2,2) مليار جنية مقارنة بـ (1,8) مليار جنية في العام الماضي أي بنسبة ارتفاع بلغت 19.5% وبدأ نظام التحول للتداول الإلكتروني<sup>2</sup>  
2010-حقق حجم التداول أكبر معدلاته منذ بداية عمل السوق الثانوية في 1995 متفوقاً على العام 2009 الذي بلغ 2,2 مليار جنية مقارنة بمبلغ 2,4 مليار جنية، كما تم اعتماد السوق بصفة مراقب في إتحاد البورصات العربية  
2012-ظهرت عمليات التداول في اعلي ارتفاع لها منذ نشأة سوق الخرطوم للأوراق المالية

ثانياً: شركات الوساطة المالية (الوكالات) المعتمدة بسوق الخرطوم للأوراق المالية:

تعتبر شركات الوساطة المالية حلقة وصل بين العميل البائع والعميل المشتري، حيث تتم عمليات البيع والشراء عبر هذه الشركات، ويكون لكل شركة وكالة وكيل داخل قاعة التداول، يقوم بتنفيذ أوامر عملائه بيعة وشراء<sup>3</sup>؛ بعدها يتسل العقود التي تم تنفيذها إلى الشركات لتتم عملية تحويل ملكية السهم، ويكون البائع قد تسلم المبلغ الذي يخصه في نفس اليوم الذي تم فيه تنفيذ عملية البيع ويتسلم المشتري شهادة السهم من الشركة أو الوكالة الوسيطة بين البائع والمشتري للأوراق المالية مقابل عمولة يتم اقتسامها مع سوق الخرطوم للأوراق المالية وتقدم الوكالة الأعمال التالية<sup>4</sup>:

-الوكالة بالعمولة، البيع والشراء لصالح العملاء أو لصالح محفظة الوكيل وبيع وتسويق الإصدارات المالية كما تمارس شركات المساهمة العامة المتخصصة بأعمال الوكالة وبنوك الاستثمار والشركات المالية المرخص لها بالقيام بهذه الأعمال التالية بالإضافة للأعمال الواردة أعلاه:

<sup>1</sup> عثمان حمد محمد خير "تجربة السودان في مجال اصدار الصكوك الحكومية" ورشة عمل الصكوك الاسلامية ، تحديات .. تنمية وممارسات دولية - الأردن ، ٦ / ٧ شعبان ١٤٣١ هـ، ص 25

<sup>2</sup> ربيعة بن زيد "الصكوك الإسلامية و إدارة مخاطرها دراسة تقييمية لحالة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 2005-2010 م" مرجع سابق ، ص 290

<sup>3</sup> يعقوب محمود السيد، مشاهد عثمان إبراهيم "سوق الأوراق المالية في السودان النشأة والتطور والرؤى المستقبلية" مرجع سابق ، ص 38

<sup>4</sup> عبد الله علي عجبنا فضل "محددات إصدار صكوك الاستثمار الإسلامية من قبل منظمات الأعمال دراسة حالة التجربة السودانية 1998 / 2011 م" مرجع سابق، ص 173

- العمولة التي تستوفيهها من العملاء نتيجة القيام بعمليات البيع والشراء لصالح العملاء؛ وتغطية تلك الإصدارات.
- العوائد نتيجة البيع والشراء لصالح محفظة الوكيل والعمل كمستشار مالي وإدارة محافظ الغير.
- يجوز لشركات الوساطة المالية القيام بإدارة الصناديق لاستثمارية وإصدار وثائق للمستثمرين في هذه الصناديق، كما يجوز لها تغطية إصدارات الأوراق المالية.

**ثالثا: تصنيف الصكوك في السودان:** لا يوجد في السودان تصنيف ائتماني للصكوك ولكن توجد مؤشرات يستفيد منها الوكلاء، ولا توجد جهات متخصصة في التصنيف ولا قانون يساعد على إنشاء هذا النوع من التصنيف بالرغم من أن وجود شركات تمنح التصنيف يعطي مرجعية يمكن الاعتماد عليها، وبمنح ثقة عالية في المصدرين كما يعتبر التصنيف الائتماني للصكوك من قبل مؤسسات دولية متخصصة مهم جدا لتوزيع الصكوك خارج السودان ونشير إلى أن مؤسسات التصنيف الائتماني العالمية، عند تقييمها للصكوك، تقوم بوضع علامات امتياز وجودة لا تختلف عما يمنح للسندات التقليدية، وأن هذه العلامات لم تكن تمنح لهذه الصكوك إلا بعد التأكد من ضمان العائد وضمان القيمة.

### رابعا: الهيئة العليا للرقابة الشرعية في المؤسسات المالية

وبموجب القرار الوزاري رقم 184 بتاريخ 2 مارس 1992 م تم تكوين الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية؛ وذلك وفق قانون تنظيم العمل المصرفي لعام 1991 م، وتكملة الإجراءات والقرارات التي صدرت في عام 1990 م لإسلام الجهاز المصرفي وإلغاء كافة المعاملات الربويه للمصارف والمؤسسات المالية بالسودان. ولقد عملت الهيئة منذ تأسيسها في العديد من المجالات المختلفة شملت معالجة القوانين واللوائح والمنشورات والعقود وعملت أيضا على دعم وتطوير البحوث والدوريات والكتب والعمل على عقد الندوات والملتقيات المتعددة الاختصاص بالنظام المصرفي الإسلامي وساهمت في تدريب الكوادر المختلفة بالمعهد العالي بمراكز التدريب بالمصارف المختلفة. وعملت الهيئة أيضا على الإطلاع على العديد من التقارير المختلفة لتقديم الرأي الشرعي فيها وبعدها تعرفنا على مكونات النظام المالي من قطاعات ومؤسسات وهيئات نتعرف لاحقا على المنتجات المالية الإسلامية في السودان<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: منتجات الصناعة المالية في السودان:

بادرت حكومة السودان بابتكار أدوات مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية في إدارتها للسياسة النقدية وحسب رأينا قسمناها إلى أدوات الجيل الأول و الثاني وعمليات تمويلية.

### الفرع الأول: الجيل الأول من الصكوك الحكومية:

<sup>1</sup> ربيعة بن زيد "الصكوك الإسلامية و إدارة مخاطرها دراسة تقييمية لحالة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 2005-2010 م" مرجع سابق ، ص 269



تهدف تجربة إصدار الصكوك الإسلامية في السودان إلى تعبئة الموارد لتمويل عجز الموازنة العامة وتمويل الأصول والمشروعات الحكومية، وفي نفس الوقت هي أداة مستوفية للمتطلبات الشرعية تصلح لإدارة السيولة داخل الجهاز المصرفي الإسلامي<sup>1</sup> والذي يعمل بها بنك السودان المركزي حالياً فيما يعرف بعمليات السوق المفتوحة للتحكم في عرض النقود، وتعتبر بهذا أول دولة إسلامية تصدر أوراقاً مالية متوافقة مع الشريعة بهدف إدارة السيولة، ونحاول من خلال ما يلي التعرف على أهم الإصدارات الحكومية السودانية للصكوك الإسلامية

### أولاً - شهادات مشاركة البنك المركزي شمم

وهي عبارة عن صكوك تمثل حصصاً محددة في صندوق خاص يحتوي على أصول حقيقية مملوكة لبنك السودان المركزي ووزارة المالية في مؤسسات مصرفية، وهي بذلك نوع من تصكيك الأصول مستندة إلى مبدأ المشاركة في الربح والخسارة ، وتم إصدار هذه الشهادات في جوان 1998 م، بهدف إدارة السيولة داخل الجهاز المصرفي ومنح البنوك فرصة لاستثمار فوائدها لآجال قصيرة<sup>2</sup> وتبني العلاقة في شهادات شمم وفقاً للآتي: المستثمرون (المصارف)، الشركة (مدير الصندوق)، بنك السودان المركزي (المالك لمكون الشراكة والجهة المستفيدة من هذه الشهادات في إدارة السيولة )<sup>3</sup>.

بدأ العمل بهذه الشهادة في العام 1998 م وانتهى العمل بها في العام 2004 م.

إذا رأى البنك المركزي أن النشاط الاقتصادي في حاجة إلى سيولة عرض شراء هذه الشهادات من مالكيها وإذا شعر بزيادة في السيولة عرض ما عنده من شهادات للبيع بالقدر الذي يمتص السيولة الزائدة وبالطبع يلعب السعر الذي يعرضه البنك للشهادة دوراً هاماً في تنفيذ عمليات البيع والشراء. ليست لها فترة سريان محددة وهي قابلة للتداول وسهلة التسجيل في السوق الثانوية.

### ثانياً - شهادات المشاركة الحكومية شهامة

قامت وزارة المالية والاقتصاد الوطني في 08/05/1999، بطرح أول إصدار لشهادات المشاركة الحكومية شهامة ويجري العمل في إصدارها حتى تاريخ اليوم عن طريق شركة السودان للخدمات المالية، وهي الشركة التي تعمل وكيلاً ومروجاً للأوراق المالية الحكومية، استندت هذه الشهادة على ملكية الدولة للأسهم في بعض الشركات والمؤسسات الراجعة<sup>4</sup> وتصدر هذه الشهادات أيضاً استناداً على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، وهي قابلة للتداول بين الجمهور والمصارف و

<sup>1</sup> IIFM Sukuk Report A Comprehensive study of the Global Sukuk Market(1<sup>st</sup> Edition) P-P 8-9

<sup>2</sup> صابر محمد حسن " تجربة السودان في مجال السياسة النقدية" دراسة قدمت إلى الاجتماع السنوي الخامس والعشرين لمجلس محافظي المصارف المركزية ومؤسسات النقد العربية، الذي عقد في أبوظبي - سبتمبر 2001 ، صندوق النقد العربي، أبو ظبي 2004 م، ص 41

<sup>3</sup> حسام الدين عبد الوهاب محمد "تطبيقات الصكوك الإسلامية في المصارف السودانية" مرجع سابق، ص 38

<sup>4</sup> سليمان ناصر و ربيعة بن زيد "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية، دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية" مرجع سابق ذكره، ص 21



## الفصل الرابع: دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية في كل من ماليزيا و السودان

المؤسسات، وتهدف إلى تمويل عجز الموازنة العامة لتخفيف الاستدانة بالعجز الاستدانة من النظام المصرفي، كما أنه يمكن تداولها في السوق الثانوي وتصدر بهدف<sup>1</sup>:

-استقطاب المدخرات القومية وتشجيع الاستثمار وتوفير أداة إسلامية شرعية لإدارة السيولة وإنقاذ السياسات المالية والتحكم في عرض النقود وتطوير أسواق المال المحلية.

-تحقيق عائد مجزٍ للمستثمرين من خلال مشاركتهم في مكون الشراكة الذي يحتوي على أكثر الشركات كفاءة وذات أداء مالي عالٍ وتغطيه جزء من العجز في الموازنة العامة للدولة<sup>2</sup> والتي كان في الماضي

يغطي بالاستدانة من البنك المركزي مما يزيد معدلات التضخم.

- قابله للتحويل ويتم تداولها في سوق الخرطوم الثانوية ويمكن حصر أهم الاختلافات بين شمم و شهامة فيما يلي:

الجدول رقم 22: الاختلافات بين شمم و شهامة

شهامة	شمم	التفاصيل
تهدف لتوفير التمويل	تهدف إلى التحكم في السيولة	الغرض
الحكومة	البنك المركزي	المصدر
الجمهور عموماً بما فيه المصارف	المصارف والمؤسسات المالية الكبيرة	السوق
أسهم الحكومة في بعض المؤسسات المالية الناجحة والرابحة .	أسهم الحكومة وبنك السودان في مختلف المصارف	التكوين
لها أجل محدد مما يسهل من عملية تمويل الحكومة حتى لفترات	ليس لها أجل محدد مما يمكن من تداولها في الأسواق الثانوية	الأجل
ليس هناك التزام من بنك السودان بإعادة الشراء عند الطلب .	بنك السودان مستعد لشراؤها عند الطلب في أى وقت	درجة السيولة

المصدر: حسن، صابر محمد " تجربة السودان في مجال السياسة النقدية" مرجع سابق ص 47

على الرغم من النجاح الكبير الذي حققته شهادات المشاركة الحكومية (شهامة) وشهادات البنك المركزي (شمم)، إلا أنه قد بات واضحاً وفي ظل برنامج خصخصة المؤسسات الحكومية أن هذه الشهادات محدودة من حيث القيمة والعدد وبالتالي فإن الاستمرار في استخدامها كأداة للسياسة النقدية لإدارة السيولة في المستقبل قد تكتنفها بعض المضاعف. عليه رأت السلطات النقدية بالسودان أن هناك حاجة ماسة لاستنباط واستحداث أوراق مالية إسلامية جديدة تتوفر فيها شروط العقود الشرعية وتتسم بالمرونة والتنوع وبأجل مختلفة بحيث تلي رغبات كافة المستثمرين بما يتناسب مع مواردهم المالية ومواقفهم في مجال السيولة وتصلح في ذات الوقت أن تكون آليات تعين البنك المركزي في إدارة السياسة النقدية<sup>3</sup> ونقول فيما يلي صكوك الاستثمار الحكومية من الجيل الثاني.

الفرع الثاني: الجيل الثاني من الصكوك الحكومية (الأوراق المالية الإسلامية المستحدثة)

أولاً -صكوك إيجار الاستثمارات الحكومية صرح

<sup>1</sup> يعقوب محمود السيد، مشاهد عثمان إبراهيم "سوق الأوراق المالية في السودان والنشأة والتطور والرؤى المستقبلية" مرجع سابق ، ص 53

<sup>2</sup> النشرة الدورية لبنك السودان المركزي، نوفمبر 2010، ص15

<sup>3</sup> التقرير السنوي للشركة السودان للخدمات المالية المحدودة للعام 2011م ، مرجع سابق، ص15

عبارة عن وثيقة ذات قيمة اسمية محددة بالجنيه السوداني تتيح لحاملها المشاركة في أرباح تمويل المشروعات الحكومية، عن طريق عقود الإجارة والمراجحة والإستصناع والسلم بغرض تحقيق ربح، ذات آجال متوسطة وطويلة الأجل نسبياً من 5-7 سنوات، تصدرها وزارة المالية والاقتصاد الوطني<sup>1</sup> نيابة عن حكومة السودان، وتتم إدارتها وتسويقها في السوق الأولية عبر شركة السودان للخدمات المالية، تم إصدارها لأول مرة في مايو 2003 م وكان من بين أهم أهدافها تجميع المدخرات القومية<sup>2</sup> والإقليمية وتشجيع الاستثمار وإدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي عبر ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة وتوظيف المدخرات في التمويل الحكومي لمقابلة الصرف على المشاريع التنموية ومشاريع البنية التحتية وتقليل الآثار التضخمية وذلك بتوفير تمويل مستقر وحقيقي للدولة في شكل سلع وخدمات.

**مميزات وسمات صكوك صرح:** يمثل الصك بعد استثمار أمواله موجودات قائمة وحقيقية مكونة من مجموعة من العقود (الإجارة والمراجحة والاستصناع والسلم)<sup>3</sup>

- يحدد الربح على استثمارات الصندوق بمجموع عوائد عقود استثمارية ويتم توزيع الأرباح بين رب المال (المستثمر) بنسبة 92 % والمضارب (الشركة) بنسبة 8 %.

- يمكن تسليها عبر سوق الخرطوم للأوراق المالية في السوق الثانوية.

- تدفع أرباحاً دورية كل ثلاثة أوسنة أشهر ويمكن استخدامها كضمان من الدرجة الأولى للحصول على التمويل الممنوح من المصاريف التجارية السودانية.

**ثانياً: شهادات إجارة البنك المركزي شهاب:**

تم إصدارها في 2005/08/30 وظهرت كبديل عن شهادات مشاركة

البنك المركزي شمم؛ تصدر هذه الشهادات استناداً إلى عقود الإجارة واعتمدت هذه الشهادات على تصكيك أصول البنك المركزي الثابتة في العاصمة والولايات<sup>4</sup>، وهي قابلة للتداول بين المصارف فقط ولا يجوز تداولها إلا مع البنك المركزي بيعاً وشراراً (ليست للجمهور وتهدف إلى تمكين البنك المركزي من إدارة السيولة و توفير فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الصكوك و يتم إصدارها علي صيغة الإجارة الإسلامية ويتم تداولها بين بنك السودان المركزي والبنوك التجارية<sup>5</sup> .

<sup>1</sup> حسام الدين عبد الوهاب محمد "تطبيقات الصكوك الإسلامية في المصارف السودانية" مرجع سابق، ص 39

<sup>2</sup> التقرير السنوي لبنك السودان المركزي 51 لسنة 2011 ، ص 83

<sup>3</sup> [http://www.almoashir.com/invest\\_a.ph](http://www.almoashir.com/invest_a.ph) "دعوه للاستثمار في الأوراق المالية"

<sup>4</sup> عبد الله علي عجبنا فضل "محددات إصدار صكوك الإستثمار الإسلامية من قبل منظمات الأعمال: دراسة حالة التجربة السودانية 1998 / 2011 م" مرجع سابق ، ص 166

<sup>5</sup> ربيعة بن زيد "الصكوك الإسلامية و إدارة مخاطرها دراسة تقييمية لحالة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 2005-2010 م" مرجع سابق ، ص 280

ثالثاً: شهادات صندوق الاستثمار الجماعي بالعملات الأجنبية (شموخ): هذه الشهادات عبارة عن وثيقة- ذات قيمة اسمية محددة، تم إصدارها في إبريل 2009 م<sup>1</sup>، بهدف أساسي هو تمكين بنك السودان المركزي من إدارة موارد البلاد من النقد الأجنبي، و إيجاد فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الشهادات بالعملة الأجنبية، وذلك بإصدارها وعرضها للمستثمرين فهي تمنح المستثمرين الفرصة في الاستثمار في صندوق تمويل استيراد سلع استراتيجية وفقاً لصيغ التمويل الإسلامي وتحدد العلاقة في شهادات شموخ بين: المستثمرون (حملة الشهادات الاستثمارية)، الشركة (المضارب)، الوحدات بالجهاز المصرفي وهي الجهة المستفيدة من التمويل وتقوم العلاقة بين حملة الشهادات الاستثمارية والشركة علي اساس المضاربة المقيدة بغرض تمويل استيراد سلع وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.

رابعاً: شهادات إجارة مصفاة الخرطوم للبترو (شامة): شهادات إجارة أصول مصفاة الخرطوم للبترو "عبارة عن شهادات استثمارية متوسطة الأجل بغرض حشد الموارد من المستثمرين عن طريق عقد الوكالة الشرعية<sup>2</sup> لتوظيفها لشراء أصول المصفاة وتأجيرها لوزارة المالية إجارة تشغيلية لتحقيق عوائد مجزية للمستثمرين فيه، تم إصدارها في 27/10/2010 و إدراجها بسوق الخرطوم للأوراق المالية في ديسمبر 2010 م؛ يسعى الصندوق لتحقيق الأهداف التالية:

- إصدار أدوات مالية (صكوك) بغرض توفير فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الصكوك بتصكيك أصول المصفاة وعرضها للمستثمرين.

- توسيع (زيادة) عرض الأوراق المالية المسجلة بسوق الخرطوم للأوراق المالية من خلال إضافة ورقة مالية جديدة.

- توفير موارد مناسبة للدولة بجانب تطوير صناعة الصناديق الاستثمارية في البلاد.

### الفرع الثالث: عمليات تمويلية مبتكرة:

#### أولاً : تمويل عجز السيولة:

الهدف من هذا التمويل هو مساعدة البنوك التي تواجه مشاكل سيولة طارئة لأسباب عارضة ويتاح هذا التمويل بصيغة المضاربة المطلقة (وديعة استثمارية لأجل) وفي حالة تمكن البنك من رد التمويل خلال 7 أيام من تاريخ المنح يعفى البنك من دفع أى عائدة عليه أما في حالة تجاوز هذه الفترة يدفع البنك لكل فترة (أسبوعين) على أن يكون نصيب بنك السودان في توزيع العائد على هذا التمويل أكبر من عائد البنك المعنى.

وفي حالة تجاوز رصيد البنك المكشوف طرف بنك السودان للسقف المقرر له يجوز منح التمويل شريطة أن يقوم البنك بتغذية حسابه بالفرق حتى يتمكن من دخول غرفة المقاصة وفي حالة الإخفاق في ذلك يحال البنك المعنى للإدارة العامة

<sup>1</sup> سليمان ناصر و ربيعة بن زيد " إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية، دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية " مرجع سابق ذكره، ص 22

<sup>2</sup> <http://www.shahama-sd.com/ar/content/lsyg-Islmy> : المنتجات المالية الإسلامية لشركة السودان

لتنمية الجهاز المصرفي للتقرير بشأنه ويطبق هذا الإجراء أيضا في حالة أن يتقدم البنك بطلبات لهذا التمويل تفوق المعدل المقرر (أكثر من طلبين في الشهر أو أكثر من أربعة طلبات خلال ثلاثة شهور).

### ثانيا: التمويل الاستثماري عن طريق العطاءات

الهدف من هذا التمويل هو سد الفجوة التمويلية لاحتياجات الاقتصاد الكلية وفك اختناقات التمويل الموسمية وتحريك أو تحفيز بعض القطاعات ذات المخاطر العالية (الزراعة، الصناعة) ويقدم التمويل الاستثماري من خلال عطاءات يقوم بطرحها بنك السودان للبنوك التجارية وفقا لضوابط وشروط محددة<sup>1</sup>:

- يتم طرح هذا التمويل بواسطة بنك السودان في عطاءات كتمويل استثماري متاح لفترات محددة وبصيغة المضاربة المطلقة أما في حالة طرح تمويل استثماري موجه لعمليات أو قطاعات معينة في مواسم معينة يحددها بنك السودان في إطار الفجوة الكلية للتمويل ستكون صيغة التمويل هي المشاركة وفترة سداد التمويل تحدد حسب غرض أو نوع التمويل.
- تقدم طلبات التمويل الاستثماري في الاستمارة رقم 2 بالنسبة لصيغة المضاربة المطلقة وفي الاستثمار رقم 3 لصيغة المشاركة على أن يوقع المدير العام أو نائبة على الاستمارة.
- بالنسبة لعطاءات التمويل بصيغة المضاربة المطلقة تتم الترسية على أساس نسبة توزيع العائد على التمويل(البنك الذي يعرض أعلى نسبة مئوية لبنك السودان في الأرباح).
- بالنسبة لعطاءات التمويل الموجه (المقيد لعمليات أو قطاعات معينة) تتم الترسية على نسبة المشاركة في التمويل(البنك الذي يعرض أعلى نسبة للمشاركة في العملية من موارده).
- لذلك على البنوك المتقدمة لهذه المنافسات أن توضح في طلبها هذه النسبة في الاستثمارات الخاصة بتلك المنافسة وإلا استبعد طلبها.

### المطلب الثالث: تقييم التجربة السودانية في صناعة الهندسة المالية

#### الفرع الأول: تحليل تطور المنتجات المالية الإسلامية للمؤسسات المالية في السودان

##### أولا: شهادات المشاركة الحكومية (شهادة):

تميزت بنسب أرباح عالية و ضمان من طرف الحكومة وفيما يلي جدول يوضح تطور نشاط شهادات المشاركة الحكومية (شهادة) خلال الفترة (2008-2012).

الجدول رقم 23 : شهادات الحكومة شهادة 2012/2008

<sup>1</sup> حسن ،صابر محمد " تجربة السودان في مجال السياسة النقدية" مرجع سابق ، ص 49

## الفصل الرابع: دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية في كل من ماليزيا و السودان

شهادات مشاركة الحكومة شهادة											
السنة	2008		2009		2010		2011		2012		القيمة = الوحدة بالمليون جنيه
الجهة	عدد الشهادات الباعية	من القيمة الكلية %	عدد الشهادات الباعية	من القيمة الكلية %	عدد الشهادات الباعية	من القيمة الكلية %	عدد الشهادات الباعية	من القيمة الكلية %	عدد الشهادات الباعية	من القيمة الكلية %	القيمة
بنك السودان المركزي	469 973.00	4,3	493 249.00	3,32	1 587 341.00	8,4	1 176,1	10,6	3 696 990,00	14,2	1848,4
المصارف	3 938 776.00	35,7	6 534 761.00	43,96	8 018 756.00	42,4	5 123,3	46,0	11 819 014,00	45,4	5909,5
الشركات و الصناديق	3 778 916.00	34,3	4 527 717.00	30,46	5 385 724.00	28,5	6 401 654.00	28,7	7 287 122,00	28,0	3643,6
الجمهور	2 834 988.00	25,7	3 308 541.00	22,26	3 912 818.00	20,7	4 638,5	14,7	3 249 534,00	12,5	1624,3
الإجمالي	11 022 653.00	100	14 864 268.00	100	18 904 639.00	100	22 279 547.00	100,0	26 051 660,00	100,0	13025,8
المتوسط	18 624 553.40	9 312,25									
الفترة السنوية	15,80%	15,80%	15,80%	15,80%	15,00%	15,00%	18,00%	18,00%	17,70%	17,70%	
الحد الأعلى	13025,8	18,00%	26 051 660,00	18,00%							
الحد الأدنى	11 022 653,00	15,00%	5511,33	15,00%							

إعداد الباحثة بعد تصفح التقارير الخمسة لبنك السودان المركزي 2008 ص. 2009.45 ص. 2010.60 ص. 2011.61 ص. 2012.81 ص. 74

- بلغ متوسط عدد الشهادات المصدرة خلال الفترة 2012/2008 (18.624.553.40) بحد أعلى مقداره (26.051.660) شهادة في عام 2012 وحد أدنى مقداره (11.022.653) شهادة، في عام 2008.

- بلغ متوسط القيمة الكلية لصكوك الاستثمار الحكومية (شهامة) خلال الخمس سنوات (9.312.25) مليون جنية بحد أعلى (13.025,8) مليون جنية في عام 2012 وحد أدنى مقداره (5.511,33) في عام 2008.

- بلغ متوسط العائد السنوي من صكوك (شهامة) خلال الفترة (16.46%) بحد أعلى (18%) وحد أدنى (15%).

### ثانيا: شهادات الإستثمار الحكومية:

تقوم آلية الصكوك على ثلاثة أطراف: حملة الصكوك (أرباب المال)، شركة السودان للخدمات المالية (المضارب) و وزارة المالية والاقتصاد الوطني (الجهة الطالبة للتمويل) وتقوم العلاقة بين حملة الصكوك والشركة على اساس عقد المضاربة الشرعي وبين الوزارة والشركة على اساس عقود شرعية (الاجارة والمراجه و الاستصناع و السلم).

### الجدول رقم 24: شهادات الإستثمار الحكومية صرح

شهادات الإستثمار الحكومية صرح											
السنة	2008		2009		2010		2011		2012		القيمة = الوحدة بالمليون جنيه
الجهة	عدد الشهادات الباعية	من القيمة الكلية %	عدد الشهادات الباعية	من القيمة الكلية %	عدد الشهادات الباعية	من القيمة الكلية %	عدد الشهادات الباعية	من القيمة الكلية %	عدد الشهادات الباعية	من القيمة الكلية %	القيمة
بنك السودان المركزي	3 019 424.00	8,8	3 019 424.00	14,9	1 000 000.00	5,5	1 468 560.00	7,6	3 385 178.00	22,7	335,50
المصارف	6 314 541.00	33,7	4 471 264.00	22,1	6 914 062.00	37,9	7 013 179.00	36,1	5 787 047.00	39,2	578,70
الشركات و الصناديق	9 375 498.00	50,1	11 216 528.00	55,5	9 370 233.00	51,3	9 731 417.00	50,1	4 281 030.00	29,0	428,10
الجمهور	1 391 553.00	7,4	1 516 599.00	7,5	979 722.00	5,4	1 229 321.00	6,3	1 338 300.00	9,1	134,00
الإجمالي	18 725 815.00	100,0	20 223 815.00	100,0	18 264 017.00	100,0	19 442 477.00	100,0	14 761 555.00	100,0	1476,30
متوسط السنوات الخمس	18 283 536.60	1828,34									
الفترة السنوية	16,00%	16,00%	16,00%	16,00%	16,00%	16,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	
الحد الأعلى	2 022,38	16,00%	20 223 815,00	16,00%							
الحد الأدنى	1476,30	20,00%	14 761 555,00	20,00%							

إعداد الباحثة بعد تصفح التقارير الخمسة لبنك السودان المركزي 2008 ص. 2009.64 ص. 2010.61 ص. 2011.62 ص. 2012.84 ص. 76

- بلغ متوسط العدد الكلي لصكوك الاستثمار الحكومية (صرح) خلال الفترة المدروسة (18.283.536,00) بحد اعلى مقداره (20.223.815,00) شهادة في عام 2009 حد ادنى مقداره (14.761.555,00) شهادة، في عام 2012.

- بلغ متوسط قيمة اصدارات صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) خلال الفترة (1.828,34) مليون جنية بحد اعلى (2.022,38) مليون جنية في عام 2009 وحد ادنى مقداره (1.476,30)، في عام 2012.

## الفصل الرابع: دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية في كل من ماليزيا و السودان

- بلغ متوسط العائد السنوي من صكوك الاستثمار الحكومية خلال الفترة (17.6% بمقد أعلى (20%) ووحدة أدنى (16%).

ثالثا: شهادات إجازة البنك المركزي شهاب: تقوم العلاقات التعاقدية بين الأطراف الآتية: المستثمرون و الشركة (الوكيل

المؤجر) والبنك وهو البائع للأصل والمستأجر له وتكيف العلاقة بين المستثمرين والشركة على أساس عقد الوكالة، وبين

الشركة (الوكيل) والبنك على أساس شراء الأصل وتأجيله له (إجازة العين لمن باعها المجازة من الهيئة العليا) تدعو الشركة

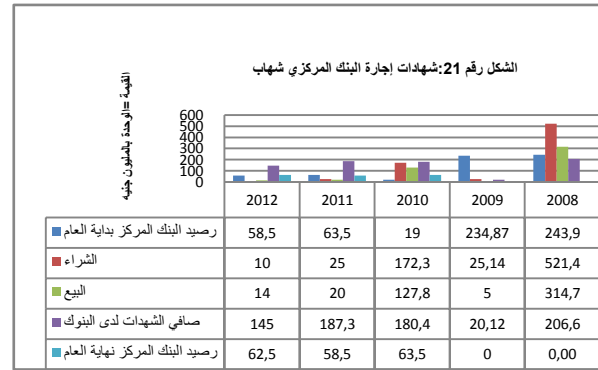
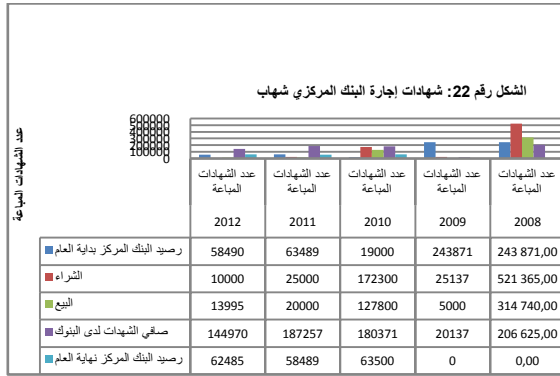
المستثمرين للاكتتاب في الصندوق وتصدر الشركة لكل مستثمر صكوكاً بقيمة استثماره.

- تكوّن الأموال المكتتب بها الصندوق ويوضع تحت إدارة الشركة بصفتها الوكيل ثم تقوم باستثمارها.

- يمثل الصك بعد استثماره موجودات قائمة وحقيقية هي الأصول المملوكة للصندوق.

- يجوز لحملة الصك تداول صكوكهم في السوق أو بيعها في سوق ما بين البنوك.

- تمثل مستحقات حامل الصك في الأجرة الشهرية و قيمة الصك في السوق.



من إعداد الباحثة بعد تصفح التقارير الخمسة لبنك السودان المركزي 2008، 47، 2009، 62، 2010، 64، 2011، 86، 2012، ص 78

يتضح من الجدول انخفاض وارتفاع عدد و قيمة صافي الشهادات لدى المصارف بنسب مختلفة وهذا يعود لتحكم

البنك المركزي في بيع و شراء هذه الشهادات حسب سياسة السوق المفتوحة التي طبقها إما عارضا او مشتريا من أجل

ضبط الكتلة النقدية ، إضافة الى تحقيق فرصا استثمارية لحملة الشهادات

رابعا: شهادات إجازة مصفاة الخرطوم: تقوم العلاقات التعاقدية بين : المستثمرون والشركة والوزارة وهي البائع للأصل

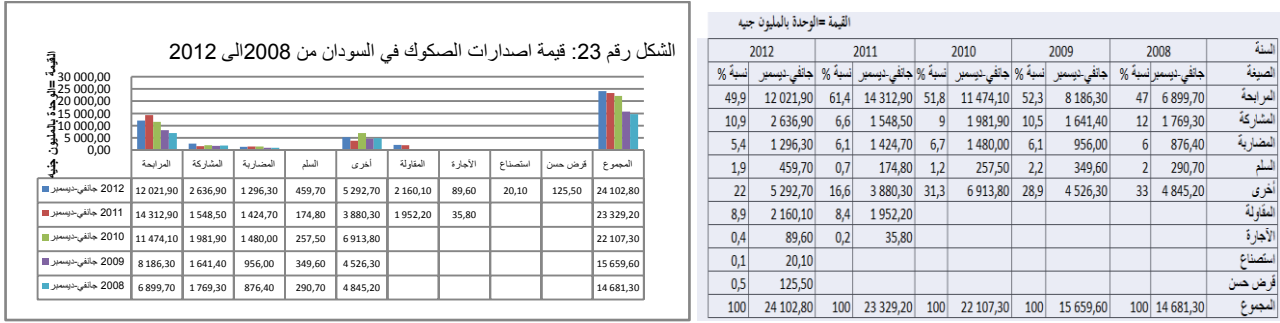
والمستأجر له بإجازة تشغيلية. الجدول رقم 25: شهادات إجازة مصفاة الخرطوم

القيمة = الوحدة بالمليون جنيه		2011		2010		شهادات إجازة مصفاة الخرطوم
من القيمة الكلية %	القيمة	عدد الشهادات المباعة	من القيمة الكلية %	القيمة	عدد الشهادات المباعة	السنة
57,9	1 096,40	2 192 851,00	42,1	796,8	1 593 578,00	بنك السودان المركزي
31,8	601,80	1 203 520,00	46,5	880,3	1 760 633,00	المصارف
9,3	176,80	353 679,00	9,3	176,8	353 679,00	الشركات و الصناديق
0,9	17,00	33 650,00	0,9	17	33 950,00	الجمهور
0,0	0,00	0,00	1,1	21,1	42 160,00	وزارة المالية
100,0	1 892,20	3 783 700,00	100,0	1892	3 784 000,00	الإجمالي
						المتوسط
						الحد الأعلى
						الحد الأدنى

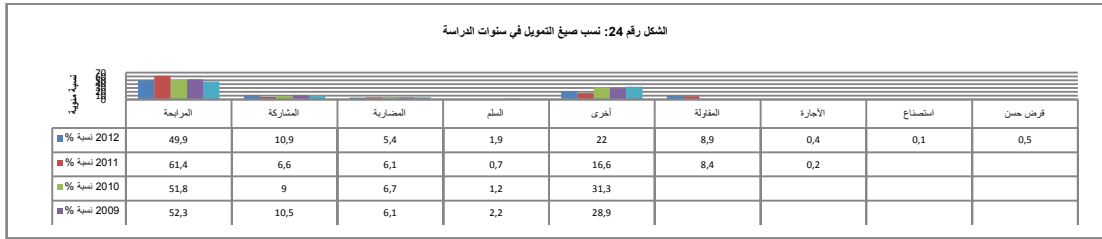
من إعداد الباحثة بعد تصفح التقارير الثلاث لبنك السودان المركزي 2010، 63، 2011، 85، 2012، ص 77

## الفصل الرابع: دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية في كل من ماليزيا و السودان

- يتضح من الجدول شراء بنك السودان المركزي والمصارف لشهادات إجارة مصنفاة الخرطوم (شامة) بنسبة % 57.9 و % 31.8 من إجمالي قيمة الشهادات بنهاية عام 2012 ، فيما بلغ نصيب الشركات والصناديق والجمهور % 9.3 و % 0.9 من إجمالي قيمة الشهادات التي تم شراؤها بنهاية عام 2012 وحتى في السنتين السابقتين 2010 و 2011 نصيب البنك المركزي و المصارف علي التوالي هو الأكبر؛ تحقق عوائد مجزية سنوية تتراوح ما بين 12 إلى 14%  
الجدول رقم 26: حجم وتنوع الإصدارات 2012/2008



من إعداد الباحثة بعد الإطلاع على نسرین خالد الأمين "مؤشرات إقتصادية" مجلة المصري، البنك المركزي، دائرة الإحصاء، العدد 2014/71، ص 63 ، ص-ص 57-64



من إعداد الباحثة

اعتمدت تجربة الصكوك السودانية علي صيغتي المشاركة حالة (شهامه) المضاربة (صرح) والصناديق الاستثمارية وهي من صيغ التمويل الغير مباشرة وعالية المخاطرة، كذلك تضمنت التجربة السودانية صيغة الاجارة (شهاب) وهذا ما بينه الجدول رقم 26 بأنه على الرغم من خوض تجربة المخاطرة والمتمثلة في صيغ المشاركة والمضاربة إلا أنه في صيغ التمويل المباشر تعتمد على المراحة وكلها صيغ لإدارة السياسة النقدية ويمكن القول بصفة عامة أن الصكوك التي تم إصدارها شهامة، شمم، صرح، شهاب قد ساهمت مجتمعة بصورة فعالة في مشاريع التنمية والبنى التحتية وفي إدارة السياسة النقدية وحدت لحد ما من نسبة التضخم.

الفرع الثاني: حجم وخصائص التجربة في السودان:

أولاً: حجم تداول الشهادات الحكومية:

من خلال الجداول الثلاثة وبتتبع حجم تداول الشهادات الحكومية وبالحصوص شهادات شهامة نلاحظ بأن حجمها وعددها في زيادة مستمرة حيث ارتفعت نسبة التداول من 68.89 % سنة 2008 إلى 81.74 % سنة 2009 ثم 89 % سنة 2010 أما في سنة 2011 كانت نسبة التداول تقدر ب 80.35 % على الرغم من زيادة حجم التداول بالنسبة لحجم التداول الكلي وهذا يعود لنشاط صناديق الإستثمار الذي ارتفع الى 11.8 % وفي سنة 2012 حققت نسبة 89.8 %.



## الفصل الرابع: دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية في كل من ماليزيا و السودان

الجدول رقم 28: حجم تداول سوق الخرطوم 2010/2011

حجم التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية في شكل من عامي 2010 و 2011						
القطاع	عدد الأوراق المالية (الف سهم)	حجم التداول (مليون جنيه)	نسبة التداول	عدد الأوراق المالية (الف سهم)	حجم التداول (مليون جنيه)	نسبة التداول
البانك	144,345.97	145.94	515	13	6,023.88	13
التأمين	133.89	0.07	16	4	0.0029	4
القطري	213.50	0.50	24	2	0.0096	2
التمويل	2,885.56	2.00	26	2	0.0826	2
الزراعي	7.05	0.01	2	1	0.0004	1
الاتصالات	12,498.52	23.23	542	2	0.9590	2
خدمات	1,367.23	0.93	22	5	0.0384	5
الصناديق الاستثمارية	11,791.11	81.40	281	25	3.3604	25
الشهادات	4,058.90	2,157.93	40	6,797	3,892.07	40
الجموع	5,099.79	10.31	40	40	0.425%	4
2010	100,000	2,422.32	8,266	98	106,512.11	100,000
2011	100,000	2,422.32	8,266	98	106,512.11	100,000

المصدر: سوق الخرطوم للأوراق المالية.  
\* بيانات معدلة - بيانات أولية  
\*\* الشهادات جميعها شاملة

الجدول رقم 27: حجم تداول سوق الخرطوم 2008/2009

حجم التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية لعامي 2008 و 2009											
القطاع	عدد الأوراق المالية (الف سهم)	حجم التداول (مليون جنيه)	نسبة التداول	عدد الأوراق المالية (الف سهم)	حجم التداول (مليون جنيه)	نسبة التداول	عدد الأوراق المالية (الف سهم)	حجم التداول (مليون جنيه)	نسبة التداول	عدد الأوراق المالية (الف سهم)	حجم التداول (مليون جنيه)
البانك	195,786.4	135.8	20	11,110	7.23	20	85,025.2	81.5	695	20	3.63
التأمين	78.0	1.8	2	8	0.10	8	168.9	0.1	18	8	0.00
القطري	908.7	6.2	9	6.0	0.33	6	1,480.0	15.1	28	6	0.67
التمويل	1,007.2	0.8	10	2	0.04	2	39,363.4	25.4	51	2	1.13
الزراعي	67.9	0.1	1	3	0.01	3	0.00	0.0	3	0.00	0.00
الاتصالات	78,149.5	320.1	4	1,450	17.03	4	36,583.0	12.25	974	4	5.45
خدمات	5,524.8	7.6	5	58	0.40	5	2,003.4	0.9	29	5	0.04
الصناديق الاستثمارية	4,976.9	123.5	1	438	6.57	1	4,228.9	164.8	385	1	7.34
الشهادات	2,421.1	1,283.2	1	5,259	3,417.7	1	1,836.3	5,865	81.74	1	81.74
الجموع	87.3	0.04	5	46	0.00	5	89.0	0.0	24	5	0.00
2008	100,000	2,422.32	8,266	98	106,512.11	100,000	172,359.5	2,246.6	8,069	53	100.00
2009	100,000	2,422.32	8,266	98	106,512.11	100,000	172,359.5	2,246.6	8,069	53	100.00

المصدر: سوق الخرطوم للأوراق المالية.  
\* بيانات معدلة - بيانات أولية  
\*\* الشهادات جميعها شاملة

المصدر: التقرير السنوي 51 لسنة 2011 ، ص 70

المصدر: التقرير السنوي 52 لسنة 2012 ، ص 64

الجدول رقم 29: الصكوك المتداولة حسب القطاعات 2012/2013 في السودان

الصكوك المتداولة حسب القطاعات لعامي 2012 و 2013 (مليون جنيه)						
القطاع	عدد الأوراق المالية (الف سهم)	حجم التداول	نسبة التداول	عدد الأوراق المالية (الف سهم)	حجم التداول	نسبة التداول
الصناديق	5,793.6	308.1	668	1,447.3	71.7	575
الشهادات	5,116.6	2,713.7	89.8	6,983.3	3,679.7	98.1
الجموع	10,910.2	3,021.8	100.0	8,430.6	3,751.4	100.0

المصدر: سوق الخرطوم للأوراق المالية.  
\* بيانات معدلة - بيانات أولية  
\*\* الشهادات جميعها شاملة

المصدر: التقرير السنوي 53 لسنة 2013 ، ص 85

- بلغ متوسط حجم التداول للصناديق الاستثمارية خلال الفترة (4,824,79) بحد أعلى (7,333,45) في عام 2011 و حد أدنى (1,791,11) في عام 2010 كما بلغ متوسط عدد الصكوك المتداولة في الصناديق خلال الفترة (60,863,7) بحد أعلى (302,481) في عام 2011 و حد أدنى (81,40) في عام 2010.

أثبتت الدراسة التي قدمناها حول أداء سوق الخرطوم لأوراق المالية أنه قد حقق نسبياً العديد من أهدافه الواردة في نظامه الأساسي حيث نمت حجم عمليات سوق الخرطوم للأوراق المالية منذ إنشائه من حيث عدد الشركات المدرجة والوكالات العاملة وحجم الإصدارات الأولية والتداول ورأس المال السوقي وعدد العقود المنفذة بما يؤثر لدور الصكوك في تفعيله إرساء إمكانات واسعة لتطوره مستقبلاً.

- زيادة عدد الأوراق المالية المدرجة بسوق الخرطوم؛ غير أن إصدارها من الجانب الحكومي (الشهادات والصكوك) هو الأكثر مقارنة بالإصدار من جانب القطاع الخاص (الصناديق).  
- تركز رأس المال السوقي في جانب الاتصالات والوسائط البنوك وهي تعتبر من القطاعات الداعمة لقطاعات الإنتاج الحقيقي (الزراعة، الصناعة، التعدين والبترو).  
ثانياً: خصائص التجربة السودانية:

- تفرد تجربة السودان في مجال الصكوك الإسلامية من حيث استخدامها لصيغ تمويلية أكثر خطورة المشاركة والمضاربة.  
- البنك المركزي السوداني يعمل وفق النظام المالي الإسلامي و يستخدم أدوات في سياسته النقدية تتوافق مع الشريعة الإسلامية ويعتمد أساساً على صيغ المشاركة و المضاربة و يمتلك سوق رأس مال يعمل فقط وفق الظروف الشرعية الإسلامية و كل عمليات التداول تخضع للرقابة و تستبعد الربا والغرر و الخيل.



- تشمل قطاعا ماليا مكتملا من الجوانب التشريعية والتنظيمية مهيكلا بطريقة توازنية بين النظام المصرفي والسوق المالية وهذا ما يساعد علي تطوير وإبتكار منتجات جديدة وتمثل الصكوك المصدرة عماد سوق الخرطوم للاوراق المالية كما أن التأطير القانوني سبق الممارسة الفعلية ويشير التحليل في هذا الجزء إلى أن المنتجات المالية الإسلامية آخذة في النمو بشكل واضح خلال الفترة المدروسة، سواءا من حيث أعدادها أو حصتها السوقية، وأن هناك طلبا متزايدا على خدمات تلك المؤسسات حيث تتطور حصتها السوقية بشكل واضح، حيث اصبحت المنتجات المالية الإسلامية المركز الرئيس لإدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي عبر ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة و تطوير سوق رأس المال المحلي وتشير التجربة أيضاً إلى أن صيغ التمويل الإسلامية تتميز بمرونة كبيرة مما يجعل من الممكن دائماً تطوير وابتكار صيغة مناسبة لكل حالة من حالات التمويل التي تقدم للمصرف الإسلامي ولعل تباين هذه الصيغ لخير دليل على مرونتها

**الفرع الثالث: إيجابيات و سلبيات التجربة:**

**أولاً: إيجابيات التجربة:** علي الرغم من وجود بعض جوانب القصور في تجربة الصكوك السودانية إلا أنه تعتبر محاولة جادة في مجال الصناعة المالية الإسلامية لكونها امتدت لأكثر من عقد من الزمان.

- أسهمت في تشجيع دعائم سوق الخرطوم للأوراق المالية بآثاره الإيجابية علي الاقتصاد السوداني ومعالجة فجوة الموارد الداخلية بتغطيتها لنسبة كبيرة من عجز الموازنة المحلية.

- أسهمت في تنوع أدوات إدارة السيولة للجهاز المصرفي بصورة مربحة كما ساهمت في تطوير وتحريك الأفكار والاجهادات الشرعية ومهدت الطريق للابتكارات المالية لتمويل القطاع الخاص مستقبلاً.

- تتميز بالتنوع من حيث منتجات صناعة الهندسة المالية، حيث تشمل عددا من الأدوات والعمليات الآليات المالية سواء التقليدية منها أو المستحدثة، وهو ما لحظناه من خلال استعراضنا لهذه المنتجات فيما سبق.

- مساهمة فاعلة من طرف الدولة في نجاح تجربة العمل المالي والمصرفي الإسلامي.

**ثانياً: سلبيات التجربة:** لعله مما يؤخذ على التجربة السودانية في مجال صناعة الهندسة المالية ما يلي:

- يتطلب نمو صناعة الهندسة المالية الإسلامية دراسات جدوى اقتصادية للتكاليف والمنافع وليست قرارات سياسية.

- ضعف الإطار الاقتصادي الكلي، فالاقتصاد السوداني يعاني بعض المشاكل الهيكلية، فعلى الرغم من ايجابية المؤشرات

الاقتصادية الكلية فان السودان غير مصنّف ائتمانياً من قبل وكالات التصنيف الائتماني المعروفة دولياً، حيث تعد هذه

التصنيفات مؤشراً مهماً للمستثمرين في الاصدارات السيادية وضعف الشفافية في عملية بيع الأصول من الحكومة إلي

الشركة، ثم إعادة الشراء من قبل الحكومة للأصول عند التصفية للورقة المالية حالة شهامة يؤثر علي الكفاءة التنظيمية

للإصدار و الجمع بين وظائف المحاسبة والمراجعة والتقييم للأصول في أيدي ديوان المراجعة العامة

### خلاصة الفصل الرابع

بينما في الفصل الرابع دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية بأن التكنولوجيا ووسائل الاتصال المتطورة تساعد على الشفافية وانتشار المعلومة في وقت قصير إلى المستثمرين مما يزيد من الثقة بالمنتجات الإسلامية ويعود أيضا بخفض تكاليف الإصدارات الإسلامية كما أن إعطاء تعريف للصناعة المالية الإسلامية له دور في تطوير الصناعة المالية الإسلامية تطبيقيا لأن ذلك يعني وضع الأسس التي يمكن من خلالها ابتكار وتطوير المنتجات المالية الإسلامية الأصلية وغير المستنسخة عن المنتجات التقليدية من جهة، وإغلاق الباب أمام الواجهين للصناعة المالية الإسلامية من خلال الحيل الربوية، من جهة أخرى وهذا كله يساعد على تلبية الحاجات التمويلية (للأفراد والمؤسسات وحتى الحكومات) المتزايدة باطراد، كل ذلك في إطار الالتزام بالحلال.

تناولنا في هذا الفصل أيضا دراسة نموذجين مختارين للصناعة المالية الإسلامية في كل من ماليزيا والسودان، حيث أظهر النموذج الماليزي بأن النظام المالي مزدوج (إسلامي تقليدي) وهو هيكل متين متكامل تقريبا يتميز بالتوازن مع زيادة دور الأسواق المالية خاصة بعد الأزمة المالية لسنة 1997 وكذلك زيادة دور النظام المصرفي؛ كما صمدت صناعة الهندسة المالية الإسلامية أمام أزمة 2008 م واتسمت بالتطور والتجديد والنمو المدروس وكذلك تميزت بالانتشار المحلي والدولي والدعم من قبل الحكومة والسلطات النقدية والمؤسسات المالية أيضا غير أنه تم انتقادها في بعض التسهيلات للتكيفات الفقهية.

أما النموذج السوداني بين بأن نظامها المالي إسلامي كليا وهو متوازن في هيكله يلعب فيه كل من الأسواق والقطاع المصرفي دورا فاعلا و صناعة الهندسة المالية الإسلامية متطورة و متنوعة ومتجددة لكن يشوبها نوع من الدفع السياسي مما قد ينحرف بها عن مسيرتها بالإضافة إلى انتشارها داخلي؛ محلي فقط.

هكذا تبين لنا بأن هناك علاقة ذات اتجاهين بين مدى تطور النظام المالي ككل ومدى نجاح وتطور صناعة الهندسة المالية الإسلامية فوجود نظام مالي متطور في ماليزيا أدى إلى تطور الهندسة المالية الإسلامية بينما أدى وجود هندسة مالية إسلامية في السودان إلى تطور النظام المالي بها.

الخاتمة العامة

## I. الخلاصة العامة للبحث

تعتبر الهندسة المالية عن العملية التي يتم من خلالها تطوير منتجات مالية قائمة أو ابتكارات أخرى تلي مختلف الاحتياجات التمويلية والاستثمارية أما التطبيق الخاطيء لها يؤدي الى حدوث أزمات وهذا ما يجعلنا نتساءل عن مستقبلها وكانت الإجابة عند بيتر دراكر وفريد النجار باستبدال الهندسة القائمة بأخرى، أما الباحثة فكانت ترى بأن البديل هو الصناعة المالية الإسلامية؛ تلك الصناعة الحديثة مقارنة بنظيرتها تستطيع الاستفادة من كفاءات الهندسة التقليدية مع احترام ضوابط الشريعة الإسلامية لتصبح البديل.

تمثلت إفرزات الصناعة المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في مجموعة من المنتجات المالية وكانت متنوعة بين منتجات أصيلة تم استنباطها من مختلف كتب الفقه والتي أقرتها آيات القرآن الكريم والأحاديث النبوية الشريفة، كما ظهرت منتجات أخرى تقوم على محاكاة المنتجات المالية التقليدية، مع إضفاء ضوابط والشريعة الإسلامية.

رغم تزايد التوجه العالمي نحو إصدار الصكوك لا تزال الصناعة المالية الإسلامية تواجه تحد واسع وهو العمل على إيجاد آليات لإدارة المخاطر المالية لاسيما في ظل بيئة دولية معومة تتزايد بها حدة المخاطر وتيسارع فيها انتقالها. وهذا ما جعلنا نعرض مدخل الهندسة المالية كأحد مداخل تطوير إدارة المخاطر الأدوات الإسلامية، مع العلم بأن موضوع إدارة المخاطر؛ ما زال بحاجة إلى تأصيل في نظرية التمويل الإسلامي ولقد برزت ماليزيا الدولة الرائدة في عملية إصدار الصكوك ثم دول الخليج؛ يليها السودان.

أظهر النموذج الماليزي بأن النظام المالي مزدوج (إسلامي تقليدي) وله هيكل متين متكامل يتميز بالتوازن؛ كما بين صمود صناعة الهندسة المالية الإسلامية أمام أزمة 2008 م والتي اتسمت بالتطور والتجديد والنمو المدروس والانتشار المحلي والدولي والدعم من قبل الحكومة والسلطات النقدية والمؤسسات المالية، غير أنها لازالت بحاجة الى إزالة المعيقات. أما النموذج السوداني بين بأن نظامه المالي إسلامي كليا يشكل فيه كل من سوق الخرطوم والقطاع المصرفي دورا فاعلا أما الصناعة المالية الإسلامية فهي متنوعة ومتجددة لكن يشوبها نوع من الدفع السياسي بالإضافة إلى انتشارها محلي داخليا فقط.

## II. نتائج اختبار فرضيات الدراسة

لقد تم التوصل من خلال هذه الدراسة الى النتائج التالية:

- 1 - تعد الهندسة المالية منهجا لنظام التمويل، يهدف إلى تحقيق الكفاءة في المنتجات و العمليات المالية وتطويرها في ظل الاحتياجات التي تتصف بأنها متجددة ومتنوعة، وتكمن حقيقها من خلال أهمية دور الموازنة بين عدة أهداف ومن

ثم تصميم أدوات وآليات مبتكرة تستوعب كل هذه الأهداف كإدارة مختلف المخاطر المالية التي تواجه المؤسسات وكذا المضاربة على أسعار الأصول المالية لتحقيق عوائد من فروق الأسعار، إضافة إلى إمكانية استغلال فرص مراجعة تعيد الأسعار إلى حالة التوازن إضافة إلى تجاوز مختلف القيود التي تفرضها السياسات المالية والنقدية في البيئة المحيطة بها وكذا تقليل التكاليف وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى

2 - زاد دور الهندسة المالية في ابتكار أدوات مالية جديدة وتطوير أوراق مالية تقليدية واستحداث عمليات تمويلية مما نشط وفعل سوق المال فزاد حجم الاستثمار لدرجة أن المتعاملين بهذه الأدوات لم يستطيعوا تحديد حجم معاملاتهم نتيجة عدم وجود قوانين ورقابة على هذه الأدوات وعلى الرغم من أن عقود المشتقات كان وليد حاجة وخدمة التغطية ضد المخاطر إلا أن تشابك معاملاتها زاد من حدة الأزمات وأصبحت هي الخطر بعينه وهذا أيضا يثبت صحة الفرضية الثانية الأمر الذي دعى المهندسون الماليون للاهتمام باستراتيجيات إدارة المخاطر وطرق قياسها.

3 - الصناعة المالية الإسلامية هي: عملية تطويرية وتنويعية وإبداعية لأدوات التمويل في الأسواق المالية والتي تتيح فرص التقليل من المخاطر من خلال الإطار الإسلامي الذي يشترط مبدأ الالتزام بالمشاركة في الربح أو الخسارة والتخلي عن شرط الفائدة الربوية في تنشيط المعاملات المالية المشروعة الحلال بهدف تلبية حاجيات تمويلية جديدة تحقق الرفاه الاجتماعي والاقتصادي لجفتمغا مع مراعاة ضوابط الشريعة الإسلامية وبالتالي هي هندسة مالية تخضع لمبادئ وأسس الشريعة الإسلامية وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة.

4 - تعاني ماليزيا من إشكالية تعميم مبتكراتها الإسلامية وذلك لمعارضة دول الخليج لهذه الأدوات على الرغم من إجازتها من طرف الهيئة الشرعية مثل المشتقات الإسلامية مما جعلها تحاول من خلال الجامعات الإسلامية الإقناع والبحث وتطوير هذه المنتجات بالتدرج حتى تتفادى الخلافات الفقهية.

كذلك السودان على الرغم من أن تجربتها مميزة وتستحق التشجيع غير أن الطابع السياسي أبعدها عن هدفها وجعلها محلية داخلية تعاني من صغر الحجم وهذا ما يثبت صحة الفرضية الرابعة

### III. نتائج الدراسة:

-تمكنت الصناعة المالية الإسلامية من تخطي مرحلة الانطلاق بنجاح لكنها تواجه مجموعة من التحديات.  
-إن الصناعة المالية الإسلامية تتبنى أيضا مفهوم الهندسة المالية وفق المنظور الإسلامي، والتي تقوم على أساس منهج المحاكاة والتحوير والأصالة، للوصول إلى منتجات مالية متميزة عن نظيرتها من الناحية الشرعية، والكفاءة الاقتصادية.  
-إن تفهم البنك المركزي لطبيعة عمل النظام المالي الإسلامي يساعد على تطوير الصناعة المالية الإسلامية ويعود بالفائدة على جميع الأطراف بما فيها السلطات النقدية

-تضم البورصة المالية عدة أقسام تابعة لها منها سوق الملكية، ويتداول فيه الأسهم باختلاف أنواعها وسوق السندات ويتداول فيه السندات الحكومية وسندات الشركات وسوق المشتقات، وكذا سوق الأوراق المالية الإسلامية التي تتداول فيه الأدوات المالية الإسلامية منها الصكوك.

- تركيز إصدارات سوق الصكوك المالية، على صكوك المراجعة وصكوك البيع بضمن أجل وصكوك الإستصناع، في أوائل العقد الماضي، وهذا لتسهيل وتشجيع العمل بالصكوك، في حين تم ظهور صكوك جديدة في سنوات الدراسة تتمثل في صكوك المشاركة والمضاربة و الإجارة ، وهذا لوجود القبول العام لها مما زاد في إصدارها وتداولها بشكل كبير، حيث تمثل صكوك المشاركة لوحدها أكثر من نصف الصكوك المصدرة.

سماهت الإجراءات التي اتخذتها ماليزيا في سبيل تشجيع إصدار الصكوك الإسلامية من إعفاءات ضريبية وأخرى تنظيمية، في زيادة حجم وعدد إصدارها.

-انعكس أثر إصدار الصكوك بالإيجاب على مؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزية خاصة مؤشر COMPOSIT K L حيث كلما كان إصدار الصكوك في ماليزيا كبيرا من حيث القيمة، سيؤدي بالمقابل إلى تحريك وتفعيل سوق الأوراق المالية الماليزية .

-وجود جهات رقابية تعمل على مراقبة وتطوير للأدوات المالية في السوق، وتتمثل في هيئة الأوراق المالية الماليزية واللجنة الاستشارية الشرعية، التي أوكل لها مراقبة عمليات سوق الأوراق المالية الإسلامية واستشارتها في المسائل الفقهية المتعلقة بإصدار وتداول الصكوك الإسلامية

- تستخدم ماليزيا المشتقات الإسلامية رغم الجدل حول جواز و عدم جواز المشتقات الإسلامية في ادارة المخاطر بعد موافقة الهيئة الشرعية الإسلامية على ذلك.

-تعتبر التجربة السودانية مميزة وتعطي مثالا لأبس به في نجاح العمل المالي والمصرفي الإسلامي بشكل عام، أما النظام المالي السوداني يعمل بالكلية وفق مبادئ الشرعية الإسلامية، فهذا يعني أن صناعة الهندسة تنمو بشكل جيد في النظام المالي الإسلامي وتعطي مثالا لإمكانية مساهمة السلطات النقدية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية.

-ضعف صناعة السودان في مجال صيغ التمويل الطويل الأجل والذي يحقق التنمية المستدامة وكذلك عدم الانفتاح على المجال الإقليمي والدولي يعتبر عائقا أمام تطور صيغ التمويل الإسلامي لأن حجم التجربة صغير ومحلي وبالعملة المحلية.

- يجب توسيع علاقة السودان في مجال الصناعة المالية مع الأسواق المالية النظرية علي المستوي الإقليمي والعربي

- إن لسوق الأوراق المالية أهمية كبيرة في الاقتصاد القومي لأي بلد، من هنا يتعين الاستفادة من هذه الفرصة في تمويل أو في تنفيذ خطط التنمية.

-إن الصناعة المالية الإسلامية في الوقت الحالي أصبحت عنصراً قابلاً للتطور وراسخاً يتنافس مع النظام الرأسمالي فالتقدم الذي أحرزته الصناعة الإسلامية في ماليزيا فسح المجال أمام اندماجها في السوق العالمية.

- أن الصكوك الإسلامية تعمل على تحريك الموارد المالية وتوجيهها إلى الاستثمارات المنتجة الحقيقية، وتقليل حدة المضاربات وتلقي دائرة من الاهتمام المتوازنة والمتكافئة بين السوقيين الأولى والثانية، كما أن ازدياد كميتها ونوعيتها سيكون له بالغ الأثر في زيادة درجة عمق السوق واتساعها.

-تنوع إصدار الصكوك الإسلامية حكومية محلية كانت أم دولية وعمليات التورق أصبحت من أدوات السياسة النقدية تستخدم في عمليات السوق المفتوحة، للتحكم في المعروض النقدي وبالتالي إدارة السيولة في الاقتصاد. وفيما يلي بيان لأهم ما توصلت إليه الدراسة من اقتراحات تساعد البحث في هذا الموضوع.

#### IV. التوصيات و المقترحات:

بناء على النتائج أعلاه ، فيمكن صياغة التوصيات التالية:

-العمل على إنشاء مؤسسة بحثية تمولها مختلف الجهات الحكومية والخاصة ، لتطوير منتجات الصكوك الإسلامية مع ضرورة القيام بدراسات بحثية تقييمية للتجارب الرائدة في العالم الإسلامي، بهدف تثمينها والاستفادة منها في تطوير هذه المنتجات وجعلها تتوافق مع متطلبات توزيع المخاطرة لتلبية حاجيات التمويل للقطاعات الاقتصادية المختلفة.

- الاستفادة من تجربة ماليزيا وذلك بتنمية العنصر البشري وضرورة إنشاء معاهد تعليمية متخصصة ومراكز تدريب وعقد مؤتمرات وندوات علمية دولية، لتأهيل الكوادر البشرية اللازمة

- أهمية إيجاد مؤشر ربحية بديل عن سعر الفائدة لقياس عائد عمليات التمويل؛ كان لزاماً على المؤسسات الإسلامية تطوير منتجات مصرفية ومالية تستجيب لمختلف الرغبات، وهو أكبر تحد يواجه الصناعة المالية الإسلامية، بالإضافة الى مؤشرات القياس و النماذج الرياضية للتسعير والتقييم للصناعة المالية الإسلامية.

- توحيد الاجتهادات الفقهية والخروج من الجدل بالإضافة الى إيجاد معايير المحاسبة و المراجعة الشرعية الموحدة الإسلامية وإيجاد الطرق الشرعية والوسائل الكفيلة بتنظيم وتوحيد عمليات الإصدار والإدراج والتداول في أسواق الأوراق المالية ،بهدف تسهيل انتشارها عبر العالم.

- من المهم إيجاد سوق ثانوية منتظمة تعمل بالشفافية المطلوبة، وبها أنظمة رقابة فعالة تضمن تداول الصكوك الإسلامية من أجل تنشيط وتكملة سوق الإصدار.

- العمل على نشر ثقافة الاستثمار في الصكوك الإسلامية من طرف هيئات مراقبة عمليات أسواق الأوراق المالية لاستقطاب الأموال المهارية من التعامل في الأدوات المالية التقليدية، كذلك جذب الفوائض العربية المستثمرة بالخارج.

- تشجيع الحكومات العربية والإسلامية لجميع القطاعات الاقتصادية الخاصة منها أو العامة على إصدار الصكوك وذلك من خلال تبني سياسة ضريبية تحفيزية لهذه الشركات وتوفير الغطاء القانوني بإصدار تشريعات تواكب التطورات الحاصلة في هذا المجال .

- تعزيز مؤسسات البنية التحتية المساندة والمتمثلة في هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، مجلس الخدمات المالية الإسلامية، والوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف الائتماني وسوق المالية الإسلامية العالمية، مركز السيولة الدولي لإصدار الصكوك الإسلامية، وذلك من أجل تحسين أنظمة التداول والتسوية التقييم والتصنيف الائتماني، وهيئات لمراقبة أدائها، ومعايير محاسبية تتوافق مع طبيعتها .

- السعي إلى توحيد المعايير الشرعية الخاصة بإصدار الصكوك بين هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ومجلس الخدمات المالية الإسلامية تحت رعاية مجمع الفقه الإسلامي العالمي حتى يتمكن من تبنيتها من قبل البنوك المركزية

## V . كيفية تجاوز التحديات

النقطة الأساسية التي يمكن الانطلاق منها لتجاوز الكثير من التحديات هو الإدراك بلهجة الهندسة المالية الإسلامية للمؤسسات المالية وللأسواق المالية، ويترتب عن ذلك ما يلي:

- التعاون بين الاقتصاديين والفقهاء لإيجاد التكيف الفقهي للمعاملات المالية المعاصرة من خلال توجيه الدارسين للعلوم الشرعية وخاصة فقه المعاملات بدراسة الأسس الاقتصادية للمعاملات المعاصرة، وكذلك توجيه الدارسين للعلوم الاقتصادية الإمام بدراسة المعاملات في الفقه الإسلامي ثم تقديم تكوين متخصص في الهندسة المالية الإسلامية لتخريج مهندسين ماليين شرعيين ومسؤولية تأهيل هؤلاء يمكن أن يتحملها أكثر من طرف، لكن العبء الأكبر يقع على الجامعات ومراكز التدريب بالإضافة إلى المزيد من الإنفاق على البحث والتطوير.

- وجود وظيفة متخصصة (وظيفة مهندس مالي شرعي) ضمن المؤسسات المالية الإسلامية، مهمتها الأساسية العمل على تصميم وتطوير المنتجات المالية بناء على احتياجات السوق ونشر ثقافة الهندسة المالية الإسلامية

## VI . آفاق البحث

في ضوء النتائج التي تم التوصل إليها، نقترح على الباحثين والدارسين في مجال التمويل الإسلامي بإجراء الدراسات التالية:

- دور الهندسة المالية الإسلامية في إيجاد و تطوير البورصات العربية وإمدادها بالأدوات الشرعية

- سبل إدارة مخاطر الصناعة المالية الإسلامية

- سبل تطوير الصيرفة الإسلامية في البنوك التقليدية بالجزائر



## قائمة المراجع

أولا المراجع باللغة العربية

1. القرآن الكريم
2. السنة النبوية
3. معايير المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ، البحرين، 2008م
4. المعايير الشرعية هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية رفع: عبد الرحمان النجدي، البحرين 2010م/1431هـ  
الكتب باللغة العربية:
5. إدريس ،يوسف عثمان وآخرون "التحديات التي تواجه الجهاز المصرفي في مرحلة السلام" الإدارة العامة للبحوث و الإحصاء ، بنك السودان المركزي 2006 م
6. إسماعيل، الطراد "التشريعات المالية والمصرفية في الأردن" دار وائل، عمان 1999 م.
7. البصمان، محمد مبارك "صكوك الإجارة، دراسة قانونية مقارنة بالشريعة الإسلامية" دار النفائس، الأردن، 2011 م
8. الحسني ،أحمد بن حسين بن احمد "صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي" مؤسسة شباب الجامعة ،الإسكندرية، 1999 م.
9. الحناوي؛محمد صالح" أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية "الدار الجامعية للنشر،الإسكندرية، ط 1997/2 م
10. الحناوي ، محمد صالح وقرىاقص، رسمية زكي "الإدارة المالية:مدخل اتخاذ القرارات"الدار الجامعية،الإسكندرية،مصر بدون سنة نشر
11. الحناوي ، محمد صالح و العبد ،جلال ابراهيم و مصطفى ،نحال فريد "الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات" الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004م
12. الحناوي،محمد صالح " تحليل و تقييم الأسهم و السندات"الدار الجامعية،الإسكندرية،مصر، 2005 م
13. الختلان، سعد بن تركي "فقه المعاملات المالية المعاصرة "دار الصمعي للنشر والتوزيع،المملكة العربية السعودية، الرياض، 2012م
14. الداغر،محمود محمد"الأسواق المالية:مؤسسات؛أوراق؛بورصات"دار الشروق للنشر والتوزيع،عمان الأردن 2007م
15. السويلم ، سامي بن ابراهيم "التحوط في التمويل الإسلامي"بنك التنمية الإسلامية المعهد الاسلامي لبحوث التدريب،جدة،مكتبة الملك فهد الوطنية، 2008 م
16. السويلم ،سامي بن إبراهيم"مدخل الى أصول التمويل الإسلامي" البنك الإسلامي للتنمية ومركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي جامعة الملك عبد العزيز،جمادي الأولى 1432 هـ/أفريل 2011 م
17. السيد،يعقوب محمود و إبراهيم؛مشاهد عثمان"سوق الأوراق المالية في السودان النشأة والتطور والرؤى المستقبلية"البنك السوداني المركزي 2011 م
18. الصعيدي،عبد العزيزحمود"كيف تتجاوز مخاطر الإستثمار في الأسهم الدولية"الرياض،السعودية،مكتبة العبكان، 2001 م
19. العبادي،هاشم فوزي دباس"الهندسة لمالية و ادواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية"الوراق للنشر والتوزيع،الاردن، 2008م
20. العلي،أسعد حميد عبيد"إستراتيجيات الإستثمار في الخيارات المالية" دار وائل للنشر والتوزيع،الأردن، 2005 م
21. العمراني،عبد الله بن محمد بن عبد الله " العقود المالية المركبة : دراسة فقهية تأصيلية و تطبيقية " كنوز أشبيليا للنشر و التوزيع ،الرياض ،المملكة العربية السعودية ، 2006 م

## قائمة المراجع

22. القره داغي، علي محي الدين علي "بحوث في الاقتصاد الإسلامي" دار البشائر الإسلامية، بيروت، لبنان، 2009، 3 م
23. المغربي، عبد الحميد عبد الفتاح "الإدارة الإستراتيجية في البنوك الإسلامية" البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب، جدة، 2004 م
24. المنصور، عيسى ضيف الله "نظرية الأرباح في المصارف الإسلامية، دراسة مقارنة" دار النفائس، الأردن، 2007 م
25. الموسوي، مجيد ضياء "البورصات أسواق المال وأدواتها" الإسكندرية، مصر؛ مؤسسة شباب الجامعة، 2005 م
26. النجار، فريد "المشتقات و الهندسة المالية" الدار الجامعية الاسكندرية، 2009 م
27. النجار، فريد "البورصات والهندسة المالية" مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 2004 م
28. الهندي، خليل "العمليات المصرفية و السوق المالية" الجزء 2، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000 م
29. اندراوس؛ عاطف وليم "السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق" مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005 م
30. اندراوس؛ عاطف وليم "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها" دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006 م
31. بدري، مختار سعيد وآخرون "توثيق تجربة السودان في مجال المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية : مخطط الرقابة والإشراف المصرفي" بنك السودان المركزي، الخرطوم: بنك السودان، توثيق المكتبة الوطنية، السودان 2006 م
32. بدوي، سيد طه "عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية" دار النهضة العربية، 2001 م
33. توفيق، جميل أحمد "أساسيات الإدارة المالية" دار النهضة للنشر والطباعة، بيروت، بدون سنة نشر
34. توفيق، محب خلة "الهندسة المالية الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار" دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2011 م
35. حامد، تاج الدين إبراهيم وخير، محمد عثمان أحمد محمد "البنك المركزي الإسلامي بين التبعية والاستقلالية بالإشارة لتجربة السودان" بنك السودان المركزي 2009 م
36. حردان، طاهر حيدر "اساسيات الاستثمار" دار المستقبل للنشر والتوزيع، 2009 م، الأردن
37. حماد ، طارق عبد العال "المشتقات المالية : المفاهيم ، ادارة المخاطر ، المحاسبة" الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001 م
38. حماد، طارق عبد العال "المشتقات المالية: المفاهيم إدارة المخاطر، المحاسبة" الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003 م
39. حماد ، طارق عبد العال "دليل المستثمر لبورصة الأوراق المالية" كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، الدار الجامعية، 2005 م الإسكندرية
40. حماد، طارق عبد العال "حوكمة الشركات و الازمة المالية العالمية" الدار الجامعية الإسكندرية مصر، 2009 م
41. حنفي، عبد الغفار و قرياقص، رسمية "البورصات والمؤسسات المالية" الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002 م
42. حنفي، عبد الغفار "بورصة الأوراق المالية: أسهم - سندات - وثائق استثمار - الخيارات" دار الجامعة الجديدة للنشر ، الإسكندرية ، 2003 م
43. حنفي، عبد الغفار " الإستثمار في بورصة الأوراق المالية " الدار الجامعية الإسكندرية، 2004/2003 م
44. حنفي، عبد الغفار و قرياقص، رسمية "أسواق المال و تمويل المشروعات" الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005 م

## قائمة المراجع

45. خربوش، حسني علي ورشيد، عبد المعطي رضا وجودة، محفوظ أحمد "السواق المالية: بورصة الأسهم والسندات" دار زهران، عمان، الأردن، 2013 م
46. خان، طارق الله و أحمد ، حبيب "ادارة المخاطر: تحليل قضايا في الصناعة المالية الاسلامية" ورقة مناسبات رقم 5 ترجمة د/ عثمان بكر أحمد، مراجعة د/رضا سعد الله ، مكتبة الملك فهد، جدة 2003 م
47. دواية، أشرف محمد "دور الأسواق المالية في تدعيم الإستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية" دار السلام للنشر والتوزيع والترجمة، الإسكندرية، القاهرة، 2006 م
48. رضوان، سمير عبد الحميد "المشتقات المالية ودورها في ادارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها" دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية دار النشر للجامعات القاهرة
49. سحنون، محمود "الاقتصاد النقدي و المصرفي " بهاء الدين للنشر و التوزيع ، قسنطينة ، الجزائر، 2003م
50. سلام، عماد صلاح "إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة" أبو ظبي للطباعة والنشر، 2002 م
51. سلطات، محمد سعيد أنور "إدارة البنوك" دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية 2005 م
52. شابرا، محمد عمر وخان، طارق الله "الرقابة و الإشراف على المصارف الإسلامية" المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب ، البنك الإسلامي للتنمية، جدة ، المملكة العربية السعودية 1421هـ/2000م
53. شرر ، فريدريك م تعريب أبو عمشة ، على "نظرة جديدة الى النمو الاقتصادي و تأثيره بالابتكار التكنولوجي " مكتبة العبيكان ، 2001 م
54. عاطف وليم أندراوس "السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق" مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005م
55. عاطف وليم أندراوس " أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها" دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006 م
56. عبد الحميد، عبد المطلب "العولمة واقتصاديات البنوك" ، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية ، مصر ، 2001
57. عبد القادر، السيد متولي " الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير" دار الفكر، عمان، 2010 م
58. عرفة، سيد سالم "إدارة المخاطر الاستثمارية" دار الراية، عمان، 2009 م
59. علاء الدين، زعتري "المصارف الإسلامية وماذا يجب أن يعرف عنها" دار حراء ، دمشق سوريا ، 2006 م
60. عيسى ، مهند حنا نقولا "ادارة مخاطر المحافظ الاستثمارية " ، دار الراية ، عمان ، 2010 م
61. غنيم ، حسين عطا "دراسات في التمويل: التحليل المالي ودراسة صافي رأس المال العامل ، أساسيات الاستثمار وتكوين و إدارة محافظ الأوراق المالية"، المكتبة الأكاديمية ، مصر، 2005 م.
62. فداد، عياشي "البيع على الصفة للعين الغائبة و ما يثبت في الذمة، مع الإشارة إلى التطبيقات المعاصرة في المعاملات المالية"، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب، البنك الإسلامي للتنمية، البحث 56، الطبعة الأولى، 2000.
63. قحف، منذر "سندات الإجارة والأعيان المؤجرة" الطبعة الثانية- البنك الإسلامي للتنمية: المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جده 1420 هـ 2000م
64. قندوز، عبد الكريم " الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق " مؤسسة الرسالة ناشرون ، لبنان، 2008 م

## قائمة المراجع

65. محمد ، يوسف كمال "فقه الاقتصاد النقدي: النقود، المصارف، البورصات"، دار القلم ، ط 4، القاهرة، 2002م
66. مطر ،محمد " إدارة الاستثمارات: الإطار النظري و التطبيقات العملية" دار وائل للنشر، ط 3 ،عمان، 2004
67. مطر،محمد "إدارة الاستثمارات:الإطار النظري و التطبيقات العملية" دار وائل للنشر، ط4، عمان،الأردن، 2006 م
68. هندي، منير ابراهيم "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل" توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، مصر، 1998
69. هندي، منير ابراهيم "الفكر الحديث في ادارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام المشتقات والتوريق" ج 1، دار المعارف الاسكندرية، مصر 1999 م
70. هندي، منير ابراهيم "الأوراق المالية وأسواق رأس المال" توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، مصر، 2002 م
71. هندي، منير ابراهيم "الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات الجزء 2" توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، 2003م
72. هندي ، منير ابراهيم "الفكر الحديث في الاستثمار" توزيع منشأة المعارف الإسكندرية، ط2، مصر، 2004م
73. هندي ، منير ابراهيم " الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الثالث: عقود الخيارات" منشأة المعارف بالإسكندرية، مصر، 2007م
74. هندي ، منير ابراهيم "أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية والسندات" منشأة المعارف، الإسكندرية ، مصر، 2008م
75. يونس، محمود ومبارك، عبد المنعم "مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية"،الدار الجامعية، مصر 2003
- الأطروحات والرسائل:**
76. أبو محميد، موسى عمر مبارك "مخاطر صيغ التمويل الإسلامي وعلاقتها بمعيار كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية من خلال معيار بازل II" أطروحة دكتوراه مقدمة الى قسم المصارف الإسلامية، كلية العلوم المالية والمصرفية للأكاديمية العربية، 2008 م
77. الجزائر ،أسامة يوسف " العقود الأجلة في الاقتصاد الإسلامي البديل" رسالة ماجستير، كلية الشريعة و القانون، قسم الفقه المقارن، غزة، فلسطين، 1430هـ-2009م
78. الجهورية ،أسامة عبد الحليم " صكوك الاستثمار ودورها الترموي في الاقتصاد" رسالة ماجستير في الدراسات الإسلامية ، 2009 م معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية على الموقع <http://iktisadona.com/?p=3783>
79. العائش ،ربيع بوصبع "دور الهندسة المالية في خفض مخاطر المحافظ المالية، تحليل دور استراتيجيات الخيارات في بناء محفظة التحوط في السوق المالي القطري للفترة 2007/2011" مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية السوق، قسم علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، الجزائر، 2011/2012
80. الموسوي ، حيدر يونس كاظم "أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية:الأردن و السعودية ، حالة تطبيقية للمدة (1990-2007)" أطروحة دكتوراه في فلسفة العلوم الاقتصادية ، جامعة الكوفة، 2009 م
81. أمين ،المانسيع رابع "الهندسة المالية وأثرها على الازمة المالية العالمية لسنة 2007" مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود وبنوك، جامعة الجزائر، 2011
82. بن حاسين، بن اعمر "فعالية الأسواق المالية في الدول النامية- دراسة قياسية- " أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود، بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر ، 2012/2013

83. بن زيد ، ربعة "الصكوك الإسلامية و إدارة مخاطرها دراسة تقييمية لحالة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 2005-2010 م" مذكرة ماجستير تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، الجزائر، 2011/2012 م
84. بوعكاز، نوال "حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الازمة" مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص: دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة فرحات عباس، سطيف 2010/2011
85. بوقبة، شوقي "الكفاءة التشغيلية للمصارف الإسلامية دراسة تطبيقية مقارنة" أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس ، سطيف ، الجزائر ، 2010/2011
86. بوقري ، عادل بن عبد الرحمن بن أحمد "مخاطر صيغ التمويل التجارية الإسلامية في البنوك السعودية" رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، وزارة التعليم العالي ، جامعة أم القرى ، المملكة العربية السعودية، شعبة الاقتصاد الإسلامي، 2005 م
87. حرفوش ، سعيدة "سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق" رسالة ماجستير في علوم التسيير ، جامعة المدية ، الجزائر 2009
88. رشيد، بوكساني "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها" رسالة دكتوراه تخصص علوم إقتصادية، جامعة الجزائر 2006/2005
89. زيتون، منذر عبد الهادي رجب "تقييم جودة أداء وسائل الاستثمار (المرابحة، المضاربة، المشاركة، الإيجارة المنتهية بالتمليك ) في البنوك الإسلامية الأردنية/دراسة تطبيقية" رسالة ماجستير تخصص إدارة الأعمال كلية الأعمال / جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا الفصل الدراسي الثاني: (4 نيسان/2010)
90. سمور ، نيل خليل طه، "سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق (دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا)"، رسالة ماجستير، قسم إدارة الأعمال كلية التجارة، الجامعة الإسلامية :غزة، 2007
91. صورية ، عاشوري "دور نظام التقييم المصرفي في دعم الرقابة على البنوك التجارية دراسة حالة البنك الوطني الجزائري BNA" مذكرة ماجستير ، تخصص مالية ومحاسبة معمقة ،قسم العلوم التجارية ، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر
92. طيبي، عبد اللطيف "التطبيقات المتميزة لتقنيات التمويل و الإستثمار في العمل المصرفي الإسلامي من منظور العائد و المخاطرة : نموذج بنك البركة الجزائري" مذكرة ماجستير في مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، الجزائر، نوقشت في 2010/05/04
93. عبد القادر، بن عيسى « أثر استخدام المشتقات المالية ومساهماتها في احداث الأزمة المالية العالمية ،دراسة حالة، سوق الكويت للأوراق المالية الفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى غاية ديسمبر 2010 » مذكرة ماجستير ،علوم التسيير، تخصص مالية السوق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح ورقلة 2011-2012
94. عبد النور ، علام "دور الصكوك الإسلامية كبديل للسندات التقليدية في تطوير التمويل المستدام: دراسة مقارنة بين التجربة الماليزية و الخليجية لصناعة الصكوك الإسلامية"، رسالة ماجستير في الاقتصاد الدولي للتنمية المستدامة ،جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، 2011/2012 م

95. عثمان، عمر محمد فهد شيخ "إدارة الموجودات /المطلوبات لدى المصارف التقليدية و المصارف الإسلامية "دراسة تحليلية تطبيقية مقارنة؛أطروحة دكتوراه قدمت هذه الأطروحة استكمالاً لمتطلبات الحصول على شهادة دكتوراه الفلسفة في العلوم المالية و المصرفية،تخصص مصارف ؛دمشق -الجمهورية العربية السورية،2009
96. غزال ،محمد " دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية " رسالة ماجستير ، تخصص :اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية ،جامعة فرحات عباس -سطيف - الجزائر،2012/2013
97. فضل ، عبد الله علي عجبنا " محددات إصدار صكوك الإستثمار الإسلامية من قبل منظمات الأعمال :دراسة حالة التجربة السودانية 1998 / 2011 م"رسالة دكتوراه في ادارة الأعمال،جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ؛ كلية الدراسات العليا؛رجب 1433هـ / يونيو 2012 م
98. قندوز ،عبد الكريم " صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية " رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة الشلف 2007
99. لعمش ، أمال "دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الاسلامية:دراسة نقدية لبعض المنتجات المصرفية الاسلامية"مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية تخصص مالية و محاسبة معمقة، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر،2011/2012
- 100.مسعودة ،نصبة "نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال ، تجربة ماليزيا نموذجاً"أطروحة دكتوراه، قسم العموم الاقتصادية،جامعة محمد خيضر بسكرة ، الجزائر، 2012/2013
- 101.محمد ،مصطفى الجازولي"أثر الصيرفة الإلكترونية في المصارف السودانية في ظل تحرير الخدمات المصرفية دراسة حالة بنك فيصل الإسلامي السوداني"رسالة ماجستير،أكاديمية العلوم المالية و المصرفية، جامعة السودان للعلوم و التكنولوجيا ،2012 م
- 102.نصار ،خالد محمد "آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية"دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير بكلية التجارة، تخصص محاسبة وتمويل،الجامعة الاسلامية،غزة فلسطين،2006
- البحوث باللغة العربية**
- 103.الحناق ،سناء عبد الكريم « حوكمة المؤسسات المالية ودورها في التصدي للازمات المالية التجربة الماليزية جامعة ملايا - ماليزيا2015/06/01 le 16h50 » <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/11/38.pdf>
- 104.عبد الرحمان،حاج ابراهيم و ربيع ،خير الناس"مسيرة الاقتصاد الإسلامي في ماليزيا من خلال أفكار/د محمد مهاتير"بحث مقدم في محور: التجارب الاقتصادية الناجحة في العالم الإسلامي والدروس المستفادة على الموقع: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2011/03/> .pdf consulté le 04/09/2014 à 23h14
- 105.السلطان،حسن"إدارة مخاطر الإستثمار المالي " بحث في مادة الأساليب الكمية ماجستير إدارة الأعمال، كلية الإقتصاد وجامعة دمشق ، سوريا ،2008-2009
- 106.السويلم،سامي"صناعة الهندسة المالية نظرت في المنهج الإسلامي"مركز البحوث شركة الراجحي المصرفية للاستثمار ديسمبر 2000
- 107.المتني ،حسان"الأسواق المالية"بحث من إشراف الأستاذ الدكتور محمد الحسين جامعة دمشق - كلية الاقتصاد،ماجستير إدارة أعمال ،2009،
- 108.بدران،ليلي محمد وليد"المشتقات المالية" بحث ماجستير ادارة اعمال ، جامعة دمشق ، كلية الاقتصاد،سوريا 2008 / 2009



109. حسن، صابر محمد " تجربة السودان في مجال السياسة النقدية" دراسة قدمت إلى الاجتماع السنوي الخامس والعشرين لمجلس محافظي المصارف المركزية ومؤسسات النقد العربية، الذي عقد في أبوظبي، سبتمبر 2001، صندوق النقد العربي، أبو ضبي 2004م
110. خير، عثمان حمد محمد " تجربة السودان في مجال اصدار الصكوك الحكومية" ورشة عمل الصكوك الاسلامية، تحديات تنمية وممارسات دولية - الأردن، ٦/ ٧ شعبان ١٤٣١ هـ،
111. عبد الرحمان، حاج ابراهيم و ربيع، خير الناس " مسيرة الاقتصاد الإسلامي في ماليزيا من خلال أفكار/د محمد مهاتير" محور: التجارب الاقتصادية الناجحة في العالم الإسلامي و الدروس المستفادة على الموقع:  
http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2011/03/ .pdf consulté le 04/09/2014 à 23h14
112. فرحة، عاطف "إدارة المشتقات المالية" بحث ماجستير إدارة أعمال، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق 2010/2009
113. قحف، منذر " مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي، تحليل فقهي و اقتصادي" بحث تحليلي رقم 13، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب 1425 هجري ط 3، 2004 م
114. محمد صالح، فتح الرحمن علي " دور الصكوك الاسلامية في تمويل المشروعات التنموية" بحث الصيرفة الاسلامية - بيروت - الجمهورية اللبنانية، اتحاد المصارف العربية، يوليو 2008
115. محمود، سحنون "مخاطر المشتقات المالية و مساهمتها في خلق الأزمات" كلية العلوم الاقتصادية وعلو التسيير، جامعة منتوري بقسنطينة، الجزائر 16 جوان 2010
- المؤتمرات و الملتقيات
116. أبوبكر، صفية أحمد " الصكوك الإسلامية" بحث مقدم إلى مؤتمر " المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول" دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، من 31 مايو الى 3 يونيو 2009 م ،
117. الدماغ، زياد " مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها  
International Conference on Islamic Banking & Finance: Cross Practices & Litigations (15-16) June 2010
118. الحنيطي، هناء محمد هلال " دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية" المؤتمر العلمي الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصاديات العالمية المعاصرة" عمان، الأردن، 2/1 ديسمبر 2010
119. السالوس، أحمد بن علي " مخاطر التمويل الإسلامي " المؤتمر العالمي الثالث للإقتصاد الإسلامي، جامعة أم لقرى، مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، 2005،
120. الطيب، عبد المنعم محمد "آليات تطبيق النظام المصرفي الثنائي في السودان خلال الفترة 2006/2008 م" خبير اقتصادي ومصري بالسودان، منتدى الصيرفة الإسلامية، اتحاد المصارف العربية، ليبيا، من 7/30 الى 2008/8/1م
121. العمراوي، حنان "فاعليه الهندسة المالية الإسلامية في تحقيق التنمية المستدامة" الملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي في جامعة قالة يومي 03 و 04 ديسمبر 2012 من ص 298 إلى 314.
122. بلعوز، بن علي "إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية مدخل الهندسة المالية" ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية، تحت عنوان التخوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية، أبريل 2012/6/5
123. بلعوز، بن علي و قندوز، عبد الكريم "استخدام الهندسة المالية في إدارة المخاطر بالمعارف الإسلامية" المؤتمر العلمي الدولي السابع، بجامعة الزيتونة الأردنية تحت عنوان "إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة" كلية العلوم الاقتصادية والإدارة



## قائمة المراجع

124. بن عمارة، نوال " إدارة المخاطر في مصارف المشاركة " الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف يومي 20/21/22/2009
125. بوخاري، لخلو و عايب، ليد " آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية و أثر الأزمة المالية على سوق الصكوك الإسلامية" المحور: الهندسة المالية الإسلامية " الملتقى الدولي الأول بعنوان: الاقتصاد الإسلامي "الواقع ورهانات المستقبل" لمعهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير المركز الجامعي بغرداية، الجزائر
126. جاسر، محمد عمر "نحو منتجات مالية اسلامية" المحور الثالث: صيغ التمويل الإسلامية وتطوير المنتجات (الخدمات) الإسلامية ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية المقام تحت عنوان "الواقع .. وتحديات المستقبل"، تنظيم نادي رجال الأعمال اليمنيين 20-21 مارس 2010 صنعاء، الجمهورية العربية اليمنية
127. خطاب، كمال توفيق "نحو سوق مالية إسلامية" المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، 2005 م
128. خميسي، بن رجم محمد " المنتجات المالية المشتقة : أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها" الملتقى العلمي الولي حول الأزمة المالية و الإقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، يومي 20/21 أكتوبر 2009، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف الجزائر العدد 81
129. دوابه، أشرف محمد " شهادات الإيداع القابلة للتداول رؤية اسلامية" بحث مقدم في "مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية، الشريعة والقانون الإمارات العربية المتحدة، 2004
130. دوابه، أشرف محمد "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية" مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية: الواقع .. وتحديات المستقبل نادي رجال الأعمال اليمنيين، صنعاء - الجمهورية العربية اليمنية، 20-21 مارس 2010
131. رايس، حدة و بوسنة، زكية "التنظير الشرعي لمنتجات الهندسة المالية - الخيارات المالية" بحث مقدم الى المؤتمر الدولي حول "منتجات و تطبيقات الابتكار المالي و الهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية، يومي 5/6 ماي 2014 م / رجب 1435 هـ، بالتعاون بين جامعة سطيف، الجزائر و ISRA
132. رشيد، بوعافية و مزبود، ابراهيم " الهندسة المالية كمدخل لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية " الملتقى الدولي الثاني "الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية: النظام المصرفي الاسلامي أنموذجا"، يومي 5-6 ماي 2009 المركز الجامعي بخميس مليانة، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، الجزائر
133. سحنون، محمود و محسن، سميرة " مخاطر المشتقات المالية ومساهمها في خلق الأزمات " الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة والاقتصادية الدولية و الحوكة العالمية جامعة فرحات عباس، سطيف 20 إلى أكتوبر 2009 م
134. سعدي، هاجر و لعلا، لامية " دور الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار منتجات مالية إسلامية العقود المالية المركبة نموذجا " بحث مقدم الى المؤتمر الدولي حول "منتجات و تطبيقات الابتكار المالي و الهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية، يومي 5/6 ماي 2014 م الموافق ل 5/6 رجب 1435 هـ

135. شحاتة، حسن " إدارة السيولة في المصارف الإسلامية : المعايير والأدوات " بحث مقدم خلال الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي رابطة العلم الإسلامي ، مكة المكرمة 25-29 ديسمبر 2010 م
136. صليحة ، عماري و آسيا ، سعدان " الصكوك الإسلامية : تطوراتها وآليات إدارة مخاطرها " جامعة قالمة ، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية "آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي 8 و 9 ديسمبر 2013 بالتعاون بين المدرسة العليا للتجارة الجزائر والمعهد الإسلامي للبحوث و التدريب
137. طرطار، أحمد " دور الصكوك الإسلامية في تقديم بدائل الاقراض والتمويل لتحقيق التنمية" بحث مقدم الى المؤتمر الدولي حول "منتجات و تطبيقات الابتكار المالي و الهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية ، يومي 5/6 ماي 2014 م / 1435 هـ، بالتعاون بين جامعة سطيف ، الجزائر و ISRA،
138. عبد الحق، العيفة و بني عامر، زاهرة " دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنى التحتية دراسة حالة مشروع توسيع مطار 8 ماي 1945 الدولي بسطيف" بحث مقدم الى المؤتمر الدولي حول منتجات و تطبيقات الابتكار و الهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية " يومي 5 و 6 ماي 2014 ، بالتعاون بين جامعة سطيف، الجزائر و ISRA
139. عيسى، موسى آدم "سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات المالية الإسلامية" بحث مقدم لمؤتمر الخدمات المالية الإسلامية الثاني، أبريل 2010 م.
140. قروف، محمد كريم عنوان المداخلة " الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية"، محور المشاركة الهندسة المالية الإسلامية، مؤتمر "الاقتصاد الإسلامي: الواقع... ورهانات المستقبل" يومي 23 و 24 فيفري 2011 المركز الجامعي، غرداية، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر.
141. قندوز، عبد الكريم أحمد " الهندسة المالية وإظطراب النظام المالي العالمي" محور التمويل الإسلامي مقابل التمويل التقليدي "مؤتمر كلية العلوم الإدارية الدولي الرابع ، اتجاهات علمية "الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور إسلامي" جامعة الكويت ؛ كلية العلوم الإدارية والاجتماعية 15-16 ديسمبر 2010 م.
142. قندوز، عبد الكريم أحمد "تحليل لمعوقات سوق الصكوك بالمملكة العربية السعودية وأساليب تفعيلها: دراسة مقارنة لسوق الصكوك بالمملكة وسوق الصكوك بدول مجلس التعاون الخليجي وسوق الصكوك الماليزية" المؤتمر الأول لكليات إدارة الأعمال بجامعات دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية خلال الفترة 17 - 16 ربيع الثاني 1435 هـ الموافق 17 - 16 فبراير 2014 م.
143. لال الدين، أكرم و بوهراوة، سعيد "ادارة السيولة في المصارف الإسلامية" دراسة تحليلية نقدية بحث مقدم خلال الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي ، رابطة العلم الإسلامي مكة المكرمة 25-29 ديسمبر 2010
144. لعامرة ، جمال "المنتجات المالية كتطبيقات للعقود في الصناعة المالية الإسلامية " بحث مقدم الى المؤتمر الدولي حول "منتجات و تطبيقات الابتكار المالي و الهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية، يومي 5/6 ماي 2014 م / 1435 هـ، بالتعاون بين جامعة سطيف، الجزائر و ISRA

## قائمة المراجع

145. مفتاح ، صالح "إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية " بحث مقدم للمؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحكومة العالمية يومي 20-21 أكتوبر 2009 م، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر
146. مفتاح، صالح و رحال، فاطمة "واقع صناعة الصكوك الإسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي" بحث مقدم الى المؤتمر الدولي حول منتجات و تطبيقات الابتكار و الهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية " يومي 5 و 6 ماي 2014 ، بالتعاون بين جامعة سطيف ، الجزائر و ISRA
147. مفتاح ، صالح وعمري ،رحمة مداخله بعنوان: "الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تحقيق التنمية المستدامة" الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المرادفة في الاقتصاد الإسلامي؛ جامعة قلمة؛ الجزائر يومي 03 و 04 سبتمبر 2012 .
148. مصطفى ، بدر الدين قريشي " التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية اسلامية " ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية ، تحت عنوان التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية ، أفريل 2012/6/5
149. ناصر ، سليمان و بن زيد ، ربيعة " إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية ،دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية " بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي تحت عنوان: " إدارة المخاطر ؛ التنظيم والإشراف" البنك المركزي الأردني - عمان (الأردن) المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية ، جدة ،السعودية ،أيام 08/07/06 أكتوبر 2012 م بمعهد الدراسات المصرفية - عمان / الأردن
150. نصري، رائد و شوشان ،خديجة "الشروط المهنية والفنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية" بحث مقدم للمشاركة في المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الاسلامي ضمن المحور السادس المعنون ب: تعزيز الأرضية التنظيمية والتشريعية للأسواق والمؤسسات المالية الإسلامية ،تاريخ الإطلاع 2014/06/01 على 19 سا 41د-99-2/Session16/Day1/presentations/9icief.sesric.org
151. نعيمة،برود "التصكيك الإسلامي حجر الأساس لقيام سوق للأوراق المالية الإسلامية"جامعة قلمة،الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية "آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي 8 و 9 ديسمبر 2013 بالتعاون بين المدرسة العليا للتجارة والمعهد الإسلامي للبحوث و التدريب

### المجلات

152. أبو مسامح، عبد الله صالح محمد "المشتقات المالية الإسلامية بين التنظير والتطبيق"مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 13 يونيو 2013 م
153. الأمين،نسرين خالد "مؤشرات اقتصادية " مجلة المصرفي،البنك المركزي،دائرة الإحصاء،العدد 2014/71؛
154. السبهاتي،عبد الجبارمحمد عبيد"ملاحظات في فقه الصيرفة الإسلامية"مجلة جامعة الملك عبد العزيز،المجلد16، العدد1،جدة،2003،
- 155.الصاوي، عبد الحافظ " قراءة في تجربة التنمية بـاليزيا"، مجلة الوعي الإسلامي ، عدد رقم :532 ،مجلة شهرية بجامعة الكويت ، بتاريخ 2010/09/03 على الموقع [http://alwaei.com/topics/view/article\\_new.php?sdd=2&issue=451](http://alwaei.com/topics/view/article_new.php?sdd=2&issue=451) consulté le 04/09/2014 à 19h00

156. الفولي، أسامة محمد أحمد " تقييم التجربة الماليزية في إقامة أول سوق نقدي إسلامي "أستاذ بقسم الاقتصاد بجامعة الإسكندرية، دورية البصيرة، مؤسسة ابن خلدون، الجزائر، العدد الثاني/2000 م،
157. فضلي، نادية فاضل عباس " التجربة التنموية في ماليزيا من العام 2000 الى 2010م "دراسات دولية العدد54 ،  
<http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&ald=76021> consulté le 04/09/2014 à 23h00
158. النجار، إخلاص باقر "قراءة في مفردات التوريق" بحث مقدم إلى مجلة العلوم الاقتصادية، العدد (23) المجلد السادس، كانون الثاني: قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة، 2009
159. أمين، صلاح الدين محمد "الابداع المالي في الاسواق ألمالية البنك الضامن أ نموذجاً اطار معرفي وصفي" مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية ،الجامعة. العدد 5 مؤتمر الكلية لسنة 2013
160. الهندي، عدنان "المشتقات المالية: ماهيتها وأنواعها، وطرق إدارة مخاطرها" مجلة الهندسة المالية وأهميتها بالنسبة للصناعة المصرفية العربية ، اتحاد المصارف العربية ،لبنان ،1996م
161. بن سانية، عبد الرحمان " قراءة في بعض تجارب الانطلاق الاقتصادي بالدول النامية " مجلة الواحات للبحوث و الدراسات العدد 11 لسنة 2011 ، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير المركز الجامعي بغرداية ، الجزائر
162. بن عمارة ، نوال " الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية البحرين " مجلة الباحث - عدد 09 / 2011
163. جبار، محفوظ و عديلة، مر يميت "الهندسة المالية و التحوط من مخاطر الاسواق الصاعدة، دراسة حالة السوق الكويتية للخيارات"، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، العدد 10 سنة 2010
164. حسين، الحسين إسماعيل "صناعة التأمين الإسلامي (التكافل) دراسات بالإشارة لتجربة السودان" مجلة المصرفي تصدرها: الإدارة العامة للبحوث والإحصاء، بنك السودان المركزي ، العدد السادس والستون - ديسمبر 2012 م
165. خليفة، يسرى حسين " العوامل المؤثرة على قرار تبني استخدام المشتقات المالية " مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية ، جامعة الإسكندرية ، مصر: العدد 1، جانفي 2009
166. طالب، عمر و غوفي، عبد المجيد "إعادة التمويل الرهني وأثره على المنظومة المالية والمصرفية في الجزائر" مجلة الأكاديمية العربية المفتوحة، الدنمارك، العدد الثاني، 2007
167. عمر، محمد عبد الحليم " التفسير الإسلامي لأزمة البورصات العالمية " مجلة "أزمة البورصات العالمية في أكتوبر 1997م: الأسباب، النتائج، تحليل اقتصادي شرعي، سلسلة المنتدى مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي بجامعة الأزهر ، 22 نوفمبر 1997،
168. غربي، عبد الحليم "الابتكار المالي في البنوك الإسلامية : واقع وآفاق " مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة فرحات عباس - سطيف ، الجزائر ، العدد 9، 2009
169. قندوز، عبد الكريم "الهندسة المالية الإسلامية"، مجلة جامعة عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، المجلد 20، عدد 2، من 2007م/1428هـ
170. قندوز، عبد الكريم أحمد "إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية: مدخل الهندسة المالية" الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، الشلف، الجزائر، العدد 8 . 2012
171. لخضر، مرغاد "الهندسة المالية من منظور إسلامي مع الإشارة الى تجارب بعض الدول" مجلة العلوم الإنسانية، العدد التاسع والعشرين، جامعة محمد خيضر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بسكرة، الجزائر

172. محمد ، حسام الدين عبد الوهاب محمد "تطبيقات الصكوك الإسلامية في المصارف السودانية" رئيس قسم الصكوك الإسلامية - إدارة الاستثمار، بنك فيصل الإسلامي السوداني، الخرطوم - السودان، مجلة الدراسات المالية و المصرفية المجلد 21 العدد الأول، كانون الثاني، 2013،
173. مطلوب ، مصطفى ناطق صالح "معوقات عمل المصارف الإسلامية وسبل المعالجة لتطويرها" موقع المجلات الاكاديمية العلمية العراقية برعاية دائرة البحث ، سنة 2012 م، على الموقع <http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&aid=6101>
174. فرحات ، منى خالد "توريق الدين التقليدي والإسلامي: دراسة مقارنة" مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية - المجلد - 29 العدد الأول 2013 -

175. ناصر ، سليمان و بن زيد ، ربيعة " الصكوك الإسلامية الواقع و التحديات "مجلة الدراسات المالية و المصرفية، العدد الأول 2013

#### الندوات

176. الساعاتي ، عبد الرحيم عبد الحميد " الوظائف الاقتصادية للصكوك نظرة مقاصدية" ندوة الصكوك الإسلامية عرض و تقويم ، جامعة الملك عبد العزيز جدة ، 25 ماي 2010 م ، بالتعاون بين مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي و مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي و المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب عضو مجموعة البنك الإسلامي للتنمية
177. السالوس، علي أحمد "التورق حقيقته وأنواعه" الدورة 19 لمجمع الفقه الإسلامي الدولي ومنظمة المؤتمر الإسلامي، الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة على الموقع [www.kantakji.com/media/8552/n200.doc](http://www.kantakji.com/media/8552/n200.doc)

178. الشريف ، حمزة بن حسين الفجر "ضمانات الصكوك الإسلامية" ندوة "الصكوك الإسلامية عرض و تقويم" يومي 24/25/2010 جامعة الملك عبد العزيز، جدة بالتعاون بين مجمع الفقه الدولي والمعهد الإسلامي للبحوث و التدريب و بنك التنمية الإسلامي
179. غادمن، محمد نور الدين " تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية"، ندوة الصكوك الإسلامية (التجربة الماليزية) ، مركز الملك فهد للمؤتمرات، السعودية، 2008

#### الجرائد و النشرات

180. خوخة، المجلس العام للبنوك الإسلامية يضع استراتيجية طموحة لدعم صناعة المصرفية الإسلامية جريدة الشرق الأوسط؛ العدد 10654، 29 يناير 2008

181. النشرة الدورية لبنك السودان المركزي نوفمبر 2010

#### التقارير باللغة العربية:

182. التقرير السنوي 49 للبنك المركزي السوداني 2009م
183. التقرير السنوي 50 للبنك المركزي السوداني 2010م
184. التقرير السنوي لبنك السودان المركزي 51 لسنة 2011م
185. التقرير السنوي 52 لبنك السودان المركزي 2012م
186. التقرير السنوي 53 للبنك المركزي السوداني 2013م
187. التقرير السنوي لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة للعام 2011 م

#### الانترنت

188. ابو غدة ، عبد الستار "ضوابط وتطوير المشتقات المالية في العمل المالي (العربون - السلم - تداول الديون)" ورقة مقدمة للمؤتمر الثامن للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية يومي 19/18 مايو 2009 م، على الموقع اطلع عليه يوم 2014/07/26 على 23 سا 45 د <http://www.kantakji.com/media/7356/497.pdf>
189. الأسرج ، حسين عبد المطلب "الصيغ الإسلامية لتمويل المشروعات الصغيرة" يوم 2014/06/03 على 17 سا 20 د <https://arabic.microfinancegateway.org/content/article/detail/44128>
190. الجبوري ، باقر كرجي حبيب " الهندسة المالية الإسلامية" جامعة الإقتصاد بالقادسية" على الموقع : <http://www.uokufa.edu.iq/journals/index.php/ghjec/article/viewFile/1812/1655>
191. السويلم ، سامي "منتجات صكوك الإجارة" بحث مقدم مجلة إسر للمالية الإسلامية ، المجلد الأول، العدد الأول، ديسمبر 2010 م [www.cdvm.gov.ma](http://www.cdvm.gov.ma) «La finance islamique, Conseil déontologique des valeurs mobilières ,CDVM»
192. الشبيلي، يوسف بن عبد الله "أدوات إدارة مخاطر السيولة وبدائل اتفاقية إعادة الشراء في المؤسسات المالية اطلع عليه يوم 2014/02/15 على 12H 00 <http://www.kantakji.com/media/9373/dr-yousif-al-shubaily-1.pdf>
193. القره داغي، علي محي الدين "صكوك الاستثمار تأصيلها، وضوابطها الشرعية ودورها في تمويل البنية التحتية والمشاريع الحيوية" [www.qaradaghi.com](http://www.qaradaghi.com)
194. خطاب ،كمال توفيق"الصكوك الوقفية و دورها في التنمية " <http://www.kantakji.com/media/8027/m189.pdf> LE 26/07/2014 à 23h30
195. حماد ، نزيه " العقود المركبة في الفقه الإسلامي " يوم 2014/07/26 على الساعة 23 سا 20 <http://www.feqhweb.com/vb/showthread.php?t=848&s=7e124a5ea24ffc903c23269743f71cb7#ixzz38c63aYOc>
196. عبد السلام، زايدي، الهندسة المالية:مدخل لتطوير الصناعة المالية الإسلامية،مجلة العلوم الإنسانية،العدد 38، 2008، متوفرة على الرابط <http://www.ulum.nl/d94.html> يوم 2013/12/11 على 14 سا 45
197. غردة ، عبد الواحد"الفجوة بين الإطار النظري و التطبيقي العملي لأساليب التمويل المصرفي الإسلامي بعض المصارف الإسلامية الآسيوية نموذجاً"يوم 2014/06/05 على 19 سا 05 <http://journals.iium.edu.my/jiasia/index.php/Islam/article/view/314/155>
198. قحف، منذر " الإقتصاد الإسلامي علما و نظماً" [http://monzer.kahf.com/books/arabic/al-iqtisad\\_al-islami\\_ilman\\_wa\\_nizaman.pdf](http://monzer.kahf.com/books/arabic/al-iqtisad_al-islami_ilman_wa_nizaman.pdf)
199. قندوز، عبد الكريم ومداني، أحمد "الأزمة المالية واستراتيجيات تطوير المنتجات المالية الإسلامية " محور المشاركة:المحور الثالث:المنتجات المالية الإسلامية بين التنوع والقدرة على التطور"الملتقى الدولي الثاني: "الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية والمصرفية" النموذج المصرفي الإسلامي نموذجاً المركز الجامعي بخميس مليانة (عين الدفلة) [www.kantakji.com/media/4574/000019.do](http://www.kantakji.com/media/4574/000019.do)
200. مطلوب، مصطفى ناطق صالح "معوقات عمل المصارف الإسلامية وسبل المعالجة لتطويرها" من 287 الى 332 <http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=6101>
201. محمد الأمين، خنيوة وعلي موسى، حنان"منتجات الهندسة المالية الإسلامية: الواقع و التحديات و مناهج التطوير"جامعة منتوري قسنطينة،الجزائر يوم 2013/ 09/18 على 20 سا 30 د <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2011/03> \_منتجات-الهندسة-المالية-الإسلامية-الواقع-والتحديات-ومناهج-التطوير-خنيوة-محمد-الأمين-و-حنان-علي-موسى.pdf



## قائمة المراجع

202. محمد، حسام الدين "داو جونز... النسخة الإسلامية"، موقع: [www.islamonline.net/arabic/economics/2004/09/article01.shtml](http://www.islamonline.net/arabic/economics/2004/09/article01.shtml) le 20/12/2013 à 12h37
203. نصار، أحمد محمد "استراتيجيات الابتكار المالي في المصارف الإسلامية"، متوفر على الموقع يوم 2014/06/04 على 11 سا  
15: <http://islamfin.go-forum.net/t61-topic>.
204. <http://www.aljazeera.net/news/ebusiness/2012/6/10/ماليزيا-أكبر-سوق-للصكوك-الإسلامية>
205. [http://www1.youm7.com/story/2014/4/21/824\\_1623937/1623937#U\\_zuecV5PhE](http://www1.youm7.com/story/2014/4/21/824_1623937/1623937#U_zuecV5PhE)
206. <http://www.alqabas.com.kw/node/885805>
207. [http://www.almoashir.com/invest\\_a.ph](http://www.almoashir.com/invest_a.ph) "دعوه للاستثمار الإسلامي المحدودة، شركة المؤشر للاستثمار الإسلامي المحدودة، الأوراق المالية"
208. <http://www.shahama-sd.com/ar/content/lsyg-Islmy> المنتجات المالية الإسلامية لشركة السودان

### ثانيا: المراجع باللغة الإنجليزية

#### الكتب بالإنجليزية:

209. ALI ,SALMAN SYED," Islamic Capital Market : Products, Regulation & Development," IRTI, IDB, jeddah, 2008
210. ALLEN ,FRAN KLIN and YAGO,GLENU « Financing the futur Market-Based Innovations for growth, series on Financial innovation » new jerbey wharton school Publishing Milken , Institute , 2010
211. CAPINSKI,MAREK and ZASTAWNIAK, TOMASZ “ Mathematics for Finance: An introduction to Finance Engineering” springer undergraduate Mathematics Series
212. FABOZZI ,PAMELA PETERSON DRAKE FRANK J “**The Basics of Finance:an introduction to financial markets, business finance and portfolio management**” John Wiley & Sons 2010
213. Merton ,Robert "A functional perspective of Financial inter médiation a research Financial management, vol 24 ,1995
214. Neftci ,Salih N. « Principles of financial engineering » september 2/2008 ; 2<sup>ème</sup> edition.NEW YORK
215. TARIQULLAH KHAN END HABIB AHMED « **RISK MANAGEMENT AN ANALYSIS OF ISSUES IN ISLAMIC FINACIAL INDUSTRY** » JEDDA – SAUDI-ARABIA ; 2001
216. Sergio M.Focardi, Frank J « **Financial Modeling and investement management** » New Jersey Wiley & sons 2004
217. Zopoundis ,Constantin and Doumpos ; Michael , m.Paradalos ;Panos « hand book of financial engineering,Nov 2007

#### الأطروحات والرسائل بالإنجليزية:

218. bin ahmed ,Mahmud « Islam and economic growth in Malaysia » Master`s thesis, Monterey, Naval Postgraduate School, California 2003

#### البحوث باللغة الإنجليزية:

219. abdullah ,Wan razazila wan and others, the evolution of the islamic capital market in Malaysia,
220. Bacha, Obiyathulla Ismath " **Derivative Instruments And Islamic Finance: Some Thoughts For A Reconsideration**" Management Centre International Islamic University Malaysia Published : INTERNATIONAL JOURNAL OF ISLAMIC FINANCIAL SERVICES; Vol. 1, No. 1, April – June 1999
221. -Laldin ,Mohamad Akram "the role of central bank of Malaysia in developing Malaysia`s islamic financial industry"Executive Director, ISRA « The Current Development of Malaysian Islamic Finance Industry » , 05/06/05/2014

222. - Lincoln University, NEW ZEALAND, available at :[http://www.victoria.ac.nz/sacl/about/events/past-events2/past-conferences/6ahic/publications/6AHIC-75\\_FINAL\\_paper.pdf](http://www.victoria.ac.nz/sacl/about/events/past-events2/past-conferences/6ahic/publications/6AHIC-75_FINAL_paper.pdf) p 2.consulted in 05/08/2014 at 11h53m
223. -Jack marshall ,phd. Co.Founder of the international association of financial engineering (IAFE) and it's executive director from 1992 to 1998 « what is financial engineering »
224. -Sami Al-Suwailem « Hedging in Islamic Finance (French translation)more » sur site:
225. [http://www.academia.edu/attachments/32383984/download\\_file?st=MTQwNjQ4NTI4MSwxMDUuMTA5LjQuMTM3&s=work\\_strip](http://www.academia.edu/attachments/32383984/download_file?st=MTQwNjQ4NTI4MSwxMDUuMTA5LjQuMTM3&s=work_strip) le 27/07/2014 à 19h22
226. -tufano ,Peter « financial innovation paper , the division of research of havard business school,june 16th 2002 » appear as a chapter in George Constantin,Milton Harris and Rene Stuez, the handbook of the economics of finance north Holland , 2004
227. Islamic financial services industry development, A joint initiative of the Islamic Financial Services Board Islamic Research & Training Institute Islamic Development Bank
228. Islamic Research and Training Institue, Islamic financial Service Industry Development ten Year Framwork and stratigies , Polocy Dialogue Paper NO 1, May 2007

### التقارير بالإنجليزية:

229. (IFSBI)I slamique Financial Services Board « Islamique Financial Services Industry ; Stability report 2013
230. IIFM Sukuk Report A Comprehensive study of the Global Sukuk Market(3<sup>rd</sup> Edition)
231. IIFM Sukuk Report A Comprehensive study of the Global Sukuk Market(1<sup>st</sup> Edition)
232. OCBC BANK (MALAYSIA) BERHAD (Incorporated in Malaysia) REPORTS AND FINANCIAL STATEMENTS ; 31 DECEMBER 2010
233. RASAMEEL « 2013 Annual Global Sukuk Report », J A N U A R Y 2 0 1 4
234. Securities commission Malaysia, Securities commission annual report, 2008
235. Securities commission Malaysia, Securities commission annual report, 2009
236. Securities commission Malaysia, Securities commission annual report, 2010.
237. Securities commission Malaysia, Securities commission annual report, 2011.
238. Securities commission Malaysia, Securities commission annual report, 2012.
239. (UKIFS)THE LEADING WESTERN CENTRE FOR ISLAMIC FINANCE ,OCTOBER 2013 sur site : [www.thecityuk.com](http://www.thecityuk.com)
240. World Federation of Exchanges, annual Reports and Statistics 2008
241. World Federation of Exchanges, annual Reports and Statistics 2009
242. World Federation of Exchanges, annual Reports and Statistics 2010
243. World Federation of Exchanges, annual Reports and Statistics 2011
244. World Federation of Exchanges, annual Reports and Statistics 2012
245. Malaysia Bond Market Guide ,P6 at [http://www.waseda.jp/win-cls/CA\\_BMGS/ABMF%20Vol1%20Part%202%20Sec%207\\_MAL.pdf](http://www.waseda.jp/win-cls/CA_BMGS/ABMF%20Vol1%20Part%202%20Sec%207_MAL.pdf)
246. OICV-IOSCO, ISLAMIC Capital Maket Fact Finding Report, Report of the I.C.M Task Force of the international organsation of securities commissions,july 2004

### الانترنت بالإنجليزية:

247. [http://en.wikipedia.org/wiki/Bursa\\_Malaysia](http://en.wikipedia.org/wiki/Bursa_Malaysia) in 07/09/2014 at 13h15  
Lubuan Financial Exchenge, about.as, on line available at :<http://lfxsys.lfx.com.my/content/about/about.asp> consulted in 10/09/2013 at 23h11min
248. Bursa malaysia, Islamic Capital Market, on line available at :[http://www.bursamalaysia.com/misc/islamic\\_markets\\_brochure.pdf](http://www.bursamalaysia.com/misc/islamic_markets_brochure.pdf) 10/09/2013.
249. BURSA MALAYSIA'S ISLAMIC MARKETS availabal at [http://www.mifc.com/index.php?ch=ch\\_directory\\_regulators&pg=pg\\_directory\\_regulators\\_entities&ac=78](http://www.mifc.com/index.php?ch=ch_directory_regulators&pg=pg_directory_regulators_entities&ac=78) in 07/09/2014 at 13h00



250. Islamic Securities Guidelines (SUKUK GUIDELINES), Securities Commission of Malaysia, Kuala Lumpur, 2011
251. [http://www.eco.nihon-u.ac.jp/center/ccas/pdf/ccas\\_wp041.pdf](http://www.eco.nihon-u.ac.jp/center/ccas/pdf/ccas_wp041.pdf) "The Finance in the Capital Market and Credit Rating in Malaysia"
252. -OCBC BANK (MALAYSIA) BERHAD (Incorporated in Malaysia) REPORTS AND FINANCIAL STATEMENTS 31 DECEMBER 2010
253. <https://www.ocbc.com.my/assets/pdf/Financial%20Results/pdf%20for%20financial%20results/2010-reports-and-financial-statements-31-dec-2010>

الكتب باللغة الفرنسية:

254. Antoine, Joseph et Claire, Marie CAPIAU-HUART "Dictionnaire des marches financiers" Boek université, Belgique, pages Bleus-2010
255. Bouchet, Michel-Henry et Guilhom, Alice « **intelligence économique des risques** » person èducation, France, 2007
256. EL-GAMAL, MAHMOUD " Finance Islamique : aspects légaux, économiques et pratiques » traduction : Jacqueline HAVERALS, De Boeck, 2010
257. Faye ; Jean François «comment gérer les risques financiers »Lavoisier, paris 1993
258. - Iqbal; Munawar, Ahmad , Ausaf et Khan , Triklah "DEFIS AU SYSTEME BANCAIRE ISLAMIQUE" Institut islamique de recherche et de formation, Banque Islamique de Développement , consulté le 09/08/2014 à 18h00 <http://www.irtipms.org/PubText/128.pdf>
259. -Jakobiak, Francois « l'intelligence économique »2eme tirage, édition d'organisation, paris 2006
260. - KHAN ,TARIQULLAH et AHMED ,HABIBE "La gestion des risques : analyse de certains aspects lies a l'industrie de la finance islamique"DJEDDAH, ARABIE SAOUDITE, 2002
261. -LEROUX ,F « Marchés internationaux des capitaux » Montréal, 2eme édition, 1995
262. Portait ;Roland et poncet ;Patrice "Finance de Marché :Instrument de base, produits dérivés , portefeuilles et risque " imprimé en France édition DALLOZ,2008

الأطروحات والرسائل باللغة الفرنسية:

263. ABDELBARI, EL KHAMLICHI, « **Éthique et performance : le cas des indices boursiers et des fonds d'investissement en finance islamique** », Université Mohamed V, Faculté des Sciences Juridiques, Économiques et Sociales de Rabat Agdal ;Centre d'Études Doctorales – CEDOC-novembre 2012
264. -Abou-Zeid , Amr « **La gestion des fonds de fonds islamique de capital investissement pour le développement des pays arabes** » , Université Paris Dauphine, 2008/2009
265. -CHAAR ,Abdel-Maoula « LA STRUCTURATION DES STRATEGIES AU SEIN DE CHAMPS EN VOIE D'INSTITUTIONNALISATION: LE CAS DES BANQUES ISLAMQUES AU LIBAN »,Thèse de doctorat de l'université Paris-Est Sciences de Gestion,2011
266. -CHAIB ,ABDELHAKIM «**La finance islamique, entre opportunisme et pragmatisme** »mémoire magistère ,option :Monaie ;Finance,Banque, UNIV.Mouloud Mammeri TIZI –OUZOU,Algerie
267. -Karim CHERIF «**la finance islamique :Analyse des produits financiers islamiques**» Travail de Bachelor réalisé en vue de l'obtention du Bachelor HES, Haute Ecole de Gestion de Genève (HEG-GE)Économiste d'entreprise,Conseiller au travail de Bachelor : Dr. Akimou OSSE, Prof. de Finance a la HEG 2008
268. - Mouhand , M.NAIT SLIMANI « **Finance islamique et capital –risque(capital investissement):perspectives de financement participatif pour la création et le développement des PME** » mémoire magistère, option : Monaie ;Finance,Banque, UNIV.Mouloud Mammeri TIZI –OUZOU,Algerie, 2013
269. - Zahra ,ABDELMALEK Fatima « **La place de la finance islamique dans le financement des petites et moyennes entreprises en Algérie** » , mémoire de magistère en Sciences Economiques , Option : Finance

Internationale, Faculté des Sciences Economiques, Commerciales et Sciences de Gestion , Université Abou-Bakr BELKAID –Tlemcen ,Algérie, Année universitaire:2011/2012

البحوث و الملتقيات و المؤتمرات باللغة الفرنسية:

270. Abouzaid ,Chakib "Takaful: Modeles, statistiques des marches, défis actuels et perspectives d' avenir" Casablanca, 29 Nov, 2012;P7 sur site: [www.financeislamiquemaroc.com/.../Chakib%20Abouzaid%20Presentati](http://www.financeislamiquemaroc.com/.../Chakib%20Abouzaid%20Presentati)
271. islamic financial services industry development, A joint initiative of the Islamic Financial Services Board Islamic Research & Training Institute Islamic Development Bank
272. BRAHIM , DOUAR et OUALI, ARKOUB « Appliction et innovation en ingénierie financière islamique » بحث مقدم الى المؤتمر الدولي حول منتجات و تطبيقات الابتكار و الهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية " يومي 5 و 6 ماي 2014 ، بالتعاون بين جامعة سطيف،الجزائر و ISRA
273. Boudjellal ,Mohammed « Les acquis et les défis de la finance islamique »Séminaire international sur:Les services financiers et la gestion des risques dans les banques islamiques, Université Ferhat Abbas – Sétif – Algérie, 18 – 20 avril 2010
274. Boudreault ,Mathieu « Une introduction aux mathématiques de l'ingénierie financière , document de référence, Université Québec à Montréal,11/09/2011
275. CHAKIR ;Ahmed et KAFOU , Ali « **L'ingénierie financière islamique : entre les contraintes de développement et les risques de dérive** » بحث مقدم الى المؤتمر الدولي حول منتجات و تطبيقات الابتكار و الهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية" يومي 5 و 6 ماي 2014، بالتعاون بين جامعة سطيف،الجزائر و ISRA
276. FAYE ,Mansour et NDIAYE ,Mansour « Les produits financiers islamiques :contribution à la diversification du paysage de la micro finance au Sénégal, janvier 2012 » Atelier d'écriture sur la micro finance au Sénégal, Programme d'Appui à la Micro finance (PAMIF 1)Consortium pour la Recherche Economique et Sociale (CRES)
277. Iaguer,Djamaledine « LA TAKAFUL COMME ALTERNATIVE A L'ASSURANCE TRADITIONNELLE »colloque international :les sociétés d'assurances traditionnelles et les sociétés d'assurances Takaful entre la théorie et l'expérience pratique25/26/04/2011
278. M'rad, Mohamed Ali « LES RISQUES DE MARCHE EN FINANCE ISLAMIQUE » Paris, January 28th, 2010
279. Sami Al-Suwailem« Hedging in Islamic Finance (French translation)more »sur site: [http://www.academia.edu/attachments/32383984/download\\_file?st=MTQwNjQ4NTI4MSwxMDUuMTA5LjQuMTM3&s=work\\_strip](http://www.academia.edu/attachments/32383984/download_file?st=MTQwNjQ4NTI4MSwxMDUuMTA5LjQuMTM3&s=work_strip) le 27/07/2014 à 19h22
280. ZAHIRI ,Yahia « Les défis de la finance islamique » Dossiers de Recherches en Economie et Gestion, Dossier Spécial, Juin 2013, P-P (78-106) , P92 <http://www.redoreg.com/Tcomplet/ZAHIRI.pdf>

المجلات باللغة الفرنسية:

281. BARNIER ,Michel « Un Jour Nouveau Sur Les Marchés de Produits Dérivés », Revue de La Stabilité Financière, n 14 « Produits Dérivés :Innovation Financière et Stabilité », Banque de France, juillet 2010, P-P :17-20
282. LABNIOURI ,Khalil « L'innovation en ingénierie financière islamique »Revue scientifique,Université Mohamed V,Faculté des Sciences Juridiques Economiques et Sociales Souissi Rabat Colloque International :« Les Services financiers islamiques,Aspects shariatiques, juridiques et économiques »du 3 et 4 Décembre 2012 à Rabat .
283. Finance Islamique État des lieux et perspectives, Revue Regards N°2, Novembre 2012, Grant Thornton.

الانترنت باللغة الفرنسية:

- 284.Ai-Khawarizmi Group « Une nouvelle alternative de financement pour le Maroc »28 Décembre 2012,sur site <http://ifso-asso.com/wp-content/uploads/2013/06/Alkhawarizmi-Sukuk-Report-2013.pdf>