



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



شعبة: العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تطور هندسة الأدوات المالية الإسلامية ودورها في أداء

السوق المالية الإسلامية

(دراسة حالة لبعض الدول الإسلامية والعربية)

تحت إشراف الدكتور:

محمد الأمين مصباحي

من إعداد الطالبات:

✓ إيمان عرفة

✓ سميرة صياد

✓ صبرينة عون

- اللجنة المناقشة -

| الصفة | الجامعة | إسم ولقب الأستاذ |
|-----------------|----------------------------------|--------------------|
| رئيساً | جامعة الشهيد حمه لخضر - الوادي - | محيريق فوزي |
| مناقشاً ومقرراً | جامعة الشهيد حمه لخضر - الوادي - | بوصبيح ربيع العائش |
| مشرفاً | جامعة الشهيد حمه لخضر - الوادي - | مصباحي محمد الأمين |

السنة الجامعية: 1441-1442هـ / 2019-2020م



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي
كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الإقتصادية



شعبة: العلوم الإقتصادية

تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تطور هندسة الأدوات المالية الإسلامية ودورها في أداء

السوق المالية الإسلامية

(دراسة حالة لبعض الدول الإسلامية والعربية)

تحت إشراف الدكتور:

محمد الأمين مصباحي

من إعداد الطالبات:

✓ إيمان عرفة

✓ سميرة صياد

✓ صبرينة عون

- اللجنة المناقشة -

| الصفة | الجامعة | إسم ولقب الأستاذ |
|-----------------|-------------------------------|--------------------|
| رئيساً | جامعة الشهيد حمه لخضر-الوادي- | محيريق فوزي |
| مناقشاً ومقرراً | جامعة الشهيد حمه لخضر-الوادي- | بوصبيح ربيع العائش |
| مشرفاً | جامعة الشهيد حمه لخضر-الوادي- | مصباحي محمد الأمين |

السنة الجامعية: 1441-1442هـ / 2019-2020م



الإهداء

((إنما الأعمال بالنيات، وإنما لكل امرئ ما نوى))

أهدي هذا العمل المتواضع:

إلى والداي طرب ارحمهما كما ربياني صغيراً سورة الإسراء، الآية 24، وإلى إخوتي وأخواتي،

كما أتقدم بكل الشكر إلى صديقتاي "إيمان" و"صبرينة" وأتمنى أن يرزقهما الله بما في

قلبيهما، وإلى كل صديقتي لندة، تركية، حدة، جهاد، واسأل الله العافية والصحة الدائمة

لكل مؤمن.

"سمية"

الإهداء

الحمد لله رب العالمين لك الحمد حتى ترضى ولك الحمد

إذا رضيت ولك الحمد بعد الرضا، وصلى الله وسلم على محمد بن عبد الله خير

الأنام وعلم الأعلام وأمام كل أمام.

اهدي ثمرة جهدي هذا إلى:

السحابة العطرة التي ظللت شمسي وروت عطشي، وأمطرت عني زخات من الحنان أثلجت
روحي "أمي"...

النسمة البهية الطيبة التي لامست فؤادي بعد تلك المطر أسأل الله أن يشقيه ويطيل في عمره
"أبي"...

البراعم التي سقتها السحابة وأنعتها النسمة فتراقست مبتسمة فأزهرت ونمت اللهم أحفظهم لي
واجعلهم سنداً لي دائماً "أخوتي"...

إلى جميع الأقارب...

إلى من مددت إليه يدي لطب المساعدة فلم يبخل وأعطى ولم يكل "أستاذي" أسأل الله ان
يجعل ما قدمه لي زيادة له في ميزان حسناته...

إلى من هم بحق أهل الوفاء ومنبع الأخاء "صديقاتي"...

إلى ضحايا بيروت والسعودية والإمارات العربية فكل من عاش مات وكل ما هو مقدر

لا بد آت فسبحان من أمطر فاخرج النبات وجمع الشتات نسأل الله ان يتغمدهم برحمته وان
يجعلهم من الشهداء وان يجمعهم مع الصديق... آمين...

إلى دفعة السنة الثانية اقتصاد نقدي وبنكي والى كل من صادفناهم خلال المسيرة الجامعية...

"صبرينة"

الإهداء

بعد الصلاة والسلام على المصطفى الحبيب صلى الله عليه وسلم، أهدي
هذه البذرة إلى كل من في الوجود بعد الله ورسوله، إلى من دعائهما سر نجاحي:

أهدي ثمرة جهدي إلى:

التي حملتني جنيباً وربتني صغيراً ورعتني كبيراً رمز الحب والحنان وأسمى كلمة ينطق بها
اللسان الحبيبة " أمي " حفظها الله.

إلى من جرع الكأس فارغاً ليسقيني قطرة حب إلى من كلت أنامله ليقدم لنا لحظة
سعادة إلى من حصد الأشواك عن دربي ليمهد لي طريق العلم إلى القلب الكبير " أبي " رحمه
الله وأسكنه فسيح جناته.

إلى من أضع وقته وأزال العقبات عن طريقي "لأستاذي الفاضل "

إلى من ترعرعت معهم ونما غصني بينهم وبعلو لهذه الدنيا معن وأضفوا عليها جواً ملؤه الحب
والسعادة إخواني وأخواتي، وإلى أبنائهم وبناتهم.

إلى أنيسة في غرفتي وغربتي توأمة روحي " آية ".

إلى شريكتاي في هذا العمل "سمية" و"صبرينة".

إلى كل من عاملني بكل طيبة وكرم وإلى أروع الصديقات أخص بالذكر "سار" و"مريم" وكل
من لم يتذكرهم القلم وامتذكرهم القلب.

إلى كل من يحمل لقب "عرفة" و"دقي".

إلى كل دفعة "سنة ثانية ماستر اقتصاد نقدي وبنكي".

إلى كل من يتنفس هواء واد سوف.

"إيمان"

والشكر

والافتخار

الحمد لله الواحد القهار خلق الإنسان علمه البيان، ووهبه اللسان له الحمد وهو أهل

الحمد وأهل الشكر والثناء والامتنان، وصلى الله وسلم وبارك على خير الأنام محمد

رسول الله صلى الله عليه وسلم، قال عز من قائل: ﴿ومن يشكر فإنما يشكر لنفسه﴾ سورة لقمان، الآية 12،

وقال رسول الله صلى الله عليه وسلم " من لم يشكر الناس، لم يشكر الله عز وجل".

لابد لنا ونحن نخطو خطواتنا الأخيرة في الحياة الجامعية أن نتقدم بشكرنا وعظيم امتناننا

للمولى عز وجل مصداقاً لقوله: ﴿ولئن شكرتم لأزيدنكم﴾ سورة النحل، الآية 7، إلى من علمنا التفاؤل

والمضي إلى الأمام، إلى من رعانا وحافظ علينا، إلى من وقف إلى جانبنا عندما ضلنا

الطريق...الأستاذ المؤطر " مصباحي محمد الأمين" الذي نقول له بشراك قول رسول الله صلى

الله عليه وسلم:

﴿إن الحوت في البحر، والطير في السماء، ليصلون على معلم الناس الخير﴾

إلى من زرعو التفاؤل في دربنا وقدموا لنا المساعدات والتسهيلات والأفكار والمعلومات، ربما

دون أن يشعروا بدورهم فلهم منا كل الشكر وبالأخص: "موظفي مكتبة المركز الجامعي".

إلى الذين حملوا أقدس رسالة في الحياة إلى الذين مهدوا لنا طريق العلم والمعرفة الذين

قدموا لنا الكثير باذلين بذلك جهوداً كبيرة في بناء جيل الغد لتبعث الأمة من جديد.

إلى من قضينا معهم أعوام في رحاب الجامعة وقبل أن نمضي نقدم أسمى آيات الشكر والامتنان

والتقدير والمحبة " إلى جميع أساتذتنا الأفاضل " و" إلى اللجنة المناقشة".

ونتوجه بالشكر أيضاً إلى كل من لم يقف إلى جانبنا، ومن وقف في طريقنا

وعرقل مسيرة تربصنا، وزرع الشوك في طريق بحثنا فلولا وجودهم

لما أحسنا بمتعة البحث، ولا حلاوة المنافسة الإيجابية،

ولولاهم لما وصلنا إلى ما وصلنا إليه فلهم منا كل الشكر.

"وشكراً"

الملاخص

ملخص الدراسة

نعالج في هذه الدراسة " تطور هندسة الأدوات المالية الإسلامية ودورها في أداء السوق المالية الإسلامية"، حيث تهدف إلى التعرف لمختلف المنتجات المالية المبتكرة من قبل الهندسة الإسلامية، ومن ثم الوقوف على مدى تأثيرها وتطبيقها في الأسواق المالية الإسلامية.

أما عن مشكلة الدراسة فتمحورت حول الإشكالية التالية: أثر تطور أدوات الهندسة المالية الإسلامية

على السوق الإسلامي؟

وبعد معالجة الموضوع خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- الهندسة المالية عبارة عن وصف تحليلي لبيانات محصلة من السوق المالي بطريقة علمية، أما الهندسة المالية الإسلامية فتطبق على حسب الشريعة الإسلامية.
- أن من أهم مزايا تطبيق الهندسة الإسلامية بالسوق الإسلامي المالي هو زيادة القدرة التنافسية بين الأسواق المالية، وإيجاد حلول مبتكرة لمشاكل التمويل التي تجمع بين المصدقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية.
- إبراز الدور المهم للأدوات المالية الإسلامية الجديدة والتي من أهمها التصكيك الإسلامي، ودوره في معالجة المشاكل المالية وفق نظام شرعي بحت خالي من العيوب، حيث أن أهم خصائص الأدوات المالية الإسلامية المصدقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية في الأسواق المالية الإسلامية.
- دور الأدوات المالية الإسلامية في إعطاء الأسواق المالية الإسلامية مكانة كبيرة جدا بين بقية الأسواق التقليدية تتمثل في المنافسة القوية والحفاظ على المكاسب ذات الطابع الشرعي والمحلل ، واستمرارية النظام المالي الإسلامي.

الكلمات المفتاحية: الأسواق المالية، الأسواق المالية الإسلامية، الهندسة المالية، الهندسة المالية الإسلامية

Study summary

In this study, we deal with "the impact of the development of the engineering of Islamic financial instruments on the Islamic financial markets", as it aims to identify the various innovative financial products by Islamic engineering, and then to determine the extent of their impact and application in the Islamic financial markets.

As for the study problem, it focused on the following problem: The impact of the development of Islamic financial engineering tools on the Islamic market?

After addressing the issue, the study concluded with a set of results, the most important of which are:

- Financial engineering is an analytical description of data obtained from the financial market in a scientific way, while Islamic financial engineering is applied according to Islamic law.
- One of the most important advantages of applying Islamic engineering to the Islamic financial market is to increase competitiveness among financial markets, and to find innovative solutions to financing problems that combine legitimate credibility with economic efficiency.
- Highlighting the important role of the new Islamic financial instruments, the most important of which is the Islamic questioning, and its role in dealing with financial problems according to a purely Sharia system free from defects, as the most important characteristics of Islamic financial instruments are Sharia credibility and economic efficiency in Islamic financial markets.
- - The role of Islamic financial instruments in giving the Islamic financial markets a very large position among the rest of the traditional markets is represented in the strong competition and preservation of the gains of a legitimate and analyst nature, and the continuity of the Islamic financial system.

Key words: financial markets, Islamic financial markets, financial engineering, Islamic financial engineering

قائمة المحتويات

- قائمة المحتويات -

| | |
|---|-----|
| الإهداء..... | / |
| الإهداء..... | / |
| الإهداء..... | / |
| الشكر والعرفان..... | / |
| الملخص باللغة العربية..... | / |
| الملخص باللغة الأجنبية..... | / |
| قائمة المحتويات..... | / |
| قائمة الجداول..... | / |
| قائمة الأشكال..... | / |
| قائمة المختصرات..... | / |
| مقدمة..... | ج-ا |
| الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية الإسلامية..... | 7 |
| تمهيد..... | 7 |
| المبحث الأول: عموميات حول الأسواق المالية التقليدية..... | 7 |
| المطلب الأول: نشأة وتعريف الأسواق المالية التقليدية وشروط تكوينها..... | 7 |
| الفرع الأول: نشأة الأسواق المالية التقليدية..... | 7 |
| الفرع الثاني: تعريف الأسواق المالية التقليدية..... | 8 |
| الفرع الثالث: الشروط الأساسية لتكوين الأسواق المالية التقليدية..... | 8 |
| المطلب الثاني: خصائص وأهمية الأسواق المالية التقليدية وأهم المتعاملون فيها..... | 9 |
| الفرع الأول: خصائص الأسواق المالية التقليدية..... | 9 |
| الفرع الثاني: أهمية الأسواق المالية التقليدية..... | 10 |
| الفرع الثالث: أهم المتعاملون في الأسواق المالية التقليدية..... | 10 |
| المطلب الثالث: أنواع الأسواق المالية التقليدية وأدواتها..... | 11 |
| الفرع الأول: أنواع الأسواق المالية التقليدية..... | 11 |
| أولاً: أسواق النقد..... | 11 |
| ثانياً: أسواق رأس المال..... | 12 |
| الفرع الثاني: أدوات الأسواق المالية التقليدية..... | 14 |
| أولاً: أدوات سوق النقد..... | 14 |

- 15..... ثانياً: أدوات سوق رأس المال.....
- 19..... **المطلب الرابع: وظائف الأسواق المالية التقليدية والية عملها**
- 19..... الفرع الأول: وظائف الأسواق المالية التقليدية.....
- 20..... الفرع الثاني: آلية عمل الأسواق المالية التقليدية.....
- 22..... **المبحث الثاني: مفاهيم أساسية للأسواق المالية الإسلامية.....**
- 22..... **المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية الإسلامية وتعريفها وآداب التعامل فيها.**
- 22..... الفرع الأول: نشأة الأسواق المالية الإسلامية.....
- 23..... الفرع الثاني: تعريف الأسواق المالية الإسلامية.....
- 24..... الفرع الثالث: آداب التعامل في الأسواق المالية الإسلامية.....
- 25..... **المطلب الثاني: خصائص الأسواق المالية الإسلامية وأهميتها ومقومات إقامتها.**
- 25..... الفرع الأول: خصائص الأسواق المالية الإسلامية.....
- 25..... الفرع الثاني: أهمية الأسواق المالية الإسلامية.....
- 27..... **المطلب الثالث: وظائف الأسواق المالية الإسلامية ومؤسساتها وأدواتها.**
- 27..... الفرع الأول: وظائف الأسواق المالية الإسلامية.....
- 27..... الفرع الثاني: مؤسسات الأسواق المالية الإسلامية.....
- 29..... **المبحث الثالث: ركائز وتحديات الأسواق المالية الإسلامية.....**
- 29..... **المطلب الأول: مبادئ وضوابط عمل الأسواق المالية الإسلامية.**
- 29..... الفرع الأول: مبادئ الأسواق المالية الإسلامية.....
- 30..... الفرع الثاني: ضوابط عمل الأسواق المالية الإسلامية.....
- 30..... **المطلب الثاني: متطلبات ومعوقات الأسواق المالية الإسلامية.**
- 30..... الفرع الأول: متطلبات الأسواق المالية الإسلامية.....
- 31..... الفرع الثاني: معوقات الأسواق المالية الإسلامية.....
- 32..... **المطلب الثالث: تحديات الأسواق المالية الإسلامي.**
- 32..... الفرع الأول: أهم التحديات التي تواجه الأسواق المالية الإسلامية.....
- 33..... الفرع الثاني: تحديات أخرى تواجه الأسواق المالية الإسلامية.....
- 35..... **خلاصة الفصل**
- 36..... **الفصل الثاني: أساسيات الهندسة المالية الإسلامية.**
- 37..... **تمهيد**
- 38..... **المبحث الأول: عموميات الهندسة المالية التقليدية.**

| | |
|----|---|
| 38 | المطلب الأول: مفاهيم عامة للهندسة المالية التقليدية..... |
| 38 | الفرع الأول: نشأة وأسباب ظهور الهندسة المالية التقليدية..... |
| 38 | أولاً: نشأة الهندسة المالية التقليدية..... |
| 39 | ثانياً: أسباب ظهور الهندسة المالية التقليدية..... |
| 40 | الفرع الثاني: تعريف الهندسة المالية التقليدية..... |
| 41 | الفرع الثالث: أهمية وخطوات الهندسة المالية التقليدية..... |
| 41 | أولاً: أهمية الهندسة المالية التقليدية..... |
| 42 | ثانياً: خطوات الهندسة المالية التقليدية..... |
| 43 | المطلب الثاني: أسس الهندسة المالية التقليدية..... |
| 43 | الفرع الأول: مبادئ الهندسة المالية التقليدية..... |
| 44 | الفرع الثاني: أهداف الهندسة المالية التقليدية..... |
| 44 | الفرع الثالث: مجالات استخدام الهندسة المالية التقليدية..... |
| 45 | المطلب الثالث: أدوات الهندسة المالية التقليدية والغرض من استخدامها..... |
| 45 | الفرع الأول: أدوات الهندسة المالية التقليدية..... |
| 45 | أولاً: المشتقات المالية..... |
| 49 | ثانياً: التوريق..... |
| 50 | الفرع الثاني: الغرض من استخدام أدوات الهندسة المالية التقليدية..... |
| 52 | المبحث الثاني: مدخل الهندسة المالية الإسلامية..... |
| 52 | المطلب الأول: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية وأسباب ظهورها..... |
| 52 | الفرع الأول: نشأة وأسباب ظهور الهندسة المالية الإسلامية..... |
| 52 | أولاً: نشأة الهندسة المالية الإسلامية..... |
| 53 | ثانياً: أسباب ظهور الهندسة المالية الإسلامية..... |
| 54 | الفرع الثاني: تعريف الهندسة المالية الإسلامية..... |
| 55 | الفرع الثالث: خصائص الهندسة المالية الإسلامية..... |
| 56 | المطلب الثاني: أهمية وأهداف الهندسة المالية الإسلامية..... |
| 56 | الفرع الأول: أهمية الهندسة المالية الإسلامية..... |
| 58 | الفرع الثاني: أهداف الهندسة المالية الإسلامية..... |
| 59 | المطلب الثالث: أسس ومبادئ الهندسة المالية الإسلامية..... |
| 59 | الفرع الأول: أسس الهندسة المالية الإسلامية..... |
| 59 | أولاً: الأسس العامة للهندسة المالية الإسلامية..... |

| | |
|----------|---|
| 60..... | ثانياً: الأسس الخاصة للهندسة المالية الإسلامية. |
| 60..... | الفرع الثاني: مبادئ الهندسة المالية الإسلامية. |
| 62 | المبحث الثالث: منتجات الهندسة المالية الإسلامية. |
| 62 | المطلب الأول: مفهوم منتجات الهندسة المالية الإسلامية. |
| 62..... | الفرع الأول: تعريف منتجات الهندسة المالية الإسلامية ومراحل تطورها. |
| 62..... | أولاً: تعريف منتجات الهندسة المالية الإسلامية. |
| 63..... | ثانياً: مراحل تطور منتجات الهندسة المالية الإسلامية. |
| 64..... | الفرع الثاني: مناهج وإستراتيجيات تطوير منتجات الهندسة المالية الإسلامية. |
| 64..... | أولاً: مناهج تطوير منتجات الهندسة المالية الإسلامية. |
| 64..... | ثانياً: إستراتيجيات تطوير منتجات الهندسة المالية الإسلامية. |
| 65..... | الفرع الثالث: تحديات تطوير منتجات الهندسة المالية الإسلامية. |
| 67..... | المطلب الثاني: المنتجات المستحدثة. |
| 67..... | الفرع الأول: المنتجات التمويلية. |
| 67..... | الفرع الثاني: المنتجات المالية المشتقة. |
| 68..... | الفرع الثالث: المنتجات المالية المركبة. |
| 69..... | المطلب الثالث: التصكيك الإسلامي. |
| 72..... | خلاصة الفصل |
| 74 | الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لواقع وتطور أدوات الهندسة المالية الإسلامية في سوقي ماليزيا والبحرين الإسلاميين خلال الفترة الممتدة من 2001 إلى 2016. |
| 74..... | تمهيد |
| 75..... | المبحث الأول: دراسة سوق رأس المال الإسلامي |
| 75..... | الماليزي. |
| 75..... | المطلب الأول: مفهوم سوق رأس المال الإسلامي الماليزي. |
| 75..... | الفرع الأول: سوق رأس المال الماليزي. |
| 75..... | أولاً: نشأة سوق رأس المال الماليزي. |
| 76..... | ثانياً: تعريف سوق رأس المال الماليزي. |
| 76..... | الفرع الثاني: سوق رأس المال الإسلامي الماليزي. |
| 76..... | أولاً: نشأة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي. |
| 76..... | ثانياً: تعريف سوق رأس المال الإسلامي الماليزي. |

| | |
|----|---|
| 77 | المطلب الثاني: تنظيم سوق رأس المال الإسلامي الماليزي..... |
| 77 | الفرع الأول: وظائف سوق رأس المال الإسلامي الماليزي..... |
| 78 | الفرع الثاني: العمليات الرئيسية والهيئات الرقابية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي..... |
| 78 | أولاً: العمليات الرئيسية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي..... |
| 79 | ثانياً: الهيئات الرقابية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي..... |
| 80 | الفرع الثالث: أقسام سوق رأس المال الإسلامي الماليزي..... |
| 80 | أولاً: أقسام سوق رأس المال الإسلامي الماليزي..... |
| 81 | ثانياً: أدوات سوق رأس المال الإسلامي الماليزي..... |
| 82 | المطلب الثالث: منتجات الهندسة المالية الإسلامية الماليزية..... |
| 82 | الفرع الأول: الأدوات التمويلية..... |
| 82 | الفرع الثاني: الأدوات المالية..... |
| 83 | الفرع الثالث: الدينار الذهبي الإسلامي..... |
| 84 | المطلب الرابع: الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي..... |
| 84 | الفرع الأول: إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا..... |
| 84 | أولاً: مراحل إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا..... |
| 85 | ثانياً: حجم إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة 2001-2016..... |
| 87 | الفرع الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية وتطوير إصدارها في ماليزيا..... |
| 89 | المطلب الخامس: مكانة ماليزيا في إصدار الصكوك الإسلامية..... |
| | المبحث الثاني: دراسة سوق البحرين للأوراق المالية..... |
| 94 | المطلب الأول: مفهوم سوق البحرين للأوراق المالية..... |
| 94 | الفرع الأول: مفهوم سوق البحرين للأوراق المالية..... |
| 94 | أولاً: نشأة سوق البحرين للأوراق المالية..... |
| 95 | ثانياً: تعريف سوق البحرين للأوراق المالية..... |
| 95 | الفرع الثاني: السوق المالية الإسلامية بالبحرين..... |
| 95 | أولاً: نشأة السوق المالية الإسلامية بالبحرين..... |
| 95 | ثانياً: تعريف السوق المالية الإسلامية بالبحرين..... |
| 96 | المطلب الثاني: تنظيم السوق المالية الإسلامية بالبحرين..... |
| 96 | الفرع الأول: وظائف السوق المالية الإسلامية بالبحرين..... |
| 96 | الفرع الثاني: هيئات الرقابة على سوق البحرين للأوراق المالية..... |

| | |
|---|---|
| 96..... | أولاً: هيئة الرقابة على سوق البحرين للأوراق المالية..... |
| 97..... | ثانياً: هيئة الرقابة الشرعية للسوق المالية الإسلامية بالبحرين..... |
| 98..... | المطلب الثالث: المؤشرات الإسلامية ومنتجات الهندسة المالية الإسلامية البحرينية..... |
| 98..... | الفرع الأول: المؤشرات الإسلامية لسوق البحرين للأوراق المالية..... |
| 99..... | الفرع الثاني: منتجات الهندسة المالية الإسلامية لسوق رأس المال البحريني..... |
| 100..... | المطلب الرابع: الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي البحريني..... |
| 100..... | الفرع الأول: إصدار الصكوك الإسلامية في البحرين..... |
| 100..... | أولاً: مراحل إصدار الصكوك الإسلامية في البحرين..... |
| 101..... | ثانياً: حجم إصدار الصكوك الإسلامية في البحرين..... |
| 103..... | الفرع الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية وتطور إصدارها في البحرين..... |
| 105..... | المطلب الخامس: مكانة البحرين في إصدار الصكوك الإسلامية..... |
| 108..... | المبحث الثالث: تقييم ومقارنة تجربي ماليزيا والبحرين خلال الفترة 2001-2016..... |
| 108..... | المطلب الأول: عوامل نجاح تجربي ماليزيا والبحرين..... |
| 108..... | الفرع الأول: عوامل نجاح تجربة ماليزيا..... |
| 108..... | الفرع الثاني: عوامل نجاح تجربة البحرين..... |
| المطلب الثاني: التحديات التي تواجه التجريبتين الماليزية والبحرينية في الصناعة المالية الإسلامية..... | 109..... |
| 109..... | الفرع الأول: التحديات التي تواجه التجربة الماليزية..... |
| 110..... | الفرع الثاني: التحديات التي تواجه التجربة البحرينية..... |
| المطلب الثالث: متطلبات نجاح الهندسة المالية الإسلامية في تفعيل سوقي رأس المال الماليزي والبحريني..... | 111..... |
| 111..... | الفرع الأول: متطلبات نجاح الهندسة المالية الإسلامية في تفعيل سوق رأس المال الماليزي..... |
| 112..... | الفرع الثاني: متطلبات نجاح الهندسة المالية الإسلامية في تفعيل سوق رأس المال البحريني..... |
| -2001 | المطلب الرابع: مقارنة تجربي ماليزيا والبحرين لإصدارات الصكوك الإسلامية خلال الفترة 2001- |
| 113..... | 2016..... |
| 116..... | خلاصة الفصل..... |
| 118..... | خاتمة..... |
| 121..... | قائمة المصادر والمراجع..... |

قائمة الجداول

- قائمة الجداول -

| الصفحة | اسم الجدول | رقم الجدول |
|--------|--|------------|
| 50 | -أهم الأغراض التي جاءت من أجلها المشتقات المالية وعملية التوريق | 01 |
| 84 | -مراحل إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا | 02 |
| 85 | -حجم إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة 2001-2016 | 03 |
| 87 | -تطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا حسب النوع خلال الفترة 2001-2015 | 04 |
| 90 | -القيمة الإجمالية لإصدارات الصكوك الإسلامية عالمياً خلال الفترة 2001-2016 | 05 |
| 91 | -تطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا إلى إجمالي الإصدار العالمي خلال الفترة 2007-2016 | 06 |
| 92 | -القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة 2010-2016 | 07 |
| 100 | -مراحل إصدار الصكوك الإسلامية في البحرين | 08 |
| 102 | -حجم إصدار الصكوك الإسلامية في البحرين خلال الفترة 2001-2013 | 09 |
| 103 | -تطور إصدار الصكوك الإسلامية في البحرين حسب النوع خلال الفترة 2007-2016 | 10 |
| 105 | -مكانة البحرين في إصدارات الصكوك الإسلامية بين الجداول خلال الفترة 2001-2016 | 11 |
| 114 | -حجم إصدارات الصكوك الإسلامية لسوقي ماليزيا والبحرينمن بين الدول العالمية والمحلية خلال الفترة 2001-2016 | 12 |

قائمة الأشك كال

- قائمة الأشكال -

| رقم الشكل | اسم الشكل | الصفحة |
|-----------|---|--------|
| 01 | - يوضح أنواع الأسواق المالية التقليدية | 13 |
| 02 | - يوضح عملية سير مراحل الهندسة المالية التقليدية | 41 |
| 03 | - يوضح أنواع عقود الخيار | 47 |
| 04 | - يوضح أنواع العقود الآجلة | 48 |
| 05 | - يوضح أنواع العقود المستقبلية | 48 |
| 06 | - يوضح أنواع عقود المبادلات | 49 |
| 07 | - يوضح طبيعة وآليات عمل الهندسة المالية الإسلامية | 55 |
| 08 | - يوضح منتجات الهندسة المالية الإسلامية | 63 |
| 09 | - يوضح حجم إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة 2001-2016 | 86 |
| 10 | - يوضح إصدارات كل نوع من أنواع الصكوك الإسلامية الماليزية للفترة 2001-2015 | 89 |
| 11 | - يوضح القيمة الإجمالية لإصدارات الصكوك الإسلامية عالمياً خلال الفترة 2001-2016 | 91 |
| 12 | - يوضح الإصدار العالمي والإصدار الماليزي ونسبة الإصدار الماليزي إلى الإصدار العالمي للصكوك الإسلامية للفترة 2007-2016 | 92 |
| 13 | - يوضح أنواع إصدار الصكوك الإسلامية في البحرين للفترة 2001-2013 | 103 |
| 14 | - يوضح إصدار كل نوع من أنواع الصكوك الإسلامية البحرينية للفترة 2007-2016 | 104 |
| 15 | - يوضح نسبة البحرين من بين الدول من حجم الإصدار العالمي للصكوك الإسلامية للفترة 2001-2016 | 106 |
| 16 | - اثرتان نسبتيان يوضحان نسبة إصدارات الصكوك الإسلامية عالمياً ومحلياً لسوق ماليزيا والبحرين للفترة 2001-2016 | |

قائمة المختصرات

- قائمة المختصرات -

| الرمز | المقصود |
|-------|--------------------|
| ط | طبعة |
| د.ط | دون طبعة |
| د.ص | دون صفحة |
| ج | جزء |
| ت.إ | تاريخ الإطلاع |
| مج | مجلد |
| د.د.ن | دون دار نشر |
| د.ت.ن | دون تاريخ نشر |
| هـ | هجري |
| م | ميلادي |
| ع | عدد |
| ن | نسبة |
| الإص | الإصدار |
| م.د.أ | مليون دولار أمريكي |

المقدمة

شهدت الفترة الأخيرة اهتماما متزايدا بالأسواق المالية في الدول النامية والدول المتقدمة على حد سواء، نظرا للدور الذي تؤديه في ميدان الحياة الاقتصادية، حيث تمثل الأسواق المالية قاعدة رئيسية ومطلب من متطلبات النمو الاقتصادي إذ لا يمكن لأي اقتصاد أن يحقق نتائج ملموسة دون رواج هذا السوق.

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

ويعالج هذا البحث موضوعا لطالما اهتم به العديد من الكتاب والباحثين في جميع أنحاء العالم خاصة بعد تفشي الأزمات المالية التي مست الاقتصاد العالمي، ويتمثل هذا الموضوع في:

تطور هندسة الأدوات المالية الإسلامية ودورها في أداء السوق المالية الإسلامية -دراسة حالة لبعض الدول الإسلامية والعربية.

I. الإشكالية:

باعتبار الهندسة المالية الإسلامية الأداة الأنسب التي يمكنها تقديم مساعدة فعالة لتحقيق الأهداف الاستراتيجية التي تخطط لها المؤسسات المالية الإسلامية.

ومما سبق ذكره يمكن طرح التساؤل الرئيسي التالي:

إلى أي مدى يمكن لأدوات الهندسة المالية الإسلامية أن تؤثر على الأسواق المالية الإسلامية؟ وما هو واقع وأثر هذه الأدوات على سوقي ماليزيا والبحرين وأي السوقين حققت نتائج أفضل؟

II. الأسئلة الفرعية

انطلاقاً من الإشكالية يمكن طرح عدة تساؤلات فرعية يمكن ردها إلى ما يلي:

- ✓ فيما تختلف الأسواق المالية الإسلامية عن الأسواق المالية التقليدية؟
- ✓ ما المقصود بالهندسة المالية ومنتجاتها؟
- ✓ كيف تساهم الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر والتقليل منها؟
- ✓ من بين أدوات التمويل والاستثمار الإسلامية ما هي الأداة الأكثر انتشاراً واتساعاً للحصول على التمويل الخارجي؟
- ✓ أي من الدولتين الأكثر إصداراً للصكوك الإسلامية؟

III. فرضيات البحث:

■ الفرضية الرئيسية.

للإحاطة بمجثيات البحث ومن خلال التساؤلات التي طرحت سابقاً تم صياغة فرضية رئيسية مفادها أن:

تقوم الهندسة المالية الإسلامية بالبحث وتطوير وابتكار أدوات مالية إسلامية في إطار التوجيهات الشرعية الإسلامية، والتي من شأنها أن ترفع من مكانة السوق المالي الإسلامي وتحل المشاكل التي تواجه السوق المالي حاضراً ومستقبلاً.

■ الفرضيات الفرعية.

- ✓ يكمن الاختلاف بين الأسواق المالية الإسلامية ونظيرتها التقليدية في الأدوات المتداولة فقط.
- ✓ تعتبر الهندسة المالية الإسلامية الأداة أو التقنية التي تستعملها المؤسسات لتحقيق أهدافها من أرباح، ومن جهة أخرى تقليل المخاطر وإدارتها عن طريق منتجات مالية جديدة كالسندات القابلة للاستدعاء.
- ✓ تساهم الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر وفق ما تتضمنه من أنشطة ومن بين هذه الأنشطة، ابتكار أدوات مالية جديدة، ابتكار آليات تمويلية جديدة، مع ضرورة مراعاة أحكام الشريعة الإسلامية.
- ✓ الأداة الأكثر استعمالاً والأسرع انتشاراً للحصول على التمويل الخارجي في التمويل الإسلامي هي الصكوك.

IV. مبررات اختيار الموضوع:

من أهم الأسباب التي دفعت بنا لاختيار هذا الموضوع منها ما هو موضوعي ومنها ما هو شخصي ومن بينها ما يلي:

- ✓ باعتبار أن الأسواق المالية هي القلب النابض للاقتصاد.

- ✓ محاولة إيجاد حلول للحد من المخاطر والأزمات المالية العالمية.
 - ✓ توسيع المعارف حول دور الهندسة المالية الإسلامية في ترقية وتنشيط وتطوير السوق المالي الإسلامي.
 - ✓ الحاجة إلى معرفة الحكم الشرعي لأنواع المعاملات الجارية في الأسواق المالية.
 - ✓ عدم وجود دراسة شرعية وافية بالغرض فيما يتعلق بهذه الدراسة.
 - ✓ الميول الشخصي لإثراء موضوع الهندسة المالية الإسلامية ومنتجاتها في السوق المالي.
- V. حدود الدراسة:**

تنحصر حدود هذه الدراسة بين فترة من الزمن وفي مكانين محددين وتم اختيار هذه الفترة بعد التحقق من المعطيات المتوفرة ولكن للأسف لم تكن هذه الفترة حديثة فيما فيه الكفاية، ولذا قررنا انحصار الدراسة بين سنتي (2001-2016)، كما تم تحديد المكانين لقدرة مقارنتهما معاً أي تكونان في نفس المستوى، إلا أن وهما الأسواق المالية الماليزية والأسواق المالية البحرينية.

VI. أهداف الدراسة وأهميتها:

يمكن رد أهداف الدراسة وأهميتها إلى ما يلي:

- ✓ فهم آلية عمل الأسواق المالية التقليدية والإسلامية وإبراز دور كل منها في تنمية الاقتصاد.
- ✓ بيان ضوابط وشروط إقامة سوق مالية إسلامية.
- ✓ تسليط الضوء على منتجات الهندسة المالية الإسلامية المتداولة في السوق المالية الإسلامية وعرض أنواع المعاملات التي تجري فيها.
- ✓ توضيح أهمية منتجات الهندسة المالية الإسلامية.
- ✓ الخروج بنتائج تتعلق بمعايير نجاح السوق المالية الإسلامية لكي يتم تعميم التجربة في باقي الأسواق المالية التقليدية.

VII. الصعوبات:

رغم الأهمية التي يحظى بها الموضوع كما وأشرنا إلى ذلك في التمهيد، إلا أنه لأي بحث لا يخلو من صعوبات تواجه الطلب، وإن كان ذلك على المستوى المنهجي أو المعرفي فلا بد من عثرات، ومن بين الصعوبات التي واجهتنا، نذكر التوسع في الموضوع والصعوبة في الإلمام بجميع جوانبه إلا وإن كان ذلك بالاكتماء بالإشارة لبعض المعلومات وخاصة التطبيقي منه فيما يخص المعطيات الحديثة وكذا قلة الدراسات السابقة للموضوع، إضافة إلى الوضع الراهن الذي نعيشه نحن اليوم ما أدى بنا إلى التعطيل عن العمل خوفاً من المرض.

VIII . المنهج المتبع:

نظراً لطبيعة الموضوع وندرة مؤلفاته فقد تم انتهاج المنهج المتكامل في البحوث التطبيقية لكونه يستند على حقيقة وجود ارتباط وتلازم بين الإطار النظري للبحث وبين الواقع التطبيقي له فهو يجمع بين المنهج الوصفي والتحليلي من جهة والمنهج المقارن والاستقرائي من جهة أخرى.

IX . الدراسات السابقة:

((فيما يخص موضوع أثر تطور هندسة الأدوات المالية الإسلامية في الأسواق المالية الإسلامية))، وبعد الاطلاع على الأبحاث والدراسات السابقة بهذا الموضوع، تبين ان معظمها تناولت هذا الموضوع بشكل جزئي، فهناك من تناول موضوع الأدوات المالية الإسلامية ، والأخر الأسواق المالية الإسلامية، والبعض الأخر قام بالدمج بينهما معا لكن بصيغ مختلفة، ومن بين هذه الدراسات نجد:

1. دراسة كتاف شافية، بعنوان دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالي

الإسلامي، سنة 2014: حيث قامت الباحثة من خلال الدراسة بتوضيح مفهوم السوق المالي الإسلامي وانواعه وادواته ومتطلبات انشائه، كذلك عمليات تنظيمه وكيفية ادارته، والدور الهام للاسهم والصكوك وصناديق الاستثمار في تنشيط عمليات السوق الإسلامي، والدور الكلي للهندسة الإسلامية في كيفية دمج سير عمل هاته المكونات المالية في صالح السوق المالي الإسلامي.

2. دراسة سرارمة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008، سنة 2012: حيث قامت

الكاتبة بالتعريف بالهندسة المالية وأهم مشتقاتها، حيث ركزت على معظم أنواع العقود المالية وكيفية استخدامها واستراتيجياتها، وكذلك التوريق مفهومه وانواعه ومبادئه وكيفية العمل به، ثم ابرزت العلاقة بين مشتقات الهندسة المالية والتوريق وانه كيف يمكن لهذه الأخيرة أن تحدث أزمات مالية من شأنها زعزعة توازن السوق المالي وكيف أن الاستخدام المفرط لهذه الأدوات في أغراض المضاربة يؤدي الى نقض الشفافية التي تعتبر أهم عوامل نجاح الأسواق المالية.

X . تقسيمات الدراسة:

للإحاطة بجميع جوانب وأساسيات الدراسة وللإجابة على الإشكالية المطروحة تم تقسيم البحث كما يلي:

البسمة والتي تليها المقدمة العامة ثم الفصل الأول تحت عنوان الإطار النظري للأسواق المالية

الإسلامية تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث على الترتيب: عموميات حول الأسواق المالية التقليدية، مفاهيم أساسية

للأسواق المالية الإسلامية، ركائز وتحديات الأسواق المالية الإسلامية، أما الفصل الثاني الذي يحمل عنوان

أساسيات الهندسة المالية الإسلامية وتم كذلك تقسيمه إلى ثلاث مباحث على الترتيب: عموميات الهندسة المالية التقليدية، مدخل للهندسة المالية الإسلامية، منتجات الهندسة المالية الإسلامية، وخصصنا الفصل الثالث للدراسة التطبيقية بعنوان دراسة مقارنة لواقع وتطور أدوات الهندسة المالية الإسلامية في سوقي ماليزيا والبحرين الإسلاميين خلال الفترة الممتدة من 2001 إلى 2016 تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث على التوالي: الإطار النظري لسوق رأس المال الماليزي، الإطار النظري لسوق البحرين للأوراق المالية، تقييم ومقارنة تجرتي ماليزيا والبحرين خلال المدة الزمنية 2001-2016، ثم إختتمناه بخاتمة عامة تتضمن نتائج وإقتراحات الدراسة.

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية الإسلامية

تمهيد:

تعتبر الأسواق المالية فرصة للمستثمرين لتمويل مشاريعهم، عن طرق إصدار أوراق مالية، والهدف الأساس لهذه الأسواق هو إشباع رغبات وحاجيات المتعاملين الاقتصاديين.

كما تحتل الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية المعاصرة، خاصة منها التي تعتمد على النشاط العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال من خلال تحويل المال من عاطل إلى رأسمال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية.

ويتناول هذا الفصل الإطار النظري للأسواق المالية الإسلامية، حيث سنتناول في المبحث الأول عموميات عن الأسواق المالية التقليدية، أما في المبحث الثاني فسنتناول مفاهيم أساسية للأسواق المالية الإسلامية، وفي المبحث الثالث والأخير سيتم توضيح أهم الركائز والتحديات التي واجهتها الأسواق المالية الإسلامية.

المبحث الأول: عموميات حول الأسواق المالية التقليدية

أصبح موضوع الأسواق المالية في السنوات الأخيرة من الموضوعات المهمة، والتي نالت اهتمامات كل الدول المتقدمة والدول النامية على حد سواء، وزيادة هذا الاهتمام لم يكن بمحض الصدفة، فهناك مجموعة من العوامل التي تقف وراء زيادة هذا الاهتمام، بالإضافة إلى أن الأسواق المالية أداة مهمة في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في مجالات استثمارية، تعمل على دعم الاقتصاد وتحقيق الرفاهية والتطور الاقتصادي وزيادة توسعه.

المطلب الأول: نشأة وتعريف الأسواق المالية التقليدية وشروط تكوينها

تعتبر الأسواق المالية ركن عام من أركان البيئة الاقتصادية، لأنها من الأدوات المهمة التي تعمل على تحرير المدخرات المالية وتوجيهها إلى قنوات الاستثمار، وفي هذا المطلب سيتم التطرق إلى العناصر التالية:

الفرع الأول: نشأة لأسواق المالية التقليدية

نشأت الأسواق المالية نتيجة تحقيق بعض الوحدات الاقتصادية فوائض مالية، ترغب في عمليات الاستثمار وقد مرت فكرة إنشاء الأسواق المالية التقليدية بعدة مراحل يمكن ردها إلى ما يلي¹.

- **المرحلة الأولى:** تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة، وارتفاع نسبي في مستويات المعيشة، وبالتالي هناك إقبال على استثمار المدخرات في العديد من المشروعات، مما يؤدي إلى اتساع في المعاملات التجارية وكبر حجم المعاملات مما يتوجب على الأفراد اللجوء إلى البنوك من أجل الاقتراض.
- **المرحلة الثانية:** في هذه المرحلة بدأ ظهور البنوك المركزية، وبالتالي أصبحت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي والمتمثل في خصم الأوراق التجارية، وتقديم القروض وفقاً لأوامر من البنوك المركزية وكذلك تم تحديد قيمة القروض التي تقدمها البنوك التجارية من قبل البنوك المركزية.
- **المرحلة الثالثة:** بدأ ظهور تخصص البنوك في هذه المرحلة في عمليات الإقراض بجميع أنواعها، حيث أصبحت البنوك تصدر سندات طويلة ومتوسطة وقصيرة الأجل، ويقوم البنك المركزي بإصدار أذونات الخزانة.
- **المرحلة الرابعة:** في هذه المرحلة ظهرت الأسواق النقدية الذي زاد في حركة الأوراق المالية والتجارية وكذلك شهادات الإيداع القابلة للتداول، وبالتالي بداية اندماج السوق النقدي بالسوق المالي.
- **المرحلة الخامسة:** في هذه المرحلة تم اندماج السوق المالي بالسوق النقدي وكذلك السوق المحلي بالسوق العالمي، من خلال تطور معظم وسائل الاتصال المختلفة، وظهور البورصات المالية وبالتالي أصبح الاهتمام بالأوراق المالية طويلة ومتوسطة وقصيرة الأجل مثل الأسهم والسندات.

¹ - ربحية أحمد موسى، الأسواق المالية والتقليدية، المعتر للنشر والتوزيع، د ط، عمان، 2005، ص: 09.

الفرع الثاني: تعريف الأسواق المالية التقليدية

هناك عدة تعريفات للأسواق المالية التقليدية وقبل التطرق إلى التعاريف يمكن تقسيم المصطلح إلى كلمتين وتعريفهما كل على حدا.

➤ **السوق:** هو الآلية التي يتم بواسطتها بيع وشراء ومبادلة السلع والخدمات أو الأصول المالية مثل الأسهم والسندات¹.

➤ **المال:** هو أي شيء يكون له ثمن أو يحقق منفعة، فكل شيء يتم عرضه في السوق وتكون له قيمة يعتبر مالا².

التعريف الأول: السوق المالي هو مكان التقاء أو تنظيم يجمع بين عارضي رؤوس الأموال والمطالبين بها وذلك بغية تعبئة الفوائض وتوجيهها نحو أصحاب العجز وفق شروط محددة مسبقاً³.

التعريف الثاني: يمكن تعريف السوق المالية بأنها: (المجال الذي يتم من خلاله إصدار أدوات معينة، للحصول على الأموال اللازمة للمشروعات الإنتاجية وغيرها وتداول هذه الأدوات)⁴.

التعريف الثالث: السوق المالي هو حلقة وصل أو مكان التقاء بين البائع والمشتري والذي يكون فيه عرض وطلب الأموال من قبل المدخرين والمستثمرين⁵.

التعريف الرابع: السوق المالي هو مجموع المؤسسات أو القنوات التي ينساب فيها المال الفائض من الأفراد والمؤسسات، وفق سياسة معينة لمن هم في حاجة إلى هذه الأموال لفترة من الوقت عن طريق الوسطاء الماليين⁶.

من التعاريف السابقة يمكن استخلاص تعريف الأسواق المالية التقليدية على النحو التالي:

يعتبر السوق المالي الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق.

الفرع الثالث: الشروط الأساسية لتكوين الأسواق المالية التقليدية

يمكن إجمال الشروط الأساسية لتكوين السوق المالية التقليدية في النقاط التالية:

¹ - زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق، القاهرة، 2008، ص: 06.

² - نَجْد صالح الحناوي، أسواق المال والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، د ط، الإسكندرية، 2004، ص: 29.

³ - إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة: المفاهيم الأساسية للاستثمار في البورصة، دار النهضة العربية، د ط، القاهرة، 2000، ص: 15.

⁴ - د. مبارك سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، (مذكرة تدريس)، مركز النشر العلمي، د ط، جدة، 2010، ص: 05.

⁵ - السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، د ط، 2010، ص ص: 66-67.

⁶ - صلاح الدين السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتاب، القاهرة، 2003، ص: 11.

- زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة والتي تساعد على زيادة المدخرات وتشجيع عمليات الاستثمار وتميئتها عن طريق لعب دور الوسيط بين طالبي وعارضي رؤوس الأموال؛
- إنشاء بورصات للأوراق المالية والذي يشكل ركنا هاما من أركان السوق المالي؛
- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي وعدم وجود رقابة على النقد فتعتبر هذه النقطة من أهم طرق جذب رؤوس الأموال وتحويلها من مدخرات إلى استثمارات؛
- وجود الأنظمة والقوانين الضريبية، اتفاقية تجنب الازدواجية الضريبية ومنع التهرب الضريبي واتفاقية التعاون لتحصيئها¹.

المطلب الثاني: خصائص وأهمية الأسواق المالية التقليدية واهم المتعاملون فيها

- تتميز الأسواق المالية التقليدية بمجموعة من الخصائص، كما لها أهمية كبيرة محليا ودوليا في تنمية وتطوير جميع المجالات سواء الاقتصادية أو الاجتماعية وغيرها.
- ومن التعاريف السابقة يمكن أن نستنتج أن لهذه الأسواق المالية كغيرها من الأسواق مجموعة من المتعاملون الذين يسيرون عملياته المختلفة، وهذا ما سيتم التعرف عليه فيما يلي:

الفرع الأول: خصائص الأسواق المالية التقليدية

- تتميز الأسواق المالية التقليدية بمجموعة من الخصائص يمكن ردها إلى ما يلي:
- شفافية وعلانية البيانات والمعلومات عن كافة الشركات والوحدات المصدرة للأوراق المالية، من حيث حجم تداولها والبيانات والمعلومات الأولية المستوردة عنها ودقتها وحقيقتها؛
 - إيجاد مؤسسات مالية لتنمية المدخرات من خلال تحسين مستوى الخدمات المصرفية وإدارة أسعار الفائدة بكفاءة، وإنشاء شركات وساطة مالية قادرة على أن تكون حلقة وصل حيادية بين المشتري والبائع، وان نلتزم بأخلاقيات المهنة وتأمين مصلحة المتعاملين في السوق المالي؛
 - تنوع الأوراق المالية من حيث الفرع والكم داخل السوق المالي وتنشيط عمليات التداول؛
 - سهولة تنفيذ الصفقات (نقل الملكية بيعا وشراء من مستثمر إلى آخر)، والمرونة في الإجراءات التي تتعلق بإنجاز وتنفيذ الصفقات؛
 - الحرية الاقتصادية والمنافسة الحرة الكاملة لعمليات التداول وفتح المجال لقوى العرض والطلب، في تحديد أسعار الأوراق المالية وعدم السماح بتحديد الأسعار؛

¹¹ - جمال جويدان الجميل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، د ط، عمان، 2002، ص ص: 21-23.

➤ التكامل مع البورصات الأخرى واستخدام تقنيات متطورة للتواصل معها، فيما يتعلق بتوفير البيانات والمعلومات وإنجاز الصفقات وتسهيل مهمة الوساطة المالية¹.

هذا وتوجد الكثير من الخصائص الأخرى للأسواق المالية التقليدية كذلك لم يسعنا ذكرها.

الفرع الثاني: أهمية الأسواق المالية التقليدية

تحتل الأسواق المالية أهمية كبرى في اقتصاديات الدول ويظهر ذلك جليا من خلال الآتي:

➤ تحقيق السياسة النقدية للدولة، حيث بإمكان البنك المركزي ممارسة دور فعال في تغيير أسعار الفائدة، والتحكم في الاحتياطات الأجنبية²؛

➤ التخصيص الكفؤ لرأس المال وتعبئة المدخرات من خلال إصدار الأوراق المالية والتعامل بها وتحقيق عدالة تحديد الأسعار وذلك لضمان حقوق صغر المدخرين؛

➤ تساعد السوق المالي على منح الفروض بشروط مناسبة وبتكاليف قليلة عن الفروض المقدمة من طرف البنوك الدولية أو القروض الخارجية؛

➤ التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول تمكن حاملها من تحويلها إلى أموال بسهولة ودون خسائر³؛

➤ تساعد على تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ التي تساعد المستثمرين في الاستثمار في الأوراق المالية الأكثر ربحا، وبالتالي فهي مؤشر للحالة الاقتصادية⁴؛

الفرع الثالث: أهم المتعاملون في الأسواق المالية التقليدية

تشمل هذه الفئة على المؤسسات المالية التي تعمل في مجال النقد، بالإضافة إلى وسطاء بيع الأوراق المالية وكذلك شركات التأمين بأنواعها وممارسة التأمين وممارسة سوق الأوراق المالية، وفيما يلي سيتم ذكر أهم المتعاملون في الأسواق المالية الاقتصادية في النقاط التالية:

1. شركات المساهمة العامة: هي شركات يرغب أصحابها في إقامة مشاريع جديدة وذلك عن طريق تكوين شركات ودعوة مدخرين جدد للمساهمة معهم.

2. البنك المركزي: من المشاركين الرئيسيين في السوق المالي في العالم وذلك لقيامه بعمليات السوق المفتوحة؛

¹ - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، د ط، عمان، 2012، ص ص: 34-40.

² - محمد علي العامدي، الإدارة المالية، دار المناهج، د ط. عمان، 2007، ص: 65.

³ - رسمية احمد موسى، مرجع سابق، ص ص: 12-13.

⁴ - جمال جويدان الجمل، مرجع سابق، ص: 20.

3. البنوك التجارية والصناعية وبنوك الاستثمار والمؤسسات المالية المتخصصة: حيث تقوم بتسويق الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية في السوق المالي كما تقوم بوظيفة متعهدا للتغطية تكتب بالأوراق المالية التي يكتب بها الجمهور، بالإضافة إلى قيام بعضها بوظيفة الوسيط المالي في الأسواق.

4. الوسطاء الماليون: الوسيط هو شخص طبيعي أو معنوي بموجب أحكام القانون المالي، يمثل حلقة وصل بين الجمهور (المستثمرين) والجهات المصدرة للأوراق المالية ويندرج تحت فئة الوسطاء الماليين المتمثلين في السماسرة، صانعو السوق، متعهدو الإصدار، وكلاء الوسطاء، والمتخصصون الذين هم أعضاء السوق المالي يتخصص كل منهم في ورقة مالية أو مجموعة من الأوراق المالية محدودة ولا يمكن أن يتعامل في ورقة مالية واحدة أكثر من متخصص.

5. الأفراد (العملاء): يتعامل الأفراد مع السوق النقدي بشكل كبير من خلال الحسابات الجارية والودائع لأجل، وسوق العملات الأجنبية بالتداول في البنوك التجارية، وكذلك تعاملهم في السوق الغير منظمة.¹ بالإضافة إلى ما سبق يوجد متعاملون آخرون في السوق المالي وهم كما يلي:

المضاربون المحترفون. Professional speculators.

✓ المضاربون الهواة. Amateur speculators .

✓ المتحوظون والمرجحون. Hedges and Weighted.

✓ المتآمرون والمستثمرون. Plotters and investors.²

المطلب الثالث: أنواع الأسواق المالية التقليدية وأدواتها

يمكن النظر إلى الأسواق المالية التقليدية من أكثر من زاوية، وبالتالي تصنيفها لأكثر من أساس ومن الصعب التوصل إلى تقسيمات محددة وفاصلة لها وذلك نظرا للتداخل الذي يحدث بين الأنواع المختلفة وبالتالي فإنه سوف يتم تصنيف الأسواق المالية التقليدية طبقا للأسس الأكثر شيوعا وهذه الأسواق المالية مجموعة من الأدوات التي تتعامل بها وفيما يلي توضيح أهم أنواع الأسواق المالية التقليدية وكذلك أهم أدوات كل نوع.

الفرع الأول: أنواع الأسواق المالية التقليدية

تتواجد الأسواق المالية بنوعها في شكلين أساسيين:

تتواجد الأسواق المالية بنوعها في سوقين أساسيين يمكن ذكرهما بالتفصيل فيما يلي:

¹ - حسين بني هاني، الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها، دواتها المشتقة، دار الكندي، د ط، عمان، 2002، ص ص: 32-34.

² - قط سليم، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية (دراسة مقارنة)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية: تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015، ص: 21.

أولاً: أسواق النقد: Money Markets

وهو مجال تداول الأصول قصيرة الأجل ويعد هذا السوق مصدراً للتمويل قصير الأجل لأنه يوفر الفرصة للمقترضين للحصول على درجة عالية من الأمان باستثناء أموالهم في أصول مالية ذات سيولة مرتفعة¹.

ثانياً: أسواق رأس المال: Capital Markets

هي عبارة عن أسواق مالية يكون التعامل فيها عن طريق الأدوات طويلة الأجل، ويتم التعامل فيها بطريقتين أما طريقة المزايدة أو طريقة التفاوض، فالمزايدة تعني بيع الأصل المالي لمن يقدم أعلى سعر، أما التفاوض فتكون قبل عملية البيع مساومات تخص الكمية والسعر وشروط وكيفية التسديد... الخ.

وتنقسم أسواق رأس المال بدورها إلى:

1. الأسواق الآجلة: Future Markets

أطلق عليها أيضاً أسواق العقود المستقبلية يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، والغرض من وجود هذه الأسواق تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر مما يشجع المستثمر المتردد على توجيه مدخراته نحو الاستثمار في الأوراق المالية².

2. الأسواق الفورية: Spot Markets

وهي سوق تتعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل (أسهم وسندات)، وأحياناً يطلق عليها أسواق الأوراق المالية، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها³.

➤ السوق الأولية: Primary Market

وهي السوق التي يتم فيها الإصدار الأول للأدوات المالية والتي تقوم بعملية تمويل المشاريع الجديدة عن طرق بيع سندات أو أسهمها لأول مرة، وقد تكون هذه السوق سوق أولية نقدية إذا كانت الفترة الزمنية التي تستحق بنهايتها الأداة المالية التي يتم التعامل بها ذات أجل قصير⁴.

¹ - محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، دار هومة، د ط، الجزائر، 2000، ص: 65.

² - عبد الغفور حنفي، رسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية: بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار، الدار الجامعية، د ط، الإسكندرية، 2004، ص: 243-244.

³ - رسمية قرياقص، أسواق المال: أسواق، راس المال، المؤسسات، الدار الجامعية، د ط، الإسكندرية، 1999، ص: 11.

⁴ د. زياد رمضان، مروان شحوط، مرجع سابق، ص: 13-15.

➤ الأسواق الثانوية: Secondary Markets

هي السوق التي يتم في نطاقها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتم الاكتتاب بها، من المالكين الأصليين أو غير الأصليين إلى غيرهم، وتنقسم الأسواق الثانوية من حيث مكان التداول إلى قسمين أساسيين هما:

✓ الأسواق المنظمة: The Organized Markets

والتي تدعى البورصة ولها مكان مادي ملموس يعمل فيه وكلاء مشتري الأوراق المالية ووكلاء بائعيها من خلال عملية المزاد، حيث يلتقون فيها لتنفيذ المعاملات.

✓ الأسواق الغير منظمة: Un Organized Markets

والتي تدعى Over –the-counter markets ويطلق هذا المصطلح على المعاملات التي تجري خارج البورصات المنظمة، ولا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق ولأنها عبارة عن شبكة اتصالات تجمع ما بين السماسرة والتجار والمستثمرين المنتشرين داخل الدولة¹.

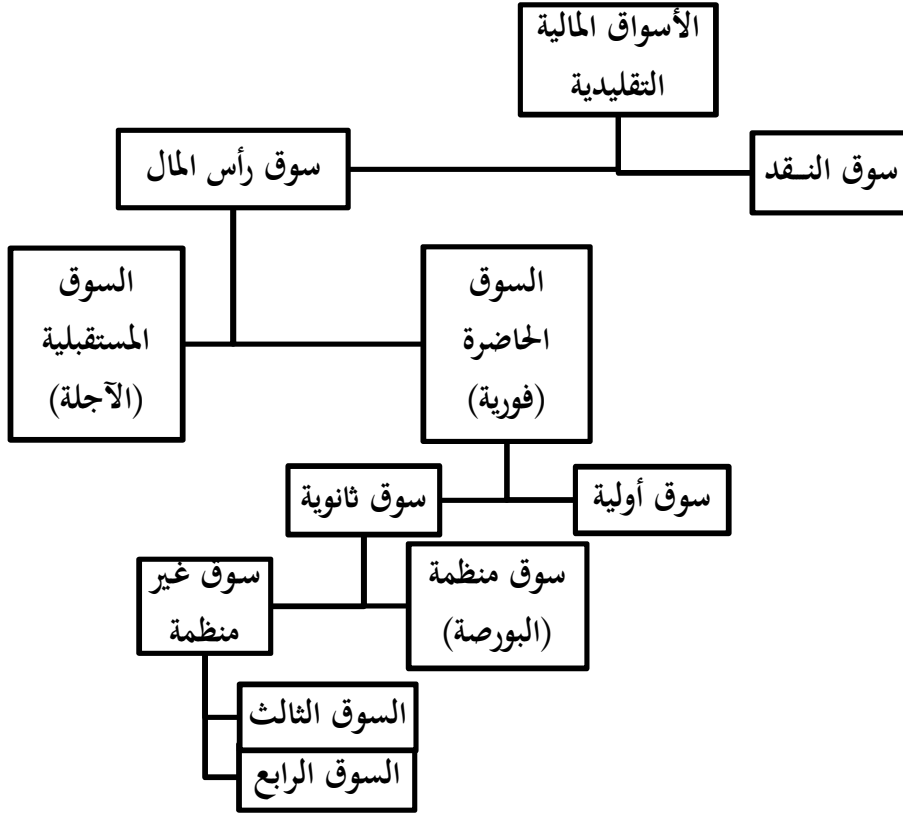
وتتمثل الأسواق الغير منظمة في السوق الثالث والرابع.

➤ **السوق الثالث:** هي قطاع من السوق الغير منظمة وتتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة، يمكن تداول الأوراق المالية للشركات المسجلة في البورصة أي في السوق المنظمة داخل السوق الموازي، ويطلق على هذه الحالة السوق الثالث.

➤ **السوق الرابع:** يقصد بها المؤسسات الكبرى والأفراد الذين يتعاملون فيما بينهم دون وسطاء، وذلك كإستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة وتساعدهم في ذلك شبكة من الهواتف والحسابات الآلية، وبالتالي يتم إبرام الصفقات بسرعة وتكلفة اقل². ويمكن وضع شكل مبسط للأسواق المالية التقليدية كالتالي:

¹ محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية، للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية (دراسة تطبيقية)، دار النفائس للنشر والتوزيع، د ط، عمان، 2010، ص: 36.
² رسمية قرياقص، أسواق المال، مرجع سابق، ص: 12.

الشكل رقم (01): يوضح أنواع الأسواق المالية التقليدية



المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على عدة مراجع.

الفرع الثاني: أدوات الأسواق المالية التقليدية

يقصد بالأدوات تلك الوثائق المالية التي تثبت ملكية الأموال وانتقالها، وتحديد حقوق المتعاملين في الأسواق المالية، وهي وسيلة التعامل بين البائع والمشتري أو بين المقرض والمقترض أو بين المدخر والمستثمر، ويتم تناول هذه الأدوات وفق التقسيم التالي:

أولاً: أدوات سوق النقد

لقد أشرنا سابقاً إلى أن سوق النقد هو السوق الذي تتداول فيه أدوات قصيرة الأجل، وتتمثل هذه الأدوات

فيما يلي:

1. أذونات الخزانة: Treasury bills.

وهي أوراق مالية تصدرها الحكومة ويحصل حاملها على عائد ثابت في تاريخ محدد، وتصدر هذه الأذونات بتاريخ استحقاق مختلفة من 91 إلى 365 يوماً وتباع هذه الأوراق بخصم أي لا يتم دفع الفائدة مباشرة للمستثمر، بل يتم تحديد السعر بناء على مقدار الخصم، وبالتالي فإن سعر الفائدة الحقيقي سيتحدد بناء على مقدار الخصم.

2. الأوراق التجارية: Commercial paper.

تصدرها الشركات الكبرى والمعروفة، التي لها سمعة ائتمانية جيدة وعادة ما يتم استحقاقها بين أيام إلى 270 يوماً، كما أنها تباع بخصم، إن غالبية الشركات المصدرة لهذه الأوراق تقوم بالاحتفاظ في البنوك التي تتعامل معها بحسابات اعتماد غير مستخدمة لضمان قيمة الورقة.

3. شهادات الإيداع القابلة للتداول: Negotiable certificates of deposits.

وهي عبارة مستند أو إيصال تمنحه المصارف، حيث تثبت أن حامله قد أودع مبلغاً معيناً بفائدة ومدة معينة، ويمكن لحامل هذه الشهادات الاحتفاظ بها حتى تاريخ استحقاقها أو بيعها في السوق الثانوية، وتختلف هذه الأداة عن سابقتها بأنها تحمل فائدة محددة تستوجب الدفع في تاريخ الاستحقاق.

4. القبولات المصرفية: Bank Acceptance.

ظهرت هذه الورقة لخدمة حركة التجارة الدولية، وهي أمر بالدفع مسحوب على مصرف من طرف عميل، حيث يقبل المصرف دفع مبلغ محدد في تاريخ معين للعميل أو لطرف ثالث، وهي أداة قابلة للتداول في سوق النقد، حيث يمكن لحاملها بيعها بخصم أو الاحتفاظ بها حتى تاريخ استحقاقها والذي يتراوح ما بين 30 إلى 170 يوماً¹.

5. الكمبيالات قصيرة الأجل:

وهي تعهد كتابي عبارة عن مبلغ اقترضه شخص معين من أحد البنوك التجارية، ويمكن للبنك الاحتفاظ بالتعهد أو يمكنه بيعه لطرف آخر، أما في حالة الاستحقاق فيحق لحامل التعهد استيراد قيمته من محررها (المقترض الأصلي)، وإذا ما فشل في ذلك حينئذ يمكنه الرجوع إلى البنك الذي قبل التعهد في البداية وتحصيل القيمة².

¹ - محمد المبروك أبو زيد، التحليل المالي: شركات وأسواق مالية، دار المريخ للنشر، د ط، المملكة العربية السعودية، ص-ص: 256-259.

² - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 126.

6. السوق اليورو دولار:

اكتسب تسميته عندما أخذت بعض البنوك الأوروبية تفتح لعملائها حسابات ودائع لأجل بالدولار، تلتزم بدفعها لهم بحلول اجلها بالدولار، وذلك بخلاف العرض السائد بدفع الودائع بالعملات المحلية، كما أن الأمر لم يعد مقتصرًا لديها على قبول الودائع فقط بل بالعملات الأجنبية الأخرى كالمارك الألماني، الفرنك الفرنسي...¹.

ثانياً: أدوات سوق رأس المال

يقصد بأدوات التعامل الأوراق المالية المتاحة للتداول التي تصدرها المؤسسات المختلفة في النشاطات، ويكون سوق رأس المال أكثر تنظيماً من سوق النقد والمتعاملين فيه أكثر تخصص وكفاءة واهم الأدوات المتداولة في سوق رأس المال ما يلي:

1. الأسهم:

يعرف السهم على انه وثيقة لها قيمة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام، قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة² وتنقسم الأسهم إلى قسمين هما:

➤ **الأسهم العادية:** السهم العادي هو صك ملكية يثبت حصة في رأس مال شركة المساهمة وله ثلاث قيم قيمة اسمية، قيمة دفترية، وقيمة سوقية ولا يجوز لحامله الرجوع على الشركة المصدرة لاسترداد قيمته وإذا أراد التخلص منه ليس عليه سوى عرضه للبيع وفي حالة إفلاسه لا يوجد ضمان في استرداد قيمته التي دفعها لشرائه³.

➤ **الأسهم الممتازة:** السهم الممتاز هو مستند ملكية له قيم اسمية، دفترية، سوقية تعطي صاحبها حقوقاً خاصة لا توجد في الأسهم العادية لجذب الجمهور للاكتتاب منها أن له حق ثابت وأولوية في الأرباح الموزعة، وعند تصفية الشركة له الحق في استرجاع قيمة السهم كاملة ولا يمكنه التصويت أو إدارة الشركة⁴.

وتنقسم الأسهم الممتازة بدورها إلى:

✓ **الأسهم الممتازة المجمعدة للأرباح:** وهي أسهم تضمن لحاملها الحق في الحصول على الأرباح التي تم تحقيقها عن سنوات سابقة لكن الشركة لم تقرر توزيعها⁵.

¹ - محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة: أسهم، سندات، أوراق مالية، دار الخامد، د ط، عمان، 2006، ص: 78.

² - عاطف وليام أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسة الاقتصادية، دار الفكر الجامعي، د ط، الإسكندرية، 2008، ص: 392.

³ - مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة الاستثمار والحفاظ الاستثمارية، دار الإنشاء، عمان، 2010، ص: 45.

⁴ - منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أدوات أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، د ن، د ط، الإسكندرية، 1999، ص: 28.

⁵ - طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، د ط، الإسكندرية، 2007، ص: 13.

✓ الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح: بمعنى الحصول على الأرباح الإضافية المضافة إلى النسبة الثابتة من الأرباح المحددة بشهادة الإصدار، يتم منح حامل السهم الممتاز الحق في مشاركة حاملي الأسهم العادية في الأرباح المتبقية¹.

✓ الأسهم الممتازة القابلة للتحويل: يحق لحملة الأسهم الممتازة تحويلها إلى أسهم عادية، حين يفوق عائد السهم العادي عائد السهم الممتاز².

✓ الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء: تعطي المؤسسة المصدرة الحق في إلزام المساهمين الممتازين بردها للمؤسسة بسعر محدد وعلى مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار، مما يوفر ميزة للمؤسسة بان يكون لها الحق في استهلاك هذه الأسهم إذا ما شعرت بان لديها فائض يمكنها من تضيق قاعدة المساهمين الممتازين لحساب المساهمين العاديين³.

2. السندات:

تعرف السندات بأنها ورقة مالية تمثل قرضا طويل أو متوسط الأجل ولحامله الحق في الحصول على فائدة سنوية طوال مدة القرض، وعادة ما تكون نسبة الفائدة ثابتة⁴.

ويمكن تقسيم السندات إلى عدة أنواع وفق أسس معينة على النحو التالي:

➤ على أساس جهة الإصدار:

تقسم السندات على هذا الأساس إلى ما يلي⁵:

✓ سندات حكومية: تصدر هذه السندات عن الدولة ومؤسساتها، وفي الغالب فان درجة المخاطرة لهذا النوع من السندات تكون اقل.

✓ سندات خاصة: تصدر هذه السندات من المؤسسات المالية والجهات الخاصة، وهي تتباين في درجة المخاطرة لديها تبعا لقوة وامتانة أوضاع هذه الجهات.

➤ على أساس طريقة السداد

تصنف السندات على هذا الأساس وفق التالي⁶:

¹ - محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، د ط، الإسكندرية، 2007، ص: 157-158.

² - دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج، د ط، عمان، 2006، ص: 173.

³ - طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص: 23.

⁴ - B-laget, Les nouveaux outils financiers, Top édition, Paris, 1990, p : 18.

⁵ - هوشيار معروف كاكما مولا، الاستثمارات والأوراق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، د ط، عمان، 2003، ص: 114.

⁶ - G. DEFOSSE et P. Belley, La bourse des valeurs, que sais-je, Edition Bouchène, Alger, 16ème édition 1993, P 18.

✓ **سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها:** حيث تقوم الجهة المصدرة لهذه السندات بتسديد حقوق حامليها عندما يصل تاريخ استحقاقها.

✓ **سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها:** إن الهدف من هذا النوع من السندات هو التقليل من ديون الشركة وإعادة الحقوق لأصحاب السندات.

➤ **على أساس شكل الإصدار**

تقسم السندات على هذا الأساس إلى:

✓ **سندات لحاملها:** عندما يكون السند أصدر دون اسم المستثمر، كما لا يوجد في هذه الحالة سجل للملكية لدى جهة الإصدار، وتنتقل ملكية السند بمجرد الاستلام ويكون لحامله الحق في الحصول على فائدة عند الاستحقاق.

✓ **سندات اسمية:** هي سندات تحمل اسم مالكها لدى الجهة المصدرة، ويمكن أن تكون مسجلة بالكامل ويشمل التسجيل هنا كلا من الدين وفائدته ولا يصرف هذا السند إلا بشيك صاحبه¹.

➤ **على أساس الأجل**

تقسم السندات وفق هذا الأساس إلى:

✓ **سندات قصيرة الأجل:** وهي سندات يتم التعامل بها في سوق النقد وتتمتع بدرجة عالية من السيولة وانخفاض درجة المخاطرة.

✓ **سندات طويلة الأجل:** يتم التعامل بها في سوق رأس المال وتكون درجة المخاطرة فيها أكبر وسيولتها اقل مقارنة مع السندات قصيرة الأجل².

➤ **على أساس الضمان.**

قسمت السندات على هذا الأساس إلى:

✓ **سندات مضمونة:** تكفل لحاملها الحق في وضع يده على الأصل المالي محل الضمان وذلك في حالة توقف المدين عن الوفاء بأصل السند أو فائدته.

✓ **سندات غير مضمونة:** يعتمد الدائن على تعهد المصدر بالدفع ويكون مضمونا فقط بالديون العامة للمدين والضمان الوحيد المتوفر لحامل هذه السندات حق الأولوية³.

¹ - فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعلمية، دار وائل، د ط، 2008، ص: 77.

² - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، د ط، 2005، ص: 49.

³ - حسين علي خربوش واخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار الزهران، د ط، عمان، 2000، ص: 170.

➤ على أساس القابلية للاستدعاء

يتم تقسيم السندات تبعاً لهذا الأساس إلى ما يلي:

- ✓ **سندات غير قابلة للاستدعاء:** وهي السندات التي يكون لحاملها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها.
 - ✓ **سندات قابلة للاستدعاء:** تصدر عادةً بعلاوة إصدار ومعدلات فائدة أعلى، وكلما طالت مهلة حماية السند من الاستدعاء نقص معدل الفائدة¹.
- 3. المشتقات المالية.**

تعد أحد أهم التطور في أسواق المال وهي عبارة عن عقود تشتق قيمتها من قيم الأصول الاستثمارية كالأسهل والسندات، وهي أدوات خارج الميزانية ولا ينشأ عنها تدفقات نقدية، تستخدم هذه المشتقات لأغراض منها التحوط من المخاطر².

المطلب الرابع: وظائف الأسواق المالية التقليدية والية عملها

للأسواق المالية التقليدية العديد من الوظائف لا يمكن عدّها ولا الإلمام بها كلها، وتعمل الأسواق المالية وفق آلية متسلسلة وفق شروط ومقومات عديدة وفي هذا المطلب سيتم التعرف على العناصر التالية:

الفرع الأول: وظائف الأسواق المالية التقليدية

إن التعرض لهذا العنوان بتفاصيله قد يأخذ منحى إسهابي يحتاج إلى دراسة أخرى بسبب كثرة المؤسسات المكونة للسوق المالية وانعكاساتها على الاقتصاد الكلي والجزئي والتنمية بشكل عام وبالتالي يمكن تناول وظائف السوق المالي التقليدي على النحو التالي:

1. **تحفيز الإدخارات وتعبئتها:** تتمثل هذه الوظيفة في إيجاد المجال الاستثماري المناسب لأصحاب الفوائض المالية ولا يجدون الخبرة الكافية لتعبئتها ويرغبون في إيجاد قنوات استثمارية مأمونة لضمان حقوقهم المالية، وتحقق لهم المزيد من العوائد، وتظهر هذه الوظيفة جلياً في حالة صغار المدخرين الذين لا يملكون إقامة المشاريع المستقلة وحدهم³.

¹ - طاهر حردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل، د ط، عمان، 2009، ص: 113-114.

² محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل، د ط، عمان، 2005، ص: 106.

³ - محمد وجيه حنيني، مرجع سابق، ص: 36.

2. تمويل المشاريع الاستثمارية: من مصدر تمويل محلي وله فائدة كبيرة تتمثل في عدم الحاجة إلى التمويل الخارجي أو تحويل جزء من الأموال إلى الخارج وفائدة التمويل المحلي كذلك بالنسبة لأثار التضخم الناتجة عن قيام المصارف بالتمويل طويل الأجل فهو يساعد في تقليلها إلى اقل درجة ممكنة¹.
3. تأمين السيولة: الأسواق المالية بجناحيها تتيح وعاء ملائما وفعالا لإدارة السيولة بحيث يستطيع الشخص وهو يودع أمواله أن يواجه احتياجاته بسهولة سواء الاستهلاكية أو المضاربة، وإدارة السيولة التي تحققها الأسواق المالية ترفع من كفاءة إدارة الاقتصاد وذلك بالتفعيل الصحيح للإدخارات وتوجيهها إلى الاستثمارات.
4. المشاركة في تحقيق توازن اقتصادي: تعمل الأسواق المالية لنفس الهدف وتخضع لنفس التقويم، فهي تعمل على تعبئة الإدخارات وتوجيهها إلى الاستثمار ويجب أن يحقق هذا السوق التوازن بينهما².
5. تسهيل الحصول على الائتمان: تتيح الأسواق المالية أدوات متعددة لمن تتوفر فيه شروط الحصول عليها.
6. تخفيض المخاطر الاستثمارية: يتم تخفيض المخاطر الاستثمارية بأساليب مختلفة منها التأمين عند وقوع الأزمات كوارث الطبيعية مثل الحرائق وغيرها، التنوع فالمستثمر لا يستثمر في مجال واحد في الأسواق المالية وإنما الاستثمار متنوع، التحوط من المخاطر أي الدخول في عقود مستقبلية ذات علاقة بأسعار العملات الأجنبية أو أسعار الأسهم التي تسوء في المستقبل فيقوم المستثمر باتفاق البيع والشراء بالسعر الحالي بغض النظر عما سيكون في المستقبل وتساعد الأسواق المالية في ذلك.
7. المساعدة على تنفيذ السياسة النقدية: وذلك عن طريق البنك المركزي، حيث يستعمل أسلوب عمليات السوق المفتوحة³.

الفرع الثاني: آلية عمل الأسواق المالية التقليدية

إن العمل داخل السوق المالية التقليدية يتم بداية من مصدري الأوراق المالية لعرض أوراقهم على المدخرين للاكتتاب وتحقيق اللقاء بين المدخرين والمستثمرين هو ما يمثل الدورة المالية الأولى والذي يتم في السوق الأولية ثم الخطوة الثانية وهي بداية عمليات البيع والشراء للأوراق المالية المصدرة سواء من اجل السيولة أو من اجل إعادة الاستثمار في استثمارات بديلة وهذا ما يخلق دورة مالية ثانية تعرف بالسوق الثانوية أو سوق التداول⁴. وحتى تتم هذه العمليات وهاته الآلية يجب أن تتوفر العديد من المقومات وتتمثل هذه المقومات في الآتي:

¹ - فهد بن محمد النفيعي، الحماية الجنائية للسوق المالية السعودي دراسة تحليلية، أطروحة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة دكتوراه الفلسفة في العلوم الأمنية، جامعة نايف العربية للعلوم الأمنية، الرياض، 2006، ص: 92.

² - رفعت السيد العوضي، الأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر والاقتصاد الإسلامي، مكة المكرمة، 2010، ص ص: 23-24.

³ - زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق، ص ص: 10-11.

⁴ - سليمان عبد القادر، مجلة تعنى بالبحوث الأكاديمية، د م، د ع، جامعة بشار، العدد 2010، 08.

- ✓ مناخ ملائم للاستثمار: قائم على أساس الثقة بالنظم الاقتصادية والسياسية والتنظيم الذي يعكس مدى وضوح السياسات المالية والنقدية وقوانين تنظيم وتشجيع الاستثمار والتشريعات الخاصة بالإصدار النقدي والتحويل الخارجي وقانون الشركات.
- ✓ فلسفة اقتصادية واضحة وقادرة على جذب رأس المال الخاص وعدم وجود قيود وحواجز تمنع نقل رأس المال والمدخرات والثروات.
- ✓ مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة ومتطورة قادرة على أداء مهام الوسيط المالي وتجميع المدخرات وتوزيع المخاطر.
- ✓ حجم مناسب من المدخرات القابلة للتحويل إلى السوق غير الأصول المالية المتنوعة.
- ✓ هيكل مؤسسي منظم تحكمه نظم إدارية وتشريعية متكاملة تشرف عليه هيئة أو لجنة تتكون من أعضاء السوق.
- ✓ تشريعات واضحة للمتاجرة في السوق وتحمي حقوق العملاء من الغش والتلاعبات، وبشكل يضمن التصرفات ذات القبول العام ويعزز من ثقة المستثمر بنظام السوق.
- ✓ أنظمة كفؤة للإفصاح المالي والمعلوماتي وذات تكنولوجيا قادرة على معالجة المعلومات بسرعة ودقة عالية لضمان الشفافية عن واقع السوق وظروف الشركات المدرجة فيه وضمان سمة اتساع السوق من جانب آخر.
- ✓ نظم اتصال فعالة ومتطورة في السوق المالية لضمان التدفق المستمر لأوامر البيع والشراء وسرعة استجابتها في معالجة الخلل المحتمل في العرض والطلب بسرعة وتغيير طفيف في الأسعار¹.

¹ - أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية في التنظيم وتقييم الأدوات، دار البازوزي العلمية للنشر والتوزيع، د ط، الأردن، 2010، ص ص: 26-29.

المبحث الثاني: مفاهيم أساسية للأسواق المالية الإسلامية

تحتل الأسواق المالية الإسلامية مكانة هامة في النظم الاقتصادية الإسلامية، نظرا لما تقوم به من دور هام في تمويل الأنشطة الاقتصادية اللاربوية وباعتبارها فرصة لكل مسلم يرغب في استثمار مدخراته بأقل الخسائر والمخاطر الممكنة التي يمكن أن تواجهه حتى يتمكن من تحقيق أكبر عائد ولتوضيح ذلك يمكن التطرق إلى ما يلي:

المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية الإسلامية وتعريفها وآداب التعامل فيها

تعتبر الأسواق المالية الإسلامية البديل الأفضل للأسواق المالية التقليدية لما تتميز به من أحكام الشريعة الإسلامية ولمعرفة الأسواق المالية الإسلامية لغرض معرفة ظهور فكرة إنشاء الأسواق المالية الإسلامية والتعرف على مختلف التعريفات لهاته الأسواق يمكن التعرف على الآتي:

الفرع الأول: نشأة الأسواق المالية الإسلامية

لقد جاءت دعوات كثيرة بإقامة سوق مالية إسلامية، ولعل أول دعوة لها ظهرت منذ ما يقارب العقدين من الزمان على يد الدكتور سامي حمود وذلك في ندوة البركة الثانية في تونس سنة 1984م، حيث اقترح تداول الحصص الاستثمارية في حالات السلم والإيجار والمراجحة، واقترح فكرة إنشاء شركة مساهمة تابعة لبنك البركة البحريني الإسلامي متخصصة في تمويل المراجحة وتكون أسهم هذه الشركة قابلة للتداول، وفق أسعار معلنة مسبقا، وقد استجاب وزير التجارة والصناعة البحريني للفكرة واصدر قرار 17 لسنة 1986 الذي يسمح بتأسيس شركات مساهمة إسلامية ثم تجسدت الفكرة بعد ذلك وتم تأسيس عدة شركات طرحت أول إصدار لها سنة 1989م ثم تواصلت النداءات مطالبة بضرورة إنشاء سوق مالية إسلامية، وتواصلت الدعوات ولعل أهمها دعوة الفقه الإسلامي المنعقدة في مؤتمره الثامن ببندر سيري بيجوان بروناي دار السلام من 17- محرم 1414 هـ الموافق ل21-27 يوليو 1993م وقد صدر عنها قرار مهم حول الضرورات الاقتصادية والتكيفات الشرعية لإقامة سوق إسلامية وهو القرار رقم: 74 (5-7) بشأن تطبيقات شرعية لإقامة السوق الإسلامية؟، وقد سبق هذا القرار ندوات ومؤتمرات عقدها المجمع لبحث التكيفات الشرعية للأسواق المالية الإسلامية وأصدرت قرارات بشأن السندات المحرمة، وبدائلها الشرعية والمتمثلة في الصكوك، وأصدرت كذلك قرارات بشأن الأسهم والشركات والوحدات الاستثمارية وغيرها، ومن بين النتائج التي توصلت إليها هذه المؤتمرات هو التأكيد على أن الأسواق المالية العالمية بشكلها الحالي لا تتخدم المسلم، وانه يجب إيجاد بديل لها في إقامة سوق مالية إسلامية، إلى أن جاء التطبيق العملي لهذه الدعوات بإنشاء سوق مالية عالمية في البحرين وصدر بذلك مرسوم بقانون، وهي ما سمي بسوق ماليزيا والبحرين، حيث كانت تجربة رائدة في هذا المجال ثم تواصلت الندوات والمؤتمرات والدعوات الأخرى، ومن بين تلك المؤتمرات مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية -معالم الواقع وآفاق المستقبل- الذي عقد خلال الفترة من السابع إلى التاسع من ربيع الثاني 1426 الموافق للخامس عشر إلى السابع عشر من ماي 2005 بتنظيم من كلية الشريعة والقانون بجامعة الإمارات العربية المتحدة، وغرفة تجارة وصناعة دبي، وقد صدر عن المؤتمر عدة

توصيات تتعلق بالبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، وقد بحث المؤتمر الأدوات المالية الإسلامية وضرورة دعم المؤسسات المالية الإسلامية القائمة ثم اصدر توصيات تنص على أنه: "ينبى المؤتمر إلى ضرورة إنشاء سوق مالية إسلامية ذات أغراض وأنشطة مشروعة تكون الأولوية فيها للشركات الموجودة في الدول الإسلامية"¹.

الفرع الثاني: تعريف الأسواق المالية الإسلامية

قبل التطرق إلى تعريف الأسواق المالية الإسلامية يمكن تجزئة هذا المصطلح إلى ثلاث كلمات وتعرف كل منها حسب أحكام الشريعة الإسلامية.

➤ **السوق لغة:** هي السوق التي يتعامل فيها تذكر وتؤنث واصل اشتقاقها من سوق الناس بضائعهم إليها والسوق والسبل والطريق والصراف والزقاق.

➤ **المالية لغة:** المال: ما ملكته من جميع الأشياء، والجمع أموال، والمال في الأصل ما يملك من الذهب والفضة ثم أطلق على كل ما يقبني ويملك من الأعيان، وأكثر ما يطلق المال عند العرب الإبل، لأنها كانت أكثر أموالهم وملته: أعطيته المال. قال الله عز وجل: ﴿المال والبنون زينة الحياة الدنيا...﴾².

➤ **الإسلامية لغة:** الإسلام مثل السلم والسلام، والمراد به الاستسلام والانقياد، ويجوز أن يكون من التسليم، قال تعالى: ﴿ادخلوا في السلم كافة﴾³، أي في الإسلام.

التعريف الأول: الأسواق المالية الإسلامية هي عبارة عن سوق منظمة تتداول فيها الأدوات المالية على الوجه الذي تجيزه الشريعة الإسلامية، يتعامل فيها الراغبون في الاستثمار، بواسطة وسائل وأدوات إسلامية مشروعة⁴.

التعريف الثاني: تستمد الأسواق المالية الإسلامية مفهومها من مفهوم الأسواق المالية بشكل عام، حيث تمثل الآلية التي يتم من خلالها انتقال الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي، من خلال إصدار أدوات مالية تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية من أجل المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية⁵.

التعريف الثالث: السوق المالية الإسلامية هي كل وعاء يجمع مدخرات المسلمين ويجلبها حسب وسائل التمويل الإسلامية، كما يستثمرها حسب وسائل الاستثمار الإسلامي⁶.

¹ -د. محمد الأمين الدعالي، التنظيم الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية وعلاقة ذلك بمقاصد الشريعة الإسلامية (السوق المالية الإسلامية في ماليزيا والبحرين كمثل تطبيقي)، دار ابن حزم، د ط، بيروت، 2011، ص ص: 121-124.

² - سورة الكهف، الآية رقم (45).

³ - سورة البقرة، الآية رقم (208).

⁴ - جيهان الطاهر محمد عبد الحليم، تنظيم السوق المالية في الشريعة الإسلامية، مجلة بحوث العلوم الإسلامية، م 2، ع 3، جامعة الحدود الشمالية، المملكة العربية السعودية، 2018، ص ص: 29-30.

⁵ - بوزمارن وسيلة، ناصر المهدي، تقويم تجرية ماليزيا في الأسواق المالية الإسلامية، مجلة الاقتصاد الجديد، جامعة الجليلي بونعامه خميس مليانة، م 1، ع 16، 2017، ص: 42.

⁶ - محمد الأمين الدعالي، مرجع سابق، ص: 121.

التعريف الرابع: تعتبر الأسواق المالية الإسلامية المجال الذي يتم من خلاله إصدار أدوات معينة للحصول على الأموال اللازمة للمشروعات الإنتاجية وغيرها وتداول هذه الأدوات¹.

من خلال التعاريف السابقة والتي تصب في نفس المصب يمكننا تعريف الأسواق المالية الإسلامية على أنها:

المجال الذي يجمع أصحاب الفائض المالي مع أصحاب العجز المالي من خلال تداول أدوات مالية تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية من أجل الحصول على أموال واستثمارها في مشروعات إنتاجية معينة.

الفرع الثالث: آداب التعامل في الأسواق المالية الإسلامية

للسوق جملة من الآداب التي كان الرسول ﷺ يأمر بها عند دخول السوق ومنها ما يلي:

1. ذكر الله تعالى وحمده والثناء عليه وذلك لما ورد عن النبي ﷺ انه قال: من قال في السوق لا إله إلا الله وحده لا شريك له له الملك وله الحمد يحيي ويميت وهو حي لا يموت بيده الخير وهو على كل شيء قدير كتب الله له ألف حسنة ومحا عنه ألف سيئة وبني له بيتا في الجنة.

2. إفشاء السلام وهو سنة يثاب فاعلها لكثرة ما يرتاد السوق من البائعين والمشتريين فقد روي عن أبي هريرة رضي الله عنه انه قال: قال رسول الله ﷺ " لا تدخلوا الجنة حتى تؤمنوا ولا تؤمنوا حتى تحابوا أولا أدلكم عن شيء إن فعلتموه تحاببتم أفشوا السلام بينكم".

3. الابتعاد عن الإيمان الفاجرة من أجل ترويج البضاعة وتسويقها لأنه بفعله هذا وإن كان قد نجح قد نجح في إنفاق سلعته إلا انه اذهب بركة بيعه وفي ذلك يقول الرسول ﷺ "إياكم وكثرة الحلف في البيع فانه ينفق ثم يبحق".

4. تطهير السوق من بيع المحرمات وكل ما يؤدي إلى فساد الدين والأخلاق.

5. الحث على الوفاء بالعقود المبرمة بين أطرافها يقول الله عز وجل ﴿ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ ﴾².

6. عدم كتمان عيب السلعة والحرص على بيان كل مواصفاتها بصدق ووضوح يقول النبي ﷺ " إن التجار بيعثون يوم القيامة فجارا إلا من اتقى الله وبر وصدق".

7. الوفاء بالكيل والميزان يقول الله عز وجل في محكم آياته: ﴿ وِيلٌ لِلْمُطَفِّفِينَ الَّذِينَ إِذَا أَكَالُوا عَلَى

الناس يستوفون وَإِذَا كَالُوهُمْ أَوْ وَزَنُوهُمْ يخسرون ﴾³.

8. الابتعاد عن المزايدة الكاذبة التي تهدف إلى التعزيز بالمشتري وهو ما يعرف ببيع النجش¹.

¹ - مبارك بن سليمان بن محمد ال سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز سبيليا للنشر والتوزيع، د ط، المملكة العربية السعودية، 2005، ص: 39.

² - سورة المائدة، الآية رقم (01).

³ - سورة المطففين، الآية رقم (03).

المطلب الثاني: خصائص الأسواق المالية الإسلامية وأهميتها ومقومات إقامتها

تتميز الأسواق المالية الإسلامية بمجموعة من الخصائص التي تميزها عن نظيرتها التقليدية، كما لها أهمية بالغة لما تقدمه للاقتصاد بصفة عامة وللمستثمرين بصفة خاصة، من خلال تنظيمها الذي يستمد أحكامه وقواعده من أحكام وقواعد الشريعة الإسلامية، والأسواق المالية الإسلامية كغيرها من الأسواق لها مقومات تساعد على إنشائها وللتوضيح أكثر يمكن التطرق إلى ما يلي:

الفرع الأول: خصائص الأسواق المالية الإسلامية

يمكن إبراز خصائص الأسواق المالية الإسلامية في النقاط التالية:

- ✓ سوق تستند في أحكامها إلى مبادئ الشريعة الإسلامية؛
- ✓ إن أدوات الملكية تشكل السمة البارزة للأدوات المالية المتداولة فيها؛
- ✓ سوق مالية خالية من المضاربة الغير مشروعة؛
- ✓ سوق توفر المنافسة الحرة العادلة؛
- ✓ تتسم الأسواق المالية الإسلامية بتداول الأدوات المالية مما اكسبها أهمية بالغة، خاصة من الناحية التمويلية للمشروعات الإنتاجية قيد التأسيس أو القائمة التي تحتاج إلى سيولة؛
- ✓ تتسم الأسواق المالية الإسلامية بعوائد مرتفعة نسبياً، وبذلك استقطبت اهتمام المستثمرين، بهدف الحصول على فوائد أكبر من خلال فروق الأسعار؛
- ✓ على الرغم من أن الأدوات التمويلية للأسواق المالية الإسلامية ذات عوائد كبيرة نسبياً خاصة أسواق رأس المال إلا أنها تتسم بدرجات مخاطرة عالية جداً مقارنة بالأسواق النقدية، ذلك لكون أدوات الاستثمار طويلة الأجل مما يولد مخاطر سعرية، سوقية، تنظيمية².

الفرع الثاني: أهمية الأسواق المالية الإسلامية

للأسواق المالية الإسلامية أهمية كبيرة في تنمية الاقتصاد ويمكن إبراز أهمية الأسواق المالية الإسلامية في النقاط التالية:

- ✓ تمثل الوعاء الذي يستوعب السيولة المتوافرة في البلاد الإسلامية؛
- ✓ تعد آلية استثمارية لإدارة الفائض نحو تشغيل الأصول المالية، وللمؤسسات المالية الإسلامية ولاحتضان الأدوات المالية الإسلامية؛

¹ - فهد بن محمد النفيعي، مرجع سابق، ص ص: 35-37.

² جيهان الطاهر محمد عبد الحليم، مرجع سابق، ص ص: 34-36.

- ✓ تعد السوق المالية الإسلامية عموماً وبورصة الأوراق المالية الإسلامية خاصة، آلية هامة لكل مستثمر مسلم، تحقق له أهداف التحوط والتنويع حيث يمكن من تقليل خسائره ومخاطره، وزيادة عوائده، وذلك بتنويع محافظته المالية واختيار الأدوات الأكثر نجاحاً ومشروعية؛
- ✓ تمثل الأسواق المالية الإسلامية محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال، وتمويل المشروعات المنتجة والناجحة مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي عن طريق زيادة الإنتاج الفعال في المجتمع؛
- ✓ إن إقامة سوق مالية إسلامية تعتبر أكثر من ضرورة لتطوير العمل المصرفي الإسلامي، وإمداده بالظروف الملائمة لمنافسة السوق التقليدية؛
- ✓ تنمية العادات الادخارية للأفراد بتشجيعهم على استثمار الفائض من الدخل في قنوات ادخارية تؤمن لهم دخلاً إضافياً ومشروعاً، وتتيح لهم سهولة بيع الأدوات المالية؛
- ✓ جذب الاستثمارات والمدخرات المحلية والأجنبية وإعادة توطين الأموال المهاجرة إلى الغرب¹.

الفرع الثالث: مقومات إقامة الأسواق المالية الإسلامية

هناك عدة مقومات تساعد على قيام أو إنشاء الأسواق المالية الإسلامية تكمن فيما يلي:

- ✓ المال: وهو متوافر إذا تم استثماره في البلاد الإسلامية خصوصاً مع تنامي ثروة النفط وتزايد الطلب على الاستثمارات الملائمة في البلاد الإسلامية؛
- ✓ الأوراق المالية الإسلامية: لقد تمكن رجال الفقه والاقتصاد الإسلامي من وضع أوراق مالية إسلامية خالية من المعاملات الربوية، لها القدرة على جذب عدد كبير من المستثمرين؛
- ✓ المؤسسات المالية المصدرة للأوراق المالية: وذلك من أجل التمويل الإسلامي مع حمايتها من تلاعب المضاربين والمقامرين في استثمار مدخراتهم؛
- ✓ توفر المتخصصين من علماء الفقه وخبراء المال للأسواق المالية والاقتصاد الإسلامي: الذين يعملون على توجيه المعاملات المالية وفق الضوابط الشرعية².

المطلب الثالث: وظائف الأسواق المالية الإسلامية ومؤسساتها وأدواتها

تحتل السوق المالية الإسلامية مكانة هامة في الحياة الاقتصادية المعاصرة خاصة في الدول الإسلامية، ويأتي الاهتمام المتزايد بهذه السوق من خلال ما يمكن أن تقوم به مؤسساتها التي تعمل بأدوات متعددة مضبوطة

¹ - ناصر سليمان، السوق المالية الإسلامية كيف تكون في خدمة النظام المالي المصرفي الإسلامي، مجلة مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، د م، د ط، مصر، 2003، ص ص: 80-81.

² - جمال لعامرة، ريس حدة، تحديات السوق المالي الإسلامي، المؤتمر الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات (دراسة حالة الجزائر والدول النامية)، بسكرة، الجزائر، يومي 21-22 نوفمبر 2006، ص: 07.

بأحكام الشريعة الإسلامية وكذلك من خلال ما يمكن أن تقوم به من وظائف عديدة ومتنوعة وللتوضيح أكثر يمكن التطرق إلى الفروع التالية:

الفروع الأول: وظائف الأسواق المالية الإسلامية

للأسواق المالية الإسلامية مجموعة من الوظائف يمكن ذكر البعض منها فيما يلي:

- ✓ تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل الاقتصاد؛
- ✓ توفير السيولة في أي وقت بأفضل سعر وبأدنى التكاليف الممكنة؛
- ✓ السوق مؤشر لتحديد الأسعار وتقوم أداء الشركات الإسلامية؛
- ✓ تنوع الخيارات الاستثمارية وتنشيط سوقي الإصدار والتداول¹؛

الفروع الثاني: مؤسسات الأسواق المالية الإسلامية

هناك مجموعة من المؤسسات العاملة في السوق المالية تقوم بعمليات تعبئة وتوجيه المدخرات نحو الاستثمار وفق صيغ معينة متوافقة مع الشريعة الإسلامية ويمكن عرض أهم هذه المؤسسات في التالي:

1. البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية: تتعامل البنوك والمؤسسات الإسلامية في السوق المالي الإسلامي في نشاطات اقتصادية منتجة عن طريق أدوات مالية تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية².
2. شركات السمسرة في الأوراق المالية: يمنع على الأفراد التعامل مباشرة في الأسواق المالية، ولهذا وضعت مجموعة من المختصين والخبراء ذوي القدرة المالية، والسمعة الجيدة يقومون بدور الوساطة المالية مقابل عمولة معينة³.
3. صناديق الاستثمار الإسلامية: هي محفظة تجتمع فيها المدخرات الصغيرة لتكون حجما من الأموال يمكن أن يستفاد فيها من ميزات التنوع ويقلل المخاطر، على ان تؤسس على صفة شركة استثمار تشرف عليها جهات مختصة⁴.
4. شركات إدارة وتكوين محافظ الأوراق المالية: يهدف نشاط هذه الشركات إلى تكوين محافظ أوراق مالية للمستثمرين وإدارتها ومراقبة تطور تلك الأوراق ليتم بيعها من اجل تحقيق أرباح أو إعادة استثمارها أو الاحتفاظ بها⁵.

¹ - شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط السوق المالية الإسلامية (دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية)، أطروحة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، 2013/2014، ص ص: 25-28.

² - حسين شحاتة، عطية فياض، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية، مكتبة التقوى، د ط، مصر، 2001، ص: 11.

³ - أشرف دوابة، نحو سوق مالية إسلامية، دار السلام، د ط، القاهرة، 2006، ص: 91.

⁴ - محمد علي القرى، صناديق الاستثمار الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، بنك دبي الإسلامي، د م، ع216، الإمارات، 1999، ص: 28.

⁵ - حسين شحاتة، عطية فياض، مرجع سابق، ص: 13.

5. شركات رأس المال المخاطر: يتمثل نشاط هذه الشركات في تمويل الأنشطة الاستثمارية الواعدة ذات المخاطر والتي لها آفاق نمو محتملة كبيرة¹.
6. شركات المقاصة والتسوية: وهي شركات مكتملة لشركات السمسرة حيث تقوم باستكمال العمليات من استلام وتسليم الأوراق المالية وتسوية المراكز المالية وإيداع العملاء الأوراق المالية مقابل إيصال².
7. شركات الترويج والتغطية للاكتتاب في الأوراق المالية: وهي شركات تقوم بإدارة عمليات الترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية وجلب المستثمرين بالطرق الدعائية المختلفة³.

الفرع الثالث: أدوات الأسواق المالية الإسلامية

يتم التداول في السوق المالية الإسلامية المنشودة بكل الأدوات التي لا تخالف شرع الله تعالى، سواء كانت هذه الأدوات صادرة من التعامل والتداول في السوق الإسلامية، أو تم تداولها كبديل عن عقود وأدوات مالية محرمة صادرة من السوق المالية الربوية، حسب ضوابط الاجتهاد المعاصر.

وباعتبار السوق المالي الإسلامي مثله مثل السوق المالي التقليدي ينقسم إلى سوقين الأولى سوق النقد والثانية سوق رأس المال فان أدوات السوق المالية الإسلامية هي كالتالي:

- ✓ الأسهم: وقد تم التطرق إليها فيما سبق.
 - ✓ الصكوك: وهي البدائل الشرعية للسندات.
 - ✓ بيوع الاختيارات: عقد العجالة والسلم كبديل شرعية.
 - ✓ عقود المستقبلات: تتمثل عقد الإستصناع كبديل شرعي.
 - ✓ التعامل بالسلع: متمثلة في عقد السلم كبديل شرعي.
 - ✓ أسواق العملات والصرف الأجنبي: حسب الضوابط الشرعية للصرف والبيع العاجل.
 - ✓ التعامل بالمؤشرات: من خلال إيجاد مؤشر مقبول كبديل شرعي.
 - ✓ بطاقات الائتمان الإسلامية: والتي يتم تداولها الآن في الأسواق المالية الإسلامية⁴.
- كل هذا سيتم التطرق إليه بالتفصيل في منتجات الهندسة المالية الإسلامية في الفصل الموالي.

¹ - عبد الباسط وفا، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، د ط، مصر، د س ن، ص: 61.

² - شعبان محمد اسلام البرزاري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي (دراسة تحليلية نقدية)، دار الفكر المعاصر، د ط، بيروت، د س ن، ص: 59.

³ - شعبان محمد اسلام البرزاري، مرجع سابق، ص: 185.

⁴ - محمد الأمين الدعالي، مرجع سابق، ص: 134-135.

المبحث الثالث: ركائز وتحديات الأسواق المالية الإسلامية

إذا ما اتضحت إقامة سوق مالية إسلامية بأقسامها المختلفة، فإن الأنواع التي يمكن للسوق المالي الإسلامي الظهور من خلالها تمثل قيمة واجبة الإيجاد لاكتمال النظام المالي الإسلامي وتحقيق مقاصده وأهداف المشاركين فيه، وذلك لن يتحقق بمجرد إصدار قرار بإنشاء سوق مالية إسلامية، وإنما يجب أن تكون هناك ضوابط ومبادئ تحكمها وكذلك تحقيق متطلبات النجاح المتمثلة باستيفاء عدة شروط في كافة أطراف السوق المالي الإسلامي.

المطلب الأول: مبادئ وضوابط عمل الأسواق المالية الإسلامية

للأسواق المالية الإسلامية مجموعة من المبادئ تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية، كما لها مجموعة من الضوابط تساهم في تنظيم وأحكام أنشطتها المختلفة وهو ما سيتم التعرف عليه في العناصر التالية:

الفرع الأول: مبادئ الأسواق المالية الإسلامية

السوق المالية أحد أجهزة الوساطة المالية الهامة في الاقتصاديات المعاصرة، لأن هذا الجهاز يوفر للمستثمر الضمان والسيولة والربحية، ولهذا السبب اهتم الباحثون في الاقتصاد الإسلامي بهذه الأسواق من خلال استحداث أهداف تتوافق مع الشريعة الإسلامية، حتى يتسنى للجمهور المتعاملين بهذه السوق وفيما يلي سيتم ذكر أهم مبادئ للتعاملات المالية للأسواق المالية الإسلامية:

1. مبدأ الرزق الحلال: وما يتفرع عنه من زكاة لفئة لها الحق بذلك ، ويسهم في قياس الأداء الاجتماعي للشركات، والمؤسسات المالية ضمن إطار التعاملات في السوق المالي الإسلامي.
2. مبدأ تشغيل وتنمية رأس المال: يعني اعتبار رأس المال أساس التبادلات التجارية وتداول الثروة بين الفئات المختلفة للمجتمع، إضافة إلى الكفاية في استخدام الموارد المتاحة أو ما يعرف اليوم بالكفاية، والمساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية من شروط تحقيق القيمة المضافة وهذا ما تتميز به الأسواق المالية الإسلامية.
3. مبدأ الفعل المادي في التعاملات المالية مع الغير: حيث يتمثل هذا الأخير في تقديم سلعة معينة كأساس للتعامل، فالاستثمار الحقيقي في الأسواق المالية المعاصرة تكثر المضاربات غير الأخلاقية من بعض المتعاملين بالسوق المالية فيقومون بشراء الأوراق المالية وبيعها ليس بغرض الاستثمار، وإنما بغرض التأثير على الأسعار لصالحهم، لكن في السوق المالية لا توجد مثل هذه المضاربات، لأن الناظر في العقود الإسلامية يرى إنها عقود تهدف إلى الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي مثل المشاركات والبيوع والإيجارات وغيرها من العقود، بالإضافة إلى ذلك فإن الإسلام حرم الاحتكار¹.

¹ جيهان الطاهر محمد عبد الحليم، مرجع سابق، ص: 243-244.

الفرع الثاني: ضوابط عمل الأسواق المالية الإسلامية

هناك مجموعة من الشروط تضبط عمل الأسواق المالية الإسلامية من اجل تحقيق جملة من الأهداف سواء الاقتصادية أو الاجتماعية وغيرها وفيما يلي إبراز هذه الضوابط:

- ✓ الالتزام بالقيم الإسلامية: الإيمانية والأخلاقية والسلوكية في كل الأمور، ومنها المعاملات في السوق المالي الإسلامي كون هذه القيم تقي من الآثار السلبية كالأزمات المالية... الخ؛
- ✓ تجنب مختلف المعاملات الربوية: سواء في مجال الديون أو في أي مجال من مجالات البيوع باعتبار أن الفوائد الربوية هي التي تولد الأزمات الاقتصادية بصفة عامة والأزمات في السوق المالي بصفة خاصة؛
- ✓ تجنب البيوع غير المشروعة: التي يتم بعضها في الأسواق المالية التقليدية مثل بيع الغرر، بيع العينة، بيع الكالئ بالكالئ، بيعتين في بيعة واحدة، بيع النجش... الخ؛
- ✓ ضبط وترشيد وتوجيه الاستثمارات نحو المشروعات الضرورية ذات المنفعة العامة، بما يساهم في تحقيق مقاصد الشريعة الإسلامية في حفظ الدين والعقل والنفس والمال، وبهدف تحقيق التنمية الاجتماعية والاقتصادية؛
- ✓ الصدق والشفافية والأمانة في المعاملات المالية، وتقديم البيانات والمعلومات الصحيحة حول العقود والصفقات والظروف المختلفة للسوق المالي؛
- ✓ الوفاء بالعقود والعهود، وتداول الأوراق المالية الإسلامية الرائجة في السوق الإسلامي واستحداث منتجات مالية من شأنها أن تشجع المدخرين المحليين على توظيف أموالهم¹.

المطلب الثاني: متطلبات ومعوقات الأسواق المالية الإسلامية

إن عمل الأسواق المالية الإسلامية يستدعي جملة من المتطلبات الشرعية التي يمكن أن يترتب عليها مجموعة من المعوقات وفيما يلي أهم متطلبات الأسواق المالية الإسلامية والمعوقات التي تواجهها:

الفرع لأول: متطلبات الأسواق المالية الإسلامية

تعتبر متطلبات الأسواق المالية الإسلامية مجموعة من الإجراءات والتعديلات والضوابط الشرعية المطلوب تحقيقها والتي تميزه عن السوق الربوي وفيما يلي بيان أهم المتطلبات:

1. توفير الإدارة السياسية الكفيلة بتوفير بيئة اقتصادية مساندة لعمل الأسواق المالية الإسلامية، حيث نجد أن نجاح سوق المال في أي دولة يعتمد على ما توفره الحكومة من رعاية وحماية من خلال:
 - ✓ إيجاد بنية تحتية مالية تتمتع بكفاءة تسيير؛

¹ - جمال لعمار، رئيس حدة، مرجع سابق، ص: 7-8.

- ✓ وضع التشريعات والتنظيمات الفعالة لتنظيم عمليات التبادل في سوق الأوراق المالية بحيث تكون متفقة مع خصائص وطبيعة المجتمع من جميع النواحي لحماية المستثمرين والاقتصاد مع الأخذ بعين الاعتبار الديانات المتواجدة في هذا المجتمع؛
 - ✓ تبني نظام محاسبة سليم يوفر القدر الملائم من المعلومات لتمكين المستثمرين من الاختيار بين البدائل المختلفة.
 2. بناء قاعدة شعبية تكون على دراية تامة بمبادئ وأسس التمويل الإسلامي، ومحاولة نشر الوعي الاستثماري لدى المتعاملين في السوق المالية بحيث تكون قراراتهم مبنية على أسس سليمة في الاستثمار وذلك بغية ترشيد قراراتهم الاستثمارية؛
 3. دعم البحوث والدراسات التي تؤصل الرؤية وترسم المعالم الأساسية لإنشاء وتطوير سوق مالية إسلامية؛
 4. إعادة صياغة القوانين التي تحكم سوق المال القائمة في البلاد لتتفق مع الشريعة الإسلامية؛
 5. إصدار أوراق مالية جديدة كبديل للأوراق المالية الحالية والتي تبين أنها مخالفة للشريعة الإسلامية؛
 6. إيجاد المزيد من البدائل الشرعية للأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، حيث يساعد ذلك على توفير مستلزمات إيجاد سوق مالية إسلامية؛
 7. وضع الخطط الجادة التي تحدد مسار الصناعة المالية الإسلامية، بعيدا عن منهجية التقليد والمحاكاة حيث تعتبر المعيارية الشرعية الفارق الأساسي بين منهج تطوير المنتجات المالية الإسلامية والمنتجات التقليدية؛
 8. وضع ميثاق لقيم المتعاملين في الأسواق المالية الإسلامية يتضمن الثواب والعقاب، حتى يمكن ضمان عدم انحرافهم عن الشريعة؛
 9. التوسع في إنشاء المؤسسات المالية الإسلامية من مصارف وشركات وصناديق استثمارية... الخ¹.
- بالإضافة إلى هذه المتطلبات من الضروري كذلك الالتزام والانقياد بقرارات مجمع الفقه الإسلامي والعمل على إيجاد مراكز بحثية متخصصة في الاقتصاد الإسلامي.

الفرع الثاني: معوقات الأسواق المالية الإسلامية

هناك العديد من المعوقات التي تعرقل عمل الأسواق المالية الإسلامية يمكن رد البعض منها إلى ما يلي:

1. محدودية الأوراق المالية الإسلامية وقلة الطلب عليها؛
2. محدودية سوق الإصدار الأولي بالموارد الإسلامية؛
3. محدودية الثقافة المالية الاستثمارية؛
4. سيطرة عدد محدود من كبار المستثمرين على معظم الأصول؛
5. محدودية التعاون والتكامل الاقتصادي الإسلامي المشترك، وخاصة في الأسواق المالية؛

¹ - نورة بومدين، الأسواق المالية في الدول الإسلامية (معالم - الواقع - آفاق المستقبل): دراسة تجرية السوق المالي الماليزي، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص مالية واقتصاد دولي، جامعة حسينية بن بوعلوي، الشلف، الجزائر، 2011/2012، ص: 94-96.

6. خلو بعض الدول العربية والإسلامية من أسواق التداول المنظمة؛
 7. خلو بعض الدول العربية والإسلامية من الفكر التطبيقي للمؤسسات المالية الإسلامية¹.
- ومن الأمور التي تساعد على التغلب على معوقات الأسواق المالية الإسلامية ما يلي:
- ✓ إيجاد عملة موحدة كالدينار الذهبي الإسلامي؛
 - ✓ تطوير وتحديث الصكوك الإسلامية باعتبارها أداة مالية مقبولة شرعا لحشد المدخرات؛
 - ✓ تنويع أدوات الاستثمار المالي من اجل ضمان توسع السوق وفعاليتها وإتاحة الفرص إمام كافة المتعاملين؛
 - ✓ الأخذ بعين الاعتبار ضرورة الابتعاد عن محاكاة الصناعة المالية التقليدية والعمل دائما على ابتكار أدوات جديدة².

المطلب الثالث: تحديات الأسواق المالية الإسلامية

هناك صعوبات تواجه قيام أسواق مالية إسلامية فعالة وترتبط هذه الصعوبات بمجموعة من التحديات التي يجب مواجهتها لتقليل من آثارها السلبية على تطور الأسواق المالية الإسلامية وفيما يلي إبراز أهم التحديات التي تقف أمام تطور الأسواق المالية الإسلامية.

الفرع الأول: أهم التحديات التي تواجه الأسواق المالية الإسلامية

1. عدم وجود الخبرات الفنية الكافية خاصة فيما يتعلق بالمحللين الماليين للأسواق والاستثمارات المباشرة؛
2. هناك اختلافات بين لجان ومجالس الرقابة الشرعية من بلد لآخر وربما كان من مصرف إلى آخر في بعض الأحيان داخل البلد الواحد؛
3. عدم إصدار صكوك عالمية وذلك لعقبات فنية مرتبطة في معظمها بالتصنيف المالي والمخاطر التي ترتبط في معظمها بالمصارف الإسلامية؛
4. لازالت أسواق المال الإسلامية في حاجة ماسة لمزيد من المنتجات الإسلامية المبتكرة والمجازة شرعا؛
5. إن الأنظمة الضريبية وقوانين ولوائح الاستثمار باختلافاتها من بلد لآخر بالإضافة إلى انخفاض نسبة الشفافية قد أثرت سلبا على تعاملات المصارف الإسلامية في أسواق المال المحلية والعالمية؛
6. الاختلافات الفقهية بين الشرق الأوسط والشرق الأقصى خاصة ماليزيا مما أعاق وصولها إلى دول المشرق العربي وذلك لتبنيها بعض الآراء الفقهية وجماهير أهل العلم في هذا العصر مثل القول بجواز بيع العينة، حيث

¹ - محمد وجيه حنيني، مرجع سابق، ص: 256-257.

² - نورة يومدين، مرجع سابق، ص: 96.

تستخدم وبكثرة في النظام المصرفي الإسلامي في ماليزيا عبر الكثير من الأدوات المصرفية مثل تمويل التجارة والقول بجواز المعاملات التي تتضمن شراء وبيع عقود الديون في الأسواق الثانوية¹.

الفرع الثاني: تحديات أخرى تواجه الأسواق المالية الإسلامية

إضافة إلى التحديات السابقة هناك تحديات أخرى تواجه الأسواق المالية الإسلامية، من حيث جوانبه التنظيمية والإدارية والجغرافية والشرعية وكذلك من حيث تنمية القدرة التنافسية ومواجهة الأزمات المالية.

➤ **من الناحية التنظيمية والإدارية:** إن الشكل الإداري والتنظيمي الذي تتخذه المؤسسات العاملة في مجال الأوراق المالية تحكمه السياسة الشرعية التي يقرها ذوي الاختصاص، وعلى حسب ما تقتضيه المصلحة العامة، وليس هناك نص شرعي يمنع من اتخاذ شكل معين أو تنظيم معين، وليس من قيد عليها إلا قيد المصلحة التي تحققها أو المفسدة التي تمنعها، فالهدف من السوق الإسلامي هو تحقيق المصالح المشروعة وتلبية المتطلبات التنموية المفيدة، مما يشجع ويحفز المؤسسات على الدخول في هذه السوق بكل إمكانياتها المالية والتنظيمية.

➤ **من حيث التوسع الجغرافي:** لقد أثبتت الأسواق المالية الإسلامية قدرتها على التواجد في كثير من دول العالم الإسلامي، كما انتشرت المعاملات المالية الإسلامية في كثير من الأسواق العالمية المعاصرة، ويعتبر ذلك مؤشر على قدرة الأسواق المالية الإسلامية على الانتشار، وهو مؤشر نجاح وقدرة الأوراق المالية الإسلامية على المنافسة حتى في الأسواق التي لا تطبق أحكام الشريعة الإسلامية، فقد فتحت فروع للأسواق المالية الإسلامية داخل الأسواق التقليدية لحماية الأوراق المالية الإسلامية وهذا ما حدث فعلا في العديد من الأسواق مثل: سوق الكويت للأوراق المالية سوق البحرين وباكستان وإيران... الخ.

➤ **من حيث فقه وأسس الزكاة في الأوراق المالية:** لقد توصل الفكر الاقتصادي والمالي الإسلامي إلى مجموعة من القرارات التي تحقق الدراسة والاستفادة منها في التطبيق المعاصر وترجمتها إلى صورة عملية تساعد المسلم أو المؤسسة التي تنشط في السوق المالي الإسلامي، في تحديد وقياس زكاة الأوراق المالية، وتصميم نماذج محاسبة يسترشد بها المسلم المالك لهذه الأوراق في حساب زكاتها. ويعتبر هذا العنصر عامل تميز وتأکید على شرعية المعاملات المالية في السوق المالي الإسلامي من ناحية، ودليل إثبات لعدالته وارتباطه مع باقي مؤسسات الاقتصاد الإسلامي من ناحية أخرى، ويمثل هذا عاملا إيجابيا يساهم في زيادة القدرة الذاتية للسوق المالي الإسلامي على مواجهة التحدي الذي تفرضه المنافسة الخارجية للأسواق المالية المعاصرة².

¹ - مهديوي هند وآخرون، واقع وآفاق السوق المالية الإسلامية: دراسة تجارب لبعض البلدان الإسلامية والعربية، الملتقى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي، (الواقع، ورهانات المستقبل)، غرداية، الجزائر، يومي 23-24 فيفري 2011، ص ص: 14-15.

² - جمال لعمارة، رئيس حدة، مرجع سابق، ص: 16.

- فكرة إنشاء سوق مالية إسلامية موحدة: بما أن سوق رأس المال من أهم الأسواق التي تستند إليها التكتلات الاقتصادية من أجل تحقيق التكامل فيما بينها ورغم تأخر الدول الإسلامية في تحقيق التكامل في أسواق السلع والخدمات وأسواق العمل، فإن هذا لا يحول دون التعاون فيما بينها لإنشاء سوق مالية إسلامية موحدة وتحقيق العديد من المنافع كالتعاون والتضامن الاجتماعي وإيجاد وتطوير أدوات مالية إسلامية... الخ.
- قدرة السوق المالية الإسلامية على مواجهة الأزمات المالية: من أهم ما يتسبب في انهيار سوق الأوراق المالية المقامرات المضاربات المعاملات الربوية والاحتكار، فالسوق المالي الإسلامي بإمكانه مواجهة وعلاج هذه الأزمات من خلال منهجه المميز تبعاً لأحكام الشريعة الإسلامية ومن خلال:
- ✓ الالتزام بلقيم الإسلامية إيماناً وأخلاقاً وسلوكاً؛
 - ✓ تجنب المعاملات الربوية والبيع غير مشروعة وتطهير المعاملات من الاحتكار؛
 - ✓ عدم الإسراف والتبذير والتوجيه الرشيد للأموال في أوجه استخدامها المشروع؛
 - ✓ الابتعاد عن التدخلات من قبل المنظمات المالية والنقدية العالمية؛
 - ✓ القضاء على مصادر الشائعات والسيطرة على أصحاب رؤوس الأموال الكبيرة في السوق المالي¹.

¹ - حسين شحاتة، عطية فياض، مرجع سابق، ص: 98.

خلاصة الفصل

اتضح لنا من خلال هذا الفصل أن الأسواق المالية الإسلامية ظاهرة اقتصادية معاصرة، وفي ظل متطلبات العصر فهي ضرورة اقتصادية لكل مجتمع يرفض التعامل بالربا وكل أساليب الغش والتلاعبات و الاستغلال.

وقد استطاعت الأسواق المالية الإسلامية أن تتحول إلى منافس قوي للأسواق المالية التقليدية بل أصبحت كأم لها، تصحح أخطاءها وتعالج جروحها التي تصيبها، من خلال ما تتمتع به من مقومات وضوابط شرعية ومن خلال أدوات مالية مشروعة.

إلا انه وعلى الرغم مما تقدمه الأسواق المالية الإسلامية، ليس فقط للدول الإسلامية أو العربية فقط بل للعالم كله فالأسواق المالية الإسلامية تبقى حديثة النشأة وتشوبها نقائص كعدم توفر الخبرة الكافية كما تواجه الأسواق المالية الإسلامية مجموعة من المعوقات والصعوبات التي تقف أمام تطورها وتوسع نطاق عملها.

الفصل الثاني: أساسيات الهندسة المالية الإسلامية

تمهيد:

لقد شهد العالم مؤخراً عدة تغيرات اقتصادية التي كانت أحد أسبابها الأزمات المالية، مما أدت بالفقهاء الماليين والمستثمرين إلى التفكير في منهج بديل للهندسة المالية بمفهومها التقليدي، يحول دون الوقوع في مثل هذه الأزمات مرة أخرى، ولعل أفضل بديل لذلك يتمثل في الهندسة المالية في ظل ضوابط الشريعة الإسلامية (الهندسة المالية الإسلامية).

وبالتالي فالحاجة الماسة إلى ابتكار وتطوير أدوات مالية إسلامية تجمع بين المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية تحت غطاء ما يسمى بالهندسة المالية الإسلامية.

إلا أن الحديث عن الهندسة المالية الإسلامية يدفعنا للحديث عن مجموعة من العناصر، وعليه يتناول هذا الفصل أساسيات الهندسة المالية الإسلامية، حيث تناولنا في المبحث الأول عموميات الهندسة المالية التقليدية، أما في المبحث الثاني فتناولنا مدخل للهندسة المالية الإسلامية ويتمثل في التعريف والنشأة وأهم أسباب ظهورها، وفي المبحث الثالث والأخير تطرقنا لمنتجات الهندسة المالية الإسلامية.

المبحث الأول: عموميات الهندسة المالية التقليدية

تعتبر الهندسة المالية التقليدية الأداة الأنسب لتقديم المساعدة الفعالة لتحقيق الأهداف الإستراتيجية التي تخطط لها المؤسسات المالية الاقتصادية، وتسعى هذه المؤسسات إلى رسم سياسات مالية قوية لتطوير وابتكار منتجاتها وأدواتها المالية الجديدة، ومن خلال مبحثنا هذا سوف نتطرق إلى أهم أساسيات الهندسة المالية التقليدية.

المطلب الأول: مفاهيم عامة للهندسة المالية التقليدية

إن ظهور الهندسة المالية في عالم الاقتصاد والمال، أدى إلى بروز مجالات متعددة من الابتكارات التي ساهمت في توفير أدوات ومنتجات مالية جديدة، وستتطرق في هذا المطلب إلى كل من تعريف الهندسة المالية، نشأتها وأسباب ظهورها.

الفرع الأول: نشأة وأسباب ظهور الهندسة المالية التقليدية

إن الهندسة المالية لم تأتي لحد ذاتها بل هناك أسباب جاءت لأجلها، وفي هذا الفرع سنتعرف على نشأتها وأسباب ظهورها.

أولاً: نشأة الهندسة المالية التقليدية

منذ السبعينات من القرن الماضي (العشرين) وما أدت إليه التطورات في الاقتصاد العالمي، وما عرفته التعاملات الاقتصادية من تحرير مالي شامل للأسعار (أسعار الصرف، الفوائد الدائنة والمدينة، عوائد حقوق الملكية، السلع والخدمات) وتنامي آثار الثورة التكنولوجية لوسائل الإعلام والاتصال، كل ما سبق جعل من الأسواق العالمية والمؤسسات المالية الوسيطة (المصرفية والغير مصرفية) محاطة بمخاطر مالية أثرت تأثير واسع المدى على عوائد استثماراتها، وهذا ما أظهر ضرورة وجود أسلوب جديد لإدارة المخاطر.

ومن هنا ظهرت الهندسة المالية من خلال استحداث طرق تمويلية وأدوات مالية جديدة تسمح بتمويل احتياجات القطاعات الاقتصادية المختلفة¹.

كما يمكن تلخيص تطور مفهوم الهندسة المالية فيما شهدته الأسواق المالية العالمية من تطورات في مجالات الابتكارات المالية وتمثل في أربعة مراحل وهي²:

➤ اتساع وتعدد أدوات الاستثمار المتاحة في أسواق المال، مما أدى لزيادة سيولة السوق وإتاحة مزيد من التمويل عن طريق جذب المستثمرين وتقديم فرص جديدة للباحثين عن التمويل.

¹ - لخلو بوخاري، وليد عايب، آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وأثر الأزمة المالية على سوق الصكوك الإسلامية، ملتقى دولي أول لمعهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير حول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع... ورهانات المستقبل، المركز الجامعي برج بوعرييج، ص: 3.

² - محمد عبد الكريم قندوز، الأزمة الاقتصادية العالمية من المنظور الإسلامي، المؤتمر الدولي الرابع لكلية العلوم الإدارية حول: اتجاهات عالمية.

➤ إيجاد أدوات إدارة المخاطر والتي تمكنت من إعادة توزيع المخاطر المالية طبقاً لتفضيلات المستثمرين للمخاطر.

➤ تطوير أدوات المرجحة بين الأسواق بما يحسن التكاليف ويزيد العائد والانفتاح على الأسواق المالية.

➤ تعدد وتنوع استراتيجيات الاستثمار نتيجة لتعدد وتجدد أدوات الاستثمار (خاصة المشتقات المالية).

ثانياً: أسباب ظهور الهندسة المالية التقليدية

(الحاجة أم الاختراع)، هذه الفكرة تعتبر الأساس لأي حدث جديد في الحياة العادية أو الاقتصادية، فالهندسة المالية جاءت لتخفيض القيود المفروضة على المستثمرين وطالبي التمويل والتي تمثل تكلفة تعيق نشاط المؤسسات وتحد من توسعاتها وتفرعاتها وزيادة نشاطها، ومن العوامل الرئيسية التي ساعدت في ظهور الهندسة المالية هي¹.

➤ **الاحتياجات المختلفة للمستثمرين:** تقوم الوساطة المالية بتسهيل عملية تحويل الأموال من وحدات الفوائض المالية إلى وحدات العجز المالي حيث من الممكن للأفراد القيام بهذه العملية بأنفسهم من دون الحاجة لهذه الوساطة المالية، ولكن أصبح من المسلم به أن قيام الأفراد بهذا العمل يؤدي لفقد الفعالية والكفاءة، وعلى الرغم من ذلك فإن ظهور الاحتياجات الجديدة والمتطورة لوسائل تمويل مختلفة من حيث التصميم وتواريخ الاستحقاق جعل من العسير على هذه الوساطة المالية بصورتها التقليدية ومهامها القديمة من إشباع حاجات المستثمرين والمشاركين في أسواق المال، ولذلك ظهرت الحاجة لابتكار وابتداع وسائل جديدة لمقابلة هذه الحاجات².

➤ **تقنيات المعلومات ومفهوم السوق العريض:** أثرت تقنية الحاسوب على القطاع المالي بصورة كبيرة، سواء بمفهومه أو طريقة عمله، فقد أثر الحاسوب على أشياء أساسية في السوق مثل ماهية النقود نفسها وكيفية حفظها، وعلى كيفية تحويل الأموال بين العملاء، ولكن ظهور شبكات الاتصال ساعد على تحويل الأسواق العالمية المتعددة والمنفصلة إلى سوق مالي كبير، تنعدم فيه الحواجز المكانية والزمانية، ويصل مداه إلى مدى وصول المعلومة المرسل³.

➤ **ظهور مفهوم بالكفاءة والفعالية:** تعنى الفعالية في السوق المالي مدى مقدرة السوق على مقابلة احتياجات المشاركين فيه، بينما تعنى الكفاءة المدى الذي تستطيع فيه هذه الأسواق مقابلة هذه الاحتياجات بتكلفة قليلة، أو بوفرات ملحوظة⁴.

¹ - محمد كريم قروف، الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع... ورهانات المستقبل، المركز

الجامعي بغرداية، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، يومي 23-24 فيفري 2011، ص: 4.

² - المرجع نفسه، الصفحة نفسها.

³ - المرجع نفسه، الصفحة نفسها.

⁴ - محمد كريم قروف، مرجع سابق، ص: 5.

الفرع الثاني: تعريف الهندسة المالية التقليدية

تعتبر الهندسة المالية أداة مهمة في عالم الأعمال المعاصرة، لذا نجد العديد من الباحثين وتعدد واختلاف تعاريفهم للهندسة المالية.

تعرف الهندسة لغة على أنها العلم الرياضي الذي يبحث في الخطوط والأبعاد والسطوح والزوايا والكميات أو المقادير المادية من حيث خواصها وقياسها أو تقويمها وعلاقتها ببعضها البعض، ومنها الهندسة التطبيقية أو العملية التي تعني فن الإفادة من المبادئ والأصول العلمية في بناء الأشياء وتنظيمها وتقويمها¹.

أما الهندسة المالية اصطلاحاً فهي مشتقة من الكلمة الإنجليزية (engineering) والمعروفة عامة بأنها مجموعة من الأنشطة الفكرية التي تسهم في تصميم العمل بطريقة عقلانية وعملية، مع ضمان تكامل مختلف التنظيمات التي تساعد على تحقيقه، والمالية (financial) هي مصدر صناعي من مال (funds) يختص بدراسة تدبير المواد المالية².

➤ **تعريف روبنسون:** شبه روبنسون الهندسة المالية بالهندسة المعمارية، والمهندس المالي بالمهندس المعماري وأدوات الهندسة المالية بالأدوات المعمارية، والتي يمكن من خلالها استعمال العديد من التشكيلات والمراكز المالية المختلفة، وكذلك الاعتماد على النماذج والأساليب الكمية المدروسة بعناية وإمكانية تصميم التشكيلات المختلفة باستخدام الأدوات المالية المبتكرة³.

➤ **تعريف ماسون:** يركز ماسون على أن الهندسة المالية تساعد في تنمية ابتكارات تسهم في تحسين ما يسمى ب: الاقتصاد الحقيقي، إلا أن النجاح في ذلك مرهون بالمفهوم الحقيقي للهندسة المالية، الذي يرتبط بالمهمة الوظيفية التي يوجهها الابتكار المقدم⁴.

➤ **وجهة نظر الأسواق المالية:** فالهندسة المالية هي وصف تحليلي لبيانات محصلة من السوق المالي بطريقة علمية، كالحوارزمية الرياضية أو النماذج المالية، حيث تستخدم الهندسة المالية في السوق المالي كثيراً مع إجراءات (تغييرات إضافية عليها)، خاصة في تجارة العملات، تسعير الخيارات و أسهم المستقبلات..... الخ، حيث يساعد استعمال تقنيات الهندسة المالية للمهندسين في فهم سير عملية السوق المالي، ومنه فهم أفضل من طرف المتعاملين في السوق، وهذا مهم جداً بالنسبة للمتعاملين، فسرعة ودقة المعلومات أساسية في اتخاذ القرارات⁵.

¹ - أحمد شعبان محمد علي، دور الهندسة المالية في تطوير الصيرفة الإسلامية، دار التعليم الجامعي، ط1، مصر، 2019، ص:17.

² - المرجع نفسه، ص: 18.

³ - رابح أمين المانسيح، الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، تخصص نقود وبنوك، 2010/2011، ص: 15-16.

⁴ - أحمد شعبان محمد علي، مرجع سابق، ص: 24.

⁵ - محمد كريم قروف، مرجع سابق، ص: 3.

➤ من وجهة نظر منشآت الأعمال (finery 1988): فهي تعني تصميم وتطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة، وتقديم حلول خلاقة ومبدعة للمشكلات المالية¹.

المفهوم الشامل للهندسة المالية التقليدية:

يمكننا القول بأن الهندسة المالية ما هي إلا تصميم، وابتكار، وتطوير، وتنفيذ للأدوات المالية، والوصول إلى حلول إبداعية لمشاكل التمويل الاقتصادي على مستوى الأسواق والمؤسسات المالية، ومن خلال المفاهيم السابقة نجد أن الهندسة المالية تتضمن ثلاث أنواع من الأنشطة وهي²:

- ابتكار الأدوات المالية الجديدة.
- ابتكار آليات تمويلية جديدة لتخفيض التكاليف.
- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة الديون والسيولة.

الشكل رقم (02): يوضح عملية سير مراحل الهندسة المالية التقليدية



المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على عدة مراجع.

الفرع الثالث: أهمية خطوات الهندسة المالية التقليدية

للهندسة المالية خمس خطوات تمر بها، وكذا تبرز أهميتها من خلال دور الموازنة بين عدة أهداف سنتعرف عليها من خلال هذا الفرع.

أولاً: أهمية الهندسة المالية التقليدية

1. أهمية إدارة المخاطر: هي عملية تحديد وتقييم وتحكم المؤسسة في التهديدات التي تواجه رأس المال والأرباح³.

¹ - عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية الإسلامية (بين النظرية والتطبيق)، مؤسسة الرسالة ناشرون، ط1، بيروت، 2007، ص:28.

² - محمد كريم قروف، مرجع سابق.

³ - غسان محمد خليل النجار، أثر إدارة المخاطر لدى أصحاب المشاريع الريادية في تحقيق الميزة التنافسية لمشاريعهم (دراسة حالة مشاريع حاضنة الأعمال والتكنولوجيا في الجامعة الإسلامية)، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، جامعة الإسلامية بغزة، كلية التجارة، تخصص إدارة أعمال، 1439/2017، ص: 8.

إن استخدام المشتقات المالية والتي تعد أحد أدوات الهندسة المالية، في التحوط يهدف إلى حماية الاستثمارات من مخاطر التغيرات في الأسعار أو معدلات الصرف أو الفائدة، وهي بذلك تساعد المنشآت في إدارة مخاطرها المالية بشكل يساهم بفاعلية في خفض المخاطر، والتي تكتسي أهمية كبيرة في المؤسسات المالية، حيث تمكنها مسبقاً من تجنب الآثار السلبية وذلك من خلال مجموعة إجراءات لتحديد هذه المخاطر وقياسها والرقابة عليها وبالتالي تمكنها من أداء نشاطها¹.

2. أهمية إدارة السيولة: نظراً لأهمية السيولة في أداء مختلف العمليات والأنشطة والوفاء بمختلف الالتزامات، وجب على المؤسسات المالية توليها أهمية خاصة لأن نقص السيولة أو وجود فائض فيها لها تأثير على المؤسسة².

3. المنافسة المالية والقيود القانونية:

➤ **المنافسة المالية:** تعمل المؤسسات المالية على دفع عجلة الابتكار المالي من أجل استحداث منتجات مالية جديدة وتطوير أخرى قائمة بهدف تلبية مختلف الاحتياجات³.

➤ **تجاوز القيود القانونية:** تنشيط المؤسسات المالية في بيئة تفرض الكثير من القيود القانونية والتنظيمية وهو الأمر الذي جعلها تفكر في إيجاد حلول مناسبة لتجاوزها، وكان ذلك من استخدام الهندسة المالية⁴.

ثانياً: خطوات الهندسة المالية التقليدية

وتسطر خطوات الهندسة المالية في خمس عمليات كالتالي⁵:

- **التشخيص:** المقصود منه التعريف بطبيعة المشكلة ومصدرها الأساسي.
- **التحليل:** أي إيجاد الحلول المناسبة للمشكلة في ظل النظام الحالي للمؤسسة، ويعتبر الحل الأفضل أداة أو مجموعة من الأدوات المالية الجديدة.
- **الإنتاج:** خلق أدوات مالية جديدة من خلال تعهد طرفي الصفقة بهذه الأداة، أو تشكيلها من خلال إستراتيجية تداول ديناميكية، أو من خلالها معاً.
- **التسعير:** تحديد تكلفة الإنتاج وهامش الربح.

¹ - سرارمة مرهم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008 (دراسة تحليلية)، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية، جامعة منتوري (قسنطينة)، 2011-2012، ص: 68.

² - المرجع نفسه، الصحة نفسها.

³ - أمال لعمش، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية (دراسة نقدية لبعض المنتجات المصرفية الإسلامية)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم التجارية، جامعة سطيف، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص دراسات مالية ومحاسبة، 2011-2012، ص: 68.

⁴ - أمال لعمش، مرجع سابق، ص: 69.

⁵ - خلف الله بن يوسف، الهندسة المالية، محاضرات في مقياس الهندسة المالية، جامعة بافلو، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، مالية مؤسسة، 2016/2017.

- **التخصيص:** من خلال إيجاد أداة تلائم المتطلبات الخاصة بكل عميل، حيث يجب الأخذ بعين الاعتبار المبادلة بين التكاليف والمنافع في تحديد إجراء تغييرات مفصلة لتناسب احتياجات كل فرد بشكل دقيق، والملاحظ أنه في كثير من الحالات تكون المشكلة التي يراد حلها موجودة عند أكثر من عميل.

المطلب الثاني: أسس الهندسة المالية التقليدية

تعد الهندسة المالية هي شريان الحياة للإبداع المالي، ولديها العديد من المبادئ والأهداف، لعل أهمها تتمثل سنتناوله في هذا المطلب.

الفرع الأول: مبادئ الهندسة المالية التقليدية

من أهم المبادئ التي تركز عليها الهندسة المالية التقليدية مايلي¹:

- يجب أن يكون الربح حقيقياً بعيداً عن الأنشطة الاقتصادية الوهمية أو الغير فعلية من المضاربات والتضخم في الأسعار والممارسات المالية غير العادية.
- يجب أن يكون التمويل نشاطاً بسيطاً بغرض الإنتاج وتحقيق العائد المناسب الذي يغطي المخاطر.
- من الضروري تحقيق التوازن في السوق النقدي ليقابل التوازن السلعي وكذلك أسواق العمل مما يؤدي إلى تكامل التشغيل الاقتصادي لموارد الدولة .
- يجب أن تدار الوظيفة المالية بالتركيز على المتغيرات الاقتصادية الداخلية بالشركة والأبعاد البيئية المحيطة بما يحقق التوازن والاستقرار والربحية والتحكم في المخاطر المالية وتخفيض تكلفة التمويل وتنمية مصادر بديلة له.
- قياس نتائج القرارات المالية في الأجل الطويل والقصير من حيث العائد والتكلفة والمخاطرة.
- ضرورة تطابق أهداف المنظمات مع أهداف الإدارة المالية فيها.
- يجب أن تكون المؤسسات المالية أجهزة وسيطة لخدمة عجلة الإنتاج.
- الوظيفة المالية هي المرآة العاكسة والفعلية لدورة حياة المشروع وترشيد القرار المالي في كل مرحلة يعكس النجاح المالي في المرحلة التالية، وترتبط كل مرحلة من مراحل النمو بقرار التمويل والاستثمار ويظهر ذلك في دراسات جدوى المشروعات وفي التصفية والاندماج والانفصال.
- - إيجاد وتطوير مجموعة متنوعة من الأدوات المالية المستحدثة² .
- - تحسين سيولة السوق المالية بصورة عامة، والمتعاملين بأدوات الهندسة المالية بصورة خاصة³ .

¹ - فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية للطباعة، د ط، مصر، 2009، ص: 41-42.

² - سرارمة مريم، مرجع سابق، ص: 09.

³ - المرجع نفسه، ص 10.

الفرع الثاني: أهداف الهندسة المالية التقليدية

الهندسة المالية إبداع مالي يسعى لتحقيق أهداف أساسية ورئيسية في السوق والمؤسسات المالية، من أهم هذه الأهداف نذكر مالي¹:

- التحوط: حيث يعرف التحوط بأنه الإجراءات التي تتخذ لحماية المال من التقلب الغير متوقع والغير مرغوب للعائد، ويعرف أحيانا بالخطر المالي، وذلك عن طريق التحكم في المخاطر وأدارتها واستخدام التنوع في الأصول المالية.
- المضاربة: وهي عملية تداول الأوراق المالية قصد تحقيق أرباح من توقعات الأسعار في المستقبل.
- المراجعة: وهي عملية تمكن المستثمرين من الحصول على أرباح لا يمكن لأي كان الحصول عليها وذلك بسبب عدم التوازن في السوق، حيث يقوم المستثمر بشراء سلع ذات سعر منخفض في السوق، ثم يبيعها بسعر مرتفع في سوق آخر وبذلك يكون قد استفاد من الفارق في السعر بين السوقين، حيث تهدف الهندسة المالية إلى من خلال المراجعة إلى ابتكار فرص خالية من المخاطر.
- إدارة الأصول والخصوم: إعطاء الاستراتيجيات الحديثة للمؤسسات على خصومها.

وهناك أهداف أخرى للهندسة المالية تتمثل في:²

- خلق استراتيجيات مرنة لضمان سرعة تكيف وخصائص وطرف عمل الأدوات المالية وتحقيق الابتكار والتجديد لتنماشى مع متغيرات أسواق رأس المال.
- ضمان الأدوات المالية المساعدة على خلق تمويل المؤسسات بما يضمن لها تحريك عجلة الإنتاج .
- خفض حجم المخاطرة المالية وذلك بإيجاد وتطوير مجموعة متنوعة من الأدوات المالية المستحدثة .
- إعادة هيكلة التدفقات النقدية للإدارة مالية وتقليل تكاليف المعاملات، وتعزيز فرص تحقيق الأرباح .
- تحسين سيولة السوق المالية بصورة عامة والمتعاملين بأدوات الهندسة من خلال إفساح المجال للتعامل مع مجموعة واسعة من الأدوات الجديدة، والتي تتميز بالسيولة العالية نسبيا.

الفرع الثالث: مجالات استخدام الهندسة المالية التقليدية

يتحدد نطاق استخدام الهندسة المالية بثلاث مجالات رئيسية كالتالي:³

المجال الأول: يتمثل في ابتكار أدوات مالية جديدة، على سبيل المثال: ابتكار سندات أو الأسهم وعقود المبادلة.

¹ - إخلص باقر هشام النجار، الهندسة المالية الإسلامية، جامعة بصرة، ط1، العراق، 2019، ص:19.

² - عبد الكريم قندوز، مرجع سابق، ص: 50-52.

³ - عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي، المؤتمر الدولي الرابع نحو: اتجاهات عالمية (الأزمة الاقتصادية العالمة من منظور الاقتصاد الإسلامي)، جامعة الكويت، كلية العلوم الإدارية والاجتماعية، يومي 15-16 ديسمبر 2010، ص:07.

المجال الثاني: يتمثل في ابتكار عمليات جديدة تسعى لحفظ تكاليف المعاملات، على سبيل المثال: التسجيل على الرف، سمسار الخصم والتداول الإلكتروني للأوراق المالية.

المجال الثالث: يتمثل في ابتكار حلول للمشكلات المالية التي تواجه منشآت الأعمال، على سبيل المثال: ابتكار إستراتيجيات جديدة لإدارة مخاطر الاستثمار أو أنماط لإعادة هيكلة منشآت الأعمال ومنه لتفادي البعض من المشاكل، وعلى سبيل المثال: عمليات تحويل شركة من شركة مساهم لشركة ذو ملكية خاصة.

المطلب الثالث: أدوات الهندسة المالية التقليدية والغرض من استخدامها

نقصد بأدوات الهندسة المالية كل ما يستخدمه المدير أو المهندس المالي في تحقيق أهداف المؤسسة المالية، وقد جرت العادة على أن أدوات الهندسة المالية هي المشتقات المالية بالدرجة الأولى، حيث انتشرت في الآونة الأخيرة اتجاهات حديثة بأشكال متعددة في مجال صناعة الأوراق المالية الغرض منها حماية المستثمر من المخاطر، وفي هذا المطلب سنتعرف على أهم أدوات الهندسة المالية.

الفرع الأول: أدوات الهندسة المالية التقليدية

قبل التطرق لمختلف أنواع المشتقات المالية يجب التطرق لتعريفها أولاً:

أولاً: المشتقات المالية:

يتم تعريف المشتقات المالية كالتالي:

1- تعريفها:

هي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (أسهم، سندات، سلع، عمولات أجنبية... الخ)، حيث تسمح هذه المشتقات للمستثمر بتحقيق أرباح أو خسائر على أداء الأصل، وتتمثل أهم هذه المشتقات في عقود الخيار، عقود آجلة، عقود مستقبلية و عقود المبادلات¹.

2- أنواعها:

ورد في التعريف المشتقات المالية أهم أنواعها، وفي هذا البند سيتم التعرف على هذه الأنواع، ولكن دون العقود الآجلة لأن العقود المستقبلية هي في الأصل عقود آجلة.

✓ **عقود الخيارات:** هو اتفاق بين طرفين لفترة متفق عليها، يعطي العقد لصاحبه الحق وليس الالتزام في شراء أو بيع عدد معين من أصل معين (أسهم مثلاً) بسعر محدد سلفاً (سعر التنفيذ أو سعر الممارسة)،

¹ - مسعودة بن لخصر، عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال (دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة 2009-2014)، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، 2014/2015، ص50.

ومن أجل ممارسة حقه يقوم مشتري الخيار دفع علاوة لبائع الخيار (محرر العقد)¹، ومن أهم أنواع الخيارات هي:

الأنواع الرئيسية: وتتكون من أهم وأشهر ثلاث أنواع لعقود الخيارات هي²:

➤ **عقد خيار شراء:** هو عقد يعطي حائزه الحق في شراء الأصل محل العقد في تاريخ معين ومقابل سعر معين.

➤ **عقد خيار بيع:** هو عقد يعطي حائزه الحق في بيع الأصل محل العقد في ميعاد معين ومقابل سعر معين.

➤ **عقد خيار مزدوج:** أو ما يسمى بالمركب أو المختلط وهو عقد يجمع بين خيار البيع وخيار الشراء، وبمقتضاه يصبح لحامله الحق في أن يكون شارياً للأوراق المالية محل التعاقد أو بائعاً لها، وذلك رهن بمصلحة الشاري حيثما كانت، فإذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة العقد كان شارياً، وإذا انخفضت كان بائعاً³.

حسب تاريخ التنفيذ: ويمكن التمييز بين هاذين العقدين كالتالي⁴.

➤ **عقد خيار أمريكي:** هو حق اختيار (شراء/بيع) وممارسة هذا الحق أو تنفيذه يكون في أي وقت خلال الفترة الممتدة بين إبرام العقد وتاريخ انتهائه.

➤ **عقد خيار أوروبي:** هو حق اختيار (شراء/بيع) غير أن تنفيذه يكون في الموعد المحدد لإنهاء العقد.

حسب التغطية: فتتميز كل منهما على الأخرى ب⁵:

➤ **عقد خيار مغطى:** هو عقد يملك فيها محرر العقد الأصول التي هي موضع العقد.

➤ **عقد خيار غير مغطى:** هو حق اختيار (شراء/بيع) لا يكون فيه المحرر العقد مالكا للأصل الذي يتم التعاقد بشأنه.

¹ - سامي بن إبراهيم سويلم، مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي، مركز أبحاث الإقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، 2011، ص: 90.

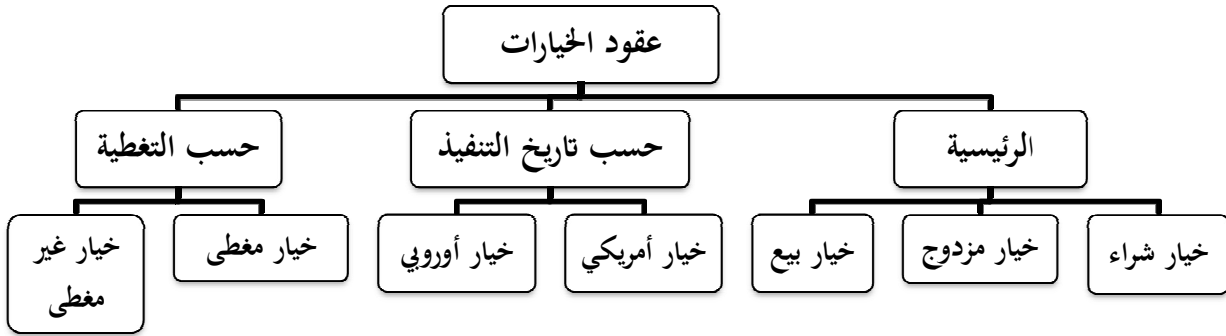
² - طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (مفاهيم - إدارة المخاطر، الحاسبة)، سلسلة البنوك التجارية (قضايا معاصرة)، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، ج5، ص: 18.

³ - مصطفى عبد الغفار عباس خليفة، عقود خيارات الأسهم في الأسواق المالية (دراسة فقهية مقارنة)، حولية كلية الدراسات الإسلامية والعربية للبنات بالإسكندرية، م1، ع35، ص: 150.

⁴ - نورين بومدين، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية، مجلة دورية نصف سنوية تصدر عن كلية الإدارة والاقتصاد، م5، ع10، 2013، ص: 129.

⁵ - فتحي عبد الحميد عبد العظيم، عقود الخيارات كأداة للتعامل في سوق الأوراق المالية، ملتقى القوانين، 2015.

الشكل رقم (03): يوضح أنواع عقود الخيارات



المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على عدة مراجع.

✓ **عقود الآجلة والعقود المستقبلية:** إن العقود المستقبلية هي في الأصل عقود آجلة وعلى غرار هذا فإن هذه العقود هي اتفاق بين طرفين تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع أصل معين، بسعر محدد مسبقاً، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل¹.

وهناك اختلاف بسيط بينهما هو أن العقود المستقبلية تغطي لها معايير موحدة والعقود الآجلة لها معايير غير موحدة أي غير مقيدة يتم الاتفاق عليها بين الطرفين²، وهناك نوعان للعقود الآجلة وهي³:

➤ **العقود الآجلة لأسعار الفائدة:** وتستخدم هذه العقود في الحماية من تقلبات أسعار الفائدة، حيث يتم الاتفاق على سعر الفائدة على قرض معين يتم الحصول عليه في المستقبل، ويتم تثبيت سعر الفائدة من تاريخ الاتفاق وحتى تاريخ التنفيذ.

➤ **العقود الآجلة لأسعار الصرف:** وهي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع كمية من عملة أجنبية مقابل عملة محلية وذلك في تاريخ آجل وبسعر يتم الاتفاق عليه عن كتابة العقد ويتم تثبيته حتى تاريخ التنفيذ، وتستخدم هذه العقود للحماية ضد تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، إلا أنه يأخذ عليها عدم قابليتها للتحويل والتنازل عنها، ولا يمكن الاستفادة من تحرك أسعار الصرف عند تنفيذ العقد مستقبلاً نظراً للالتزام بسعر تم تحديده مسبقاً⁴.

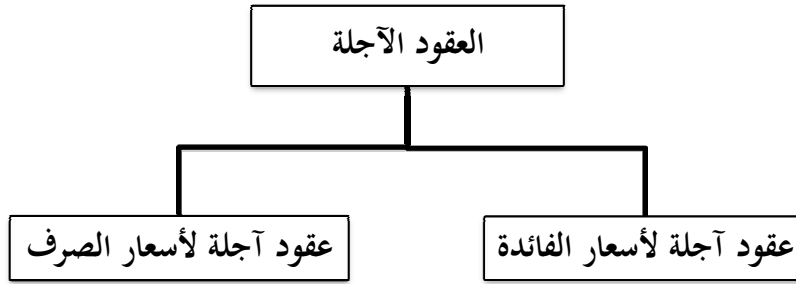
¹ - زاهرة يونس محمد سودة، تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية (من النواحي القانونية والفنية والضريبية والشرعية)، أطروحة مقدمة لاستكمال درجة الماجستير في المنازعات الضريبية، كلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية في نابلس، فلسطين، 2006، ص: 48.

² - سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية (دراسة حالة البنك BNP PARIBAS)، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، جامعة قسنطينة، كلية العلوم الاقتصادية، تخصص بنوك وتأمينات، 2006/2005.

³ - إخلاص باقر هاشم النجار، الهندسة المالية الإسلامية، جمهورية العراق، ط1، 2018، د م ن، ص: 69.

⁴ - أحمد نعمه عبد النافعي، المحاسبة عن المشتقات المالية (الاستثمار في شركات التأمين)، دار التعليم الجامعي للطباعة، د ط، الإسكندرية، د ت ن، ص: 38.

الشكل رقم (04): يوضح أنواع العقود الآجلة

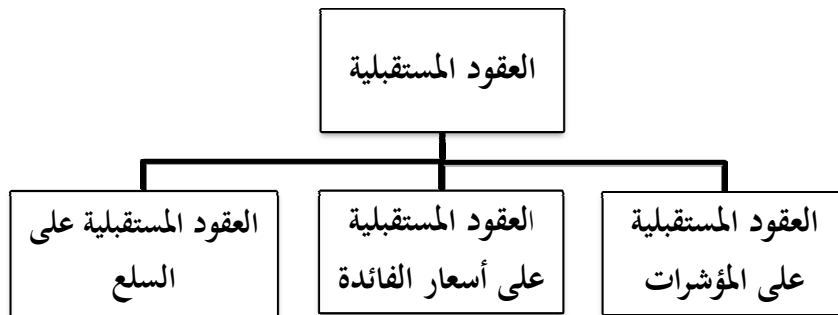


المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على عدة مراجع.

أما عن أنواع العقود المستقبلية فهي¹:

- **عقود مستقبلية على أسعار الفائدة**: هي العقود التي تتم بين مشتري العقد وبائع العقد، أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن التي تم عنها الاتفاق في البداية، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة.
- **العقود المستقبلية على المؤشرات**: هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محددين مسبقاً، وتكون قيمة العقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثانية تحلدها البورصة مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم يتعامل في العقد وسعر شراء العقد².
- **عقود مستقبلية على سلع**: هو بمثابة عقد بين الطرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الطرف الثاني مقداراً محددًا من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد.

الشكل رقم (05): يوضح أنواع العقود المستقبلية



المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على عدة مراجع.

- ✓ **عقود المبادلات**: وتسمى أيضاً بعقود المقايضات، هي عبارة عن التزام طرفي العقد عن مبادلة تدفق نقدي معين، أو أصل معين، بموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد، ويتم تسوية المتحصلات مرة

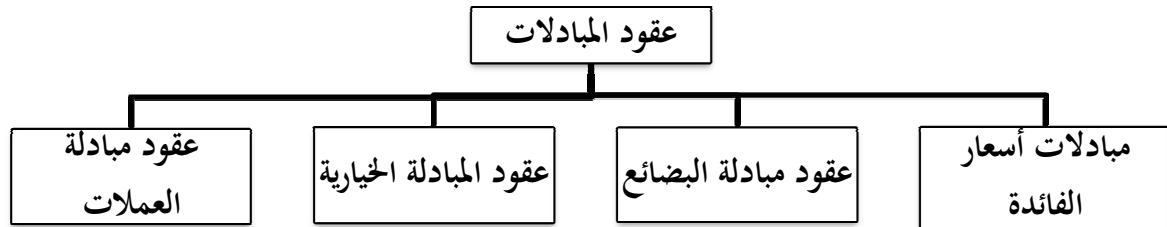
¹ - عبد القادر حيرش، الهندسة المالية، محاضرات تخصص مالية البنوك والتأمينات، 2018/2017، ص: 52.

² - المرجع نفسه، الصفحة نفسها.

واحدة، ولذلك تعرف على أنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ¹، وتمثل أنواع هذا النوع من العقود في²:

- **مبادلة العملات:** (وتسمى مبادلة أسعار الصرف) وتتضمن عملية مبادلة بين عملتين معينتين بشراء أحدهما، وبيع الأخرى على أساس السعر الفوري ، وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر المبادلة (السعر الآجل) التي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة السائد حينئذ على الإيداع والإقراض لكل من العملتين³.
- **مبادلة أسعار الفائدة:** وهي عبارة عن اتفاق بين طرفين على تبادل معدلات فائدة متغيرة (أو معومة) بمعدلات فائدة ثابتة على مبلغ محدد بعملة معينة.
- **المبادلة الخيارية:** وهي عبارة عن خيار الدخول في مبادلة معينة بتاريخ محدد في المستقبل، ومثالها : مبادلة سند بفائدة ثابتة بسند بفائدة متغيرة في وقت معين.
- **المبادلة الآجلة:** هي عقد لأسعار الصرف أو الفائدة، إلا إنه يتفق فيه على أن يتم التنفيذ مستقبلاً في تاريخ محدد.

الشكل رقم (06): يوضح أنواع عقود المبادلات



المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على عدة مراجع.

ثانياً: التوريق:

يعرف على أنه جعل الدين في ذمة الغير في المدة مابين ثبوته في الذمة وحلول آجاله صكوكاً قابلة للتداول في السوق الثانوية⁴.

¹ - مصطفى عبد الغفار عباس خليفة، مرجع سابق، ص: 138.

² - حسين على محمد مناع، أدوات التحوط في المعاملات المالية وأحكامها الشرعية، ندوة علمية حول: التحوط في المعاملات المالية (الضوابط والأحكام)، التي يعقدها مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منتدى فقه الإقتصاد الإسلامي، الدورة الثانية، يومي: 26-27 أبريل 2016، ص: 41.

³ - المرجع نفسه، الصفحة نفسها.

⁴ - نورين بومدين، مرجع سابق، ص: 132.

أو بمعنى أوسع يعرف في اللغة بأنه إخراج الأوراق أما في الاصطلاح فهو تحويل القروض وأدوات الديون غير السائلة إلى أوراق مالية سائلة (أسهم وسندات) قابلة للتداول في أسواق المال، وهي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو مالية، ذات تدفقات نقدية متوقعة، ولا تستند إلى مجرد القدرة المتوقعة للمدين على السداد من خلال التزامه العام بالوفاء بالدين¹.

الفرع الثاني: الغرض من استخدام المشتقات المالية وعملية التوريق

تستخدم هذه المشتقات المالية وكذا عملية التوريق من خلال إستراتيجية معينة لتحقيق عدة أغراض كالتحوط ضد المخاطر المالية وتقلبات أسعار الصرف وسعر الفائدة و توفير السيولة، كما تستخدم للمضاربة أيضا لتحقيق أرباح من خلال الاستفادة من فوارق الأسعار، تعتمد أيضا في تعاملاتها لإدارة السيولة من خلال تحويل قروض وأدوات ديون غير سائلة إلى أوراق مالية سائلة أو تحويل التزامات طويلة المدى إلى قصيرة المدى أو العكس، كما تستخدم أيضا في توفير مصادر تمويل متنوعة².

إن أهم ما يميز المشتقات المالية هو عدم وجود تبادل فعلي للأصول بين البائع والمشتري، ولا تملك البائع للأصل، والغرض الأساسي من استخدامها هو تبادل المخاطر وليس الأصل، لهذا فإن تسوية العقد تتم غالبا من خلال فروق الأسعار وليس نقل ملكية الأصل، والجدول التالي يوضح أهم الأغراض التي جاءت من أجلها هذه المشتقات وعملية التوريق:

الجدول رقم (01): أهم الأغراض التي جاءت من أجلها المشتقات المالية وعملية التوريق

| نوع العقد | غرض الاستخدام | نتيجة الاستخدام |
|--------------------|---|---|
| 1. عقد الخيار | <ul style="list-style-type: none"> _التغطية ضد المخاطر _الاستثمار _المضاربة | <ul style="list-style-type: none"> _تفادي الخطر مهما كانت اتجاهات الأسعار. _تحقيق أعلى معدل في حالة تطور الأسعار إلى الأعلى. _تحقيق الربح في حالة تطور الأسعار في مصلحة المضارب أو خسارة في حدود المكافأة. |
| 2. العقد المستقبلي | <ul style="list-style-type: none"> _التغطية الكاملة. _التغطية بأصل مختلف. _المضاربة. | <ul style="list-style-type: none"> _تفادي الخطر كليا و جزئيا مهما كانت اتجاهات الأسعار. _تحقيق الربح في حالة تطور الأسعار في مصلحة المضارب. |

¹ - يوسفات علي وبوزيان رحمان، التوريق والأزمة المالية العالمية، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية (النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً)، يومي 5-6 ماي 2009، ص: 3.

² - منيرة عباس، الطوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، 18 جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 8001، ص: 3، وطارق عبد العال حماد: المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، الدار الجامعية، د ط، الإسكندرية - مصر، 2001، ص: 2.

| | | |
|---|--|---------------------------------|
| <p>_تفادي الخطر كلياً وجزئياً مهما كانت اتجاهات الأسعار. _تحقيق الربح في حالة تطور الأسعار في مصلحة المضارب.</p> | <p>_التغطية الكاملة. _التغطية لأصل مختلف. _المضاربة.</p> | <p>3. العقد الأجل</p> |
| <p>_فعالة في تغطية المخاطر لمدة طويلة خاصة في العملات. _تحقيق أرباح معتبرة عند حدوث تغيرات حادة في سعر العملات. _الاستفادة من الميزة التي يمتلكها الطرف الثاني للعقد في أحد فروع السوق. _دخول أسواق عن طريق الطرف الثاني للعقد.</p> | <p>_التغطية ضد الخطر. _المضاربة في العملات وأسعار الفائدة . _تخفيض تكلف التمويل . _الاستثمار في أسواق جديدة.</p> | <p>4. عقود المبادلات</p> |
| <p>-مواجهة عمليات إقراض جديدة. -الوفاء بالالتزامات المالية اتجاه الغير . -تأمين نسبة معينة من موجودات البنك على شكل ديون.</p> | <p>-السيولة النقدية. -قابلية انتقال الملكية. -قابلية تقسيم الدين لحصص. -التقليل من المخاطر الائتمانية. -الرغبة في زيادة رأس المال.</p> | <p>5. التوريق</p> |

المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على: الوردي خدومة، دور المبتكرات المالية في مواجهة المخاطر المالية وتحقيق استقرار المؤسسة المالية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، جامعة الحاج لخضر ، باتنة، 2014_2015، ص: 68.

المبحث الثاني: مدخل الهندسة المالية الإسلامية

عند فشل الهندسة المالية التقليدية في منع وقوع الأزمات وتوفير حلول ناجعة لها، يجد النظام الإسلامي نفسه بديلاً بما يتوفر له من آليات ومنتجات وذات كفاءة مبنية على الاقتصاد الحقيقي وقادرة على مواجهة التغيرات الاقتصادية ووقوع الأزمات ومنه الخروج بمقدرة التمويل الإسلامي.

المطلب الأول: ماهية الهندسة المالية الإسلامية وأسباب ظهورها

يعد مصطلح الهندسة المالية الإسلامية من المستجدات في الصناعة المالية العالمية الأمر الذي يستوجب علينا التعرف على تاريخه ومفهوم ومدلول الهندسة المالية في إطار الشريعة الإسلامية، إضافة إلى محاولة تحديد أسباب ظهورها.

الفرع الأول: نشأة وأسباب ظهور الهندسة المالية الإسلامية.

من حيث الواقع فالهندسة المالية الإسلامية وجدت منذ أن جاءت الشريعة الإسلامية بأحكامها المطهرة وهذا الفرع سيتم تاريخها وأسباب ظهورها.

أولاً: نشأة الهندسة المالية الإسلامية

قبل أكثر من 14 قرن ظهرت ما تسمى بالهندسة المالية الإسلامية أي مع مجيء الشريعة الإسلامية بالأحكام الشرعية حيث دعت هذه الأخيرة إلى الإبداع والابتكار لحل المشاكل المالية وإشباع الحاجات الاقتصادية للمسلمين، ضمن القواعد والضوابط الشرعية¹، وربما كان توجيه النبي ﷺ لبلال المازني رضي الله عنه، حين أراد أن يبادل التمر الجيد بالتمر الرديء، فقال رسول الله ﷺ «لا تفعل، بع الجمع بالدرهم واشتر بالدرهم جنيهاً»²، إشارة إلى أهمية البحث عن حلول تلبي الحاجات الاقتصادية دون التخلي عن الأحكام الشرعية³.

والملاحظ أن الشريعة الإسلامية لم تأت بتفصيل هذه الحلول بل بتفصيل ما لا يحل من المعاملات المالية، في الأصل في معاملات الإباحة إلا إذا جاء النص بتحريمها، وكما يقال أن ما ليس لها دليل إلا ما تكون محرمة، ولهذا فـ **«كل الطعام كان حلالاً لبني إسرائيل إلا ما حرم إسرائيل على نفسه...»**⁴، ولهذا

¹ - مختار بونقاب وآخرون، دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير منتجات المؤسسات المالية الإسلامية غير المصرفية، مجلة الآفاق للبحوث الدراسات، م1، ع2، جوان

2018، ص: 111.

² - رواه البخاري.

³ - سامي السويلم، صناعة الهندسة المالية (نظرات في المنهج الإسلامي)، مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، بيت المشورة للتدريب، د ط، الكويت، 2004، ص:

10.

⁴ - سورة آل عمران، الآية رقم (93).

فإن الشريعة الإسلامية منعت دائرة الممنوع وأبقت دائرة المشروع متاحة للجهد البشري في الابتكار والتجديد، ولم يكن هدفها منع دائرة الابتكار¹.

ثانياً: أسباب ظهور الهندسة المالية الإسلامية

إلى وقتنا هذا الأدوات المالية الإسلامية هي نفسها التي تم تطويرها منذ قرون، والمقصود هنا أنه تم تطويرها لتتماشى مع حاجات المجتمعات، ومن الممكن كونها مفيدة في ابتكار وتطوير العقود الإسلامية المعاصرة، كما لا يمكن الالتزام بها فقط، فالأسواق المالية أصبحت أكثر تعقيداً وتنافسية، وهنا تبرز الحاجة للبحث عن حلول مالية إسلامية من عدة جوانب مذكورة أدناه²:

➤ **انضباط قواعد الشريعة الإسلامية:** يشترط في منتجات الهندسة المالية الإسلامية الكفاءة الاقتصادية

والالتزام بالأحكام والضوابط الشرعية، ولهذا مطلوب البحث للوصول للهدف المسطر، أي البحث عن حلول التي تلي الاحتياجات الاقتصادية مع استيفاء متطلبات القواعد الشرعية³.

➤ **تطور المعاملات المالية:** تجمع المعاملات في الإسلام بين الثبات والتطور أو المرونة، فالربا وأشكاله من

المحرمات منذ أكثر من 14 قرن، وأما البيع الحلال إلى يوم يبعثون، قال تعالى: ﴿وأحل الله البيع وحرم

الربا﴾⁴، وقد استحدثت أشكال عديدة في عصرنا الحالي من البيوع يتعامل الناس بها وخالية من

المخضورات، ولذلك لا بد من التفريق بين التطور والثبات، أي النظر إلى التكيف الشرعي للصورة

المستحدثة، ومن الممكن إيجاد بدائل، إذن تطور التعاملات المالية وزيادة المخاطر عليها والتغيير والتبادل

للأنظمة الحاكمة للتمويل وتعدد وتشابك آليات وأساليب وبلية الاحتياجات، يزيد من أهمية البحث عن حلول ملائمة لها⁵.

➤ **المنافسة من المؤسسات المالية التقليدية:** يقصد بهذا العنصر هو وجود ونمو المؤسسات المالية الرأسمالية

إلى درجة فرضت قدراً كبيراً من التحدي على الاقتصاد الإسلامي، إضافةً إلى الحلول التي يقدمها

المسلمون لتكون عملية فحسب، يجب تحقيق مزايا مكافئة للحلول الرأسمالية المحققة، والنتائج عن هذه

¹ - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة عبد العزيز للاقتصاد الإسلامي، م2، ع2، 2007م-1428هـ، ص: 20.

² - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 26.

³ - سامي سويلم، مرجع سابق، ص10.

⁴ - سورة البقرة، الآية رقم (275).

⁵ - العجيلي ساسي زميم، استراتيجيات الهندسة المالية الإسلامية في التحول وإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية (دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية)، مجلة

دراسات الاقتصاد والأعمال، م4، ع1، يونيو 2016، ص: 104.

الجوانب صعوبة إيجاد حلول اقتصادية إسلامية قادرة على منافسة البدائل السائدة في الاقتصاد المعاصر، وهنا برزت الحاجة لتطوير الهندسة المالية الإسلامية وتأصيلها¹.

➤ **مواجهة التحديات التي تواجه المؤسسات المالية الإسلامية:** تواجه المؤسسات المالية الإسلامية عدة تحديات، ومن المحتمل غياب الهندسة المالية الإسلامية تعتبر أهم تلك التحديات، نظرا لغياب الأوضاع القانونية والتنظيمية، والتي تعد من أهم التحديات التي واجهت المؤسسات المالية الإسلامية، تبرز ضرورة وأهمية وجود الهندسة المالية الإسلامية خاصة بالمؤسسات المالية الإسلامية².

➤ **التحولات القادمة من الأسواق العالمية:** من المنتظر أن تصبح هذه التحولات فرص وآفاق أوسع أمام المصارف الإسلامية والمؤسسات المالية الإسلامية، ومن أبرز هذه التحولات هو تطبيقات اتفاقيات التجارة الدولية، وهذه تعني مزيداً من المنافسة في الأسواق، ويعتبر الابتكار المالي في المنتجات المالية الإسلامية الأهم للحصول على الميزة التنافسية، لذلك تبرز أهمية الاعتماد على الهندسة المالية الإسلامية في المؤسسات المالية والبنوك الإسلامية³.

الفرع الثاني: تعريف الهندسة المالية الإسلامية

يقصد بالهندسة المالية الإسلامية بأنها مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة مع صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار أحكام الشريعة الإسلامية⁴.

والملاحظ من التعريف أعلاه أن هناك اختلاف جوهري بين الهندسة المالية الإسلامية ونظيرتها التقليدية، وهو ضرورة ابتكار وتطوير الأدوات التمويلية... الخ، بمعنى أن الأدوات المالية المبتكرة بعيدة عن المعاملات المحرمة والغير مشروعة وعلى هذا فتتضمن الهندسة المالية الإسلامية⁵:

- ابتكار أدوات مالية جديدة متوافقة مع الشريعة الإسلامية.
- ابتكار آليات تمويلية جديدة متوافقة مع الشريعة الإسلامية.
- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

¹ - عمر ياسين محمود خضيرات، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمة الاقتصادية والمالية المعاصرة، ملتقى دولي حول: الإقتصاد الإسلامي، الواقع والرهانات، جامعة غرداية، الجزائر، يومي 23-24 فيفري 2011، ص: 15-16.

² - العجيلي ساسي زميم، مرجع سابق، ص: 104.

³ - العجيلي ساسي زميم، الصفحة نفسها.

⁴ - المرجع نفسه، ص: 103.

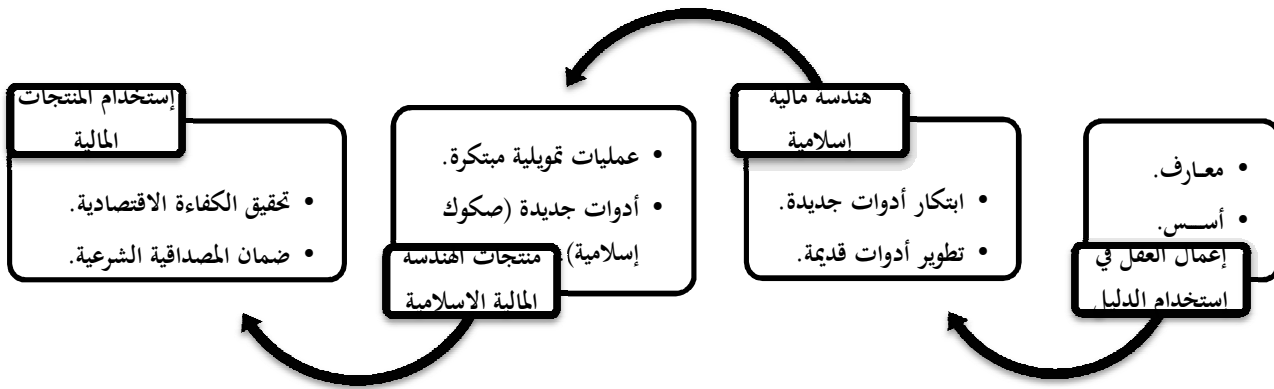
⁵ - محمد الأمين خنيوة، حنان علي موسى، منتجات الهندسة المالية الإسلامية الواقع والتحديات ومناهج التطوير، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، د م، ع 12، 2011، ص: 642.

وانطلاقاً من التعريف السابق يمكن القول بأن الهندسة المالية الإسلامية تعني التصميم والتطوير والتنفيذ لمنتجات وأدوات مالية مبتكرة من أجل إيجاد حلول- إبداعية لمشاكل التمويل تجمع بين المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية¹.

ومن الأدلة القاطعة على توضيح الأساس الإسلامي لمفهوم الهندسة المالية في الإسلام نجد حديث النبي صلى الله عليه وسلم حيث قال: { من سن في الإسلام سنة حسنة فله أجرها وأجر من عمل بها بعده من غير أن ينقص من أجورهم شيء ومن سن في الإسلام سنة سيئة كان عليه وزرها ووزر من عمل بها من بعده من غير أن ينقص من أوزارهم شيء }²، ويستدل من هذا الحديث الدعوة للابتكار وإيجاد الحلول للمعضلات المختلفة والدعوة للاجتهاد وضرورة مواصلته طالما كانت في مصالح العباد³.

ويوضح الشكل التالي طبيعة الهندسة المالية الإسلامية وآليات عملها:

الشكل رقم (07): يوضح طبيعة وآليات عمل الهندسة المالية الإسلامية



المصدر: عبد الكريم أحمد قندوز، إعادة هندسة التمويل المصرفي الإسلامي لصالح محدوددي الدخل والفقراء، مجلة علمية دولية محكمة متخصصة تصدر عن كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، د م، ع32، 2015، ص15.

الفرع الثالث: خصائص الهندسة المالية الإسلامية

تهدف الصناعة المالية الإسلامية إلى إيجاد منتجات وأدوات مالية تجمع بين المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، فالمصادقية الشرعية هي الأساس في كونها إسلامية، والكفاءة الاقتصادية هي الأساس في قدرتها على تلبية احتياجات اقتصادية ومنافسة الأدوات التقليدية⁴.

¹ - محمد الأمين خنيوة، حنان علي موسى، مرجع سابق، ص: 641.

² - رواه مسلم (1017) من حديث جرير بن عبد الله رضي الله عنه.

³ - فتح الرحمن علي محمد صالح، أدوات سوق النقد الإسلامية، مدخل للهندسة المالية الإسلامية، إدارة التطوير وتنمية الأعمال، بنك الاستثمار المالي.

⁴ - عمر ياسين محمود خضيرات، مرجع سابق، ص: 14.

- **المصدقية الشرعية:** تعني كون المنتجات الإسلامية مشروعة بأكثر ما يمكن، وخروجها من الخلاف الفقهي قدر المستطاع، وينبغي التمييز بين دائرة ما هو جائز شرعاً وما تسعى إليه الصناعة الإسلامية، فهذه الأخيرة تسعى لمنتجات وآليات نموذجية، بينما دائرة المشروع تشمل ما قد يكون نموذجياً بمقياس العصر الحاضر، كط ينبغي اختيار أفضل النماذج وأحسنها تعبيراً عن الإسلام¹.
- **الكفاءة الاقتصادية:** تتميز الهندسة المالية الإسلامية إضافة إلى المصدقية الشرعية بالكفاءة الاقتصادية، وذلك عن طريق توسيع الفرص الاستثمارية في مشاركة المخاطر وتخفيض تكاليف المعاملات وتخفيض تكاليف الحصول على معلومات وعمولات الوساطة والسمسرة².

بالإضافة إلى خاصيتي المصدقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، يمكن إضافة الخصائص الموالية³:

- أساس الهندسة المالية الإسلامية هو مبدأ المشاركة في المخاطر أي تقاسم الأعباء بين مختلف الأطراف وليس درأ المخاطر.
- الهدف الرئيسي للهندسة المالية الإسلامية هو إدارة السيولة على عكس نظيرتها التي تهدف لإيجاد أدوات مالية جديدة لغرض الاستثمار والتحوط والمضاربة والمجازفة.

المطلب الثاني: أهمية وأهداف الهندسة المالية الإسلامية

لا يختلف مفهوم الهندسة المالية الإسلامية عن مفهوم نظيرتها التقليدية من حيث الجوهر وهو الحث على الابتكار والاعتماد عليه لخلق قنوات وأدوات جديدة تناسب التغيرات الاقتصادية السريعة والمفاجئة، وكما أن لكل منهما أهداف وأهمية، إلا أنهما مشتركان في البعض منها.

الفرع الأول: أهمية الهندسة المالية الإسلامية

تكمن أهمية الهندسة المالية الإسلامية وخصوصاً في عالمنا المعاصر في أنها تقوم بالموازنة بين عدة أهداف ومن ثم تصميم أدوات مبتكرة تستوعب كل هذه الأهداف معاً، وهذه المهمة ليست باليسيرة حيث تحتاج إلى تضافر جهود على شكل تنظيمي بين الشرعيين والاقتصاديين والمصرفيين والمحاسبين للخروج بمبتكرات فعالة⁴، وتتشارك الهندسة المالية الإسلامية مع أهمية نظيرتها التقليدية وتتميز عنها بعدة أمور التي تزيد من أهميتها ومنها:

¹ - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 21-22.

² - محمد كريم قروف، الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع... ورهانات المستقبل، المركز الجامعي بغرداية، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، يومي 23-24 فيفري 2011، ص: 12-13.

³ - حكيم براضية، التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص محاسبة ومالية، ص: 60-61.

⁴ - محمد الفاتح محمود المغربي، التمويل والاستثمار في الإسلام، دار الجنان للنشر والتوزيع، د ط، 2018، د م ن، ص: 255.

- تساهم في تحقيق مرضاة الله سبحانه، وتعبيد العباد لخالقهم بالالتزام بأوامره واجتناب نواهيه والقيام بالمعاملات المالية المنضبطة بضوابط الشريعة ومعالجة التقليدية المحرمة منها لتتوافق مع ضوابط الشريعة الإسلامية¹.
- تقوم بتوزيع المخاطر نظراً لتنوع أشكال الاستثمارات وآجالها، ويمكن اعتبار صناديق الاستثمار واحدة من بين الأدوات التي تساهم في توزيع المخاطر المالية، بسبب تعدد منافذ الاستثمار فيها سواء قصير أو متوسط أو طويل أجل، وبالتالي تحقق رغبات مختلف المستثمرين².
- القيام بالأبحاث والتنبؤات السوقية³.
- كلما مر العالم بأزمة مالية، وهزات اقتصادية كانت الفرصة مواتية للهندسة المالية الإسلامية لتسويق المعاملات المالية المنضبطة بضوابط شرعية كعلاج لأسباب الأزمة، وبدليل للمعاملات التي تسببت في إيقاع تلك المضايق⁴.
- الإفصاح الدوري لدعم شفافية السوق ومعرفة حاجات المستثمرين⁵.
- يؤدي البحث والتطوير إلى استكمال المنظومة المعرفية للاقتصاد الإسلامي ومواكبته للتطورات الحاصلة في العلوم المالية، كما تساعد على إيجاد كوادرات إدارية التي يحتاجها العمل المصرفي الإسلامي⁶.
- إمداد الجهات المعنية بالبيانات المطلوبة، وبالتالي تنشيط المناخ الاستثماري⁷.
- إن الهندسة المالية الإسلامية هي من قدمت البدائل الشرعية للمعاملات المالية المحرمة وقامت الأنظمة الإسلامية بتطبيقها والالتزام بها، فستكون من أعظم الأسباب لحماية اقتصادياتها من من التأثير بالأزمات الاقتصادية الخانقة المتتابة⁸.
- المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية على حد سواء⁹.
- قام الإسلام بتنقية العقود المالية من المحرمات وتوجيهها الوجهة الصحيحة¹⁰.

¹ - عبد الله بن حمد السكاكر، الهندسة المالية الإسلامية وضبطها بالتعليل بالحكمة، مجلة دراسات فقهية بكلية الشريعة الإسلامية، جامعة القصيم بالمملكة العربية السعودية، ع30، ج1، ص: 112.

² - محمد علي يوسف يونس الهواملة، الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير العمل المصرفي، في:

Https://www.aliftaa.jo ت.ا: 30-06-2020.

³ - المرجع نفسه، ت.ا: نفسه.

⁴ - عبد الله بن حمد السكاكر، مرجع سابق، ص: 112-113.

⁵ - محمد علي يوسف يونس الهواملة، مرجع سابق.

⁶ - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 38.

⁷ - محمد علي يوسف يونس الهواملة، مرجع سابق.

⁸ - عبد الله بن حمد السكاكر، مرجع سابق، ص: 113.

⁹ - محمد علي يوسف يونس الهواملة، مرجع سابق.

¹⁰ - أحمد محمد محمود نصار، التكليف الفقهي للعقود المالية المستجدة وتطبيقاتها على نماذج التمويل الإسلامية المعاصرة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير الاقتصاد والمصارف الإسلامية، البنك الإسلامي الأردني، 2004-2005، ص: 4.

➤ إن إبراز الهندسة المالية الإسلامية للنظام الاقتصادي الإسلامي الرباني يشكل دعوة عظيمة لهذا الدين بسموه وشموه وعلاجه لمشاكل العالم الاقتصادية وتكون الدعوة به أعظم حين يبرز في أوقات الأزمات الاقتصادية وحين يبحث العالم عن منقذ فلا يجده إلا في هذا الدين الكامل¹.

الفرع الثاني: أهداف الهندسة المالية الإسلامية

للهندسة المالية الإسلامية العديد من الأهداف وهي نفسها أهداف الهندسة المالية التقليدية إضافة عليها أهداف أخرى.

- إيجاد المؤسسات المصرفية الحالية من المخالفات الشرعية، والتي تمكن من تنفيذ معاملات المسلمين وفقاً لمعتقداتهم الدينية².
- المساهمة في إنعاش الاقتصاد وذلك بمشاركة كثير ممن ترك المشاريع بسبب مخالفتها للشرع³.
- توفير منتجات مالية إسلامية ذات جودة عالية وتمتاز بالمصداقية كبديل شرعي للمنتجات المالية المحرمة⁴.
- المساعدة في تطوير الأسواق المالية المحلية والعالمية من خلال الأدوات المالية الإسلامية المبتكرة⁵.
- تحقيق الكفاءة الاقتصادية، عن طريق توسيع الفرص الاستثمارية أو تخفيض تكاليف المعاملات، وتخفيض تكاليف الحصول على معلومات وعمولات الوساطة والسمسرة وتتميز بموافقتها للشرعية الإسلامية⁶.
- تحقيق الحصول على الاعتبار والتقدير من قبل بعض المؤسسات الدولية⁷.
- منافسة المصارف الإسلامية للمصارف التقليدية، عن طريق تقديم أدوات وآليات وحلول متوافقة مع الشريعة الإسلامية⁸.
- تقليل مخاطر الاستثمار بتنويع صيغته وقطاعاته الشرعية⁹.
- توفير حلول شرعية مبتكرة للإشكالات التمويلية¹⁰.

¹ - عبد الله بن حمد السكاكر، المرجع سابق.

² - سامي سويلم، مرجع سابق، ص 11.

³ - هناء محمد هلال الحنيطي، دور الهندسة المالية في معالجة الأزمات المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، عمان - الأردن، 2010م-1431هـ، ص: 8.

⁴ - المرجع نفسه، ص: 8.

⁵ - المرجع نفسه، ص: 9.

⁶ - هناء محمد هلال الحنيطي، مرجع سابق، ص: 9.

⁷ - مرضي بن مشوح العنزي، فقه الهندسة المالية الإسلامية (دراسة تأصيلية تطبيقية)، د د ن، ط 1، 2015م-1436، د م ن، ص 37.

⁸ - المرجع نفسه، الصفحة نفسها.

⁹ - المرجع نفسه، ص: 38.

¹⁰ - هناء محمد هلال الحنيطي، مرجع سابق، ص: 9.

- تحقيق عوائد مجزية لطالبي التمويل، وتنوع المصادر الربحية الإسلامية¹.
- المساعدة في الموازنة بين العوائد والمخاطر والسيولة لدى الشركات والمؤسسات المالية².
- توفير تمويل مستقر وحقيقي، ومن موارد موجودة أصلاً مما يقلل من آثار التضخم³.

المطلب الثالث: أسس ومبادئ الهندسة المالية الإسلامية

إن الهندسة المالية الإسلامية تشمل كل العمليات المالية المبتكرة ولكن شرطها الأساسي هو إتباع المنهج الإسلامي في كل عمليات البحث والتطوير، وللوصول إلى الفهم الجيد للفرق بين الهندسة المالية الإسلامية ومثيلتها التقليدية يجدر بنا التطرق أولاً إلى أسس الهندسة المالية الإسلامية ثم إضافة المبادئ.

الفرع الأول: أسس الهندسة المالية الإسلامية

تتضمن الشريعة الإسلامية الأسس الضرورية لقيام الهندسة المالية الإسلامية ودليل ذلك ما قد ذكر سابقاً { من سن في الإسلام سنة حسنة... }، ويمكن عرض أهم هذه الأسس في مايلي:

أولاً: الأسس العامة للهندسة المالية الإسلامية: وتتمثل في:

- **تحريم الربا والغرر:** لقد حرمت الشريعة الإسلامية الربا وأدلة تحريمه من الكتاب والسنة كثيرة، منها قوله تعالى: ﴿ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا تَقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنتُمْ مُؤْمِنِينَ ﴾⁴، وقال رسول الله ﷺ { اجتنبوا السبع الموبقات }⁵، وعندما سئل ما هي يا رسول الله ذكرهم وذكر من بينهم الربا⁶. أما عن الغرر فقد نهي رسول الله عنه، فعن أبي هريرة قال: { نهي رسول الله عن بيع الحصة وعن بيع الغرر } ومن أمثلة ذلك: البيوع المجهولة، كبيع السمك في الماء أو الطير في الهواء⁷.
- **حرية التعاقد:** أي إطلاق الحرية للناس في العقد وبشروطهم ولا يتقيدون إلا بقيد واحد وهو أن لا تشمل عقودهم ما نهي عنها الشرع، كالربا⁸.
- **التيسير ورفع الحرج:** أي التسهيل، بمعنى أن يقوم بها من غير مشقة، وأما الحرج فالمقصود به الضيق⁹.

¹ - مرضي بن مشوح العززي، مرجع سابق، ص: 38.

² - هناء محمد هلال الحنيطي، مرجع سابق، ص: 9.

³ - المرجع نفسه، الصفحة نفسها.

⁴ - سورة البقرة، الآية رقم (278).

⁵ - رواه البخاري، برقم (2615)، ومسلم، برقم (145).

⁶ - مختار بونقاب، وآخرون، دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير منتجات المؤسسات المالية الإسلامية غير المصرفية، مجلة آفاق للبحوث والدراسات، م1، ع2، 2018،

ص: 111.

⁷ - إخلاص باقر النجار، قراءة في المفردات الفكرية للهندسة المالية الإسلامية، في:

www.ahewar.org، ت.إ: 2020-07-02.

⁸ - المرجع نفسه، ت.إ نفسه.

⁹ - مختار بونقاب، المرجع سابق، ص: 112.

➤ التحذير من بيعتين في بيعة واحدة: أي منها بيع شيئاً من غيره بثمن مؤجل ويسلمه للمشتري، ثم يشتره قبل قبض الثمن بثمن نقد أقل من ذلك القدر¹.

ثانياً: الأسس الخاصة للهندسة المالية الإسلامية: وتمثل في:

➤ الوعي: الوعي بالسوق وأحواله من قبل القائم بالتطوير والابتكار للأدوات والأوراق المالية²، إضافة لتحقيق التراضي بين جميع الأطراف³.

➤ الإفصاح: بيان المعاملات وشفافيتها، إن المعاملات هي التي يمكن أن تؤديها تلك الأدوات التي يتم ابتكارها أو تطويرها، وذلك لسد الثغرات التي يمكن أن ينفذ منها المتلاعبون أو المضاربون لاستخدام تلك الأدوات لتحقيق غايات لم تكن تهدف إليها أصلاً أو التحايل، كالربا أو القمار، مع الإشارة للالتزام بالشرعية الإسلامية (المصادقية الشرعية) للهندسة المالية التي تشكل صمام أمان بسبب انضباط قواعد الشريعة الإسلامية⁴.

➤ المقدرة: المقدرة أو القدرة هي وجود مقدره على رأسمالية تمكن من الشراء⁵.

➤ الالتزام: أي الالتزام بالشرعية الإسلامية في التعامل، وإذا كان من الممكن للهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي أن تشترك مع الهندسة المالية التقليدية في الوعي والإفصاح والمقدرة، فإن الالتزام بالشرعية الإسلامية يعتبر أساساً خاصاً بالأولى⁶.

الفرع الثاني: مبادئ الهندسة المالية الإسلامية

يوجد أربعة مبادئ للهندسة المالية الإسلامية وهذا ما سيتم شرحه في هذا الفرع.

➤ مبدأ التوازن: والمقصود بهذا هو التوازن بين مختلف الحوافز الإنسانية، سواء ما يتعلق بالمصالح الشخصية، المصالح الاجتماعية، بتحقيق الربح، الأعمال الخيرية، المنافسة والتعاون، فالشرعية الإسلامية نجحت في تحقيق هذا المبدأ بين مختلف الحاجات والرغبات، ووضعت الكل في الإطار المناسب⁷.

¹ - مختار بوتقاب، المرجع سابق، ص: 112.

² - شوقي جباري، فريد خميلي، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، عمان-الأردن، 2010م-1431هـ، ص: 13.

³ - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية (دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية)، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، ص: 8.

⁴ - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية (دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية)، مرجع سابق، ص: 8.

⁵ - شوقي جباري، مرجع سابق، ص: 13.

⁶ - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية (دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية)، مرجع سابق، ص: 9.

⁷ - بوعافية رشيد، إبراهيم مزبود، الهندسة المالية كمدخل لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي خميس مليانة، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، يومي 5-6 ماي 2009، ص: 18.

- **مبدأ التكامل** : هذا المبدأ يحكم تطوير المنتجات المالية، حيث يمثل التكامل بين المصالح الشخصية مع الاعتبارات الموضوعية، بين تفضيلات الزمن والمخاطرة، وبين توليد الثروة الحقيقية¹.
- **مبدأ الحل**: وينطلق هذا المبدأ من قاعدة أن الأصل في المعاملات الحل والجواز، إلا إذا خالفت نصاً أو قاعدة شرعية، وبناءً على هذا فإن قاعدة الحل هي الأساس للابتكار في حدود دائرة الحلال التي لها حدود ضيقة مقارنة مع دائرة الحلال الواسعة².
- **مبدأ المناسبة**: المراد بالمناسبة هنا تتناسب العقد مع الهدف المقصود منه، بحيث القصد مناسباً وملائماً للنتيجة المطلوبة مع الهدف المقصود منه، وهذا مدلول القاعدة الفقهية (العبرة بالمقاصد والمعاني لا بالألفاظ والمباني)³.

¹ - المرجع نفسه، ص: 19.

² - عبد الكريم قروف، مرجع سابق، ص: 13.

³ - عبد الكريم قروف، مرجع سابق، ص: 13.

المبحث الثالث: منتجات الهندسة المالية الإسلامية

الصناعة المالية الإسلامية كونها صناعة ناشئة مقارنة بنظيرتها التقليدية، تعد في أمس الحاجة إلى عمليات التطوير والابتكار لمنتجات مالية إسلامية، وفي هذا المبحث تم التطرق إلى مفاهيم تخص هذه المنتجات بالإضافة إلى أهم أنواعها.

المطلب الأول: مفهوم منتجات الهندسة المالية الإسلامية

الهندسة المالية الإسلامية لها عدة منتجات تساهم في تحقيق نمو مستدام للصناعة ككل وهذا ينعكس على استدامة الأسواق المالية الإسلامية.

الفرع الأول: تعريف منتجات الهندسة المالية الإسلامية ومراحل تطورها

من خلال هذا الفرع يمكن تعريف المنتجات المالية الإسلامية وكذلك مراحل تطورها كالآتي:

أولاً: تعريف منتجات الهندسة المالية الإسلامية

مما لا شك فيه أن الهدف الرئيسي للهندسة المالية الإسلامية هو إيجاد منتجات مالية جديدة تساعد على جعل الأسواق أكثر تكاملاً وكفاءة وأكثر سيولة، وبالتالي أكثر استقراراً¹.

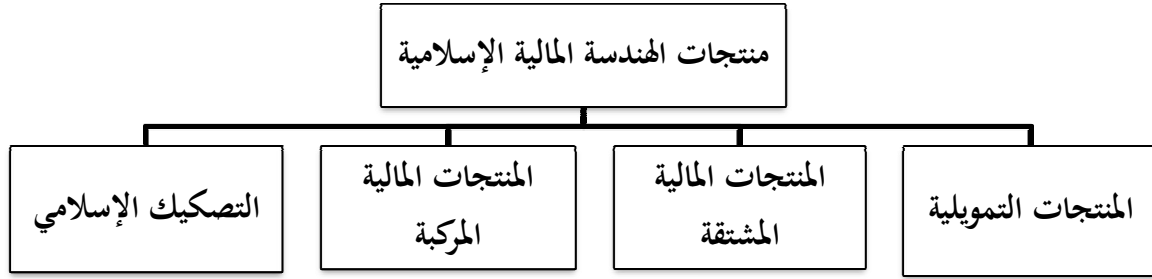
ويمكن تعريف المنتج المالي على أنه الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية لعملائها، وهي في الحقيقة عقود معاوضة هدفها الربح بالنسبة للمؤسسات المالية، وتقدم في المقابل خدمة على شكل عين أو منفعة للعملاء، كما أنها تتجاوز الجانب القانوني في التعاقد لتشمل التسويق ومتابعة العميل والتعرف على احتياجاته ومحاوله المواءمة بينها وبين حقوق المؤسسة ومصالحها، وذلك لتحقيق المنتجات مصالحها، وبالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية فإن المنتجات يجب أن تستوفي جانباً آخر وهو الضوابط الشرعية².

ويمكن تلخيص منتجات الهندسة المالية الإسلامية في الشكل الموالي:

¹ - عزيزة بن سمينة، منجية بورحلة، نحو منتجات مالية إسلامية مبتكرة في ظل البيئة المالية والاستثمارية المعاصرة، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، دراسات اقتصادية، م3، ع1، ص: 268.

² - صبرينة بوطبة، مساهمة الهندسة المالية الإسلامية في تحول البنوك الربوية إلى بنوك إسلامية (دراسة تجارب بعض الدول)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات الوساطة المالية، جامعة بسكرة، 2016-2017، ص: 153.

الشكل (08): منتجات الهندسة المالية الإسلامية



المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على عدة مراجع.

ثانياً: مراحل تطور منتجات الهندسة المالية الإسلامية

منذ أن نشأة منتجات الهندسة المالية الإسلامية وتطورت خلال الخمس العقود الماضية، نجد أنها في الأعوام القليلة الماضية تطورت بشكل كبير جداً من جهة حجم الأصول، ومن جهة تنوع المنتجات والخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية الإسلامية¹، وقبل وصول المنتجات المالية الإسلامية إلى ما هو عليه تمر بعدة مراحل والمتمثلة في:

- **ثقافة المؤسسة:** هي كيفية نظر المؤسسة ككل إلى عملية تطوير المنتجات والثقافة والبيئة الابتكارية التي تفرسها في نفوس موظفيها وتسعى إلى تعميمها بينهم².
- **تحديد احتياجات العملاء:** أي الكيفية التي يتم فيها التواصل مع العملاء الحاليين والمستهدفين من أجل تلمس احتياجاتهم تمهيداً لتلبية تلك الاحتياجات من خلال منتجات مالية إسلامية جديدة³.
- **إستراتيجية المنتج:** هي الكيفية التي يتم فيها إحداث التفاعل بين معطيات البيئة الخارجية التي تعمل فيها المؤسسة (التنظيمية، التشريعية والسوقية) مع معطيات البيئة الداخلية للمؤسسة في ضوء الرؤية الواضحة لما تقتضيه عملية التطوير واحتياجات السوق⁴.
- **توليد أفكار المنتجات وانتخاب أفضلها:** أي الأساليب والطرائق والوسائل التي يتم استخدامها في توليد الأفكار حول المنتجات المالية الجديدة ومن ثم انتخاب أفضلها لتطويرها إلى منتجات حقيقية⁵.

¹ - صلاح بن فهد الشهوب، تصنيف جودة المنتجات المالية الإسلامية، قناة العربية، منقول عن الصحيفة الاقتصادية السعودية، 2020، ص: 1 من 2.

² - عز الدين خوجة، تطوير المنتجات المالية الإسلامية المههجة والآلية، ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية، الخرطوم-السودان، 2011-2014، د.ص.

³ - بوخلوة باديس، فروحات حدة، إشكالية تطوير المنتجات المالية الإسلامية والتأهيل الشرعي للعاملين، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدايل المالية والمصرفية (

النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً)، المركز الجامعي بحميس مليانة-عين الدفلة، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، يومي: 5 و6 ماي 2009، ص: 3.

⁴ - عز الدين خوجة، مرجع سابق، د.ص.

⁵ - بوخلوة باديس، فروحات حدة، المرجع السابق، ص: 4.

- **تصميم المنتج:** هو الكيفية التي يتم فيها تصميم الفكرة التي تم التوافق عليها وتطويرها إلى مستوى أعلى من النضوج والكيفية التي يتم فيها تحديد تفاصيل المنتج والمواد المستخدمة في تصميمه وإجراءات وسياسات تنفيذه وسماته القانونية والشرعية والتكنولوجية¹.
- **إطلاق المنتج:** أي الكيفية التي يتم فيها إطلاق المنتج في السوق والتحضيرات اللازمة قبل هذه العملية من إجراءات تسويقية وترويجية واختبارات أولية على المنتج².

الفرع الثاني: مناهج واستراتيجيات تطوير منتجات الهندسة المالية الإسلامية

أولاً: مناهج تطوير منتجات الهندسة المالية الإسلامية

- **منهج المحاكاة:** تقوم على محاكاة وتقليد المنتجات المالية التقليدية مع إدراج بعض الضوابط الشرعية عليه، حيث تكون نتائجه محددة مسبقاً ويؤدي إلى نفس الآثار التي تؤدي إليها تلك المنتجات هذا الأسلوب سهل التطبيق ويوفر الكثير من الجهد والوقت في عملية البحث والتطوير وهو الأكثر استعمالاً في الصناعة المالية الإسلامية³.
- **منهج الأصالة والابتكار:** من خلاله يتم البحث عن الاحتياجات الفعلية للعملاء والعمل على تصميم المنتجات المناسبة لها شرط أن تكون متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، ويتطلب هذا المنهج دراسة مستمرة لاحتياجات العملاء والعمل على تطوير الأساليب التقنية والفنية اللازمة لها ولضمان الكفاءة الاقتصادية للمنتجات المالية، كما يتطلب وضع أسس واضحة لصناعة مالية إسلامية مستقلة عن صناعة نظيرتها التقليدية، وبالرغم من كونه أكثر كلفة إلا أنه أكثر جدوى وإنتاجية كما أنه يحافظ على أصالة المؤسسات المالية الإسلامية ويسمح لها بالاستفادة من منتجات الصناعة المالية التقليدية ما دامت تفي بمتطلبات المصادقية الشرعية⁴.

ثانياً: إستراتيجيات تطوير منتجات الهندسة المالية الإسلامية

- **إستراتيجية الخروج من الخلاف الفقهي:** هي أحد أهم الإستراتيجيات التي يجب على المؤسسة أخذها بعين الاعتبار في ابتكار مختلف منتجات الهندسة المالية الإسلامية، والتي تم طرحها لتلبية مختلف الاحتياجات التمويلية والاستثمارية للعملاء، وعلى الرغم من الأسباب الموضوعية العلمية التي جاء من

¹ - عز الدين خوجة، المرجع السابق، د.ص.

² - بوخلوة باديس، فروحات حدة، مرجع السابق، ص: 4.

³ - سعاد يوسفوي، عبد السلام مخلوفي، دور الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار منتجات مالية إسلامية، مجلة البشائر الاقتصادية، العدد 1، المجلد 3، 2017، ص: 132.

⁴ - أحمد صديقي، عبد القادر عبد الرحمان، دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير منتجات البنوك الإسلامية (الصكوك الإسلامية نموذجاً)، مجلة التكامل الاقتصادي، العدد 3، المجلد 2، ص: 146-147.

خلالها الخلاف الفقهي كاختلاف الزمان والمكان والظروف، إلا أنه يعتبر من بين نقاط الضعف التي تحول دون وجود معايير موحدة للعمل المالي الإسلامي¹.

➤ **إستراتيجية التميز في الكفاءة الاقتصادية:** لا يكفي أن يكون للمبتكرات المالية التي تقوم بها البنوك الإسلامية تكييف فقهي وإنما يجب أن تكون ذات كفاءة اقتصادية عالية مقارنة بالمبتكرات المالية التقليدية لأن المنافسة وعدم وجود فوارق جوهرية بين المنتجات المالية التي تطرحها المؤسسات المالية بشكل عام تجعل الطلب على هذه مرناً جداً، أي أن هذه المنتجات النمطية تتسم بمخاطر السوق².

➤ **إستراتيجية الاتفاق مع السياسات والتشريعات الحكومية:** جاءت السياسات والتشريعات الحكومية لتحقيق مصلحة الفرد والمجتمع في شتى المجالات، كما أن مصلحة المجتمع متطابقة مع مصلحة الفرد، لذلك يجب على البنوك الإسلامية عند إعدادها للمبتكرات المالية التأكد من أنها لن تخرج عن هذين الهدفين لأن الاقتصاد كل لا يتجزأ وأي خلل في جزء يظهر في الآخر³.

➤ **إستراتيجية التميز في خدمة المجتمع** يعتبر القطاع الخيري جزءاً لا يتجزأ من الاقتصاد الإسلامي، كما تتميز المؤسسات المالية الإسلامية بالعمل الخيري عن نظيرتها التقليدية، لذا فقد أُلزم على المؤسسات المالية الإسلامية مراعاة خدمة المجتمع في هذا الجانب، لأنه يلبي حاجاته الروحية وتعظيماً لمنفعته الآخروية، والاستفادة من الأفكار الواردة في مباحث الزكاة والوقف والصدقات في المدونات الفقهية، وكيفية تطبيقها على أرض الواقع، كإدارة صناديق الزكاة والقيام بالنظارة على الوقف⁴.

الفرع الثالث: تحديات تطوير منتجات الهندسة المالية الإسلامية

➤ **الافتقار إلى الكفاءة والإطارات المؤهلة:** وجوب توفر تأهيلاً خاصاً وكفاءة إدارية مدربة تكون على إلمام بطبيعة عمل المؤسسات المالية الإسلامية على اعتبار أنها تختلف عن المؤسسات المالية التقليدية، ومما لا شك في أن القوة العاملة الضعيفة ستفرض تهديداً من حيث المخاطر التشغيلية وفي نفس الوقت تعيق إمكانية نمو البنك⁵.

➤ **الافتقار إلى البحث والتطوير:** افتقار بعض المؤسسات المالية الإسلامية للاهتمام بمفهوم الهندسة المالية الإسلامية، وذلك بعدم وجود ثقافة الإبداع والتطوير⁶.

¹ - عزيزة بن سمينة، منجية بورحلة، مرجع سابق، ص: 272.

² - سعاد يوسفواوي، عبد السلام مخلوفي، مرجع سابق، ص: 124.

³ - المرجع نفسه، الصفحة نفسها.

⁴ - عزيزة بن سمينة، منجية بورحلة، مرجع سابق، ص: 272.

⁵ - محمد الأمين خنيوة، حنان علي موسى، مرجع سابق، ص: 656.

⁶ - صليحة عماري، آسيا سعدان، المنتجات المالية الإسلامية بين التقليد والابتكار، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية (النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً)، المركز الجامعي بخميس مليانة-عين الدفلة، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، يومي: 5 و6 ماي 2009، ص: 14.

- **غياب حقوق الملكية لصاحب فكرة منتج مالي مطور أو جديد:** عند خلق منتج مالي تتحمل الجهة القائمة بذلك تكاليف التطوير الباهضة ومخاطر تطبيق المنتج للتحقق من جدواه، وبعد نجاح هذا المنتج المطور أو المبتكر، تتسارع الجهات الأخرى إلى تطبيقه والاستفادة منه دون تحمل أي تكاليف أو مخاطر وهذا ما يجعل عزائم المؤسسات المالية بالاهتمام بمحاولة التطوير والابتكار¹.
- **ضعف التنسيق بين الهيئات الشرعية وتوحيد الرجعية الشرعية:** تواجه الأسواق المالية الإسلامية تحدي هام وهو ضعف التنسيق فيما بين الهيئات الشرعية وتضارب الفتاوى الفقهية بين الدول الإسلامية وحتى داخل البلد الواحد².
- **الخطأ في تحديد الهدف من الهندسة المالية الإسلامية:** يتركز الهدف الأساسي للهندسة المالية الإسلامية في إشباع احتياجات المسلمين أهمل بطريقة أو بأخرى الهدف الجوهرى للمنتج المالي والمتمثل في خلق القيمة المضافة، لذا يجب العمل على تصليح ذلك من خلال الجمع بين الوجهة الدينية والاقتصادية وإشباع احتياجات المسلمين وغير المسلمين³.
- **المصادقية والثقة:** يبرزان هذان التحديان في التمويل الإسلامي جملة من القضايا الواقعية المندمجة بمجموعة من المعتقدات المسيئة لفهم الإسلام، فهناك من يرى في صناعة التمويل الإسلامي قناة لتمويل الإرهاب وموطناً لغسيل الأموال، إضافة إلى المشاكل المتعلقة بضعف المهارات الإدارية والتي تؤثر على مصداقيتها⁴.
- **المنافسة وكفاءة التكلفة:** يمثلان هذان العاملان تحديان مهمان للمؤسسات المالية الإسلامية من حيث الخبرة الكبيرة والشبكات الأوسع والحجم الاقتصادي في السوق العالمي للمؤسسات المالية التقليدية التي لديها نوافذ إسلامية والمؤسسات المالية الإسلامية على حد سواء من مشكلة أخرى وهي تكلفة عمليات التشغيل العالية للمعاملات المالية الإسلامية⁵.
- **التسويق:** يعتبر تحدياً آخر خاصة بالنسبة لنمو قاعدة عملاء البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، ومن غير المستغرب أن تجد إقبال المسلمين على المنتجات المالية الإسلامية ضئيلاً بسبب عدم فهم الصناعة والافتقار لمعرفة المنتجات، ومن دون تثقيف وتعليم العملاء بمبادئ وآلية عمل التمويل الإسلامي، سيبقى العملاء بعيداً عن تناول المنتجات الإسلامية⁶.

¹ - حمزة بن لشهب، أبو بكر بوسالم، مناهج وإستراتيجيات تطوير منتجات الهندسة المالية الإسلامية، مجلة الدراسات الإسلامية، م5، ع8، 2017، ص: 299.

² - صبرينة بوطبة، مرجع سابق، ص: 177.

³ - صليحة عماري، آسيا سعدان، مرجع سابق، ص: 15.

⁴ - عبد الكريم قندوز، مداني أحمد، الأزمة المالية وإستراتيجيات تطوير المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدايل المالية والمصرفية (النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً)، المركز الجامعي بحميس مليانة-عين الدفلة، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، يومي: 5 و6 ماي 2009، ص: 18.

⁵ - صبرينة بوطبة، مرجع سابق، ص: 177.

⁶ - محمد الأمين خنيوة، حنان علي موسى، مرجع سابق، ص: 657.

➤ **تحدي المعايير المحاسبية:** حيث عملت البنوك المركزية على التزام البنك عموماً بمعايير المحاسبة الدولية، أو اشتقاق بعض المعايير المحلية، والتي لا تخرج في جوهرها عنها، ولما قامت المصارف الإسلامية وجدت نفسها تحت طائلة ذلك الالتزام بالمعايير المحاسبية الدولية في حين أن بعض تلك المعايير منافية لأحكام الشريعة¹.

المطلب الثاني: المنتجات المستحدثة

إن منتجات الهندسة المالية الإسلامية واسعة التنوع، وفي هذا المطلب يتم التطرق إلى المستحدثة منها والتي تنقسم بدورها إلى منتجات تمويلية ومنتجات مالية مشتقة وأخرى مركبة، وفي هذا المطلب سيتم توضيح ذلك أكثر.

الفرع الأول: المنتجات التمويلية

حسب هذا النوع توجد عدة منتجات تمويلية وتنقسم بدورها فيما يلي:

- **التورق المصرفي:** هو آلية تمويلية يقوم من خلالها عميل المصرف الإسلامي بشراء سلعة هذا الأخير بالأجل، على أن يقوم ببيعها حالاً لطرف آخر غير البائع الأول، لتكون هذه الصيغة التمويلية آلية للحصول على السيولة النقدية التي يحتاجها العميل².
- **الإجارة الموصوفة في الذمة:** هي التي يكون محل المنفعة فيها غير معين بل موصوف وتعلق ذلك بذمة من ألتزم به، سواء كان شخصاً طبيعياً أو شخصاً اعتبارياً، وعلى سبيل المثال: استئجار سيارة بأوصاف معلومة لنقله إلى مكان معين أو مدة معين³.
- **شهادات الإيداع القابلة للتداول:** تعتبر هذه الشهادات أوراقاً مالية تصدر من قبل المصارف في مقابل الودائع الاستثمارية المودعة لديها، كما تقوم على أساس المضاربة باعتبار حملها رب المال والمصرف مضارباً بها، وتعطي الحق لحاملها في الحصول على الربح قبل تاريخ استحقاق الورقة المالية، أما بالنسب المتفق عليها، كما تعطيه الحق في بيعها من أجل الحصول على السيولة التي يحتاجها خلال مدة استحقاقها⁴.

¹ - حمز بن لشهب، أبو بكر بوسالم، مناهج وإستراتيجيات تطوير منتجات الهندسة المالية الإسلامية، مجلة الدراسات الإسلامية، م5، ع8، 2012، ص: 299.

² - أمال لعش، مرجع سابق، ص: 97.

³ - منذر قحف، محمد محمود الجمال، صكوك الإجارة الموصوفة في الذمة، الدورة الحادية والعشرون لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، 2013م-1435هـ، ص16.

⁴ - أمال لعش، مرجع سابق، ص: 99.

الفرع الثاني: المنتجات المالية المشتقة

يعتبر هذا النوع من المنتجات المالية محرم، إلا أنه يمكن من خلال استخدام الهندسة المالية الإسلامية إيجاد بدائل للمشتقات المالية تحقق نفس مزايا المشتقات التقليدية وتكون متوافقة مع توجيهات الشرع الإسلامي، وتنقسم بدورها إلى ما يلي:

➤ **خيارات في إطار بيع العربون وخيار الشرط:** لقد تم تكييف عقود الخيارات في الشريعة الإسلامية وفق مايلي:

خيار في إطار بيع العربون: هو دفع المشتري مالاً للبائع مقابل حجز السلعة على أنه إذا حضر المشتري في المدة المحددة حسب المال المدفوع من الثمن وإذا لم يشتري في المدة المحددة، أصبح المال ملكاً للبائع¹.

خيار الشرط: هو أن يكون لكل من المتعاقدين أو لأحدهما حق إمضاء العقد أو فسخه في مدة معلومة عند اشتراطها ولا مانع من تحديد مدة خيار الشرط حسب العرف، ذلك وأن إضافة الخيار للشرط من إضافة الشيء لسببه، أي أن الشرط هو سبب هذا الخيار ولذلك سمي بخيار الشرط أو شرط الخيار كما عبر بذلك الفقهاء².

➤ **المستقبليات في إطار عقد الإستصناع:** يعتبر عقد الإستصناع من العقود الجائزة في الفقه الإسلامي، ولقد تم تكييف العقود المستقبلية على أساس عقد الإستصناع، حيث يجوز في الإستصناع تأجيل الثمن كله أو تقسيطه إلى أقساط معلومة لأجل محدد، فالمستقبليات في إطار عقد الإستصناع لكي تحقق أهدافها يجب أن تكون منمطة، أي أن تكون السلعة موصوفة وصفاً دقيقاً (كماً ونوعاً)، على أن يتم التسليم في زمن معلوم وبكيفية معلومة³.

➤ **العقود الآجلة في إطار عقد السلم:** لقد كيفت العقود الآجلة على أساس عقد السلم، فإذا كانت السلعة مبيعة وكانت العقود تمثلها أو الأسهم المتداولة تمثل شركات مشروعة، فإن العقود الآجلة في هذه الحالة هي الأشبه بما يكون بعقود السلم الجائزة شرعاً التي يتفق فيها طرفان على التعاقد على البيع بثمن معلوم يتأجل فيه تسليم السلعة الموصوفة في الذمة وصفاً مضبوطاً في أجل معلوم⁴.

¹ - زياد غزال، مشروع قانون البيوع في الدولة الإسلامية، دار الوضوح للنشر والتوزيع، ط1، عمان- شارع السلط، 2010م-1431، ص: 111.

² - صبرينة عتروس، سهيلة عتروس، واقع البدائل الشرعية للمشتقات المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية الإسلامية، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، د م، ع2، 2015، ص: 105.

³ - حمزة بن لشهب، أبو بكر بوسلم، مرجع سابق، ص: 295.

⁴ - لامية لعلام، هاجر سعدي، دور الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار منتجات مالية إسلامية (العقود المالية المركبة نموذجاً)، المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية (بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية)، سطيف، الجزائر، يومي 5-6 ماي 2014، ص: 13-14.

الفرع الثالث: المنتجات المالية المركبة

يشمل هذا النوع من المنتجات مجموع المنتجات المالية المتعددة التي يشتمل عليها المنتج الجديد، بحيث تعامل بحيث تعامل جميع الحقوق والأعباء المترتبة على تلك المنتجات وكأنها منتج واحد، وهي منتجات تحتوي على صيغتين من صيغ التمويل والاستثمار الموافقة لشرع الإسلامي، وتنقسم بدورها إلى:

➤ **المراجحة للأمر بالشراء من خلال عقد المشاركة:** يقوم التاجر الذي ينوي تخصيص جزء من مبيعاته لتكون بالتقسيط بفتح حساب لدى البنك الإسلامي كحصته في حساب المشاركة، ويقوم البنك كذلك بإيداع مبلغ مماثل أو يزيد كحصة البنك في حساب المشاركة. بعد ذلك يقوم التاجر بعملية البيع بالتقسيط ونقل الملكية وكل ما يتعلق بالأمر الفنية لبضاعته، ويتولى البنك متابعة الأقساط والتسديد و كافة الأمور المالية. أما عن الأرباح التي تجني توزع بين التاجر والبنك حسب الاتفاق¹.

➤ **المغارسة المشتركة:** تقوم على تملك المصرف الإسلامي للأراضي الصالحة للزراعة، على أن يتفق مع أصحاب الخبرة والتخصص في المجال الزراعي المتعلق بغرس الأشجار المثمرة، وبعد الدراسة اللازمة لمعرفة مدى ملائمة غرس الأشجار المثمرة في الأراضي محل العقد، يتم الاتفاق بين الطرفين على غرسها مع تملك الخبراء جزءاً من الأرض، وحصولهم على جزء من المحصول، وكذا جزء من الأشجار².

➤ **المغارسة المقرونة بالبيع والإجارة:** تقوم المغارسة المقرونة بالبيع على تملك المصرف الإسلامي لأرض صالحة للزراعة، حيث يقوم ببيع جزء منها بسعر رمزي للخبراء الزراعيين على أن يقرن هذا البيع بعقد إجارة على العمل في الجزء الباقي من الأرض، ويكون الأجر جزءاً من الشجر والثمر³.

وتعتبر المغارسة من المنتجات التي يجب أن تحظى بالتطبيق كباقي المنتجات الأخرى، ذلك لأنها تساهم في توظيف أصحاب الخبرة الزراعية، وتحقيق الاكتفاء الذاتي في المحاصيل الزراعية، وإيجاد مصادر جديدة لإحلال الواردات، إضافة لتحقيق تنمية اقتصادية حقيقية⁴.

المطلب الثالث: التصكيك الإسلامي

إن أحد أهم منتجات الهندسة المالية الإسلامية هي ما يسمى بالتصكيك الإسلامي وهي أكثر من أربعة عشرة نوعاً، إلا أن يمكننا حصر الأكثر انتشاراً منها في الأنواع التالية:

¹ - عثمان غلام، صالح سنوساوي، دور الهندسة المالية في تنشيط وتطوير أسواق الأوراق المالية الإسلامية (دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية)، دراسات العدد الاقتصادي، العدد2، المجلد8، جامعة الاغواط، مارس 2008، ص: 122.

² - آمال لعمش، مرجع سابق، ص: 102.

³ - المرجع نفسه، الصفحة نفسها.

⁴ - المرجع نفسه، ص: 103.

- **صكوك الإجارة:** "هي صكوك ذات قيمة متساوية، تمثل ملكية أعيان مؤجرة، أو منافع، أو خدمات، وهي قائمة على أساس عقد الإجارة كما عرفته الشريعة الإسلامية"¹.
- **صكوك المضاربة:** وهي شبيهة بصكوك المشاركة وبديلاً عن سندات القرض بفائدة للبنك الإسلامي²، إنما الاختلاف فيها يتمثل في أن حملة صكوك المضاربة يحصلون على جزء من الربح، والمضارب يحصل على جزء، أما الخسارة العادية التي لم يتسبب فيها المضارب فيتحملها حملة الصكوك³.
- **صكوك المشاركة:** وهي الصكوك الأكثر مرونة وملائمة وشمولاً فهي تلي حاجات المجتمع المحلي وتساعد في تحقيق التوازن الاجتماعي والاقتصادي، وهي وثائق متساوية القيمة تكون بين رؤوس الأموال ويشترك كلاً منهم الربح والخسارة⁴، وهي لا تختلف عن صكوك المضاربة إلا من ناحية أن الجهة المصدرة تكون طرفاً واحداً من المشاركين لحملة الصكوك⁵.
- **صكوك المزارعة:** هي وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها من طرف مالك الأرض لاستخدام حصيدلة الاكتتاب (تكاليف الزراعة) في تمويل مشروع معين على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد⁶.
- **صكوك الصناديق الاستثمارية:** تمثل الصيغة الأم لكل أنواع الصكوك الأخرى، التي يتم تداولها في سوق النقد الإسلامي⁷، وهي صناديق تتيح استثمار أموال صغار المستثمرين شرعاً وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، كما تحقق رغبتهم⁸، أو هي وعاء لتجميع واستثمار مدخرات الأفراد في الأوراق المالية من خلال جهات ذات خبرة⁹.
- **صكوك المرابحة:** هي وثائق متساوية القيمة، يصدرها بائع البضاعة، والمشترون هم المكتتبون فيها، لتحصيل الثمن، وتصبح البضاعة مملوكة لحماية الصكوك ويستحقون ثمن بيعها، أي تعني البيع برأس المال والربح مصرح به مسبقاً¹⁰.

¹ - منذر قحف، سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، السعودية، ص37.

² - شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من المنظور الإسلامي (دراسة تحليلية نقدية)، دار الفكر، ط1، دمشق، 2002م، ص158.

³ - محمد الأمين خنيوة، منتجات الهندسة المالية الإسلامية الواقع والتطلعات ومناهج التطوير، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، د م، ع 12، السنة 2011، ص644.

⁴ - مكرم محمد صلاح الدين مبيض، الإجارة والإجارة المنتهية بالتملك وفق المعيار المحاسبي الإسلامي رقم 8 بالمقارنة مع المعيار المحاسبي الدولي رقم 17 (دراسة تطبيقية في المصارف الإسلامية)، رسالة قدمت لنيل درجة الماجستير في المحاسبة، 1431هـ-2010م، ص22.

⁵ - هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، ورقة عمل مقدمة ضمن المؤتمر العلمي الأول حول: الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، فلسطين، 2005، ص22.

⁶ - أحمد جابر بدران، الشروط وعلوم الصكوك للإمام أبي نصر أحمد بن محمد السمرقندي (مع دراسة عن الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق)، دار النشر للجامعات، ط1، القاهرة، 2017، ص41.

⁷ - أدهم إبراهيم جلال الدين، الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، جامعة الأزهر، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، 2013، ص54.

⁸ - أشرف محمد دوابة، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام للنشر، ط1، القاهرة، 2004، ص73.

⁹ - تهايي عز الدين فطري، تقييم أداء صناديق الاستثمار في مصر، بحث مقدم لندوة صناديق الاستثمار في مصر بين الواقع والمستقبل، مدخل محاسبي كمي، 1997م، ص112.

¹⁰ - مرضي بن مشوح العنزي، فقه الهندسة المالية الإسلامية (دراسة تأصيلية تطبيقية)، ط1، 1436هـ-2015م، ص317.

- **صكوك السلم:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك¹.
- **صكوك الإستصناع:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع ملكاً لحملة الصكوك².
- **صكوك المسافات:** هي وثائق تحمل قيمةً متساوية يصدرها مالك الأشجار محل التعاقد من أجل تمويل السقاية والرعاية ويتشارك حملة الصكوك في المحاصيل المنتجة بموجب عقد المسافات³، ويقومون المكتتبون المكتتبون في هذه الصكوك بدور المساقى، حيث تمول حصيلة هذه الصكوك الأنشطة المتعلقة بالسقي⁴ بالسقي⁴.
- **صكوك المغارسة:** هي تقديم الأرض المحددة للمالك معين إلى طرف ثانٍ ليقوم بغرسها بأشجار معينة حسب الاتفاق المبرم بينهما، ويكون الشجر والإنتاج بينهما⁵.
- **عمليات التصكيك للأصول:** يقصد بها عملية تحويل جزء أو مجموعة من أصول المؤسسة إلى أوراق مالية قائمة على الشراكة في منافع هذه الأصول خلال فترة معينة، كما تستفيد المؤسسات المالية من سوق النقد في توفير السيولة لإدارة مخاطرها بصورة المناسبة تمكنها من تحقيق أهدافها بدقة⁶.

¹ - شالور وسام، صكوك المضاربة ودورها في تمويل القطاع الصناعي تجربة الشركة السعودية العالمية للبتروكيماويات «سبيكم»، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول:منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة سطيف، يومي 5 و6 ماي 2014م و5 و6 رجب 1435هـ، ص6.

² - معطى الله خير الدين، شريك رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة، يومي 3 و4 ديسمبر 2012، ص241.

³ - عقاب بن صلفيق بن عايد الشمري، الصكوك التمويلية في الشركات المساهمة، العدد 10، 1440هـ-2019م.

⁴ - حراق مصباح، كمال قسول، دور الصكوك الإسلامية في تعبئة المدخرات المالية لتمويل التنمية الاقتصادية، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، م 2، ع خ، ميله-الجزائر، 2018، ص99.

⁵ - صليحة عماري، آسيا سعدان، مرجع سابق، ص: 13.

⁶ - فتح الرحمن علي محمد صالح، أدوات سوق النقد الإسلامية، مقال حول مدخل للهندسة المالية الإسلامية، إدارة التطوير وتنمية الأعمال، بنك الاستثمار المالي، معهد الإمام الشيرازي الدولي للدراسات، واشنطن.

خلاصة الفصل:

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

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

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

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لواقع وتطور أدوات الهندسة المالية

الإسلامية في سوقي ماليزيا والبحرين الإسلاميين

خلال الفترة الممتدة من 2001 إلى 2016

تمهيد

بعد أن تطرقنا في الفصلين السابقين إلى المفاهيم المتعلقة بالأسواق المالية الإسلامية التقليدية والإسلامية، وكذلك الهندسة المالية التقليدية ومنتجاتها والهندسة المالية الإسلامية وأهم منتجاتها، سنحاول في هذا الفصل تحليل هيكل وتطور أدوات الهندسة المالية الإسلامية بالتركيز على الصكوك الإسلامية في السوق المالي الإسلامي البحريني والماليزي، ومقارنة التجربة الماليزية بالتجربة البحرينية في هذا المجال وذلك من خلال ثلاث مباحث الأول تم تخصيصه للتجربة الماليزية من خلال دراسة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي بالتركيز على الصكوك الإسلامية والمبحث الثاني تم تخصيصه للتجربة البحرينية من خلال دراسة سوق الأوراق المالية الإسلامية في البحرين بالتركيز على الصكوك الإسلامية كذلك، أما الفصل الثالث فقد خصص لتقييم التجريبتين مع مقارنتهما من خلال معطيات والتقارير السنوية التي أدرجت في المبحثين الأول والثاني في نفس الفصل

المبحث الأول: دراسة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

شهد الاقتصاد الماليزي قفزة نوعية خلال النصف الثاني للقرن الماضي، وقد ساهمت عدة ظروف بالنهوض باقتصادها المحلي ليصل إلى اقتصاديات الدول المتقدمة، وما يلفت الانتباه أن ماليزيا تعتمد على مبادئ الاقتصاد الإسلامي والعمل على تطوير وسائله وأدواته مما ساهم بالإيجاب في دخولها إلى مرحلة جديدة من النمو والتطور ويسعى سوق رأس المال الإسلامي الماليزي لتقديم البديل الشرعي التقليدي، وذلك من خلال التوعية الدينية للمستثمرين المسلمين بالحاجة إلى التمويل والاستثمار المتوافق مع الشريعة الإسلامية، فأصبح بهذا موازيا للسوق التقليدي ومكملا للنظام المصرفي في توسيع وتعميق التعاملات الإسلامية، ويعبر هذا السوق عن نمط جديد للتعامل ويخضع لهيئة رقابية شرعية تساعد على تطويره، من خلال العمل على ابتكار وإيجاد بدائل وأدوات مالية شرعية.

المطلب الأول: مفهوم سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

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 تماشيا مع الاندماج المتزايد بين النظام المالي الإسلامي والساحة المالية الإسلامية العالمية، وقد شهد نمو السوق المالي أبعاد دولية شملت إنشاء مجلس وهيئات مالية لها إبعاد دولية.

الفرع الأول: سوق رأس المال الماليزي

سوق رأس المال الماليزي مثله مثل أي سوق مالي آخر له نشأة ومفهوم معين وفيما يلي سيتم إبراز نشأة وتعريف سوق رأس المال الماليزي:

أولاً: نشأة سوق رأس المال الماليزي

يعود ظهور سوق رأس المال الماليزي إلى سنة 1960 وتطور تدريجياً، وبشكل ملفت للانتباه وذلك من خلال إصدار الأوراق المالية الحكومية لغرض سد احتياجات القطاع العام والنهوض به، غير أن الاعتماد والتركيز على القطاع العام لوحده من قبل الحكومة الماليزية لم يدم طويلاً، بل أصبح الاهتمام ينصب على كلا القطاعين العام والخاص للنهوض بسوق رأس المال الماليزي، ليتم إصدار أول سندات في القطاع الخاص في سنة 1980، وتوالى وتزايد بعدها إصدار السندات من الشركات الخاصة الماليزية، والأمر الذي ساهم أكثر في تطوير سوق رأس المال الماليزي هو تأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية سنة 1993 وتعتبر هذه الهيئة هي الوحيدة التي تنفرد بتنظيم وترخيص جميع إصدارات الأوراق المالية بنوعها التقليدي والإسلامي، وبورصة كوالالمبور للأسهم سنة 1994، وعليه أصبح هذا السوق مصدراً رئيسياً للموارد اللازمة لتمويل التكوين الرأسمالي لكلا القطاعين، وفي أبريل 2004 تم تغيير اسم بورصة كوالالمبور إلى اسم بورصة ماليزيا برهاد، وهذا قصد تجديد هيكل البورصة، وتحسين

موقع تنافسها والتطلع لمواكبة متطلبات التغيير الحاصل في العالم، وما يقتضيه من طلبات الزبائن وتوجيهات السوق بصفة عامة، وفي 18 مارس 2005 تم تسجيل بورصة ماليزيا في الجدول الأساسي لسوق الأوراق المالية الماليزية برهاد¹.

ثانياً: تعريف سوق رأس المال الماليزي

لا يختلف تعريف سوق رأس المال الماليزي على التعريف العام لسوق رأس المال وهو ذلك المكان الذي يتم فيه التعامل بالأوراق المالية المتوسطة وطويلة الأجل، من طرف الطالبين والعارضين عليها².

الفرع الثاني: سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

إن ظهور سوق رأس مالية إسلامية يضيفي تغيرات نوعية ملحوظة، إذ تفتتح أبواباً وأبعاداً تزيد من فاعلية استقطاب المزيد من الأرصد والمخدرات المالية للملايين من الأفراد والمؤسسات.

أولاً: نشأة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

يعود التطور الحقيقي لسوق رأس المال الإسلامي الماليزي إلى أوائل التسعينات من القرن الماضي، عندما قامت شركة "Shell MDS SdnBhd" بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي عام 1990، وتبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي وفي فيفري 1994 أسست BIMB Securities "SdnBhd" وفقاً لأحكام قانون صناعة الأوراق المالية لعام 1983 وقد بدأت ممارسة عملياتها الرسمية في أغسطس 1994 ومن ثم بدأ تأسيس نوافذ السمسرة الإسلامية ونظام صناديق الاستثمار السلامية، وفي سنة 1999 تم وضع مؤشر لحركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية أطلق عليه مؤشر الشريعة الإسلامية "Sharhiindex" حيث يعتبر أكثر من ثلثي الأسهم المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية هي من الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وفقاً للجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية وذلك لقياس أداء الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والمدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية³.

ثانياً: تعريف سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي بأنه السوق الذي تتوافر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل المتوافقة تماماً مع أحكام الشريعة الإسلامية وخالية من الأنشطة المحرمة⁴.

¹ - شافية كتاف، مرجع سابق، ص: 114-115.

² - المرجع نفسه، ص: 115.

³ - العياشي زرزار، سوق الأوراق المالية الإسلامية "تجربة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، مجلة ملفات الأبحاث في الاقتصاد والتسيير الملف الخاص الرابع، د م، د ع، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، الجزائر، 2018، ص: 38-39.

⁴ - العياشي زرزار، مرجع سابق، ص: 37.

المطلب الثاني: تنظيم سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

يقوم سوق رأس المال الإسلامي الماليزي بدور هام في تطوير وتحسين أداء نشاطها وذلك من خلال الوظائف والعمليات التي تقوم بها ومن خلال هذا المطلب سيتم التعرف على أهم الوظائف والعمليات الأساسية التي يتميز بها هذا السوق وهي كما يلي:

الفرع الأول: وظائف سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

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

1. **دعم الاقتصاد المحلي:** للسوق دور حيوي في دعم تنمية الاقتصاد المحلي وذلك عن طريق تعبئة وتحويل مدخرات الأفراد والشركات إلى الوحدات ذات العجز لتوظيفها في المشاريع التنموية للقطاع العام والخاص على أن يدفع الطرف الأخير عائدا يرضي به أصحاب رؤوس الأموال، مما ينتج عنه نمو وازدهار الاقتصاد المحلي؛
2. **الرقابة والإشراف على تعاملات السوق بما يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية:** توجد هيئة رقابية لكل سوق مالية وتشرف هيئة الأوراق المالية الماليزية الإسلامية عن طريق اللجنة الاستثمارية الشرعية على مطابقة وموافقة العمليات المعمول بها في السوق المالي الإسلامي للأوراق المالية، وهذا بتوفير الأطر والقوانين الخاضعة لمبادئ الشريعة الإسلامية والموافقة لإصدارات الأدوات المالية الإسلامية كما تعمل على تطوير المنتجات المالية الإسلامية في ماليزيا وجذب الاستثمارات الأجنبية في السوق الإسلامية¹؛
3. **توفير الأدوات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية:** تمثل هذه السوق للجهات المصدرة من حكومات وشركات مكان لإصدار الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وهذا بعد المصادقة عليها من طرف الهيئة الشرعية للسوق من اجل تعزيز ثقة المتعاملين في السوق والجهات المصدرة لتلك الأدوات المالية الشرعية²؛
4. **إتاحة الفرص للاستثمار الحلال للمستثمرين:** تتوفر السوق على العديد من الفرص الاستثمارية في مجالات عديدة وأدوات مالية مقبولة شرعا، وهذا ما يفضله أصحاب الأموال الفاضلة من تقليل للمخاطر ورجاء عائدا مجزي ولفترات ومنية محددة خاصة في المدى القصير، مما يسمح للمستثمر بالمفاضلة في استثماراته وتسييلها عند الحاجة، وحتى لا يدع أمواله تتآكل بالزكاة³.

¹ - Alhabshi, Datuk Syed Othman, **Development of Capital Market Under Islamic Principals**, Conference on Managing & Implementing Interest-free Banking/ Islamic System, Concorde Hotel, Kuala Lumpur, Malaysia, January 25-26, 1994, P: 06.

² نبيل خليل طه سمور، **سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق: دراسة حالة سوق رأس المال في ماليزيا**، مذكرة ماجستير (غير منشورة) الجامعة الإسلامية، كلية التجارة، قسم إدارة الاعمال، غزة، فلسطين، 2007، ص: 102.

³ - Alhabshi, Datuk Syed Othman, **Op-Cit**, P: 06.

الفرع الثاني: العمليات الرئيسية والهيئات الرقابية في سوق رأس المال الإسلامية الماليزية

تقوم الأسواق المالية الإسلامية الماليزية بمجموعة من العمليات تتمثل أهمها في الثلاثة عمليات التي سنقوم بذكرها في هذا الفرع، وتنظم هذه العمليات مجموعة من الهيئات الرقابية منها المركزية ومنها الفرعية المساندة وفيما يلي سيتم التطرق إلى أهم العمليات الرئيسية وأهم الهيئات الرقابية لسوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:

1. العمليات الرئيسية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزية

✓ **العمليات العاجلة:** ويتم فيها تبادل الأوراق المالية وثمرتها سواء كان أثناء العقد أو بعده مباشرة ومن أهم هذه العمليات ما يلي:

• **الشراء الفوري:** ويقصد به قيام البائع ببيع الأصل الذي يملكه للمشتري ويدفع له المشتري الثمن كاملا وفورا قبل أن يفترقا من المجلس وقد يتأخر التسليم ثلاث أيام أو أكثر.

• **البيع على المكشوف:** يتمثل في اقتراض مستثمر للأوراق المالية وبيعها ثم إعادة شراءها، وإعادةتها إلى المقرض، وقد أجازته اللجنة الاستشارية الإسلامية لتوافقه مع مفهوم الإجارة ولتحقيق المصلحة العامة بالمساهمة في توفير السيولة في السوق وقد تم تعليق هذا النوع من المعاملات في أعقاب أزمة 1997 ليرخص لها من جديد سنة 2006 شرط الخضوع لقواعد الإقراض والاقتراض.

✓ **المشتقات المالية:** يسجل في هذا الصدد توافق عقدين فقط مع الأحكام الشرعية، وهما المستقبلات لزيت النخيل الخام منذ (1997)، وعقود الأسهم الواحدة منذ (2006) اللذان أجازتهما اللجنة الاستشارية الشرعية باعتبار تواجد السلعة الحقيقية في المخازن، مع خلوها من عنصر الربا¹.

✓ **المؤشرات الإسلامية:** يوجد نوعان من المؤشرات الإسلامية في سوق ماليزيا وهما:

• **المؤشر الإسلامي لرشيد حسين المحدودة داوجونز:** هو احد البنوك المشهورة في ماليزيا تم طرحه سنة 1996 وأصبح خاضعا لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية في سنة 2005 ويقيس هذا المؤشر حركة الأسعار لجميع الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في اللوحة الرئيسية للبورصة ويوجد في هذا المؤشر 25 شركة مدرجة.

• **المؤشر الشرعي كوالالمبور:** طرح هذا المؤشر لتلبية طلبات المستثمرين الذين يريدون الاستثمار في الأسهم الموافقة للشريعة الإسلامية وقد اقر بجواز تداول هذه المؤشرات لان الأسهم المدرجة فيه ممثلة كشركة نشاطها جائز وأيضا يعبر عن كمية معلومة وسعر محدد، وبذلك ينفي عنصر الغرر والمقامرة، وترى اللجنة الشرعية بان تداول هذه المؤشرات في مصلحة عامة لماليزيا².

¹ سحا سورياني، سوق رأس المال الماليزي ودور الرقابة الشرعية في معاملاته، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، عمان، 2007، ص: 38.

² علي بو عبد الله، أهمية الصكوك المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية في ماليزيا، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، د م، ع27، المسيلة، الجزائر، 2014، ص: 18.

2. الهيئات الرقابية في سوق رأس المال الإسلامية الماليزية

قامت الحكومة الماليزية بتشكيل جهات رقابية من اجل تنظيم وإدارة السوق وكذلك من اجل حماية المستثمرين وجذبهم من اجل استثمار مدخراتها. ومن الجهات الرقابية الهامة العاملة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي نجد:

✓ **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.

أنشأت في 01 مارس 1993 تحت قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية المعروف¹، وتقوم هذه الهيئة بمجموعة من الوظائف منها:

- تسجيل نشرة الاكتتاب لكافة الشركات المدرجة في قائمة البورصة الماليزية.
- الموافقة على إصدار السندات.
- القيام بالمهام الرقابية.
- الإشراف على كافة عمليات تسريح العمال والتأكد من السير الحسن لعمل مؤسسات السوق².

ومن بين الاستراتيجيات الفاعلة التي انتهجتها الهيئة لتطوير سوق رأس المال الإسلامي الماليزي ما يلي:

- توفير كافة التسهيلات في مجال البحث والدراسة والمناقشة والحوار وكل ما من شأنه تطوير سوق رأس المال الإسلامي؛
- التخطيط لجعل ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي؛
- تعيين هذه الهيئة رئيسا للجنة التنفيذية في المنظمة الدولية لهيئة الأوراق المالية؛
- توفير البنية التنظيمية والقانونية والرقابية لحماية المتعاملين في سوق راس المال الإسلامي؛
- توفير التدريب والتعليم فيما يتعلق بمعاملات سوق راس المال الإسلامي الماليزي³.

✓ **الهيئات الرقابية الفرعية لسوق الأوراق المالية الماليزية:** تتكون الجهات الفرعية المساندة لعمل هيئة الأوراق المالية الماليزية التي تخضع لرقابة وزارة المالية، في مجموعة من الجهات الفرعية تساعد في تأدية وظائفها وتتكون هذه الجهات من البورصة الماليزية برهاد والمؤسسات التابعة لها وأهمها: بورصة ماليزيا للأوراق المالية برهاد،

¹ ساسية جدي، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية -دراسة حالة ماليزيا والسودان، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: أسواق مالية وبورصات، جامعة محمد خيضر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، بسكرة، الجزائر، 2014/2015، ص: 200.

² - Securities Commission, what we do, Available at: www.sc.com, 15/07/2020 at: 12:00

³ نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص: 115-117.

بورصة المشتقات برهاد، بورصة المقاصة للمشتقات برهاد، بورصة السندات برهاد، بورصة ماليزيا للمعلومات برهاد، بورصة ماليزيا للخدمات الإسلامية برهاد...¹.

✓ **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، وتقوم هذه اللجنة بمجموعة من الوظائف أهمها:

- تكييف الأدوات المالية التقليدية وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية واستحداث الأدوات 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 إدراج الأوراق المالية.
- إصدار القرارات في القضايا الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية والرقابة.
- الإجابة على الأسئلة والاستفسارات وتوعية الأطراف الفاعلة في السوق وتقديم الاستشارة والمراجعة.²

الفرع الثالث: أقسام وأدوات سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

لقد تم إنشاء بورصة ماليزيا سوقا للأوراق المالية الإسلامية، وذلك من اجل تطوير سوق رأس المال المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والمنتجات والأدوات المتداولة فيها.

أولاً: أقسام سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

يمكن تقسيم سوق رأس المال الإسلامي الماليزي إلى الأقسام الثلاثة التالية:

1. **سوق السلع:** تتم في هذه السوق تداول جميع السلع التي يتاجر فيها وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وهذا من اجل تسهيل المعاملات التجارية والمالية وعمليات الاستثمار
2. **سوق الأسهم الإسلامية:** وتتداول فيه محمل الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، والتي توافق عليها اللجنة الاستشارية الشرعية، وتوفرها على المعايير والخصائص المحدودة من قبلها، وقد قدرت نسبتها خلال 2010/12/31 إلى 88% من إجمالي الأسهم في البورصة الماليزية أي ما قيمته 64% من القيمة السوقية للبورصة.
3. **سوق الصكوك الإسلامية:** تصدر الصكوك الإسلامية من طرف هيئة حكومية أو دولية مقيدة أو غير مقيدة ويتم تسجيل الصكوك الجديدة لدى البورصة الماليزية، وتعتبر الصكوك من أهم أقسام السوق الإسلامية للأوراق المالية وهذا لكونها تصدر بالعملة المحلية (الرنجت الماليزي) أو بالعملات الأجنبية.¹

¹ - ساسية جدي، مرجع سابق، ص: 201.

² - ساسية جدي، مرجع سابق، ص: 201.

ثانيا: أدوات سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

يمكن تقسيم أدوات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا إلى ثلاث أقسام رئيسية كما يلي:

1. **الملكية الإسلامية:** تشمل الملكية الإسلامية الأدوات لاسيما المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والمدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية، وهم ناصر ومكونات الملكية الإسلامية ما يلي:
✓ **الأسهم العادية:** في التجربة الماليزية تدرج هذه الأسهم في البورصة الماليزية للأوراق المالية وتتكون من الأسهم الصادرة عن الشركات المساهمة التي تخلو أنشطتها الأساسية من المعاملات الربوية.
✓ **صناديق الاستثمار:** وهي الصناديق التي تتولى تجميع أموال صغار المستثمرين فضلا عن كبارهم في صورة وحدات استثمارية، يعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والاختصاص لتوظيفها في الشركات المعترف بها من اللجنة الاستشارية الشرعية.
✓ **مؤشر الشريعة الإسلامية:** وهو رقم حسابي قياسي يعكس تطور أسعار التكامل في سوق معينة سواء بالزيادة أو النقصان، وهو مقياس للتعرف على أداء سوق الأسهم بصورة عامة، وفي البورصة الماليزية يعتمد مؤشر الشريعة لقياس حركة أسعار جميع الأسهم العادية الشرعية والمدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة وأدائها الاستثماري، ويحتسب باستخدام المتوسط المتحرك لأسعار الأسهم لهذه الشركات ويوجد نوعان من المؤشرات الشرعية في بورصة ماليزيا والمذكورين سابقا².
1. **الصكوك الإسلامية:** يمكن تصنيف الصكوك الإسلامية في ماليزيا إلى:
✓ **الصكوك الحكومية:** تصدرها الحكومة الماليزية، تخضع لرقابة البنك المركزي الماليزي.
✓ **الصكوك الإسلامية للشركات:** تصدرها الشركات الماليزية الخاصة وفقا لمبادئ البيع بثمن اجل (كالإستصناع، المضاربة، المراجعة...) تخضع هذه الصكوك لرقابة المجلس الاستشاري الشرعي لهيئة الأوراق المالية الماليزية.
2. **خدمات الوساطة:** لهذه الفئة دور هام في إدارة وتنظيم عمليات تبادل الأسهم ومن أهم أقسامها نجد:
✓ **السمسرة:** السمسار هو ذلك الشخص أو الهيئة التي تعمل على إيجاد الصلة بين البائع والمشتري، الأسهم أو سندات بورصة الأوراق المالية.
✓ **إدارة الاستثمار:** ويقصد بها إدارة محفظة الأوراق المالية من قبل شركات معينة تتوافر فيها صفات معينة وذلك نيابة عن عملائها.

¹ - مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني "دراسة حالة بورصة ماليزيا"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث LMD في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014/2015، ص: 180.

² - العياشي زرزار، مرجع سابق، ص: 43.

✓ الرقابة الشرعية: تعتبر من أهم الخدمات المتوفرة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، حيث تخضع للرقابة الشرعية من قبل المجلس الاستشاري الشرعي ويتعاون مع ذلك قسم سوق رأس المال الإسلامي من خلال دراسة الأدوات المالية وتحليلها¹.

المطلب الثالث: منتجات الهندسة المالية الإسلامية الماليزية

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

الفرع الأول: الأدوات التمويلية

تتمثل هذه الأدوات فيما يلي:

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

الفرع الثاني: الأدوات المالية

تتمثل الأدوات المالية المتداولة في ماليزيا فيما يلي:

1. الإصدارات الاستثمارية الحكومية: تم تقديم هذا النوع لأول مرة في جوان 1983 وفقا لمبدأ القرض الحسن، ووفقا لنظام الشهادات فان القرض يرد إلى أصحابه مرة أخرى من الحكومة لكن دون عائد أو نفع مادي،

¹ - شافية كتاف، مرجع سابق، ص: 119-124.

- وحصيلة هذه الشهادات تمكن الحكومة من إتمام مشروعاتها الاستثمارية دون الحاجة إلى زيادة كمية النقود المصدرة أو فرض ضرائب على الممولين وتعتبر ناجحة لتحقيقها عنصر الكفاءة الاقتصادية.
2. **السندات المالية القابلة للتداول:** يندرج نوعان من الأوراق المالية التجارية في هذه السندات.
- ✓ **الأوراق التجارية الإسلامية القابلة للتداول الخاصة بالإيداع:** يطبق هذا النوع مبدأ المضاربة، حيث يتم إيداع مبلغ من المال لدى المؤسسات المصرفية المالية ويدفع لصاحبه في ميعاد محدد في المستقبل، ويشمل هذا المبلغ على القيمة الاسمية للأوراق التجارية الإسلامية القابلة للتداول الخاصة بالإيداع بالإضافة للربح.
- ✓ **صك المديونية القابل للتداول:** يتضمن بيع أصول المؤسسات المصرفية للعميل نقدا بسعر متفق عليه ويتم فيما بعد شراء الأصول بالقيمة الأصلية مضافا لها الربح وتتم التسوية في وقت متفق عليه في المستقبل.
3. **سندات المديونية الخاصة الإسلامية:** تعد من أشكال التعاملات البارزة في السوق المالي في هذا الوقت بناء على مبادئ البيع بثمن اجل، المراجعة والمضاربة المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.
4. **الكيميالات الإسلامية المقبولة:** وهي سندات بدون فائدة أصدرت أول مرة سنة 1991 بهدف تشجيع وتعزيز التجارة المحلية والخارجية بتزويد التجار الماليزيين بخدمة تمويل مغرية، وصيغتين من هذه السندات وفقا لمبدأين هما المراجعة وبيع الدين.
5. **صكوك أخرى:** من بين هذه الصكوك ما يلي:
- ✓ **صكوك بنك نيجارا ماليزيا القابلة للتداول:** تعد هذه الصكوك مستندات قصيرة الأجل تتداول في السوق الثانوي وتصل مدة الانتفاع بها إلى عام واحد، تعتبر وسيلة لإدارة السيولة.
- ✓ **سندات كاجاماس للمضاربة:** تهدف إلى تمويل شراء ديون الإسكان الإسلامي من المؤسسات المالية التي توفر سبل تمويل الإسكان الإسلامي إلى السكان المحليين، وتعتمد هذه السندات على مبدأ المضاربة، ويتقاسم حملة السندات الأرباح مع هذه الشركة وفقا لنسب متفق عليها.

الفرع الثالث: الدينار الذهبي الإسلامي

تعود فكرة الدينار الذهبي الإسلامي المصدرة من طرف ماليزيا إلى دار بنك العملات الإسلامية، والهدف منه هو قيام سوق إسلامية مشتركة بعملة موحدة وإحلال الدينار الذهبي الإسلامي محل الدولار الأمريكي كعملة دولية موحدة لان أسعار العملات الورقية في تذبذب مستمر وليس كالذهب الذي يحتفظ بقيمته من خلال امتلاكه كمعدن ثمين¹.

¹ - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 204-210.

المطلب الرابع: الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

تمتلك ماليزيا أكبر سوق للتمويل الإسلامي، حيث أصدرت عدة إصدارات من الصكوك لتحتل المرتبة الأولى عالميا من حيث قيمة الإصدار باستثناء سنتي 2007 و2008 كانت الزيادة للأمارات العربية وكان الهدف من تلك الإصدارات هو تمويل عمليات إنشاء وتطوير عدة مشروعات عملاقة في مجال البنية التحتية والمشاريع التنموية مثل المطارات وصناعة البتروكيماويات والعقارات وغيرها.

الفرع الأول: إصدار الصكوك في ماليزيا

تشهد سوق الصكوك الإسلامية الماليزية تطورا ملحوظا، وذلك راجع لتمتعها ببنية قوية وصناعة مالية تعتمد على أساس إسلامي.

أولاً: مراحل إصدار الصكوك في ماليزيا

يمكن توضيح مراحل إصدار الصكوك في ماليزيا في الجدول الموالي:

الجدول رقم (02): مراحل إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا

| السنة | إصدارات الصكوك |
|-------|--|
| 1990 | -إصدار شركة Shell MDS Sdn Bhd أول صك إسلامي بالرنجت الماليزي. |
| 1997 | -إطلاق شركة Khaznah أول صك مراجعة من قبل الحكومة لإيجاد صك بديل للسندات التقليدية المحلية. |
| 2000 | -إقرار لجنة مراقبة عمليات البورصة ضوابط على مصدري السندات الإسلامية تعيين المستشارين الشرعيين المستقلين. |
| 2001 | -إصدار شركة Kumplan Guthrie Bhd أول نوع من صكوك الإجارة بمبلغ 150 مليون دولار وكان الإصدار مدرجا في مركز لبوان الدولي للتبادل LFX. |
| 2002 | -إطلاق الحكومة الماليزية صكوك إجارة دولية بمبلغ 600 مليون دولار وأصبحت أول دولة تصدر صكوك حكومية عالمية |
| 2003 | -إصدار شركة Anbang Sentosadh Bhd أول صك إسلامي وفق صيغة الإستصناع من ميزانيتها لسنة 2004. |
| 2004 | إصدار لجنة مراقبة عمليات البورصة ضوابط عرض السندات الإسلامية. إصدار شركة Ingress أول سندات إسلامية اعتبارية بنموذج الصكوك الإسلامية. إطلاق أول صكوك إجارة دولية لمدة خمس سنوات بمبلغ 350 مليون دولار وهي مدرجة في LFX. إصدار إحدى المؤسسات المالية التابعة للبنك الدولي أول صكوك عالمية من نوع صكوك البيع بثمن اجل بقيمة 500 مليون رنجت ماليزي. |
| 2005 | أكبر عملية إصدار بالعملة المحلية الماليزية للصكوك الإسلامية من طرف البنك الدولي بمبلغ 760 مليون رنجت. إصدار أول صكوك مشاركة بقيمة 2,5 مليون رنجت. |

| | |
|------|---|
| | إصدار أول صكوك المضاربة بقيمة 80 مليون رنجت. |
| 2006 | إطلاق أول مؤشر دولي للصكوك في كوالالمبور وعرف بـ Dow Jones Citigeoup وهو مؤشر يقيس عمل الصكوك الإسلامية ذات الإيراد الثابت التي تحكمها ضوابط الاستثمار الشرعي، وأنشئ لمساعدة المستثمرين الذين يريدون التعرف على استثمارات الإيرادات الثابتة الشرعية. إطلاق شركة Kaznah National Bhd أول صكوك مشاركة للشريعة قابلة للتداول بقيمة 750 مليون دولار. |
| 2007 | إصدار أكبر صكوك قابلة للتداول بقيمة 850 مليون دولار من قبل شركة Kaznah National Bhd |
| 2008 | إصدار أول صكوك من طرف شركة ذات الغرض الخاص ممولة من طرف بنك التنمية الإسلامية ومن طرف شركة Tadamon Services Bhd بقيمة 01 مليار دولار أمريكي. |
| 2009 | إصدار أكبر عرض للصكوك الإسلامية بعملة أجنبية من طرف شركة Petroliom Nasoina IBhd |
| 2010 | ماليزيا كمرکز عالمي لا يقبل الجدل لأسواق الصكوك، حيث تم توسيع وتعميق أكبر الصكوك السيادية العالمية، صكوك الحكومة الماليزية بقيمة 1250 مليون دولار |

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على: -مُجَّد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية-دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2013/2012 ص ص: 191-193، للمزيد أنظر: مايا فنتي، التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية، المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية (بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية)، سطيف، الجزائر، أيام 5-6 ماي 2014، ص ص: 16-18.

-Wan Razazila wan Abdullah and other, the Evolution of the Malaysia Islamic Capital Market in Malayzia,p:2,on 22/07/2020,at 18:00, from the website: www.victoria.ac.nz/sacl/6ahic/publication/6ahic-75_final_paper,p:25-26.

ثانياً: حجم إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة 2001-2016

رغم التقلبات والأزمات التي يشهدها الاقتصاد العالمي غير أن الصكوك الإسلامية دائماً ما تواصل تحقيق معدلات مرتفعة في حجم إصدارها وانتشارها وكانت ماليزيا المهيمنة على سوق الصكوك وهذا ما يبرز الدور الريادي لها.

الجدول رقم(03): حجم إصدار الصكوك في ماليزيا خلال الفترة 2001-2016

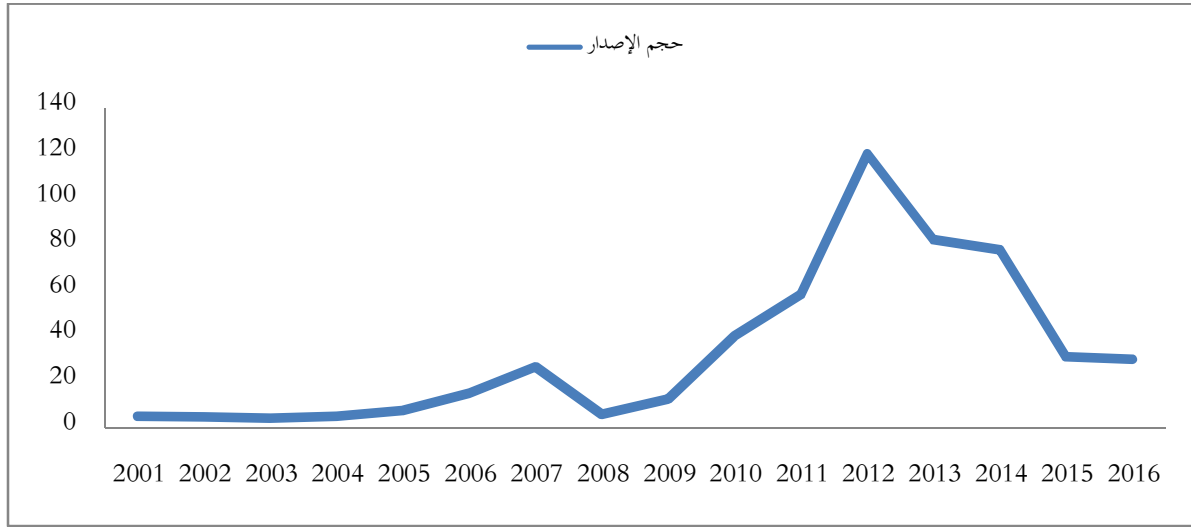
الوحدة/ مليار دولار

| السنة | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|-------------|------------|------------|--------|---------|--------|--------|--------|-------|
| حجم الإصدار | 05 | 4,60 | 4,073 | 4,957 | 7,311 | 15,060 | 26,529 | 5,878 |
| السنة | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| حجم الإصدار | 12,47 7 | 40,07 9 | 58,236 | 120,020 | 82,400 | 77,9 | 30,9 | 29,9 |

المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على: لومبرغ، مجلس الخدمات المالية الإسلامية، بيتك للأبحاث، وراضية لسود وآخرون، تجارب عالمية ناجحة في إصدار الصكوك الإسلامية لتمويل التنمية المستدامة وآفاقها في الجزائر، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، جامعة الجزائر، المجلد رقم (01)، الجزائر، 2018، ص: 65.

من الملاحظ في الجدول السابق أن سوق الصكوك الإسلامية حققت نموا سريعا خلال الفترة -2007-2001 حيث حققت معدل نمو 62,83 بالمئة، ليتدهور حجم الإصدار في سنة 2008 إلى 5,878 مليار دولار وذلك نتيجة الأزمة المالية التي مست العالم خلال هذه السنة، ثم نلاحظ عودة مجددة في حجم الإصدار للسنة الموالية بلغت حجم 12,477 مليار دولار أي بنسبة نمو قدره 112,26 بالمئة ويستمر في الارتفاع إلى غاية سنة 2012 بمعدل نمو حوالي 113,49 بالمئة، ليعود إلى الانخفاض في السنة الموالية على 82,400 مليار دولار، ثم واصلت الانخفاض أين عرفت تراجعا كبيرا مقارنة بالسنوات السابقة، وكان سبب هذا التراجع قرار البنك المركزي الماليزي من اجل التحول على أدوات أخرى لإدارة السيولة لان الصكوك الصادرة عن مصرف ماليزيا المركزي لم تصل إلى المستثمرين المقصودين، فقد توجه عدد كبير من المستثمرين إلى الاكتتاب في هذه الصكوك بدلا من البنوك الإسلامية الماليزية التي يستهدفها البنك بشكل خاص لغرض إدارة السيولة، بالإضافة إلى قرار البنك المركزي الماليزي فان انخفاض سعر النفط كذلك كان له اثر بالغ على حجم إصدار الصكوك في ماليزيا بشكل خاص وفي العالم بشكل عام، حيث انخفض الإنفاق الاستثماري الماليزي وانخفضت الودائع وبالتالي انخفاض السيولة لدى البنوك، وفي مداخلة رحماني حسناء ودلمي فتيحة تحت عنوان "الصكوك الإسلامية كبديل غير تقليدي للتمويل" انه في سنة 2017 بلغ الإصدار العالمي للصكوك 396,1 مليار دولار بمعدل سنوي 15,7 خلال الفترة بين 2010 و2017 حيث احتلت ماليزيا المرتبة الأولى عالميا بنسبة 51 بالمئة من الإصدار العالمي للصكوك الإسلامية.

الشكل رقم (09): حجم إصدار الصكوك في ماليزيا خلال الفترة 2001-2016



المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على الجدول رقم (03).

الفرع الثاني: أنواع الصكوك وتطور إصدارها في ماليزيا

شهدت الفترة الأخيرة إصدار صكوك مختلفة الأنواع في السوق الماليزية في ظل وجود هيئات رقابية، والتي تقوم بالإصدارات الجديدة بشرط توافقها مع الشريعة الإسلامية.

الجدول رقم (04): تطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا حسب النوع خلال الفترة الممتدة من 2001 إلى 2015

الوحدة/ مليار دولار

| السنة | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---------------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|
| المضاربة | 00 | 00 | 00 | 00 | 0.2 | 7.5 | 01 | 1.2 | 00 | 0.6 | 05 | 02 | 00 | 2.6 | 00 |
| المشاركة | 00 | 00 | 00 | 00 | 12.6 | 70 | 58 | 51.4 | 99.6 | 41.1 | 64 | 19 | 30 | 8.42 | 12 |
| وكالة استثمار | 00 | 00 | 00 | 00 | 00 | 00 | 00 | 00 | 00 | 00 | 09 | 08 | 24 | 3.94 | 10 |
| المراجعة | 23 | 33 | 12.8 | 38.27 | 33.5 | 9.4 | 19 | 1.3 | 0.4 | 8.2 | 09 | 55 | 32 | 79.49 | 66 |
| بيع بضمن اجل | 77 | 67 | 40.8 | 56.88 | 36.3 | 6.2 | 02 | 3.1 | 00 | 0.2 | 00 | 00 | 00 | 00 | 00 |
| الإستصناع | 00 | 00 | 46.5 | 2.8 | 14.5 | 2.1 | 09 | 0.2 | 00 | 00 | 00 | 00 | 00 | 00 | 00 |
| إجارة عملية | 00 | 00 | 00 | 2.05 | 2.9 | 4.8 | 11 | 14.5 | 00 | 34 | 13 | 09 | 04 | 1.31 | 07 |

المصدر: حفوطة الأمير عبد القادر، د. زيدي البشير، استفادة الجزائر من تجربة الصكوك الإسلامية كآلية لتمويل التنمية الاقتصادية تجربي السودان وماليزيا نموذجا، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، العدد 04، 2017، ص: 78.

من خلال الجدول السابق يمكن ملاحظة ما يلي:

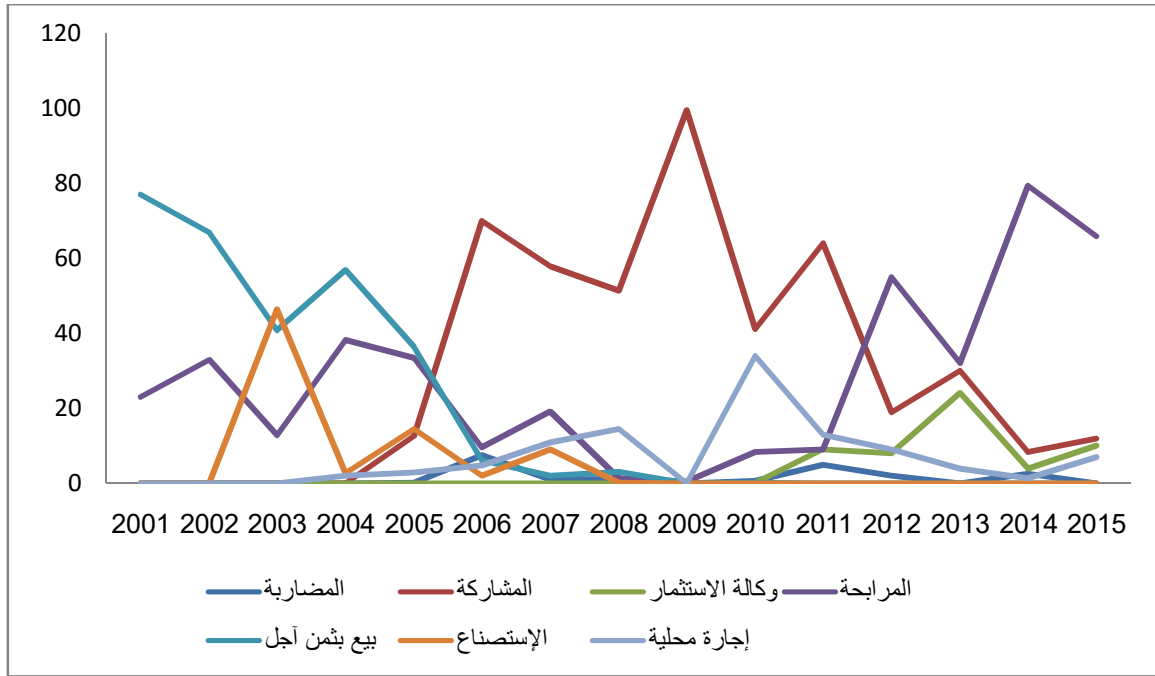
- بالنسبة لتطور إصدار صكوك البيع بثمان اجل والمراجحة: لقد حققت صكوك البيع بثمان اجل والمراجحة سيطرة كبيرة في سوق الصكوك الماليزية، وذلك لسهولة إصدارها وقدرتها على خلق السيولة للمصدر، حيث نلاحظ هناك تذبذب في إصدار هذه الصكوك خلال الفترة من 2001 إلى 2002، فقد كانت قيمة الإصدار مرتفعة لكن في سنة 2003 لاحظنا انخفاض وتراجع قيمة إصدار هذين النوعين من الصكوك حيث انخفض إصدار صكوك المراجحة إلى 12.08 مليار دولار، وانخفض إصدار صكوك البيع بثمان اجل إلى 40.8 مليار دولار والسبب في ذلك يعود إلى ظهور صكوك الإستصناع ليعاود الارتفاع مرة أخرى في السنوات الموالية بسبب اعتماد ماليزيا على مشاريع التنمية المستدامة ليصل إصدار صكوك المراجحة إلى 79.49 مليار دولار في سنة 2014.
- بالنسبة لصكوك الإستصناع: بلغ إصدار هذا النوع من الصكوك في سنة 2003 46.5 مليار دولار ثم انخفض في السنة الموالية إلى 2.8 مليار دولار وذلك راجع إلى التعديل الضريبي المشجع للتمويل الإسلامي لترتفع في سنة 2005 إلى 14.5 مليار دولار، ثم يعاود الانخفاض في سنة 2006 إلى 2.1 مليار دولار بسبب إصدار صكوك المشاركة، ليصل في 2007 إلى 9 مليار دولار ثم يعاود الانخفاض في سنة 2008 إلى 0.2 مليار دولار ويرجع ذلك إلى الإصدارات الجديدة من صكوك المشاركة والإجارة ليتوقف الإصدار لصكوك الإستصناع بعد هذه السنة.
- لم تطرح صكوك الإجارة خلال الفترة 2001 إلى 2003 لرغبة الشركات المصدرة في إصدار صكوك المراجحة وصكوك البيع بثمان اجل، وكان أول إصدار لصكوك الإجارة في سنة 2004 بمبلغ 2.05 مليار دولار، ليستمر بالارتفاع الطفيف إلى غاية 2007 حيث وصل إلى 11 مليار دولار ثم ارتفع إلى 14.5 مليار دولار سنة 2008 وذلك راجع إلى إصدار صكوك الإجارة بالعملة الأجنبية، وهي أول صكوك رائدة عالميا، أما باقي السنوات فقد كان هناك تذبذب بين الارتفاع والانخفاض لإصدار صكوك الإجارة.
- بالنسبة لصكوك المشاركة: من خلال الجدول السابق نلاحظ انه لا يوجد إصدار لهذا النوع من الصكوك في السنوات الأولى وهذا راجع لتواجد أنواع أخرى كسيطرة على سوق الإصدارات، لتبدأ في سنة 2005 إصداراتها الأولى بمبلغ 12.6 مليار دولار ثم يشهد هذا النوع من الصكوك حالة تذبذب بين انخفاض وارتفاع باقي السنوات.
- بالنسبة لصكوك المضاربة: نلاحظ من خلال الجدول السابق أن أول إصدار لصكوك المضاربة كان سنة 2005 بمبلغ 0.2 مليار دولار، حيث كان انطلاق إصدار هذا النوع ضعيفة جدا وفي سنة 2006 حققت ارتفاع كبير مقارنة بالسنة الأولى وذلك بمبلغ 7.5 مليار دولار وذلك راجع الى قيام اللجنة

الاستشارية الشرعية على الاعتماد على هذا النوع من الصكوك القائمة على مقاسمة الربح، واستمر في التذبذب بين الصعود والنزول وحتى الانعدام في باقي السنوات.

- بالنسبة لصكوك الوكالة بالاستثمار: كان أول إصدار لهذا النوع من الصكوك في سنة 2011 بمبلغ قدر ب 9 مليار دولار ثم اخذ في الانخفاض تارة والارتفاع تارة أخرى باقي السنوات.

من خلال التحليل السابق نستنتج أن صكوك المرابحة والمشاركة هي الأكثر تفضيلا من طرف دولة ماليزيا من بين مختلف الصكوك المتداولة فيها، والشكل التالي يوضح إصدار كل نوع:

الشكل رقم (10): يوضح إصدارات كل نوع من أنواع الصكوك الإسلامية الماليزية للفترة 2001-2015



المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على الجدول رقم (04).

المطلب الخامس: مكانة ماليزيا في إصدار الصكوك الإسلامية.

تحتل ماليزيا مركزا هاما في إصدار الصكوك الإسلامية ليس فقط محليا بل عالميا أيضا، وذلك راجع إلى الدور الذي تلعبه هيئات الرقابة المالية الماليزية في تنظيم إصدارها والإشراف عليها حتى تكون متوافقة مع الشريعة الإسلامية وتحقق نمو كبير ومتميز.

1. القيمة الإجمالية لإصدارات الصكوك الإسلامية عالميا خلال الفترة 2001-2016

انتشرت الصكوك الإسلامية كأداة معاصرة يقبل عليها المتعاملون من مختلف دول العالم، حيث عرفت انتشارا وتوسعا خلال الفترة الأخيرة، وأصبحت الأسرع نموا في سوق التمويل الإسلامي العالمي الجدول وسوف نبين القيمة الإجمالية للإصدارات هذه الأداة المميزة عالميا من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (05) القيمة الإجمالية لإصدارات الصكوك الإسلامية عالميا خلال الفترة 2001-2016

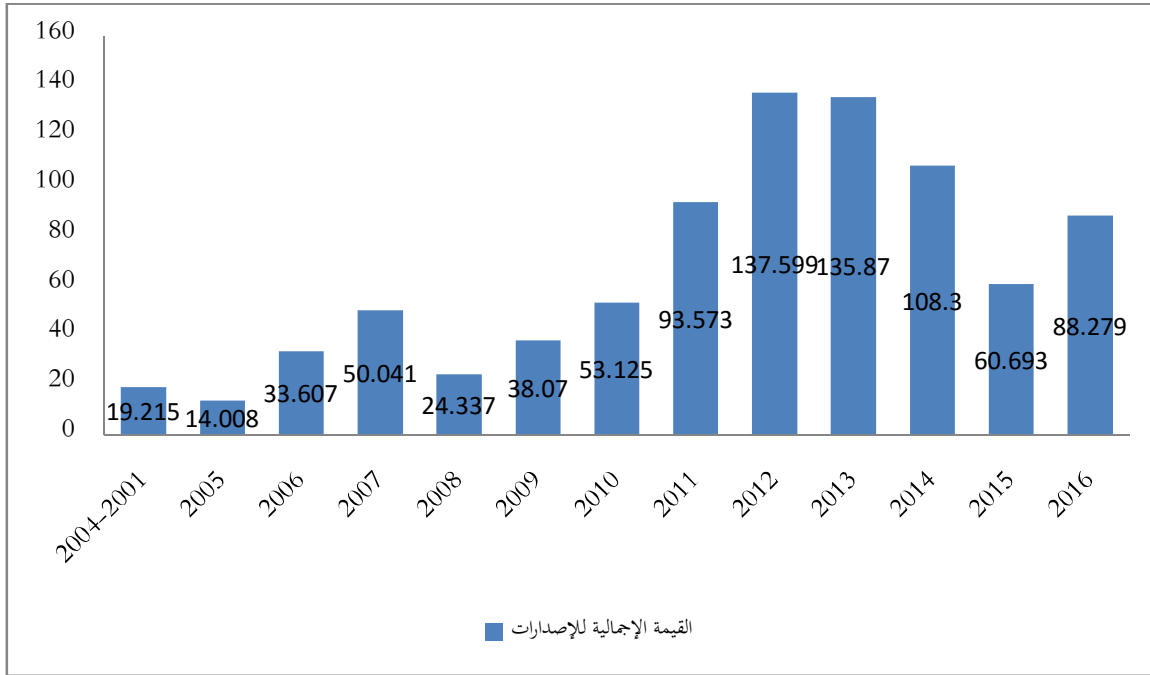
الوحدة/ مليار دولار

| السنة | 2001 إلى 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|--------------------------------|---------------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| القيمة الإجمالية لإصدارات ص.إ. | 19,215 | 14,008 | 33,607 | 50,041 | 24,337 | 38,070 | 53,125 |
| السنة | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | |
| القيمة الإجمالية لإصدارات ص.إ. | 93.573 | 137.599 | 135.870 | 108.300 | 60.693 | 88.279 | |

المصدر: إلياس حناش وآخرون، الصكوك الإسلامية كبديل لتمويل التنمية الاقتصادية، عرض التجربة الماليزية، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، جامعة جيجل، م01، ع خ، الجزائر، أفريل، 2018.

يتضح من خلال الجدول السابق النمو الكبير والمتزايد في إجمالي الإصدارات العالمية للصكوك الإسلامية، حيث نلاحظ في السنوات الأولى كانت قيمة الإصدارات 19,215 مليار دولار، ثم انخفضت في سنة 2005 إلى 14,008 مليار دولار، لتعاود الارتفاع في السنتين الموالتين ثم تنخفض في سنة 2008 انخفاضا كبيرا إلى القيمة 24,337 مليار دولار بعدما كانت في قيمة 50,041 مليار دولار في سنة 2007 والسبب في ذلك راجع إلى الأزمة المالية العالمية، وعاودت في الارتفاع في سنة 2009، وقد عرفت انتعاشا ملحوظا بلغ أعلى مستوياته في سنة 2012 بحوالي 137,599 مليار دولار ثم تذبذبت قيمة الإصدارات العالمية لإصدارات الصكوك الإسلامية بين الارتفاع والانخفاض باقي السنوات، حيث نلاحظ أنها في سنة 2016 بلغت 88,279 مليار دولار، وذلك راجع إلى الزيادة في الإصدارات لدول آسيا وإفريقيا ودول مجلس التعاون الخليجي وبعض الدول، في حين أن ماليزيا لازالت تهيمن على سوق الصكوك رغم زيادة حصة بلدان مثل اندونيسيا وتركيا، والتمثيل البياني التالي يوضح ذلك.

الشكل رقم (11): القيمة الاجمالية لإصدارات الصكوك عالميا خلال الفترة 2001-2016



المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على الجدول رقم (05).

2. تطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا إلى إجمالي الإصدار العالمي خلال الفترة 2007-2016

تميزت سوق الصكوك الإسلامية الماليزية بنشاطها الملحوظ خلال نهاية القرن العشرين من خلال إصداراتها المتنوعة والجدول التالي يمثل تطور إصدار الصكوك في ماليزيا إلى إجمالي الإصدار العالمي خلال الفترة 2007-2016

الجدول رقم (06): تطور إصدار الصكوك في ماليزيا إلى إجمالي الإصدار العالمي خلال الفترة 2007-2016

الوحدة/ مليار رنجيت ماليزي

2016

| السنوات | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 |
|---|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| الإصدار العالمي | 240,56 | 270,15 | 492,23 | 502,2 | 635,5 | 518,8 | 410,5 | 363,3 | 400,1 | 158,8 |
| الإصدار الماليزي | 129,45 | 117,7 | 262,76 | 275,8 | 324,6 | 185 | 132,8 | 116,4 | 110,1 | 121,3 |
| نسبة الإصدار الماليزي الى الإصدار العالمي | 53 | 43 | 53 | 54 | 51 | 35 | 32 | 32 | 27 | 76 |

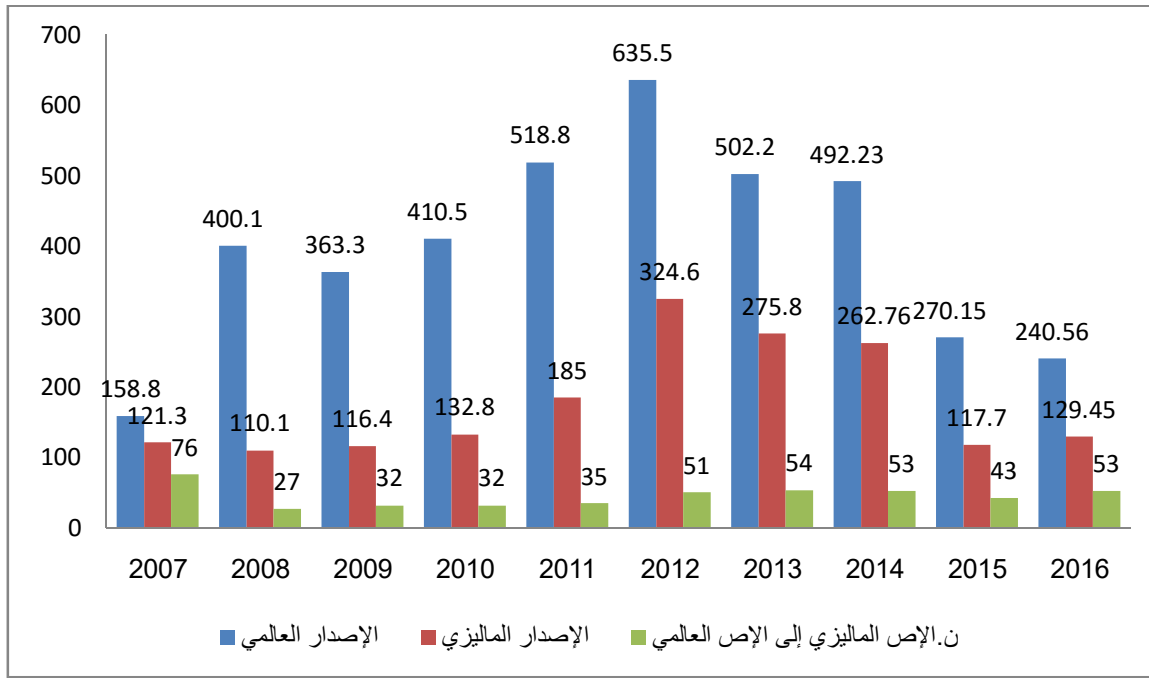
المصدر: إلياس حناش وآخرون، الصكوك الإسلامية كبديل لتمويل التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص: 288.

من خلال الجدول نلاحظ تزايد في قيمة الإصدارات العالمية إلى غاية سنة 2013 ثم بدأت في التراجع، ونلاحظ كذلك أن ماليزيا تبقى رائدة في سوق الصكوك الإسلامية إلا انه في سنوات الأزمة تراجع الإصدار وذلك

الفصل الثالث: دراسة مقارنة لواقع وتطور أدوات الهندسة المالية الإسلامية في سوقي ماليزيا والبحرين
الإسلاميين خلال الفترة الممتدة من 2001 إلى 2016

نتيجة تأثر الاقتصاد الماليزي بالأزمة المالية العالمية 2008، وبعد سنة 2012 عادت نسبة الإصدار الماليزي إلى الارتفاع مجدداً وينسب مقبولة، والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (12): يوضح الإصدار العالمي والإصدار الماليزي ونسبة الإصدار الماليزي إلى الإصدار العالمي للصكوك الإسلامية للفترة 2007-2016



المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على الجدول رقم (06).

3. القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية الماليزية

يمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (07): القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة 2010-2016

الوحدة/ مليار رنجيت ماليزي

| السنوات | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|--------|------|------|---------|---------|---------|---------|
| القيمة السوقية لسوق رأس المال الإسلامي | 756,1 | 806 | 942 | 1029,62 | 1012,14 | 1086,18 | 1030,56 |
| إجمالي القيمة السوقية لسوق رأس المال الماليزي | 1275,3 | 1285 | 1466 | 1702,15 | 1651,17 | 1694,78 | 1667,37 |
| نسبة القيمة السوقية الإسلامية إلى إجمالي القيمة السوقية | 59,3 | 63 | 64 | 60,5 | 61,3 | 64,09 | 61,81 |

المصدر: عمر عبو، دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة حسبية بن بوعلي، الجزائر، د م، ع18، جوان 2017، ص: 55.

نلاحظ من خلال الجدول السابق استمرار القيمة السوقية لسوق رأس المال الماليزي السيطرة على السوق حيث وصلت نسبة القيمة السوقية الإسلامية إلى إجمالي القيمة السوقية نسبة 61,81 بالمئة، ويعود السبب في ذلك إلى التدابير التي اتخذتها الحكومة الماليزية من اجل جعل سوق الأوراق المالية الماليزية يجذب رؤوس الأموال سواء المحلية أم الأجنبية بتوفير القوانين والتشريعات الخاصة بهذه الأدوات المالية، مما أدى إلى إقبال خاص من طرف المستثمرين الماليزيين إلى الاستثمار في هذه الأدوات، وكذلك من اجل جعل ماليزيا مركزا ماليا للتمويل الإسلامي الدولي، ويوضح الشكل الموالي ذلك:

المبحث الثاني: دراسة سوق البحرين للأوراق المالية.

شهد الاقتصاد البحريني قفزة نوعية حيث أنه كان في الصادرة من خلال التمويل الإسلامي، وقد ساهمت عدة ظروف بالنهوض باقتصادها، وما يلفت الانتباه أن البحرين تعتمد على مبادئ الاقتصاد الإسلامي والعمل على تطوير وسائله وأدواته مما ساهم بالإيجاب في دخولها إلى مرحلة جديدة من النمو والتطور ويسعى سوق الأوراق المالية الإسلامي البحريني و المصرف المركزي البحريني لتقديم البديل الشرعي التقليدي، وذلك من خلال التوعية الدينية للمستثمرين المسلمين بالحاجة إلى التمويل والاستثمار المتوافق مع الشريعة الإسلامية، فأصبح بهذا موازيا للسوق التقليدي ومكملا للنظام المصرفي في توسيع وتعميق التعاملات الإسلامية، ويعبر هذا السوق عن نمط جديد للتعامل ويخضع لهيئة رقابية شرعية تساعد على تطويره، من خلال العمل على ابتكار وإيجاد بدائل وأدوات مالية شرعية.

المطلب الأول: مفهوم سوق البحرين للأوراق المالية.

أضحى النظام المالي الإسلامي في البحريني نموذجاً للاقتصاد الإسلامي المتطور، وساعده على هذا التنامي الاقتصادي الكبير وجوده في بيئة تتصف بالمزيد من الحرية والتنافس، وذلك تماشياً مع الاندماج المتزايد بين النظام المالي الإسلامي والساحة المالية الإسلامية العالمية، وقد شهد نمو السوق المالي أبعاد دولية شملت إنشاء مجلس وهيئات مالية لها إبعاد دولية.

الفرع الأول: نشأة وتعريف سوق البحرين للأوراق المالية

لم يأتي سوق البحرين للأوراق المالية كاملاً مكملاً منذ بدايته إنما هناك مراحل لأن أصبح مثل ما هو وفي هذا الفرع يتم توضيح نشأة وتعريف سوق البحرين للأوراق المالية.

أولاً: نشأة سوق البحرين للأوراق المالية

قبل سنة 1987 كانت تداولات أسهم الشركات البحرينية تتم في سوق غير رسمي يعرف باسم (سوق الجوهرة)، وبعد الانهيار الذي شهده هذا الأخير والذي تزامن مع الانهيار الذي عرفه " سوق المناخ" الكويتي في بداية الثمانينات، قامت الحكومة البحرينية بتكثيف الدراسات والجهود مع مؤسسة التمويل الدولية (IFC) بهدف تأسيس سوق نظامي للأسهم في البحرين، وكنتيجة لهذه الجهود أقامت الحكومة في سنة 1987 سوق البحرين للأوراق المالية، وقد باشر عمله رسمياً في جوان 1989 وقد كان عدد الشركات المسجلة به 29 شركة وكانت الأسهم هي الأداة الوحيدة المتداولة فيها، وفي سنة 1999 بدأت "بورصة البحرين" بتطبيق نظام التداول الإلكتروني، وتنوعت بها الأدوات المتداولة لتشمل الأسهم الممتازة، السندات، الصكوك الإسلامية¹.

¹ - موقع بورصة البحرين.

ثانياً: التعريف بسوق البحرين للأوراق المالية.

هي سوق متعددة الأصول ذات تنظيم ذاتي. توفر بورصة البحرين مجموعة شاملة من المنتجات و الخدمات و التي تتضمن خدمات الإدراج، خدمات التداول، خدمات التسوية و الإيداع المركزي لمختلف الأصول المتوفرة على منصة البورصة¹.

الفرع الثاني: التعريف بالسوق المالية الإسلامية بالبحرين

أولاً: نشأة السوق المالية الإسلامية بالبحرين

أنشأت السوق المالية الإسلامية الدولية (IIFM) في 01 أبريل²، 2002 بموجب المرسوم الملكي رقم (23) لسنة 2002 لمملكة البحرين كمنظمة محايدة وغير ربحية لتطوير البنية التحتية، ويستضيفها مصرف البحرين المركزي في المنامة³، وإنشائها هو المثال الحقيقي للشراكة العالمية، وكان تأسيسها بفضل الجهود الجماعية لمصرف البحرين المركزي، بنك اندونيسيا، بنك السودان، هيئة الخدمات المالية لابوان بماليزيا والبنك الإسلامي للتنمية المملكة العربية السعودية، بنك اندونيسيا، وزارة المالية، بروناي دار السلام، بنك الدولة في باكستان، إلى جانب الأعضاء المؤسسين يؤيد السوق المالية الإسلامية الدولية من قبل عدد من المنظمات الإقليمية والدولية والمؤسسات المالية على سبيل المثال: مركز دبي المالي، بنك الاستثمار الأوروبي، بيت التمويل الكويتي.. فضلاً عن المشاركين الآخرين في السوق وأعضائها والباب مفتوح لقبول أعضاء جدد⁴.

ثانياً: التعريف بالسوق المالية الإسلامية بالبحرين

تعتبر السوق المالية الإسلامية البحرينية نواة مؤسسات البنية التحتية للمعاملات المصرفية الإسلامية والصناعة المالية. و من صلاحياتها تأسيس وتطوير وترويج إنشاء الأسواق المالية الإسلامية⁵، وترتكز على توحيد المنتجات الإسلامية، والوثائق والعمليات ذات الصلة، كما أنها منظمة عالمية غير ربحية للتوحيد القياسي العالمي لرأس المال الإسلامي وسوق المال⁶.

¹ - موقع بورصة البحرين، مرجع سابق، ت، إ، نفسه.

² - فريد مشري، صبرينة عتروس، السوق المالية الإسلامية - مفهوم والأدوات - تجربة السوق المالية الإسلامية العالمية (البحرين)، مجلة الإجتهد القضائي، د م، ع11، جامعة نجد خيضر بسكرة، ص104.

³ - International Islamic Financial Market, Bahraine, in a: Iifm.net, Accessed on 26/07/2020, On the watch, 12:23A.m.

⁴ - فريد مشري، عتروس صبرينة، مرجع سابق، ص: 104.

⁵ - موقع السوق المالية الإسلامية الدولية، في:

Arabnak.com، ت، إ، 2020/07/26، على الساعة، 20:14 مساءً.

⁶ - فريد مشري، عتروس صبرينة، مرجع سابق، ص: 103.

المطلب الثاني: تنظيم السوق المالية الإسلامية البحرين

يقوم سوق رأس المال الإسلامي البرحيني بدور هام في تطوير وتحسين أداء نشاطها وذلك من خلال الوظائف والعمليات التي تقوم بها ومن خلال هذا المطلب سيتم التعرف على أهم الوظائف والعمليات الأساسية التي يتميز بها هذا السوق وهي كما يلي:

الفرع الأول: وظائف السوق المالية الإسلامية البحرين

تمثل مهمة السوق المالية الإسلامية للبحرين فيما يلي¹:

- ✓ تحقيق رؤية السوق بتحفيز البنيتين التحتيتين التجاريتين الداخلية والخارجية.
- ✓ ابتكار منتجات وتدفق المعلومات بقوة بمعايير ومحددات دقيقة وشفافة ومضبوطة.
- ✓ تأمين القبول والتكامل المتوافق مع اتجاهات الأسواق.
- ✓ المصادقة على الأدوات المالية المتداولة أو التي سيتم تداولها بين المؤسسات المالية الإسلامية والبنوك التقليدية والنوافذ الإسلامية في البنوك التقليدية.
- ✓ السعي لإعداد اللوائح والضوابط للتعامل وفق مقتضيات السوق المالية الإسلامية.
- ✓ إعداد معايير موحدة عند إصدار الأدوات المالية الإسلامية أو عند تداولها يتبعها كل المشاركين في السوق المالية الإسلامية.

كما يقوم سوق البحرين للأوراق المالية بوظيفتين أساسيتين تمثلان البعد الحقيقي لأهميته في تنظيم قطاع الأوراق المالية وتمثل أولهما في دور اللجنة العليا للأوراق المالية، حيث يقوم من خلالها بالإشراف على السوق المالية في البحرين والعمل على تطوير أطره التشريعية والفنية، أما الثانية تتمثل في قيام سوق الأوراق المالية من خلال تطبيق الإجراءات الإدارية والفنية وكذلك تقديم كافة التسهيلات التي تكفل سلامة وعدالة تداول في سوق².

الفرع الثاني: هيئات الرقابة على سوق البحرين للأوراق المالية.

أولاً: هيئة الرقابة على سوق البحرين للأوراق المالية.

تقوم إدارة مراقبة الأسواق المالية بمصرف البحرين المركزي بالإشراف على أسواق رأس المال بمملكة البحرين وتنظيمها بهدف المحافظة على شفافية وعدالة وفعالية سوق رأس المال لضمان حماية المستثمرين، وبالتالي حماية

¹ - فريد مشري، عتروس صبرينة، مرجع سابق، ص: 104.

² - رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2006/2005، ص: 216.

نزاهة وسمعة المملكة كمركز مالي رئيسي، كما تسعى إدارة مراقبة الأسواق المالية للقيام بهذه المسؤوليات من خلال الالتزام بالمعايير الدولية المنظمة لأسواق رأس المال وبشكل خاص معايير المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO) والجدير بالذكر أن صندوق النقد الدولي قد قام بمراجعة مدى التزام مصرف البحرين المركزي بالمعايير الأساسية للمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية في الفترة ما بين 2005 و2006. وفي عام 2008، أصبحت البحرين من أحد الدول الموقعة على مذكرة التفاهم المتعددة الأطراف للمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية بغرض التشاور والتعاون وتبادل المعلومات¹.

يعمل مصرف البحرين المركزي بشكل متواصل على استكمال تنفيذ خطته لتطوير وتحديث الإطار التشريعي والتنظيمي والإشرافي لقطاع سوق رأس المال بما يتماشى مع أفضل الممارسات الدولية وبالتشاور مع الأطراف المعنية وذات العلاقة وجميع مكونات القطاع المالي في مملكة البحرين².

ثانياً: هيئة الرقابة التشريعية للسوق المالية الإسلامية بالبحرين

وفقاً للنظام الأساسي لهيئة الرقابة الشرعية لسوق المالية الإسلامية الدولية بالبحرين فهي تتكون من 12 عضو تسطر مهامهم وصلاحياتهم في النقاط التالية³:

- ✓ مراجعة جميع المواد والهياكل والمستندات والمذكرات وغيرها للتأكد من أنها متفقة مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.
- ✓ التأكد من أن الاتفاقيات الرئيسية للسوق المالية الإسلامية الدولية متفقة مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.
- ✓ تقديم المشورة والآراء الشرعية الضرورية للسوق المالية الإسلامية الدولية حول الأمور المتعلقة بمشاريعها ومبادراتها وجميع المسائل ذات العلاقة.
- ✓ أن تكون مشاركاً نشطاً في المراحل الأولى من مشاريع السوق المالية الإسلامية الدولية وذلك اعتباراً من بداية تطويرها وحتى نشرها/ طرحها.
- ✓ العمل والتعاون مع هيئات الرقابة الشرعية الأخرى عند الحاجة.
- ✓ يمكن للسوق المالية الإسلامية الدولية أن تطلب من أي عضو من أعضاء الهيئة الشرعية مشاركة في اجتماع مجموعة العمل الخاصة بها من خلال مؤتمر هاتفي للحصول على تعليقاته العامة.
- ✓ يجب تقديم جميع المساعدة والموارد اللازمة للهيئة الشرعية لتمكينها من أداء واجباتها ومسؤولياتها.

¹ - موقع مصرف البحرين المركزي، في:

Cbb.gov.bh، ت.إ: 2020/08/02، على الساعة 14:23 مساءً.

² - المرجع نفسه، ت.إ نفسه.

³ - موقع السوق المالية الإسلامية الدولية، مرجع سابق.

- ✓ الحصول على أي معلومات تحتاجها من الأمانة العامة للسوق المالية الإسلامية الدولية من أجل أداء واجباتها بشكل فعال. كما يجب أن تتاح لها إمكانية الحصول على أي معلومات حول ما يجري في سياق تطوير أو هيكله مستندات السوق المالية الدولية الإسلامية.
- ✓ رفض أو تعديل أي بند ضمن اتفاقيات رئيسية الذي لا يتفق مع أحكام ومبادئ الشريعة أو تعديله وفقاً لتعاليم الشريعة.

المطلب الثالث: المؤشرات الإسلامية ومنتجات الهندسة المالية الإسلامية البحرينية

تشمل منتجات الهندسة المالية الإسلامية المتداولة في سوق البحرين للأوراق المالية العديد من الأشكال وأغلبية معاملاتها بالتمويل الإسلامي وأدواته، كم ان لكل سوق مالي مؤشرات يتميز بها إلا وإن للبحرين مثلها نذكر المنضبطة بقواعد الشريعة الإسلامية، المتمثلة في الآتي:

الفرع الأول: المؤشرات الإسلامية لسوق البحرين

➤ **مؤشر داو جونز للسوق الإسلامي:** أطلق أول مؤشر في المنامة "البحرين"¹، حيث صدرت مؤشرات داو جونز للأسواق المالية الإسلامية للمرة الأولى في العام 1999، لتكون الأولى من نوعها لقياس الأسهم الاستثمارية العالمية التي تمتثل للشريعة الإسلامية. تضم السلسلة أكثر من مئة مؤشر مما يجعلها الأكثر شمولية لمقاييس السوق المالية الإسلامية، حيث أنها تشمل مؤشرات إقليمية وقطرية وصناعية تندرج جميعها ضمن مؤشر داو جونز للسوق المالية الإسلامية (DJIM). كما يعتبر مؤشر داو جونز موثوق فيه عالمياً².

➤ **مؤشر البحرين الإسلامي:** أقامت سوق البحرين للأوراق المالية يوم 14 سبتمبر 2015 إعلان عن إطلاق مؤشر البحرين الإسلامي، الذي يضم أسهم الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية كما أعلن الرئيس التنفيذي لسوق البحرين للأوراق المالية، بأنه في إطار موقع مملكة البحرين إستراتيجياً كمركز مالي إسلامي عالمي وهو يتكفل بتقديم منتجات وأدوات مطابقة لمعايير الشريعة الإسلامية أكثر، سواء لمصدري الأوراق المالية أو للمستثمرين في السوق بفتاتهم وأنواعهم وأهدافهم الاستثمارية كافة³.

¹ - حنان إبراهيم النجار، آلية بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي ومتطلباته في أسواق المال العالمية، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول: المؤسسات المالية الإسلامية (معالم الواقع وآفاق المستقبل)، 22 فيفري 2017.

² - أحمد بن عبد الرحمن الجبير، مؤشرات داو جونز الإسلامية، جريدة العرب الاقتصادية الدولية، 10 سبتمبر 2009.

³ - بورصة البحرين تطلق مؤشر البحرين الإسلامي، صحيفة عربية مستقلة- رأي اليوم- 15 سبتمبر 2015.

الفرع الثاني: منتجات الهندسة المالية الإسلامية لسوق البحرين

يقوم المصرف المركزي البحريني بإصدار سندات الدين والصكوك الإسلامية نيابة عن حكومة مملكة البحرين، وذلك حسب قانون مصرف البحرين المركزي، ويقوم بذلك من خلال نظام تسوية الأوراق المالية، ومن خلال هذا الفرع سيتم التعرف على الأدوات المالية الإسلامية الحكومية:

1- صكوك السلم (بالدينار البحريني): تم إصدارها أول مرة في سنة 2001 من قبل حكومة مملكة

البحرين وفقاً لمعايير الشريعة الإسلامية، وهي أداة تمثل أصولاً (غاز طبيعي) موصوفة في الذمة مؤجلة التسليم، يتم إصدارها بشكل شهري لفترة استحقاق ثلاثة أشهر (91 يوماً). وتقوم حكومة مملكة البحرين بموجب هذا الإصدار ببيع سلع سيتم تسليمها في المستقبل إلى المستثمرين في هذا الإصدار باعتباره وعاء استثمارياً مشتركاً بينهم بنسبة ما اكتتب به كل منهم. ويتم الشراء بثمان عاجل هو قيمة إصدار الصكوك، كما يتم الاحتفاظ بالصكوك إلى موعد التسليم، ويحق للمستثمر قبض قيمة السلع المستحقة له، والناتج عن بيعها إلى طرف مستقل غير مملوك للبائع لا كلياً ولا جزئياً بثمان يزيد عن ثمن الشراء بالسلم، كما تعتمد هذه الأخيرة على عقود بيع وشراء منفصلة يتم توقيعها في تاريخ الإصدار، ويتم دعوة جميع مصارف التجزئة للمشاركة، هيئة الضمان الاجتماعي، بعض مصارف الجملة المؤهلة والبنوك المركزية الأخرى الراغبة بالمشاركة بالإضافة إلى إمكانية مشاركة المؤسسات والشركات الاستثمارية والأفراد عن طريق مصارف التجزئة أو بورصة البحرين. يتم إصدار صكوك السلم بعائد ثابت يتم تحديده من قبل لجنة السياسة النقدية في مصرف البحرين المركزي¹.

2- صكوك الإجارة قصيرة الأجل (بالدينار البحريني): تم إصدارها أول مرة في سنة 2005 من قبل

مصرف البحرين المركزي نيابة عن حكومة مملكة البحرين وفقاً لمعايير الشريعة الإسلامية. ويتم إصدارها بشكل شهري لفترة استحقاق ستة أشهر (182 يوماً)، وهي أداة مالية تمثل أصولاً حكومية تقوم حكومة مملكة البحرين بموجب هذا الإصدار، بطرح تلك الأصول على المستثمرين لشرائهم لها من الحكومة ثم تأجيرهم إياها للحكومة بقسط تأجيري، بموجب عقد إجارة منتهية بالتملك بحيث تعد حكومة مملكة البحرين بإعادة شراء تلك الأصول في نهاية مدة الإصدار بثمان يمثل القيمة الأصلية التي اشترت بها من الحكومة².

3- صكوك الإجارة طويلة الأجل: تم إصدارها أول مرة في سنة 2001 من قبل مصرف البحرين

المركزي وفقاً لمعايير الشريعة الإسلامية، ويتم إصدارها بالدينار البحريني أو بالدولار الأمريكي ولفترات استحقاق من 02 ل 10 سنوات، وهي أداة مالية تمثل أصولاً حكومية يصدرها مصرف البحرين

¹ - موقع مصرف البحرين المركزي، مرجع سابق.

² - موقع مصرف البحرين المركزي، مرجع سابق.

المركزي نيابة عن حكومة مملكة البحرين. وتقوم حكومة مملكة البحرين بموجب هذا الإصدار، بطرح تلك الأصول على المستثمرين لشراهم لها من الحكومة ثم تأجيرهم إياها للحكومة بقسط تأجيري، بموجب عقد إجارة منتهية بالتملك بحيث تعد حكومة مملكة البحرين بإعادة شراء تلك الأصول في نهاية مدة الإصدار بثمن يمثل القيمة الأصلية التي اشترت بها من الحكومة¹.

المطلب الرابع: الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي البحريني

تمتلك البحرين أكبر سوق للتمويل الإسلامي، حيث أصدرت عدة إصدارات من الصكوك لتحتل الصدارة في الشرق الأوسط من حيث قيمة الإصدار باستثناء 2015 خلال انخفاض النفط ونتج عن هذا تأثير ملحوظا على البحرين

الفرع الأول: إصدار الصكوك في البحرين

يشهد مصرف البحرين الإسلامي تطوراً ملحوظاً في إصدار الصكوك الإسلامية، وذلك راجع لاعتمادها على أساس إسلامي خلي من المحرمات.

أولاً: مراحل إصدار الصكوك في البحرين

يمكن توضيح مراحل إصدار الصكوك في البحرين في الجدول الموالي:

الجدول رقم (08): مراحل إصدار الصكوك الإسلامية في البحرين.

| السنة | إصدارات الصكوك |
|-------|---|
| 2001 | - إصدار صكوك السلم قصيرة الأجل. - إصدار سندات التأجير طويلة الأجل لصكوك الإجارة. |
| 2003 | - إصدار مؤسسة نقد البحرين 480 مليون دولار أمريكي من صكوك التأجير الإسلامي. |
| 2004 | - إصدار الصناديق المشتركة و الأوراق المالية المدعومة بالأصول والصكوك. |
| 2006 | - حصول مصرف البحرين المركزي على جائزة التميز في دعم صنع صناديق الاستثمار الإسلامية - إدارة الخدمات المصرفية هي المسؤولة عن إصدار صكوك السلام والإجارة. - 12 إصدار لصكوك الإجارة. |
| 2007 | - كانت المشاركات في برنامج إصدار الصكوك من قبل المصارف والمؤسسات تتم عن طريق إرسال الرسائل والبريد الإلكتروني أو الفاكس أصبحت في النصف الثاني من 2007 تتم عن طريق شبكة اتصال بنظام المدفوعات. - أصدرت إدارة مراقبة الأسواق المالية الموافقة على طرح 6 إصدارات من إصدارات الصكوك الإسلامية. |

¹ - موقع مصرف البحرين، مرجع سابق.

| | |
|--|--|
| <p>2008</p> <p>-إطلاق أذونات قصيرة أجل متوافقة مع الشريعة الإسلامية كأدوات سيولة الصكوك، وتهدف هذه الأخيرة إلى مساعدة المصارف الإسلامية للحصول على السيولة وذلك وفق الشريعة الإسلامية، من خلال البيع على 3 مراحل منفصلة لصكوك الإجارة الحكومية قصيرة وطويلة الأجل.</p> | |
| <p>2009</p> <p>-إصدار صكوك سلم شهرية لفترة استحقاق 3 أشهر بمبلغ 6 مليون دينار بحريني. -إصدار صكوك إجارة شهرية لفترة استحقاق 6 أشهر بمبلغ 5 مليون دينار بحريني. -إصدار صكوك إجارة طويلة أجل بمبالغ وفترات استحقاق مختلفة حسب رغبة حكومة مملكة البحرين.</p> | |
| <p>2010</p> <p>-إصدار صكوك السلم شهرية لفترة استحقاق 5 أشهر بمبلغ 12 مليون دينار بحريني. -إصدار صكوك إجارة شهرية لفترة استحقاق 6 أشهر بمبلغ 10 مليون دينار بحريني. -إصدار صكوك إجارة طويلة وقصيرة أجل بمبالغ وفترات استحقاق مختلفة حسب رغبة حكومة مملكة البحرين.</p> | |
| <p>2011</p> <p>-إصدار صكوك سلم شهرية لفترة استحقاق 3 أشهر بمبلغ 12 مليون دينار بحريني ثم تغير إلى 18 مليون دينار بحريني. -إصدار صكوك إجارة شهرية لفترة استحقاق 6 أشهر بمبلغ 10 مليون دينار بحريني ثم تغير إلى 20 مليون دينار بحريني. -إصدار صكوك إجارة قصيرة وطويلة أجل بمبالغ وفترات استحقاق مختلفة حسب رغبة حكومة مملكة البحرين.</p> | |
| <p>2012</p> <p>-إصدار صكوك سلم شهرية لفترة استحقاق 3 أشهر بمبلغ 18 مليون دينار بحريني. -إصدار صكوك إجارة شهرية لفترة استحقاق 6 أشهر بمبلغ 20 مليون دينار بحريني. -إصدار صكوك إجارة قصيرة وطويلة أجل بمبالغ وفترات استحقاق مختلفة حسب رغبة حكومة مملكة البحرين، إصدار محلي بمبلغ 160 مليون دينار بحريني وبمعايير ثابت بلغ 4.3%.</p> | |
| <p>2013</p> <p>-إصدار صكوك سلم شهرية لفترة استحقاق 3 أشهر بمبلغ 36 مليون دينار بحريني. -إصدار صكوك إجارة شهرية لفترة استحقاق 6 أشهر بمبلغ 20 مليون دينار بحريني. -إصدار صكوك إجارة طويلة وقصيرة أجل وبمبالغ وفترات استحقاق مختلفة حسب رغبة حكومة مملكة البحرين، إصدار محلي بمبلغ 100 مليون دينار بحريني وبمعايير ثابت بلغ 1.45%.</p> | |
| <p>2014</p> <p>-إصدار صكوك سلم شهرية لفترات استحقاق 3 أشهر بمبلغ 36 مليون دينار بحريني. -إصدار صكوك إجارة شهرية لفترة استحقاق 6 أشهر بمبلغ 20 مليون دينار بحريني.</p> | |
| <p>2016</p> <p>-إصدار صكوك سلم شهرية لفترة استحقاق 3 أشهر بمبلغ 43 مليون دينار بحريني. -إصدار صكوك إجارة شهرية لفترة استحقاق 6 أشهر بمبلغ 26 مليون دينار بحريني. -إصدار صكوك إجارة طويلة الأجل وبمبالغ وفترات استحقاق مختلفة حسب رغبة حكومة مملكة البحرين. -إصدار صكوك تأجير إسلامية ومراجعة إسلامية بمبلغ دولار أمريكي لفترة استحقاق 8 سنوات و 4 أشهر بمعايير ثابت بلغ 5.624%. -ترتيب مصرف البحرين المركزي مع عدة مصارف بإصدار صكوك إسلامية على هيئة تمويل خاص.</p> | |

المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على: التقارير السنوية لمصرف البحرين المركزي.

ثانياً: حجم إصدار الصكوك الإسلامية في البحرين خلال الفترة 2007-2016.

رغم التقلبات والأزمات التي يشهدها الاقتصاد العالمي غير أن الصكوك الإسلامية دائماً ما تواصل تحقيق معدلات مرتفعة في حجم إصدارها وانتشارها وكانت البحرين من الدول المعنية في إصدار وانتشار هذه الصكوك.

الجدول رقم (09): حجم إصدار الصكوك في البحرين خلال الفترة 2001-2013.

الوحدة/مليار دولار أمريكي

| السنوات | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|-------------|------|------|------|------|------|------|------|
| حجم الإصدار | 100 | 200 | 230 | 454 | 1113 | 418 | 1137 |
| السنوات | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | |
| حجم الإصدار | 891 | 1405 | 722 | 2532 | 1284 | 1680 | |

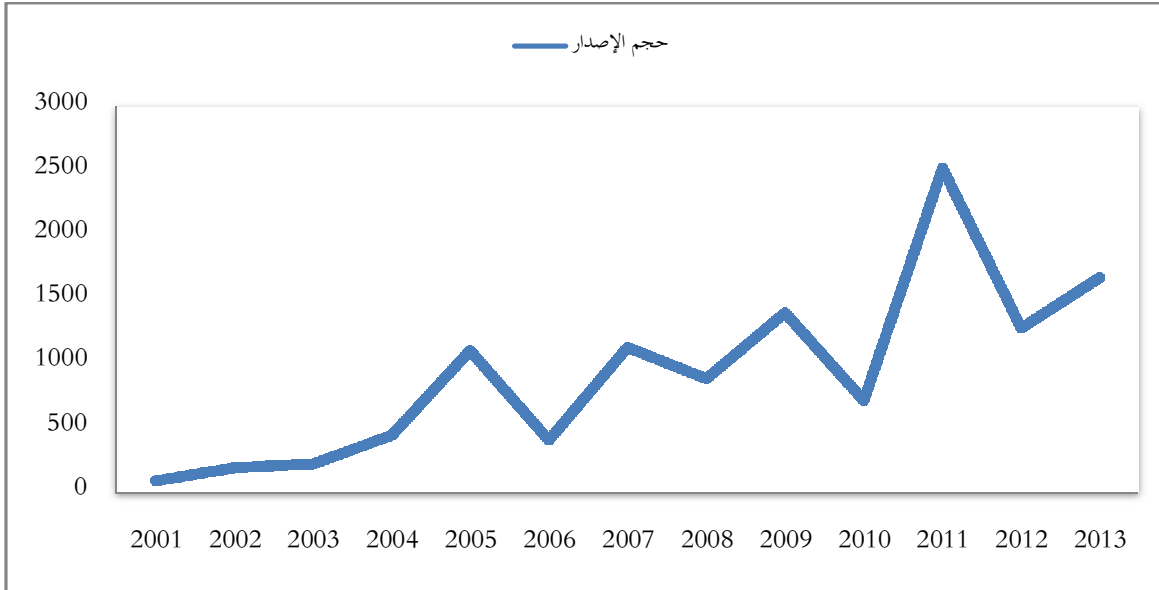
المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على:

ZAWYA, collaborative sukuk report, dubai, 2009.

من الملاحظ في الجدول السابق أن سوق الصكوك الإسلامية حققت نمواً سريعاً خلال الفترة 2001-2004 إلى أن وصلت إلى 454 مليار دولار أمريكي ثم ارتفع ارتفاعاً ملحوظاً في سنة 2005 مقارنة بالسنة السابقة، حيث وصل إلى 1113 مليار دولار أمريكي أي حوالي ضعفين ونصف من حجم الإصدار في سنة 2004، و تراجع في السنة التي تليها إلى 418 مليار دولار أمريكي، وكذلك لاحظت سنة 2007 ارتفاعاً ملحوظاً شبيهاً بارتفاع سنة 2005، حيث أنها تدهورت الأوضاع في سنة 2008 وتراجعت إلى 891 مليار دولار أمريكي وذلك نتيجة الأزمة المالية التي مست العالم خلال هذه السنة، ثم نلاحظ عودة مجددة في حجم الإصدار للسنة الموالية بلغت حجم 1405 مليار دولار أمريكي، ليعود إلى الانخفاض في سنة 2010، بحجم 722 مليار دولار أمريكي، حيث كان أقصى حجم لإصدارات الصكوك بالبحرين في سنة 2011 قد وصل إلى 2532 مليار دولار أمريكي حيث كانت احد الدول التي في الصدارة، لينخفض بعدها إلى 1284 مليار دولار أمريكي في سنة 2012 ويواصل ارتفاعه إلى سنة 2014 وقد شهدت هبوطاً في 2015 نتيجة انخفاض أسعار النفط، حيث عصفت تلك الحالة بالصكوك الإسلامية فانخفضت الإيرادات الحكومية بنسبة 10%، والمنحنى التالي يوضح ذلك.

الشكل رقم (13): يوضح حجم إصدارات الصكوك الإسلامية في البحرين للفترة 2001-

2013.



المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على الجدول رقم (09).

الفرع الثاني: أنواع الصكوك وتطور إصدارها في البحرين.

شهدت الفترة الأخيرة إصدار صكوك مختلفة الأنواع في مصرف البحرين المركزي في ظل وجود هيئات رقابية، والتي

تقوم بالإصدارات الجديدة بشرط توافقها مع الشريعة الإسلامية.

الجدول رقم (10): تطور إصدار الصكوك الإسلامية في البحرين حسب النوع خلال الفترة الممتدة من

2007-2016.

| السنوات | المراجعة | الإجارة | المضاربة | المشاركة | الإستصناع |
|---------|----------|---------|----------|----------|-----------|
| 2007 | 890.4 | 200.1 | 494.6 | 29.1 | 8.8 |
| 2008 | 7754.4 | 1303.4 | 1032.6 | 339.6 | 172.1 |
| 2009 | 8827.4 | 1744.2 | 1163.0 | 431.5 | 31.7 |
| 2010 | 6571.6 | 1506.9 | 1751.6 | 372.0 | 36.0 |
| 2011 | 5958.2 | 1383.9 | 1126.8 | 432.5 | 11.6 |
| 2012 | 6268.1 | 2077.9 | 1566.4 | 478.1 | 11.6 |
| 2013 | 6594.0 | 2194.8 | 1401.4 | 468.0 | 1.2 |
| 2014 | 7067.2 | 2319.3 | 1349.4 | 422.2 | 0.7 |
| 2015 | 7438.4 | 2316.2 | 1378.8 | 386.1 | 0 |

| | | | | | |
|---|-------|--------|--------|--------|------|
| 0 | 297.9 | 1298.4 | 2078.5 | 7571.5 | 2016 |
|---|-------|--------|--------|--------|------|

المصدر: نوال بوعكاز، دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير الابتكارات المالية: دراسة وتقييم لصكوك الإجارة الإسلامية في مملكة البحرين، المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، م4، ع1، جوان 2010، ص: 46.

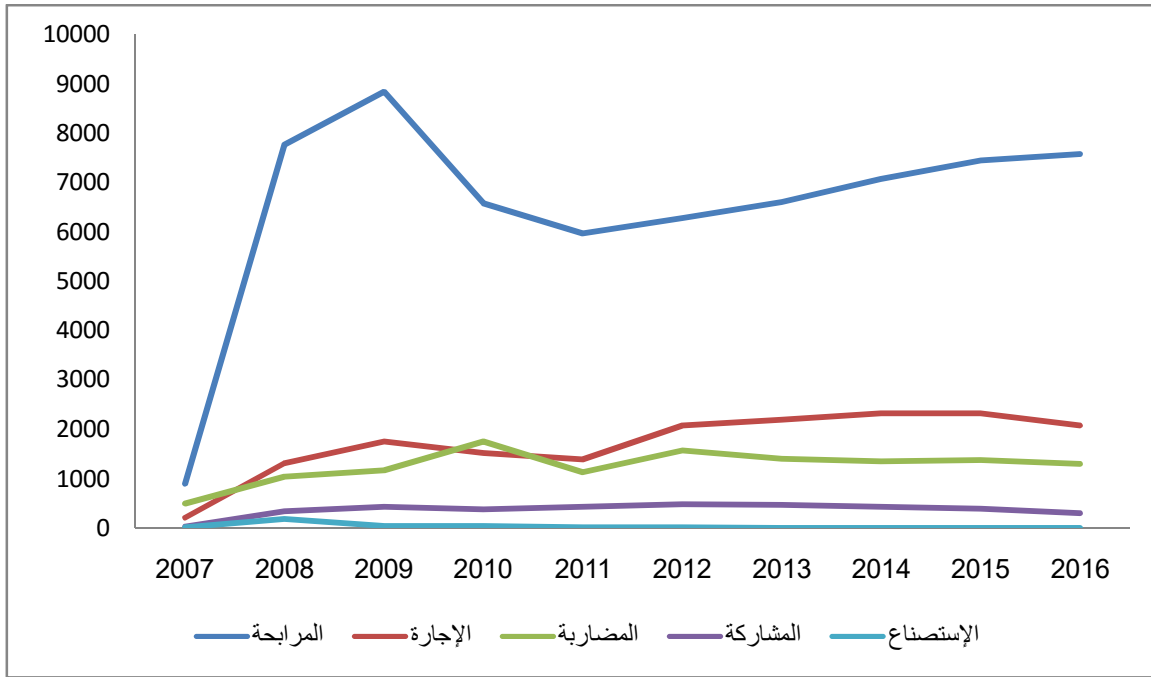
من خلال الجدول السابق يمكن ملاحظة ما يلي:

- بالنسبة لتطور إصدار صكوك المراجعة: لقد حققت صكوك المراجعة سيطرة كبيرة في سوق الصكوك البحرينية، وذلك لسهولة إصدارها وقدرتها على خلق السيولة للمصدر، حيث نلاحظ هناك تذبذب في إصدار هذه الصكوك خلال الفترة من 2009 إلى 2013 بين 500 و600 فقد كانت قيمة الإصدار منخفضة لكن في سنة 2014 ارتفع وواصل ارتفاعه إلى غاية 2016.
- بالنسبة لصكوك الإجارة: نجد أن هذا النوع من الصكوك يحتل المرتبة الثانية بعد المراجعة في المصارف الإسلامية البحرينية، ونلاحظ ارتفاع حاد في تطور حجمها بين سنتي 2007-2016 بنسبة 938%، وقد حظي أسلوب الإجارة بنسبة معتبرة من جملة الاستثمارات في جميع هذه المصارف، وكان الاعتماد على هذه الصكوك من قبل المصارف لتوظيف موارد عالية جداً.
- بالنسبة لصكوك المضاربة: نلاحظ من خلال الجدول السابق أنه في سنة 2007 كانت صكوك المضاربة منخفضة جداً، حيث أنها حققت ارتفاعاً كبير في السنة الموالية مقارنة بسنة 2007، واستمر في التذبذب بين الصعود والنزول في باقي السنوات لغاية 2016.
- بالنسبة لصكوك المشاركة: من خلال الجدول السابق نلاحظ أنه لا يوجد إصدار لهذا النوع من الصكوك في السنوات الأولى وهذا راجع لتواجد أنواع أخرى كسيطرة على سوق الإصدارات، لتبدأ في سنة 2005 إصداراتها الأولى بمبلغ 12.6 مليار دولار ثم يشهد هذا النوع من الصكوك حالة تذبذب بين انخفاض وارتفاع باقي السنوات.
- بالنسبة لصكوك الإستصناع: قدر إصدار هذا النوع من الصكوك في سنة 2007 8.8 وشهد ارتفاعاً ملحوظاً في السنة الموالية وصل إلى 172.1 ثم يعاود الانخفاض في سنة 2009 إلى 31.6 ويرتفع بنسبة قليلة ليصل إلى 36. ويستوي الحجم في سنتي 2011-2012 ثم تشهد انخفاضاً ملحوظاً يصل إلى الانعدام إلى غاية 2016.

من خلال التحليل السابق نستنتج أن صكوك المراجعة والإجارة هي الأكثر تفضيلاً من طرف دولة البحرين من بين مختلف الصكوك المتداولة فيها، والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (14): يوضح إصدار كل نوع من أنواع الصكوك الإسلامية البحرينية للفترة 2007-

2016



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الجدول رقم (10).

المطلب الخامس: مكانة البحرين في إصدار الصكوك الإسلامية.

تحتل البحرين مركزاً هاماً في إصدار الصكوك الإسلامية في الشرق الأوسط، وذلك راجع إلى الدور الذي تلعبه هيئات الرقابة المالية البحرينية في تنظيم إصدارها والإشراف عليها حتى تكون متوافقة مع الشريعة الإسلامية وتحقق نمو كبير ومتميز.

1. القيمة الإجمالية لإصدارات الصكوك الإسلامية عالمياً خلال الفترة 2001-2016

انتشرت الصكوك الإسلامية كأداة معاصرة يقبل عليها المتعاملون من مختلف دول العالم، حيث عرفت انتشاراً وتوسعا خلال الفترة الأخيرة، وأصبحت الأسرع نمواً في سوق التمويل الإسلامي العالمي، وسوف نبين القيمة الإجمالية للإصدارات هذه الأداة المميزة عالمياً من خلال الجدول التالي:

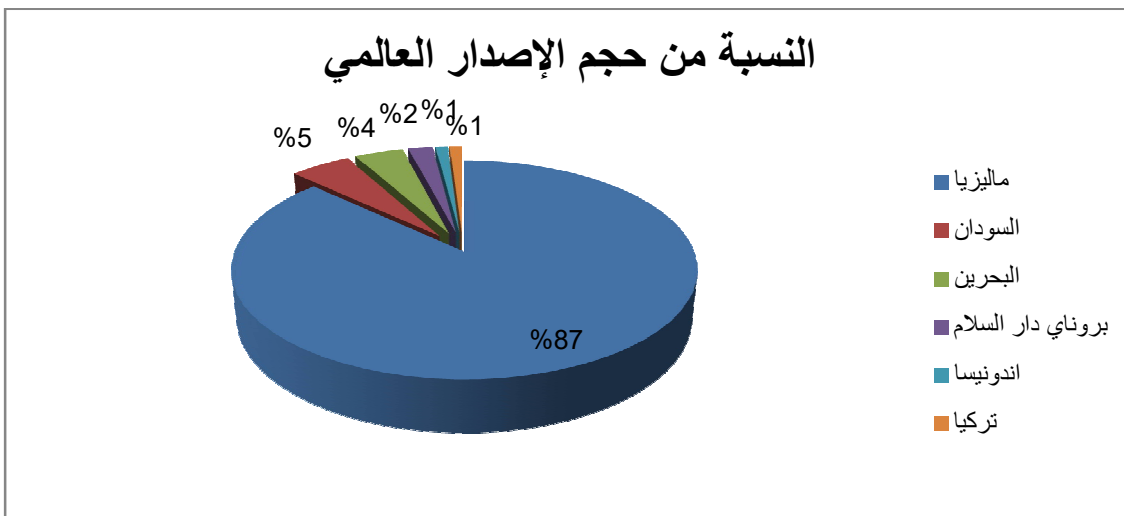
الجدول رقم (11): مكانة البحرين في إصدارات الصكوك الإسلامية بين الدول خلال الفترة 2001-2016

| الدول | مقدار الإصدار مليون دولار أمريكي | النسبة من حجم الإصدار العالمي |
|-------------------|----------------------------------|-------------------------------|
| ماليزيا | 303,075 | 87% |
| السودان | 16,254 | 5% |
| البحرين | 12,934 | 4% |
| بروناي دار السلام | 8,574 | 2% |
| اندونيسيا | 3,964 | 1% |
| تركيا | 2,971 | 1% |

المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على: تقرير صكوك السوق المالية الإسلامية الدولية 2017 (الإصدار السادس).

يتضح من خلال الجدول السابق المبالغ الهائلة للإصدارات للصكوك الإسلامية، حيث نلاحظ أن أكبر مقدار لإصدار الصكوك الإسلامية هو 303,075 مليون دولار أمريكي، بنسبة 87%، وهي المرتبة الأولى عالمياً، ويليهما السودان بمقدار 16,254 مليون دولار أمريكي، بنسبة 5%، بعد ذلك تأتي البحرين بمقدار 12,934 مليون دولار أمريكي للبحرين تتحتل نسبة 4%، رغم أنها نسبة ضئيلة جداً ولكنها أخذت المرتبة الثالثة عالمياً، وشكل التالي يوضح حصة كل دولة.

الشكل رقم (15): شكل يمثل نسبة البحرين من بين الدول من حجم الإصدار العالمي للصكوك الإسلامية للفترة 2001-2016.



المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على الجدول رقم (11).

2. مكانة البحرين لإصدار الصكوك الإسلامية في الشرق الأوسط خلال الفترة 2001-2016

تحتل البحرين المرتبة الأولى في الشرق الأوسط، وقد حمل سجل نجاح المملكة بذكر العديد من القفزات النوعية التي حققتها البحرين في مجال الصيرفة والتمويل الإسلامي والتي ساهمت في تعزيز ثقة قيادات العمل المصرفي الإسلامي في المملكة باعتبارها نجماً صاعداً في هذا المجال الرائد والتي من بينها تأسيس منظمة "أيوفي" الدولية في البحرين في 1991، وهي المنظمة المعنية بوضع المعايير العالمية للعمل المالي والمصرفي الإسلامي والتي تجرى ترجمتها وتطبيقها كتشريعات في العديد من الأسواق الإقليمية والعالمية إلى جانب إصدار مصرف البحرين المركزي أول كتاب قواعد للعمل المصرفي الإسلامي في 2001 وكون البحرين الأولى عالمياً في تطوير وإصدار الصكوك، وكذا الأولى في دول الخليج¹.

¹ - موقع وكالة أنباء البحرين، في:

المبحث الثالث: تقييم ومقارنة تجربي ماليزيا والبحرين خلال المدة الزمنية 2001-2016

بعد استعراض أهم المفاهيم والأحكام القانونية والشرعية، وأهم البيانات والإحصائيات الصادرة عن التقارير السنوية وتقارير البنوك المركزية لدولتي ماليزيا والبحرين في المبحثين السابقين، يجدر بنا هنا أن نقيم مبحثنا على تقييم هذه السوق، ومقارنتهما.

المطلب الأول: عوامل نجاح تجربي ماليزيا والبحرين

يعد سوق رأس المال الإسلامي الماليزي وسوق الأوراق المالية الإسلامي البحريني أسواق متفوقة في مجال استخدام منتجات الهندسة المالية الإسلامية وذلك من خلال زيادتهما محليا وعالميا، لكن لهذه الأدوات كغيرها من أدوات الاستثمار لها مزايا وعيوب خاصة بها.

الفرع الأول: عوامل نجاح تجربة ماليزيا

تعتبر ماليزيا من صانعي التطور الصناعي في آسيا، وخاصة في مجال المنتجات التكنولوجية والكهربائية، وذلك اثر على اقتصادها إيجابا.

إلا أن المؤكد عند الباحثين في تجربة العمل المصرفي الإسلامية في ماليزيا أنها نجحت في تنشيط العمل المالي الإسلامي، ومن بين العوامل التي ساعدت ماليزيا في هذا النجاح نذكر ما يلي:

1. المناخ السياسي في ماليزيا يساهم دون غيره من الاقتصاديات النامية في التوسع السريع في التنمية وتحقيق الأهداف الموضوعية من قبل الدولة؛
2. رفض الحكومة الماليزية خفض الإنفاق المخصص لمشروعات البنية التحتية، وتوسعت في إنشاء مشاريع عملاقة يكون لها اثر إيجابي في المستقبل على التنمية في البلاد، مما جعل ماليزيا من أهم دول العالم في قوة الاقتصاد المحلي؛
3. الاهتمام بالعامل الاجتماعي ورأس المال البشري وتحسين مستوى المعيشة والارتقاء بالمستوى التعليمي والصحي؛
4. الاعتماد بدرجة كبيرة على الموارد الداخلية في تدبير رؤوس الأموال اللازمة لتمويل المشاريع الاستثمارية؛
5. إن ماليزيا تعاملت بحذر مع الاستثمار الأجنبي المباشر حتى منتصف الثمانينات، ثم سمحت له بالدخول ولكن ضمن شروط تصب في مصلحة الاقتصاد الماليزي¹.

¹ - أيوب محمد يونس، د. محمد صبري هارون، دور الصكوك الإسلامية في علاج عجز الميزانية العامة في ماليزيا، المجلة الدولية للبحوث الإسلامية والإنسانية المتقدمة، م8، ع05، ماي 2018، ص ص: 18-19.

الفرع الثاني: عوامل نجاح تجربة البحرين

تطورت الصناعة المالية في البحرين بفضل الله تعالى، وبفضل التشريعات المنظمة للعمل المالي والمصرفي الإسلامي ولأسواق رأس المال الإسلامي في البحرين، كما تطورت كذلك الصناعة المالية الإسلامية من خلال الاتفاقيات التي أبرمتها حكومة البحرين فيما يتعلق بإنشاء الأسواق والمؤسسات المالية من بنوك وغيرها، كما يتجلى هذا التطور من خلال الصكوك التي صارت تدر بلايين الدولارات في السوق المالي ويمكن رد عوامل نجاح البحرين الى النقاط التالية،

1. التطور في مجال ابتكار المنتجات المالية الإسلامية، ومن أهمها الصكوك والمنتجات العقارية
2. التطور في التصريح للمزيد من المؤسسات المالية الإسلامية من خلال التصريح القانوني ومن بين تلك المؤسسات فضلاً عن البنوك الإسلامية وصناديق الاستثمار، المؤسسات الإستشارية والرقابية والمحاسبية الآتية:
 - ✓ السوق المالي الإسلامي الدولي.
 - ✓ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: حيث سجلت الهيئة في وزارة التجارة بمملكة البحرين بصفة هيئة عالمية شخصية معنوية مستقلة لا تسعى إلى الربح في مارس 1991.
 - ✓ المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية: صدر المرسوم الملكي في مملكة البحرين برقم: 23 لسنة 2001 في 31 مارس بالموافقة عللاً اتفاق بشأن المقر بين حكومة دولة البحرين والمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية.¹

المطلب الثاني: التحديات التي تواجه التجريبتين الماليزية والبحرينية في الصناعة المالية الإسلامية

تعتبر التجريبتين الماليزية والبحرينية تجارب ناجحة لحد كبير في الصناعة المالية الإسلامية، وذلك من خلال الريادة وسرعة الانتشار للمعاملات الإسلامية في هذين البلدين، وبالرغم من الخصائص المميزة للنموذجين الماليزي والبحريني إلا أن هذه النماذج لا تخلو من المشاكل والمعوقات، حيث أنها تواجه عدة تحديات في تطوير السوق وفي ما يلي سيتم توضيح أهم التحديات التي تواجه التجريبتين كما يلي:

الفرع الأول: التحديات التي تواجه التجربة الماليزية

تواجه ماليزيا العديد من التحديات التي من شأنها أن تؤثر على صناعة المالية الإسلامية فيها ومن بين هذه التحديات نذكر مايلي:

1. عدم كفاية تنمية رأس المال البشري في الصناعة المالية الإسلامية؛
2. تدني مستوى معرفة الأفراد بمبادئ الشريعة الإسلامية؛

¹ - مجلّد الأئمين العالي، مرجع سابق، ص: 152-153.

3. الحصول على الاعتراف الدولي فرغم نمو سوق رأس المال الإسلامي الماليزي نموا هائلا، إلا أن سوق المال الإسلامي لا تزال تمثل ما نسبته اقل من 1% من إجمالي النظام العالمي؛
4. العمل على توسيع درجة انفتاح السوق، والتي تقاس من خلال عدد الشركات الأجنبية المسعرة فيها من ناحية، والتحرر النسبي لحركة رؤوس الأموال من جهة أخرى؛
5. محدودية المنتجات وذلك لما تواجهه من تحديات فيما يتعلق بابتكار أدوات مالية متوافقة مع الأحكام الشرعية وتطويرها وهيكلتها، ومن أهم التحديات التي تواجه المنتجات محدودية إصدارات الأطر القانونية والتنظيمية فضلا عن الإطار الضريبي المسيرة لإصدار والتعامل بها، وهذا ما يجعلها محدودة وغير متنوعة؛
6. مواكبة تنوع وتعدد الأدوات المالية المقدمة في سوق المال التقليدي، لإرضاء المتعاملين وتوسيع دائرتهم داخل النظام الإسلامي وبالتالي ينبغي تقديم الأدوات الكفيلة بتلبية احتياجات المتعاملين؛
7. الإسهام الفعلي في تطوير التجارة وزيادة تأهيل قدرة الدول الإسلامية في تنمية أسواقها المالية، وذلك عن طريق إنشاء أسواق مالية حرة للعالم الإسلامي؛
8. محاولة الاستمرارية في تطوير وتفعيل سوق رأس المال الإسلامي، لان العبرة ليست من إمكانية الإيجاد بل من إمكانية استمرار والمواصلة أيضا¹؛
9. إشكالية الاتفاق حول مدى شرعية أسس صناعة الهندسة المالية الإسلامية حيث يبقى سؤال مهم يتعلق بمدى الاتفاق حول شرعية الأسس التي قامت عليها العناصر الأساسية للعمل المالي والمصرفي الإسلامي في ماليزيا؛
10. مشكل تعميم النموذج الماليزي في صناعة الهندسة المالية الإسلامية، ق يطرح التساؤل حول إمكانية تعميم النموذج الماليزي في الصناعة المالية والمصرفية الإسلامية على غيره من الدول، خاصة تلك التي يكون اعتراض الفقه فيها على الأسس والمبادئ الشرعية التي تقوم عليها الصناعة المالية والمصرفية الإسلامية في ماليزيا، فكثير من منتجات صناعة الهندسة المالية الإسلامية تعتمد على بيع الدين بالدين وهي قضية تمثل نقطة خلاف بين الفقهاء.²

الفرع الثاني: التحديات التي تواجه التجربة البحرينية.

تواجه دولة البحرين باعتبارها من دول الخليج مجموعة من التحديات التي تعيق تطور الصناعة المالية الإسلامية فيها ومن بين هذه التحديات نذكر ما يلي:

¹ -نورة بومدين، الأسواق المالية في الدول الإسلامية (معالم الواقع وآفاق المستقبل): دراسة تجرية السوق المالي الماليزي، مذكرة ماجستير(غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص مالية واقتصاد دولي، جامعة حسبية بن بوعلی، الشلف، الجزائر 2011-2012، ص ص: 94-96.

² -أسامة مجّد الفولي، تقييم التجربة الماليزية في إقامة اول سوق نقدي إسلامي، مجلة المسلم المعاصر، د م، ع88، لبنان، 1998، ص: 90.

1. عدم توفر الغطاء القانوني: من أهم العقبات التي تعترض تقدم المصارف الإسلامية وتحد من توسعها عدم وجود التشريعات والقوانين الملائمة لطبيعتها من قبل الحكومات في الدول الإسلامية؛
2. الافتقار إلى الكفاءات والكوادر المؤهلة؛
3. قلة الأدوات والأساليب: رغم ابتكار العديد من الصيغ والآليات إلا أنه لا تزال البحرين في حاجة إلى المزيد من هذه الأدوات.
4. تحديات العولمة: من خلال ظهور المنافسة خاصة بعد افتتاح المصارف خاصة بالمعاملات الإسلامية؛
5. ضآلة المصارف الإسلامية (رأس المال): تعتبر رؤوس الأموال المصارف الإسلامية العاملة حالياً ضئيل جداً مقارنة بالمصارف الإسلامية العالمية؛
6. ضعف التنسيق بين الهيئات الشرعية وتوحيد المرجعية الشرعية: حيث ينتج عن هذا التحدي تضارب الفتاوى الفقهية في معاملاتها؛
7. عدم التنسيق والتحالف: يظهر أن هناك نوع من العمل بروح الفردية.¹

المطلب الثالث: متطلبات نجاح الهندسة المالية الإسلامية في تفعيل سوق ماليزيا والبحرين.

لتحقيق سوق مالي فعال يجب نجاح الهندسة المالية الإسلامية، ولنجاح هذه الأخيرة هناك متطلبات يجب توفرها أولاً، وفي هذا المطلب نتعرف على متطلبات نجاح الهندسة المالية لدولتي ماليزيا والبحرين.

الفرع الأول: متطلبات نجاح الهندسة المالية الإسلامية في تفعيل سوق رأس المال الماليزي.

من بين المكونات الضرورية التي تساهم في ابتكار الأدوات المالية الإسلامية:

1. التوثيق والإفصاح للمعلومات والرقابة: وذلك لضمان الالتزام بالضوابط الشرعية في المعاملات، التي تتأسس على علاقات صحيحة ومعلومة حفظاً لأموال المستثمرين من العبث والتصرفات الفاسدة وحماية للمدخر وترشيد الاستثمار، والسوق الماليزي الذي تتداول فيه الأدوات المالية لا تنتظم إلا إذا تحقق فيها الإفصاح الكامل، منعا من المضاربات والاحتكارات وإطلاق الإشاعات، وذلك بتوفير البيانات والمعلومات المالية، فيتخذ المدخرون قراراتهم بناء على الأوضاع الحقيقية للمؤسسات، وبذلك تقوم عملية الرقابة من واقع البيانات مما يعزز الجدية والأمانة؛

¹ - نغم حسين نعمة، رغد محمد نجم، المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي: الواقع والتحديات، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، م12، ع02، 2010.

2. توفير سوق رأس مال إسلامي ماليزي كفاء: يعتبر سوق رأس المال الإسلامي حيوي في توسيع قاعدة المتعاملين فيها وتشجيع المؤسسات على الاستثمار في الأوراق المالية لتحقيق العائد، أو اللجوء إلى الأدوات المالية الإسلامية عند نقص في السيولة، كما تقول هذه السوق بالتسعير الكفاء للأوراق المالية والتخصيص الأمثل للموارد المالية، كما تتمتع الأدوات المالية الإسلامية بالتداول بالاستفادة منها سيظل محدودا للغاية؛ وإذا كان دور سوق رأس المال في النظام الرأسمالي حيويا في تقديم وظيفة التخصيص، وتحقيق الكفاءة والشفافية، فإن هذا الدور يبدو أكثر أهمية وإلحاحاً في ظل النظام المالي الإسلامي؛
3. مراكز المعلومات: يجب توفر معلومات عن الفرص الاستثمارية وربحياتها والمستثمرين وأوضاع الشركات والسوق والأسعار، والمنافسة وتحليلها وتصنيفها وتقديمها إلى متخذي القرار، حيث تصدر القرارات وتبدو الحاجة إلى المعلومات أكبر ضرورة في نشاط المصارف الإسلامية، لأنها تقدم تمويلا وتقوم باستثمارات في القطاع الحقيقي، ولهذا فإنها تحتاج على معلومات دقيقة وصحيحة ومحدثة باستمرار عن الأسواق وربحية الاستثمارات والمتعاملين التي تتصف بتغيرها المستمر؛
4. توفر خبرات فنية في الاستثمار: التمويل الإسلامي يتوجه إلى فرص استثمارية يتوقع لها توليد قيمة مضافة أعلى تتيح تحقيق عوائد للتوزيع، وتحتاج المصارف الإسلامية الماليزية لتوفير خبرات فنية متخصصة على مستوى مرتفع من المهارة والكفاءة في تقييم المشروعات وتحديد فرص الاستثمار، مما يتطلب الإنفاق على التنمية البشرية؛
5. تصنيف الشركات الماليزية: الموارد التي يتم حشدها باستخدام منتجات الهندسة المالية الإسلامية توجه إلى توفير الاحتياجات التمويلية للشركات الماليزية، وبذلك من المهم أن يكون هناك تصنيف لهذه الشركات، يوفر جدارة تقديم التمويل لها، وهذا التصنيف ينبغي أن يكون قائما على معايير تنطلق من قواعد النظام المالي الإسلامي، أي أن يكون الحاكم فيها الجدارة الاقتصادية أي الكفاءة في استغلال الموارد المالية وتوليد قيمة مضافة مالية، بالإضافة إلى الجدارة الأخلاقية أي مدى الالتزام بقيم الأمانة والسلوك النظيف والبعد عن الفساد.¹

الفرع الثاني: متطلبات نجاح تطور إصدار الصكوك الإسلامية البحرينية.

في هذا الفرع نحاول التطرق إلى أهم المتطلبات الواجب توفيرها كحد أدنى لتشجيع وتطوير الصكوك الإسلامية في البحرين، والتي ما تزال بعيدة عن ماهو مطلوب، أو بالأحرى ما يجب أن تكون عليه هذه الهندسة، ذلك أن نظام الصكوك الإسلامية لا يتطلب بالضرورة بيئة إسلامية كاملة، بل يمكن تطبيقه بنجاح حتى في

¹ - عبد الملك منصور، العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة الى تشريعات جديدة، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، أيام 31 ماي-

البلدان غير الإسلامية، لكن سيادة الديانة الإسلامية ولو مع عدم وجود قوانين وتشريعات تنظيمية إسلامية يمكن أن يزيد من فرص نجاح هذا النظام، وهذا ما يتوفر في المجتمع البحريني ذو الأغلبية المسلمة.

- إضافة عن متطلبات سوق رأس المال الماليزي، فتح نوافذ في جميع دول العالم وذلك لجلب المزيد من العملاء، وبالتالي زيادة القدرة التنافسية، على سبيل المثال: بنك سيتي بانك (CITI BANK) الأمريكي فتح فرعاً إسلامياً مستقلاً بالبحرين اسمه (سيتي بانك البحرين الإسلامي)¹.

المطلب الرابع: مقارنة تجريتي ماليزيا والبحرين لإصدارات الصكوك. 2016-2001.

➤ كانت تركز ماليزيا في الفترة 2016-2001 بشكل أساسي على إصدار صكوك المراجعة والبيع بالثمن الآجل أكثر من غيرها، لأنهما تحققان أعلى عوائد بالنسبة للمستثمرين وكذلك تتضمن الحصول على السيولة النقدية بشكل أسرع، وإصدار وتداول هذا النوع من الصكوك لا يتم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية في التجربة الماليزية لأنه يقوم على أساس تطبيق العينة والذي أجمع الفقهاء على تحريمها، وكذا صكوك الإستهلاك لأنه يشتمل على بيع الدين والذي حرّمه العديد من العلماء²، إلا أن البحرين كانت تركز بشكل أساسي على صكوك الإجارة والمراجعة بالإضافة إلى صكوك السلم بالاعتماد على أحكام الشريعة الإسلامية.

➤ إن نجاح سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، لا يرتبط بجودة وكفاءة الإدارة فحسب، بل يرتبط أيضاً بالرقابة الشرعية، فاللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية تلعب دوراً عظيماً في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، كما تعد أهم الأجهزة التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية لمساعدتها في تحقيق أهدافها في بناء مكونات سوق رأس مال الإسلامي في ماليزيا، كما أنها تعد إحدى السمات الأساسية المميزة لسوق رأس المال الإسلامي الماليزي³.

➤ يقوم مصرف البحرين المركزي بإصدار الصكوك الإسلامية نيابة عن مملكة البحرين عكس سوق رأس المال الماليزي الذي يقوم بدوره بإصدار الصكوك الإسلامية.

➤ تعتبر ماليزيا من التجارب العالمية الناجحة في مجال إصدار الصكوك الإسلامية، وتمتلك أكبر سوق للتمويل الإسلامي، حيث تؤكد قدرتها على تمويل مشروعات التنمية، واحتلت المرتبة الأولى عالمياً من

¹ - سليمان ناصر، عبد الحميد بوشمة، متطلبات تطوير الصيرفة الإسلامية في الجزائر، مجلة الباحث، د، ع7، 2009-2010، ص: 305.

² - نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص: 169-170.

³ - نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص: 172.

حيث قيمة الإصدار، كما تميزت سوق الصكوك الإسلامية الماليزية بنشاطها الملحوظ في نهاية القرن العشرين من خلال إصداراتها المتنوعة¹، أما البحرين فكانت الأولى على مستوى الشرق الأوسط.

➤ تمتلك ماليزيا أكبر سوق للتمويل الإسلامي حيث أصدرت عدة إصدارات من الصكوك لتحتل المرتبة الأولى عالمياً من حيث قيمة الإصدار (باستثناء عامي 2007 و 2008 كانت الريادة للإمارات العربية) وكان الهدف من تلك الإصدارات هو تمويل عمليات إنشاء وتطوير عدة مشروعات عملاقة في مجال البنية التحتية والمشاريع التنموية مثل: المطارات، صناعة البتروكيماويات والعقارات وغيرها والتي كانت تجربة ناجحة دفعت ماليزيا مع العديد من الإصلاحات الاقتصادية لمرحلة كبرى من النمو الاقتصادي.

ونستنتج أن تجربة ماليزيا خلال الفترة 2001-2016 تبقى هي التجربة الرائدة والناجحة عالمياً ومحلياً في مجال صناعة الصكوك الإسلامية وذلك لتربعها على عرش سوق الصكوك الإسلامية، وفيما يلي سوف نعرض تقييم تجربة ماليزيا في صناعة الصكوك الإسلامية وذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (12): حجم إصدارات الصكوك الإسلامية لسوقي ماليزيا والبحرين من بين الدول العالمية والمحلية للفترة الممتدة من جانفي 2001 إلى ديسمبر 2016.

| الإصدارات المحلية (م.د.أ.) | | | الإصدارات العالمية (م.د.أ.) | | | الدول | |
|----------------------------|----------------|--------------|-----------------------------|----------------|--------------|-------------------|----------|
| ن. مئوية | القيمة | ع. الإص | ن. مئوية | القيمة | ع. الإص | | |
| 76.40% | 515,662 | 5,106 | 86.58% | 303,075 | 2.434 | ماليزيا | دول آسيا |
| 4.71% | 31,822 | 195 | 1.13% | 3,964 | 40 | اندونيسيا | |
| 0.12% | 788 | 12 | 0.06% | 221 | 3 | سنغافورة | |
| 0.00% | 0 | 0 | 0.00% | 0 | 0 | هونغ كونغ | |
| 1.78% | 12,006 | 71 | 0.04% | 141 | 8 | باكستان | |
| 0.01% | 37 | 4 | 0.011% | 37 | 4 | بنغلاديش | |
| 0.00% | 3 | 1 | 0.00% | 0 | 0 | سريلانكا | |
| 0.00% | 3 | 1 | 0.00% | 0 | 0 | جزر المالديف | |
| 0.02% | 144 | 1 | 0.00% | 0 | 0 | إيران | |
| 1.31% | 8,829 | 137 | 2.44% | 8,547 | 135 | بروناي دار السلام | |
| 84.30% | 569,295 | 5,528 | 90.3% | 315,985 | 2,624 | المجموع | |
| 2.18% | 14,748 | 265 | 3.69% | 12,934 | 299 | البحرين | الخليج |
| 0.04% | 272 | 3 | 0.00% | 0 | 0 | الأردن | |
| 0.05% | 332 | 1 | 0.00% | 0 | 0 | الكويت | |

¹ - الياس حناش، وآخرون، الصكوك الإسلامية كبديل لتمويل التنمية الاقتصادية - عرض الترجمة الماليزية -، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، م1، ع خ، أفريل 2018، ص:

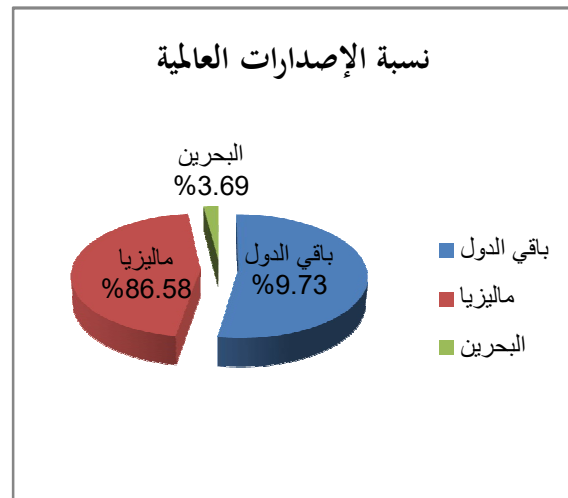
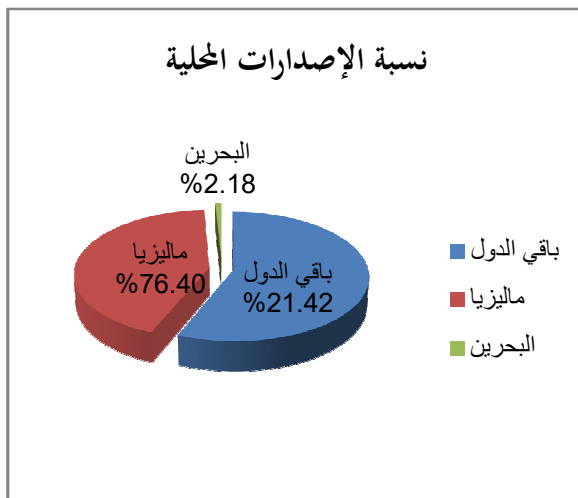
| | | | | | | | |
|---------------|----------------|--------------|-------------|----------------|--------------|----------------------|------------------|
| %0.12 | 825 | 3 | %0.04 | 130 | 1 | عمان | |
| %2.14 | 14,416 | 16 | %0.00 | 0 | 0 | قطر | |
| %5.51 | 37,179 | 52 | %0.37 | 1,301 | 6 | السعودية | |
| %1.22 | 8,251 | 14 | %0.03 | 100 | 1 | الإمارات | |
| %11.30 | 253 | 2 | %0.07 | 234 | 1 | اليمن | |
| %11.30 | 76,275 | 356 | %4.2 | 14,698 | 308 | المجموع | |
| %0.02 | 136 | 210 | %0.04 | 136 | 210 | غامبيا | أفريقيا |
| %0.07 | 460 | 2 | %0.00 | 0 | 0 | ساحل العاج | |
| %0.02 | 133 | 2 | %0.00 | 0 | 0 | نيجيريا | |
| %2.85 | 19,248 | 27 | %4.64 | 16,254 | 14 | السودان | |
| %0.07 | 445 | 2 | %0.00 | 0 | 0 | السنغال | |
| %0.04 | 245 | 1 | %0.00 | 0 | 0 | توغو | |
| %3.10 | 20,666 | 244 | %4.7 | 16,390 | 224 | المجموع | |
| %0.02 | 123 | 1 | %0.00 | 0 | 0 | ألمانيا | أوروبا ودول أخرى |
| %1.28 | 8,635 | 96 | %0.85 | 2,971 | 84 | تركيا | |
| %1.30 | 8,758 | 97 | %0.85 | 2,971 | 84 | المجموع | |
| %100 | 674,994 | 6,225 | %100 | 350,044 | 3,240 | المجموع الكلي | |

المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على: تقرير صكوك السوق المالية الإسلامية الدولية 2017 (الإصدار السادس).

ولتوضيح أكثر نسبي ماليزيا والبحرين عالمياً ومحلياً، تمعن الدوائر النسبية التالية:

الشكل رقم (16): دائرتين نسبيتين يوضحان نسبة إصدارات الصكوك الإسلامية عالمياً ومحلياً لسوقي

ماليزيا والبحرين للفترة 2001-2016.



المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على الجدول رقم (12).

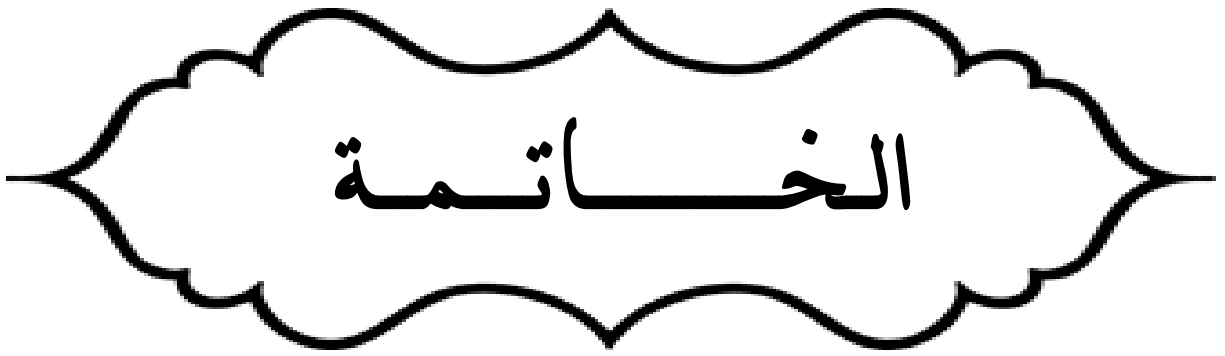
خلاصة الفصل:

إن أهم ما يميز أسواق الأوراق المالية في الإطار الإسلامي، تلك الضوابط والأسس المنبثقة من الشريعة الإسلامية، فهذه السوق لها مقومات ومعايير نظامية مضبوطة بأحكام الشريعة بالشريعة.

أما من ناحية سوق رأس المال الإسلامي الماليزي والبحريني فقد قاما على أساس تقديم البدائل لسوق رأس المال التقليدي، من خلال أدوات الهندسة المالية الإسلامية والتعامل بها في السوق، فقد قامت الحكومة الماليزية والبحرينية بالاجتهاد من اجل أسلمت الأدوات المالية وجعلها تتماشى مع الشريعة الإسلامية، بوضع وابتكار أدوات مالية جديدة لسوق رأس المال الإسلامي وفي مقدمتها الصكوك الإسلامية التي حلت محل الأدوات الربوية.

كما هو ملاحظ فقد تزايدت أهمية الصكوك الإسلامية في الآونة الأخيرة بزيادة إصدارها بالنسبة للشركات، الحكومات المصدرة، المستثمرين بصفة عامة أو للاقتصاد ككل، ومن خلال ما سبق تبين أن الصكوك الإسلامية ورغم ك الصعوبات والعراقيل التي تواجهها تعتبر من أهم الأدوات المالية الإسلامية، التي سيكون لها دور كبير في تطوير الأسواق المالية الإسلامية عامة وفي تفعيل وتنشيط سوق رأس المال الإسلامي خاصة، من خلال مساهمتها في توسيع قاعدة السوق الأولية للأسواق المالية وتنشيط وتطوير أسواقها الثانوية.

وباعتبار ماليزيا من الدول الرائدة في هذا المجال بامتلاكها لأكبر الأسواق المالية الإسلامية حيث أثبتت نجاعتها في توفير وجذب أكبر عدد من الشركات الإسلامية وغير الإسلامية وجذب أكبر عدد من المتعاملين وتوفير السيولة اللازمة وتبقى ماليزيا الدولة الرائدة والمهيمنة على الأسواق المالية الإسلامية.



الخاتمة

الخاتمة

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

I. اختبار الفرضيات:

ثبتت عدم صحة الفرضيتين الأولى والثانية:

- إثبات الفرضية الأولى: يكمن الاختلاف بين الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية في القواعد والضوابط وفي الأدوات المتداولة حيث يتمثل الفرق الجوهرى في أن الأسواق الإسلامية تتعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية.
- إثبات الفرضية الثانية: تعتبر الهندسة المالية الإسلامية التقنية أو الأداة التي تستعملها المؤسسات لتحقيق أهدافها من أرباح، ومن جهة أخرى تقليل المخاطر وإدارتها عن طريق منتجات مالية جديدة كالمشتقات المالية مثلاً.

أما الفرضيتان الثالثة والرابعة فهما صحيحتان.

II. النتائج:

- تتمثل آثار الهندسة المالية الإسلامية في الأسواق المالية الإسلامية في تطور وانتشار التعامل بالصكوك الإسلامية وتجنب المعاملات الربوية، وكذلك تجنب الأزمات المالية الناشئة بسبب المعاملات المحرمة.
- من خلال دراسة تجرّبي البحرين وماليزيا، نرى أن هناك فرق كبير بينهما من خلال تطور الصكوك الإسلامية، ونجد أن ماليزيا في صدارة دول العالم بينما البحرين في صدارة دول الشرق الأوسط وهذا يدل على أن ماليزيا هي التجربة الناجحة والتي حققت أفضل النتائج.
- تعتبر صكوك المراجعة الأداة التمويلية الأكثر انتشاراً واتساعاً للحصول على التمويل الخارجي.
- كما توصلنا إلى أهمية الدور الذي تلعبه الهندسة المالية الإسلامية في تطوير الأسواق المالية الإسلامية بشكل خاص والتمويل الإسلامي بشكل عام، وذلك لما يقدمه من منتجات مالية مبتكرة تلبي الاحتياجات التمويلية لمختلف المتعاملين الاقتصاديين وقادرة على تحقيق الكفاءة الاقتصادية واحترام ضوابط الشريعة الإسلامية ولكن في أرض الواقع نجد أن الهندسة المالية الإسلامية تواجه عدة عوائق كالخلاف الفقهي، وبالتالي تعدد الفتاوى حول المنتجات المالية المبتكرة، مما يقلل من مصداقيتها، وعدم الاهتمام الكبير للهندسة المالية الإسلامية، واللجوء إلى تقليد المنتجات المالية الربوية، مما يهدد التمويل الإسلامي بفقدان هويته وتعرضه إلى أزمات مشابهة للأزمات المالية التي يتعرض لها النظام الرأسمالي.

III. التوصيات:

- من أجل تطوير الهندسة المالية الإسلامية وتنشيط الأسواق المالية الإسلامية نقترح التوصيات التي كانت محل اجتماع العديد من الدراسات السابقة:
- العمل على توحيد الفتوى الفقهية عن طريق إنشاء هيئة عليا دولية لإصدار فتوى موحدة تخص التعاملات المالية الإسلامية.
- ضرورة تعزيز الصلة بين المختصين (المهندسين الماليين) في الأسواق المالية وأعضاء هيئات الرقابة الشرعية لضمان طرح منتجات تجمع بين الكفاءة الاقتصادية والتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.
- الاهتمام أكثر بتكوين الكوادر البشرية في مجال فقه المعاملات الإسلامية من أجل ضمان توافق النشاط المالي الإسلامي مع أحكام الشريعة.

-
- الابتعاد عن محاكاة وتقليد المنتجات التقليدية والتركيز على إصدار منتجات مالية إسلامية مبتكرة وأصيلة.

IV. الآفاق:

- سوق رأس المال البحريني.
- تطورات الصكوك الإسلامية ما بعد سنة 2016.
- دراسة تجربة الجزائر للصكوك الإسلامية ومدى توفيقها مع أحكام الشريعة الإسلامية.

قائمة المصادر والمراجع

أولاً: المصادر:

* القرآن الكريم.

* أحاديث نبوية شريفة.

1- التقارير السنوية لماليزيا والبحرين.

2- بورصة البحرين تطلق مؤشر البحرين الإسلامي، صحيفة عربية مستقلة- رأي اليوم- 15 سبتمبر 2015.

3- موقع بورصة البحرين.

www.bahrainbourse.net

4- موقع مصرف البحرين المركزي، في:

Cbb.gov.bh

5- موقع وكالة أنباء البحرين، في:

Bna.bh

6- International Islamic Financial Market, Bahraine, in a:

Iifm.net.

ثانياً: المراجع العربية:

(1) كتب:

1- أحمد قندوز عبد الكريم، الهندسة المالية الإسلامية (بين النظرية والتطبيق)، مؤسسة الرسالة ناشرون، ط1، بيروت، 2007.

2- أحمد موسى رسمية، الأسواق المالية والتقليدية، المعتر للنشر والتوزيع، د.ط، عمان، 2005.

3- آل شبيب دريد بشير، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، د.ط، عمان، 2012.

4- آل شبيب دريد كامل، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج، د.ط، عمان، 2006.

5- آل فواز مبارك سليمان، الأسواق المالية من منظور إسلامي، (مذكرة تدريس)، مركز النشر العلمي، د.ط، جدة، د.ت.ن.

- 6- بدران أحمد جابر، الشروط وعلوم الصكوك للإمام أبي نصر أحمد بن محمد السمرقندي (مع دراسة عن الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق)، دار النشر للجامعات، ط1، القاهرة، 2017.
- 7- البرواري شعبان محمد إسلام، بورصة الأوراق المالية من المنظور الإسلامي (دراسة تحليلية نقدية)، دار الفكر، ط1، دمشق، 2002م.
- 8- بن سليمان بن محمد ال سليمان مبارك، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز سبيليا للنشر والتوزيع، د.ط، المملكة العربية السعودية، 2005.
- 9- بني هاني حسين، الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها، دوائها المشتقة، دار الكندي، د.ط، عمان، 2002.
- 10- جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، دار هومة، د.ط، الجزائر، 2000.
- 11- جلال الدين أدهم إبراهيم، الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، جامعة الأزهر، د.ط، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، 2013.
- 12- جويدان الجمل جمال، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، د.ط، عمان، 2002.
- 13- حردان طاهر، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل، د.ط، عمان، 2009.
- 14- الحناوي محمد الصالح، أسواق المال والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، د.ط، الإسكندرية، 2004.
- 15- الحناوي محمد الصالح، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، د.ط، الإسكندرية، 2005.
- 16- حنفي عبد الغفور، رسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية: بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التامين، شركات الاستثمار، الدار الجامعية، د.ط، الإسكندرية، 2004.
- 17- خربوش حسين علي وآخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار الزهران، عمان، 2000.
- 18- الدسوقي إيهاب، اقتصاديات كفاءة البورصة: المفاهيم الأساسية للاستثمار في البورصة، دار النهضة العربية، د.ط، القاهرة، 2000.
- 19- الدعالي محمد الأمين، التنظيم الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية وعلاقة ذلك بمقاصد الشريعة الإسلامية (السوق المالية الإسلامية في ماليزيا والبحرين كمثال تطبيقي)، دار ابن حزم، د.ط، بيروت، 2011.
- 20- دواة أشرف محمد، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام للنشر، ط1، القاهرة، 2004.
- 21- دواة أشرف، نحو سوق مالية إسلامية، دار السلام، د.ط، القاهرة، 2006.

- 22- الدوري مؤيد عبد الرحمان، إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية، دار الإثراء، د.ط، عمان، 2010.
- 23- رمضان زياد، شموط رضوان، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق، د.ط، القاهرة، 2008.
- 24- السيد العوضي رفعت، الأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر والاقتصاد الإسلامي، مكة المكرمة، د.ط، 2010.
- 25- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، د.ط، عمان، 2010.
- 26- شحاتة حسين، فياض عطية، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية، مكتبة التقوى، د.ط، مصر، 2001.
- 27- شعبان محمد علي أحمد، دور الهندسة المالية في تطوير الصيرفة الإسلامية، دار التعليم الجامعي، ط1، مصر، 2019.
- 28- الشواورة فيصل محمود، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعلمية، دار وائل، د.ط، 2008، د.ت.ن.
- 29- صلاح الدين السيبي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتاب، د.ط، القاهرة، 2003.
- 30- الصيرفي مُجّد، البورصات، دار الفكر الجامعي، د.ط، الإسكندرية، 2007.
- 31- العامدي مُجّد علي، الإدارة المالية، دار المناهج، د.ط، عمان، 2007.
- 32- عبد العال حماد طارق، المشتقات المالية (المفاهيم ، إدارة المخاطر، المحاسبة)، الدار الجامعية، د.ط، الإسكندرية - مصر ، 2001.
- 33- عبد العال حماد طارق، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، د.ط، 2007، د.م.ن.
- 34- عبد النافعي أحمد نعمة، المحاسبة عن المشتقات المالية (الاستثمار في شركات التأمين)، دار التعليم الجامعي للطباعة، د.ط، د.ت.ن، الإسكندرية.
- 35- العنزي مرضي بن مشوح، فقه الهندسة المالية الإسلامية (دراسة تأصيلية تطبيقية)، د.د.ن، ط1، 2015م-1436، د.م.ن.
- 36- عوض عبد الجواد مُجّد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة: أسهم، سندات، أوراق مالية، دار الحامد، د.ط، عمان، 2006.
- 37- غزال زياد، مشروع قانون البيوع في الدولة الإسلامية، دار الوضوح للنشر والتوزيع، ط.1، عمان- شارع السلط، 2010م-1431.
- 38- فؤاد التميمي أرشد، الأسواق المالية في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، د.ط، الأردن، 2010.

- 39- قرياقص رسمية، أسواق المال: أسواق، رأس المال، المؤسسات، الدار الجامعية، د.ط، الإسكندرية، 1999.
- 40- المبروك أبو زيد مُجَّد، التحليل المالي: شركات وأسواق مالية، دار المريخ للنشر، د.ط، د.ت.ن، المملكة العربية السعودية.
- 41- محمود المغربي مُجَّد الفاتح، التمويل والاستثمار في الإسلام، دار الجنان للنشر والتوزيع، د.ط، 2018، د.م.ن.
- 42- مطر مُجَّد، تيم فايز، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل، د.ط، عمان، 2005.
- 43- معروف كاكا مولا هوشيار، الاستثمارات والأوراق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، د.ط، عمان، 2003.
- 44- النجار إخلاص باقر هشام، الهندسة المالية الإسلامية، جامعة بصرة، ط1، العراق، 2019.
- 45- النجار فريد، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية للطباعة، د.ط، مصر، 2009.
- 46- هندي منير إبراهيم، أدوات الاستثمار في أدوات أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، د.ط، الإسكندرية، 1999.
- 47- وجيه حنيني مُجَّد، تحويل بورصة الأوراق المالية، للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية (دراسة تطبيقية)، دار النفائس للنشر والتوزيع، د.ط، عمان، 2010.
- 48- وفا عبد الباسط، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، د.ط، مصر، د.س.ن.
- 49- وليام أندراوس عاطف، التمويل والإدارة المالية للمؤسسة الاقتصادية، دار الفكر الجامعي، د.ط، الإسكندرية، 2008.

(2) مذكرات:

- 1- براضية حكيم، التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص محاسبة ومالية.
- 2- بن لخضر مسعودة، عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال (دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة 2009-2014)، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، 2015/2014.

- 3- بوطبة صبرينة، مساهمة الهندسة المالية الإسلامية في تحول البنوك الربوية إلى بنوك إسلامية (دراسة تجارب بعض الدول)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات الوساطة المالية، جامعة بسكرة، 2016-2017.
- 4- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2006/2005.
- 5- بومدين نورة، الأسواق المالية في الدول الإسلامية (معالم -الواقع-آفاق المستقبل): دراسة تجربة السوق المالي الماليزي، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص مالية واقتصاد دولي، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2012/2011.
- 6- جدي ساسية، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية -دراسة حالة ماليزيا والسودان، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: أسواق مالية وبورصات، جامعة محمد خيضر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، بسكرة، الجزائر، 2015/2014.
- 7- خدومة الوردية، دور المبتكرات المالية في مواجهة المخاطر المالية وتحقيق استقرار المؤسسة المالية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، جامعة الحاج لخضر ، باتنة، 2014_2015.
- 8- سرامة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008 (دراسة تحليلية)، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية، جامعة منتوري (قسنطينة)، 2011-2012.
- 9- سلطان مونية، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني "دراسة حالة بورصة ماليزيا"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث LMD في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2015/2014.
- 10- سودة زهرة يونس محمد، تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية (من النواحي القانونية والفنية والضريبية والشرعية)، أطروحة مقدمة لاستكمال درجة الماجستير في المنازعات الضريبية، كلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية في نابلس، فلسطين، 2006.
- 11- سورياني سحا، سوق رأس المال الماليزي ودور الرقابة الشرعية في معاملاته، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، عمان، 2007.

- 12- طه سمور نبيل خليل، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق: دراسة حالة سوق رأس المال في ماليزيا، مذكرة ماجستير (غير منشورة) الجامعة الإسلامية، كلية التجارة، قسم إدارة الأعمال، غزة، فلسطين، 2007.
- 13- قط سليم، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية (دراسة مقارنة)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية: تخصص نقود وتمويل، جامعة مُجَّد خيضر، بسكرة.
- 14- قندوز عبد الكريم، الهندسة المالية الإسلامية (دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية)، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر.
- 15- كتاف شافية، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط السوق المالية الإسلامية (دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية)، أطروحة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، 2013/2014.
- 16- لعمش أمال، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية (دراسة نقدية لبعض المنتجات المصرفية الإسلامية)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم التجارية، جامعة سطيف، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص دراسات مالية ومحاسبة، 2011-2012.
- 17- المناسيع رابح أمين، الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، تخصص نقود وبنوك، 2010/2011.
- 18- مبيض مكرم مُجَّد صلاح الدين، الإجارة والإجارة المنتهية بالتمليك وفق المعيار المحاسبي الإسلامي رقم 8 بالمقارنة مع المعيار المحاسبي الدولي رقم 17 (دراسة تطبيقية في المصارف الإسلامية)، رسالة قدمت لنيل درجة الماجستير في المحاسبة، 1431هـ-2010م.
- 19- محسن سميرة، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية (دراسة حالة البنك BNP PARIBAS)، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، جامعة قسنطينة، كلية العلوم الاقتصادية، تخصص بنوك وتأمينات، 2005/2006.
- 20- النجار غسان مُجَّد خليل، أثر إدارة المخاطر لدى أصحاب المشاريع الريادية في تحقيق الميزة التنافسية لمشاريعهم (دراسة حالة مشاريع حاضنة الأعمال والتكنولوجيا في الجامعة الإسلامية)،

- مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، جامعة الإسلامية بغزة، كلية التجارة، تخصص إدارة أعمال، 1439/2017.
- 21- نصار أحمد محمد محمود، التكييف الفقهي للعقود المالية المستجدة وتطبيقاتها على نماذج التمويل الإسلامية المعاصرة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير الاقتصاد والمصارف الإسلامية، البنك الإسلامي الأردني، 2004-2005.
- 22- النفيعي فهد بن محمد، الحماية الجنائية للسوق المالية السعودي دراسة تحليلية، أطروحة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة دكتوراه الفلسفة في العلوم الأمنية، جامعة نايف العربية للعلوم الأمنية، الرياض، 2006.

(3) جرائد ومجلات:

- 1- السويلم سامي، صناعة الهندسة المالية (نظرات في المنهج الإسلامي)، مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، بيت المشورة للتدريب، الكويت، 2004.
- 2- الطاهر محمد عبد الحليم جيهان، تنظيم السوق المالية في الشريعة الإسلامية، مجلة بحوث العلوم الإسلامية، م02، ع03، جامعة الحدود الشمالية، المملكة العربية السعودية، 2018.
- 3- القرى محمد علي، صناديق الاستثمار الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، بنك دبي الإسلامي، د.م، ع216، الإمارات، 1999.
- 4- بن إبراهيم سويلم سامي، مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، 2011.
- 5- بن حمد السكاكر عبد الله، الهندسة المالية الإسلامية وضبطها بالتعليل بالحكمة، مجلة دراسات فقهية بكلية الشريعة الإسلامية، جامعة القصيم بالمملكة العربية السعودية، د.م، ع30، ج1.
- 6- بن سمينة عزيزة، بورحلة منجية، نحو منتجات مالية إسلامية مبتكرة في ظل البيئة المالية والاستثمارية المعاصرة، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، دراسات اقتصادية، م3، ع1.
- 7- بن صلفيق بن عايد الشمري عياد، الصكوك التمويلية في الشركات المساهمة، د.م، ع10، 1440هـ-2019م.
- 8- بن عبد الرحمن الجبير أحمد، مؤشرات داو جونز الإسلامية، جريدة العرب الاقتصادية الدولية، 10 سبتمبر 2009.
- 9- بن لشهب حمزة، بوسالم أبو بكر، مناهج وإستراتيجيات تطوير منتجات الهندسة المالية الإسلامية، مجلة الدراسات الإسلامية، م5، ع8، 2017.

- 10- بو عبد الله علي، أهمية الصكوك المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية في ماليزيا، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، د.م، ع27، المسيلة، الجزائر، 2014.
- 11- بوزمارن وسيلة، ناصر المهدي، تقويم تجربة ماليزيا في الأسواق المالية الإسلامية، مجلة الاقتصاد الجديد، جامعة الجيلالي بونعامة خميس مليانة، م01، ع16، 2017.
- 12- بومدين نورين، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية، مجلة دورية نصف سنوية تصدر عن كلية الإدارة والاقتصاد، م5، ع10، 2013.
- 13- بونقاب مختار وآخرون، دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير منتجات المؤسسات المالية الإسلامية غير المصرفية، مجلة الآفاق للبحوث الدراسات، م1، ع2، جوان 2018.
- 14- حناش الياس، وآخرون، الصكوك الإسلامية كبديل لتمويل التنمية الاقتصادية-عرض الترجمة الماليزية-، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، م1، ع.خ، أفريل 2018.
- 15- خنيوة محمد الأمين، علي موسى حنان، منتجات الهندسة المالية الإسلامية الواقع والتحديات ومناهج التطوير، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، د.م، ع12، 2011.
- 16- زرزار العياشي، سوق الأوراق المالية الإسلامية "تجربة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، مجلة ملفات الأبحاث في الاقتصاد والتسيير الملف الخاص الرابع، د.م، د.ع، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، الجزائر، 2018.
- 17- سليمان ناصر، السوق المالية الإسلامية كيف تكون في خدمة النظام المالي المصرفي الإسلامي، مجلة مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، د.م، د.ع، جامعة الأزهر، مصر، 2003.
- 18- سليمان عبد القادر، مجلة تعنى بالبحوث الأكاديمية، جامعة بشار، د.م، ع08، 2010.
- 19- صديقي أحمد، عبد الرحمان عبد القادر، دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير منتجات البنوك الإسلامية (الصكوك الإسلامية نموذجاً)، مجلة التكامل الاقتصادي، م2، ع3.
- 20- عبد الغفار عباس خليفة مصطفي، عقود خيارات الأسهم في الأسواق المالية (دراسة فقهية مقارنة)، حولية كلية الدراسات الإسلامية والعربية للبنات بالإسكندرية، م1، ع35.
- 21- عتروس صبرينة، عتروس سهيلة، واقع البدائل الشرعية للمشتقات المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية الإسلامية، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، د.م، ع2، 2015.
- 22- علام عثمان، سنوساوي صالح، دور الهندسة المالية في تنشيط وتطوير أسواق الأوراق المالية الإسلامية (دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية)، دراسات العدد الاقتصادي، م8، ع2، جامعة الاغواط، مارس 2008.

- 23- قحف منذر، سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، السعودية.
- 24- قندوز عبد الكريم، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة عبد العزيز للاقتصاد الإسلامي، م2، ع2، 2007م-1428هـ.
- 25- مُجَّد يونس أيوب، هارون مُجَّد صبري، دور الصكوك الإسلامية في علاج عجز الميزانية العامة في ماليزيا، المجلة الدولية للبحوث الإسلامية والإنسانية المتقدمة، م8، ع5، ماي 2018.
- 26- مشري فريد، عتروس صبرينة، السوق المالية الإسلامية - مفهوم والأدوات - تجربة السوق المالية الإسلامية العالمية (البحرين)، مجلة الاجتهاد القضائي، د.م، ع11، جامعة مُجَّد خيضر بسكرة.
- 27- مصباح حراق، قسول كمال، دور الصكوك الإسلامية في تعبئة المدخرات المالية لتمويل التنمية الاقتصادية، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، م2، ع.خ، ميلة-الجزائر، 2018.
- 28- نغم حسين نعمة، رغد مُجَّد نجم، المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي: الواقع والتحديات، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، م12، ع02، 2010.
- 29- عبد الكريم أحمد قندوز، إعادة هندسة التمويل المصرفي الإسلامي لصالح محدودي الدخل والفقراء، مجلة علمية دولية محكمة متخصصة تصدر عن كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، د.م، ع32، 2015.
- 30- يوسفوي سعاد، مخلوفي عبد السلام، دور الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار منتجات مالية إسلامية، مجلة البشائر الاقتصادية، م3، ع1، 2017.
- 31- أسامة مُجَّد الفولي، تقييم التجربة الماليزية في إقامة اول سوق نقدي إسلامي، مجلة المسلم المعاصر، د.م، ع88، لبنان، 1998.
- 32- العجيلي ساسي زميم، استراتيجيات الهندسة المالية الإسلامية في التحوط وإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية (دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية)، مجلة دراسات الاقتصاد والأعمال، م4، ع1، يونيو 2016.

(4) ملتقيات ومؤتمرات:

- 1- إبراهيم النجار حنان، آلية بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي ومتطلباته في أسواق المال العالمية، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول: المؤسسات المالية الإسلامية (معالم الواقع وآفاق المستقبل)، 22 فيفري 2017.

- 2- بباس منيرة، الظوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية، الملتقى العلمي الدولي حول : الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، 18 جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2001.
- 3- بوخلوة باديس، فروحات حدة، إشكالية تطوير المنتجات المالية الإسلامية والتأهيل الشرعي للعاملين، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية (النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً)، المركز الجامعي بخميس مليانة-عين الدفلة، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، يومي: 5 و6 ماي 2009.
- 4- بوعافية رشيد، مزبود إبراهيم، الهندسة المالية كمدخل لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية (النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً)، المركز الجامعي خميس مليانة، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، يومي 5-6 ماي 2009.
- 5- جبر هشام، صناديق الاستثمار الإسلامية، ورقة عمل مقدمة ضمن المؤتمر العلمي الأول حول: الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، فلسطين، 2005.
- 6- الحنيطي هناء محمد هلال، دور الهندسة المالية في معالجة الأزمات المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، عمان- الأردن، 2010م-1431هـ.
- 7- -خضيرات عمر ياسين محمود، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمة الاقتصادية والمالية المعاصرة، ملتقى دولي حول: الإقتصاد الإسلامي، الواقع والرهانات، جامعة غرداية، الجزائر، يومي 23-24 فيفري 2011.
- 8- خوجة عز الدين، تطوير المنتجات المالية الإسلامية المنهجية والآلية، ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية، الخرطوم-السودان، 2011م-1432هـ.
- 9- شالور وسام، صكوك المضاربة ودورها في تمويل القطاع الصناعي تجربة الشركة السعودية العالمية للبتروكيماويات «سبيكم»، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة سطيف، يومي 5 و6 ماي 2014م و5 و6 رجب 1435هـ.
- 10- شوقي جباري، خميلي فريد، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، عمان- الأردن، 2010م-1431هـ.

- 11- عبد الحميد عبد العظيم فتحي، عقود الخيارات كأداة للتعامل في سوق الأوراق المالية، ملتقى القوانين، 2015.
- 12- عماري صليحة، سعدان آسيا، المنتجات المالية الإسلامية بين التقليد والابتكار، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية (النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً)، المركز الجامعي بخميس مليانة-عين الدفلة، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، يومي: 5 و6 ماي 2009.
- 13- قحف منذر، محمود الجمال محمد، صكوك الإجارة الموصوفة في الذمة، الدورة الحادية والعشرون لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، 2013م-1435هـ.
- 14- قروف محمد كريم، الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع.. ورهانات المستقبل، المركز الجامعي بغرداية، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، يومي 23-24 فيفري 2011.
- 15- قندوز عبد الكريم أحمد، الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي، المؤتمر الدولي الرابع نحو: اتجاهات عالمية (الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي)، جامعة الكويت، كلية العلوم الإدارية والاجتماعية، يومي 15-16 ديسمبر 2010.
- 16- قندوز عبد الكريم، مداني أحمد، الأزمة المالية وإستراتيجيات تطوير المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية (النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً)، المركز الجامعي بخميس مليانة-عين الدفلة، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، يومي: 5 و6 ماي 2009.
- 17- قندوز محمد عبد الكريم، الأزمة الاقتصادية العالمية من المنظور الإسلامي، المؤتمر الدولي الرابع لكلية العلوم الإدارية حول: اتجاهات عالمية.
- 18- لخلو بوخاري، عايب وليد، آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وأثر الأزمة المالية على سوق الصكوك الإسلامية، ملتقى دولي أول معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير حول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع.. ورهانات المستقبل، المركز الجامعي برج بوعرييج.
- 19- لعلام لامية، سعيدي هاجر، دور الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار منتجات مالية إسلامية (العقود المالية المركبة نموذجاً)، المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية (بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية)، سطيف، الجزائر، يومي 5-6 ماي 2014.

- 20- لعمارة جمال، ريس حدة، تحديات السوق المالي الإسلامي، المؤتمر الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات (دراسة حالة الجزائر والدول النامية)، بسكرة، الجزائر، يومي 21-22 نوفمبر 2006.
- 21- معطى الله خير الدين، شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة، يومي 3 و4 ديسمبر 2012.
- 22- مهداوي هند وآخرون، واقع وآفاق السوق المالية الإسلامية: دراسة تجارب لبعض البلدان الإسلامية والعربية، الملتقى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي، (الواقع. ورهانات المستقبل)، غرداية، الجزائر، يومي 23-24 فيفري 2011.
- 23- يوسفات علي وبوزيان رحامي، التوريق والأزمة المالية العالمية، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية (النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً)، يومي 5-6 ماي 2009.
- 24- منصور عبد الملك، العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة الى تشريعات جديدة، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، أيام 31 ماي-03 جوان 2009.

(5) محاضرات ومقالات:

- 1- حيرش عبد القادر، الهندسة المالية، محاضرات تخصص مالية البنوك والتأمينات، 2017/2018.
- 2- خلف الله بن يوسف، الهندسة المالية، محاضرات في مقياس الهندسة المالية، جامعة بافلو، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، مالية مؤسسة، 2016/2017.
- 3- فتح الرحمن علي محمد صالح، أدوات سوق النقد الإسلامية، مقال حول مدخل للهندسة المالية الإسلامية، إدارة التطوير وتنمية الأعمال، بنك الاستثمار المالي، معهد الإمام الشيرازي الدولي للدراسات، واشنطن.

(6) صحف ومنتديات:

- 1- الشلهوب صلاح بن فهد، تصنيف جودة المنتجات المالية الإسلامية، قناة العربية، منقول عن الصحيفة الاقتصادية السعودية، 2020.

2- منازع حسين على مُجَّد، أدوات التحوط في المعاملات المالية وأحكامها الشرعية، ندوة علمية حول: التحوط في المعاملات المالية (الضوابط والأحكام)، التي يعقدها مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منتدى فقه الإقتصاد الإسلامي، الدورة الثانية، يومي: 26-27 أبريل 2016.

(7) ندوات ومدخلات:

1- فتح الرحمن علي محمد صالح، أدوات سوق النقد الإسلامية، مدخل للهندسة المالية الإسلامية، إدارة التطوير وتنمية الأعمال، بنك الاستثمار المالي.
2- فطري تهامي عز الدين، تقييم أداء صناديق الاستثمار في مصر، بحث مقدم لندوة صناديق الاستثمار في مصر بين الواقع والمستقبل، مدخل محاسبي كمي، 1997م.

(8) مواقع إلكترونية:

1- الهواملة محمد علي يوسف يونس، الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير العمل المصرفي، بي: [Hattps://www.alifta](https://www.alifta)

2- باقر النجار إخلاص، قراءة في المفردات الفكرية للهندسة المالية الإسلامية، بي: www.ahewar.org

3- موقع وكالة أنباء البحرين، بي:

Bna.bh

4- Securities Commission, what we do, Available at:

www.sc.com

ثالثاً: مصادر ومراجع أجنبية:

- 1- Alhabshi, Datuk Syed Othman, **Development of Capital Market Under Islamic Principals**, Conference on Managing & Implementing Interest-free Banking/ Islamic System, Concorde Hotel, Kuala Lumpur, Malaysia, January 25-26.
- 2- B-laget, Les nouveaux outils financiers, Top édition, Paris, 1990.
- 3- - DEFOSSE et P. Belley, La bourse des valeurs, que sais-je, Edition Bouchène, Alger, 16ème édition 1993.
- 4- ZAWYA, collaborative sukuk report, dubai, 2009.

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

