

كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية، وعلوم التسيير

قسم: علوم التجارية

الرقم التسلسلي: ..... / 2017

مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي (ل م د)

الفرع: علوم تجارية

التخصص: تمويل مصرفي

عنوان المذكرة:

دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية

دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي الإسلامي

إشراف الأستاذة:

- عابسية تونس

من إعداد:

- باهي محمد ياسين

- باهي محمد العروسي

جامعة العربي التبسي - تبسة  
Université Larbi Tébessi - Tébessa

أعضاء لجنة المناقشة :

الصفة	الرتبة العلمية	الإسم واللقب
رئيسا	أستاذ محاضر -ب-	عيسى بنشوري
مشرفا ومقررا	أستاذ مساعد -أ-	تونس عابسية
عضوا مناقشا	أستاذ مساعد -أ-	حنان لعروق

السنة الجامعية: 2016 / 2017



# الإهداء

نهدي هذا العمل

إلى من لا يمكن للكلمات أن توفي حقهما

إلى من لا يمكن للأرقام أن تحصي فضائلهما

إلى والدينا العزيزين أدامهما الله لنا

وإلى إخوتنا ، أصدقائنا ، وزملائنا وإلى

كل طالب مجتهد في العالم .

## شكر وتقدير

الحمد لله الذي أنار لنا درب العلم والمعرفة وأعاننا على أداء هذا الواجب ووفقنا إلى إنجاز هذا العمل .

أتوجه بجزيل الشكر والامتنان إلى كل من ساعدنا من قريب أو بعيد على إنجاز هذا العمل ، وأخص بالذكر الأستاذة المشرفة عباسية تونس ، التي لم تبخل علينا بتوجيهاتها المفيدة ونصائحها القيمة ، فضلا عن استعدادها الدائم لتقديم المساعدة متى ما طلب منها ذلك ، لهذا أقول لها شكرا على تواضعها ، شكرا على سعة صدرك وشكرا على تعاونك . ونسأل الله أن يجازيها عنا خير الجزاء وأن يجعل ذلك في ميزان حسناتها .

ولا يفوتني في هذا المقام أن أتقدم بجزيل الشكر لزملاء التخصص ماستر تمويل مصرفي الذين استعنت بهم و أفادوني بأرائهم العديدة فأسأل الله أن يوفقهم في حياتهم .

كما أتقدم بشكر إلى عمال مكتبة جامعة حمه لخضر بالوادي ، الذين لم يقصروا في تقديم المراجع المتوفرة لديهم لإنجاز هذا العمل .

فهرس المحتويات  
والجداول والأشكال

الصفحة	العنوان
I	الإهداء .....
II	كلمة شكر وتقدير .....
III	الفهرس .....
VIII	فهرس الجداول و الأشكال .....

### مقدمة عامة

أ	مقدمة .....
أ	إشكالية الدراسة .....
ب	فرضيات الدراسة .....
ب	أهمية الدراسة .....
ب	أهداف الدراسة .....
ب	مببرات اختيار الموضوع .....
ج	صعوبات الدراسة .....
ج	منهج الدراسة وهيكلها .....

### الفصل الاول: الاطار النظري والتطبيقي للهندسة المالية

02	مقدمة الفصل .....
03	المبحث الاول : مفاهيم حول الهندسة المالية .....
03	المطلب الأول: ماهية الهندسة المالية وعوامل ظهورها .....
03	الفرع الأول : نشأة و عوامل ظهور الهندسة المالية .....
07	الفرع الثاني : تعريف الهندسة المالية .....
09	المطلب الثاني: أهداف الهندسة المالية ودورها .....
09	الفرع الاول : أهداف الهندسة المالية .....
10	الفرع الثاني : أدوار الهندسة المالية .....
12	المطلب الثالث: أساسيات الهندسة المالية .....
12	الفرع الاول : الأسس التي تقوم عليها الهندسة المالية .....
14	الفرع الثاني : متطلبات ومجالات الهندسة المالية .....
16	المبحث الثاني: أدوات وتقنيات الهندسة المالية .....
16	المطلب الأول: أدوات الهندسة المالية .....
16	الفرع الأول : المشتقات المالية .....
20	الفرع الثاني : التوريق المالي .....

21	.....	المطلب الثاني: منتجات الهندسة المالية
21	.....	الفرع الأول : منتجات الهندسة المالية التقليدية
23	.....	الفرع الثاني : منتجات الهندسة المالية الحديثة
24	.....	الفرع الثالث : المنتجات المالية المركبة
26	.....	المطلب الثالث: تقنيات الهندسة المالية
30	.....	<b>المبحث الثالث: آثار الهندسة المالية وواقعها في الاقتصاد المعاصر</b>
30	.....	المطلب الأول: آثار الهندسة المالية
30	.....	الفرع الأول: الهندسة المالية والسياسات الاقتصادية
33	.....	الفرع الثاني: الهندسة المالية والمؤسسات المالية
33	.....	الفرع الثالث: الهندسة المالية والأسواق المالية
35	.....	المطلب الثاني : آثار التطبيق الخاطئ للهندسة المالية على الاقتصاد
35	.....	الفرع الأول : مساهمة المنتجات المالية في الأزمات العالمية
39	.....	الفرع الثاني : التطبيق الخاطئ للهندسة المالية
39	.....	المطلب الثالث : واقع الهندسة المالية وآفاقها المستقبلية
40	.....	الفرع الأول : واقع الهندسة المالية
41	.....	الفرع الثاني : الآفاق المستقبلية للهندسة المالية
42	.....	خلاصة الفصل

## الفصل الثاني : الصناعة المصرفية الإسلامية ومنتجاتها

44	.....	مقدمة الفصل
45	.....	<b>المبحث الأول : المؤسسات المصرفية الإسلامية</b>
45	.....	المطلب الأول : نشأة وتعريف المؤسسات المصرفية الإسلامية
45	.....	الفرع الأول : نشأة المؤسسات المالية الإسلامية
47	.....	الفرع الثاني : تعريف المصارف الإسلامية
47	.....	المطلب الثاني : خصائص وأهداف المصارف الإسلامية
47	.....	الفرع الأول : خصائص المصارف الإسلامية
49	.....	الفرع الثاني : أهداف المصارف الإسلامية
49	.....	المطلب الثالث : صيغ التمويل في المصارف الإسلامية وإنجازاتها
50	.....	الفرع الأول : صيغ التمويل في المصارف الإسلامية
52	.....	الفرع الثاني : إنجازات المصارف الإسلامية
53	.....	<b>المبحث الثاني : مفاهيم حول الصناعة المصرفية الإسلامية</b>

53	المطلب الاول : ماهية الصناعة المصرفية في الإسلام و نشأتها .....
53	الفرع الاول : تعريف الصناعة المصرفية الإسلامية .....
54	الفرع الثاني : نشأة الصناعة المصرفية الإسلامية .....
55	الفرع الثالث : أسباب ظهور الصناعة المصرفية الإسلامية .....
57	المطلب الثاني : أسس وخصائص الصناعة المصرفية الإسلامية .....
57	الفرع الأول: الأسس العامة للصناعة المصرفية الإسلامية .....
59	الفرع الثاني : الأسس الخاصة بالصناعة المصرفية الإسلامية .....
60	الفرع الثالث : خصائص الصناعة المصرفية الإسلامية .....
61	المطلب الثالث : مبادئ و محددات الصناعة المصرفية الإسلامية .....
61	الفرع الأول : مبادئ الصناعة المصرفية الإسلامية .....
62	الفرع الثاني : محددات ومتطلبات الصناعة المصرفية الإسلامية .....
64	<b>المبحث الثالث : منتجات الصناعة المصرفية الإسلامية .....</b>
64	المطلب الأول : الأوراق المالية الإسلامية (الصكوك الإسلامية) .....
64	الفرع الأول : مفهوم الصكوك الإسلامية .....
65	الفرع الثاني : أنواع الصكوك الإسلامية .....
68	الفرع الثالث : آليات إصدار الصكوك الإسلامية .....
69	المطلب الثاني : المشتقات المالية الإسلامية والتوريق الإسلامي .....
69	الفرع الأول : المشتقات المالية الإسلامية .....
72	الفرع الثاني : التوريق الإسلامي .....
73	الفرع الثالث : منتجات مصرفيه إسلامية أخرى .....
77	خلاصة الفصل .....

### الفصل الثالث : واقع الصناعة المصرفية الإسلامية

79	مقدمة الفصل .....
80	<b>المبحث الأول: نظرة عامة حول الاقتصاد والمصارف الإسلامية الماليزية .....</b>
80	المطلب الأول: معالم التطور الاقتصادي الماليزي .....
83	المطلب الثاني: هيكل النظام المصرفي في ماليزيا .....
85	المطلب الثالث: تجربة المصارف الإسلامية في ماليزيا .....
86	الفرع الأول : نشأة المصارف الإسلامية في ماليزيا .....
88	الفرع الثاني: مكانة التمويل الإسلامي في النظام المالي الماليزي .....
90	<b>المبحث الثاني : سوق رأس المال الماليزي ودور آليات التمويل الإسلامي .....</b>



90	المطلب الاول : ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا .....
90	الفرع الأول: تعريف ونشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية .....
92	الفرع الثاني: أقسام سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية وأدواته .....
99	المطلب الثاني: الإطار التنظيمي ومنتجات النظام المصرفي الماليزي .....
102	المطلب الثالث : الهيئات الرقابية ودورها في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزي .....
110	المبحث الثالث : دور الهندسة المالية في الصناعة المصرفية الإسلامية .....
110	المطلب الأول : دور الهندسة المالية في إدارة مخاطر الصناعة المصرفية .....
110	الفرع الأول : المخاطر المتعلقة بالصناعة المصرفية الإسلامية .....
115	الفرع الثاني : إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية .....
117	المطلب الثاني : واقع الصكوك الإسلامية .....
117	الفرع الأول : حجم إصدار الصكوك الإسلامية .....
119	الفرع الثاني : إصدار الصكوك الإسلامية حسب الدول خلال الفترة (2005-2012) .....
121	خلاصة الفصل .....
122	الخاتمة العامة
127	قائمة المراجع

## الجدول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
82	المؤشرات الاقتصادية في ماليزيا للفترة (2010 - 2015) .	الجدول رقم (1)
85	عدد المؤسسات المالية الماليزية نهاية 2015 .	الجدول رقم (2)
89	تطور مجموع الأصول و الودائع و القروض في المصارف الإسلامية الماليزية للفترة : (2008-2015) .	الجدول رقم (3)
89	الأصول المالية الإسلامية في ماليزيا كنسبة مئوية من مجموع القطاع المالي .	الجدول رقم (4)
96	تطور نسب عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية رسملة السوق الإسلامية في ماليزيا (2005-2013)	الجدول رقم (5)
97	تطور إجمالي الصكوك الإسلامية من إجمالي السندات في بورصة ماليزيا .	الجدول رقم (6)
101	المنتجات المصرفية المقدمة من قبل المصارف الإسلامية في ماليزيا بعد قانون الخدمات المالية الإسلامية 2013 .	الجدول رقم (7)
101	مقارنة بين نسبة مساهمة المداينات والمشاركات في إجمالي التمويل الإسلامي في ماليزيا للفترة: (2008-2015) .	الجدول رقم (8)
118	حجم إصدارات الصكوك عالميا : خلال الفترة (2005 - 2013)	الجدول رقم (9)
119	حجم إصدارات الصكوك عالميا حسب البلدان .	الجدول رقم (10)
120	الحجم الإجمالي العالمي لإصدارات الصكوك الإسلامية حسب النوع خلال الفترة (2005 - 2012) .	الجدول رقم (11)

## الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
67	تقسيم الصكوك حسب قابليتها لتداول .	الشكل رقم (1)
97	تطور تداول الصكوك الاستثمارية في السوق المالية الإسلامية في ماليزيا في الفترة (2005-2011)	الشكل رقم (2)
98	تداول الصكوك الإسلامية في ماليزيا في الفترة (2001-2010) حسب تاريخ الاستحقاق	الشكل رقم (3)

## مقدمة عامة

عرف الاقتصاد العالمي تغيرات في جميع المجالات و يرجع هذا لظهور فكر العولمة والثورة التكنولوجية التي ساهمت بدورها في توسع وانتشار الصناعة المصرفية و المالية ،وهذا أدى إلى زيادة حجم المخاطر والتكاليف، ومن خلال هذا قام الخبراء الماليون من أصحاب التخصص بالبحث عن منتجات مالية مبتكرة للحد أو التقليل من المخاطر التي كانت تهدد اقتصاد الدول ، وهكذا ظهرت العديد من الأدوات والمنتجات المتنوعة التي ساهمت في توفير مجالات استثمارية و أساليب مبتكرة للتحوط من المخاطر وكان ذلك بالاعتماد على النظام الرأسمالي و الذي يتميز بالمجازفة غير المقيدة و نسب الفائدة المتفاوتة ، هذا ما حول هذه المنتجات إلى مصدر خطر كبير ومن أهم مظاهرها أزمة الرهن العقاري 2008 م التي أخذت طابع العالمية التي أخلت بالاستقرار و التوازن الاقتصادي الكلي العلمي .

في الجهة المقابلة لم يتأثر النظام الإسلامي بالأزمة العالمية وهذا ما أدى إلى زيادة الاهتمام به وبمؤسساته المالية نظرا لتمتعها بالاستقرار مقارنة بنظيرتها التقليدية في وقت الأزمات ، حيث انتشرت صيغ التمويل الإسلامي في العديد من الدول الإسلامية و الأجنبية ، غير أنه مع تطور النشاطات الاقتصادية وجدت المؤسسات المالية الإسلامية نفسها في حاجة لابتنكار منتجات و أدوات منافسة لمنتجات النظام التقليدي و لتلبية احتياجات جميع الشرائح وتتماشى مع ضوابط الشريعة الإسلامية.

### أولاً: إشكالية الدراسة :

تحتاج المؤسسات المالية الإسلامية دوماً إلى ابتكار، تطوير وتنويع أدواتها ومنتجاتها المالية بالشكل الذي يمكنها من إدارة سيولتها بصورة مريحة، بالإضافة إلى اكتسابها للمرونة المناسبة للاستجابة لاحتياجات طالبي التمويل، فضلاً عن حصولها على ميزات تنافسية تمكنها من منافسة المؤسسات المالية التقليدية ومن ثم تطورها.

وانطلاقاً مما سبق ذكره يمكن وضع الإشكالية الرئيسية الموالية :

- ما هو دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية في ماليزيا ؟

وتندرج تحت هذه الإشكالية مجموعة من الأسئلة الفرعية تتمثل في ما يلي :

- ما هو مفهوم الهندسة المالية و ما هي أهم منتجاتها ؟

- ما هو مفهوم الصناعة المصرفية الإسلامية وماهي أهم منتجاتها ؟

- ما مدى نجاعة الصناعة المصرفية الإسلامية في ماليزيا ؟

## ثانيا: فرضيات الدراسة :

- انطلاقا من التساؤلات السابقة فإن هذه الدراسة تقوم على اختبار الفرضيات التالية :
- تعمل الهندسة المالية على ابتكار المنتجات و الأدوات المالية بهدف تلبية احتياجات المتعاملين والتحوط من المخاطر و تعتبر المشتقات المالية هي أهم ابتكار للهندسة المالية.
  - الصناعة المصرفية الإسلامية هي مجموعة الأنشطة التي تتضمن تطوير العمليات المالية المبتكرة في إطار توجيهات الشرع الإسلامي و تعتبر الصكوك الإسلامية من أهم منتجاتها .
  - تعتبر التجربة الماليزية من أنجح التجارب الاقتصادية حيث تحقق نمو واستقرار .

## ثالثا: أهمية الدراسة :

تكمن أهمية الدراسة في كونها تتناول موضوعا أساسيا وهو الهندسة المالية، التي أصبح بقاء وتطور المؤسسات المالية الإسلامية مرهونا بها بشكل كبير، علما أن هذه المؤسسات تمثل الشريان الأساسي الذي يزود الاقتصاد والمجتمع بالتمويل المطلوب هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإن المتابع للأحداث والأزمات التي يشهدها الاقتصاد العالمي يستنتج أن هذا الأخير أصبح في أمس الحاجة إلى منتجات، بدائل وحلول مالية جديدة تنتشله من الطوفان المالي الذي وقع فيه وهذا ما توفره الهندسة المالية الإسلامية.

## رابعا: أهداف الدراسة :

- يمكن تلخيص أهم أهداف الدراسة فيما يلي :
- التعرف على الهندسة المالية و مبادئها والأسس التي تقوم عليها .
  - توضيح أهمية ودور صناعة الهندسة المالية الإسلامية في تطوير منتجات المؤسسات المالية الإسلامية.
  - التعرف على مختلف المنتجات والأدوات المالية المبتكرة من قبل الهندسة المالية الإسلامية، ومن ثم الوقوف على مدى وكيفية تطبيقها بالمؤسسات المالية الإسلامية.
  - التعرف على واقع صناعة الهندسة المالية الإسلامية الماليزية ومدى نجاحها .

## خامسا: مبررات اختيار الموضوع :

- تم اختيار الموضوع بناء على مجموعة من الاعتبارات الموضوعية والذاتية، يمكن تلخيصها كما يلي:
- ارتباط موضوع الهندسة المالية بتخصص الطالب (تمويل مصرفي) .
  - المساهمة في عملية بعث الاقتصاد الإسلامي بحثا وتأصيلا والتأكيد على مدى أهمية تطوير السوق المالية الإسلامية .

## سادسا: صعوبات الدراسة:

- نقص المراجع المتعلقة بموضوع الهندسة المالية وخاصة الكتب الحديثة .
- اختلافات حول منتجات الصناعة المصرفية الإسلامية بين الفقهاء .
- قصر مدة البحث خصوصا أن هنا العديد من النقاط تحتاج التريث والتدقيق والتوسع .

## سابعا: منهج الدراسة وهيكلها:

تم انتهاز المنهج الوصفي التحليلي لكونه ملائما لعرض المفاهيم المرتبطة الهندسة المالية في الفصل الأول، مع الاستعانة بالمنهج المقارن لأننا بصدد إجراء مقارنة بين الهندسة المالية ونظيرتها الصناعة المالية الإسلامية ، وذلك في الفصل الثاني . أما في الفصل الثالث فقد استخدمنا المنهج الاستقرائي الاستنباطي، لأننا بصدد توصيف وعرض نماذج لمنتجات مالية إسلامية مطبقة أو قابلة للتطبيق بالمؤسسات المالية الإسلامية الماليزية ، وأداة لتحليل الجداول، الأشكال والأرقام الخاصة بكل منتج أو نموذج، واستخلاص النتائج في الأخير، وذلك لأن هذه النماذج قابلة للتعميم على المؤسسات المالية الإسلامية، بصفتها تتمتع بالكفاءة الاقتصادية والمصادقية الشرعية.

وعلى هذا الأساس فالدراسة تتضمن بالإضافة إلى مقدمة عامة وخاتمة عامة، على الفصول الثلاثة التالية:

## الفصل الاول :الاطار النظري والتطبيقي للهندسة المالية

وتم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث ، حيث كان المبحث الأول المعنون بمفاهيم حول الهندسة المالية وتطرقنا فيه إلى نشأة و تعريف وأهداف الهندسة المالية في ما كان المبحث الثاني مخصصا لأدوات وتقنيات الهندسة المالية تطرقنا فيه إلى الأدوات والمنتجات التقليدية والحديثة والتقنيات أما المبحث الثالث فكان حول آثار الهندسة المالية وواقعها في الاقتصاد المعاصر و فيه تم التطرق إلى آثار للهندسة المالية وآثار التطبيق الخاطئ لها وواقعها وآفاقها المستقبلية .

## الفصل الثاني : الصناعة المصرفية الإسلامية ومنتجاتها

تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث وكل مبحث إلى ثلاث مطالب ، تم الطرق في المبحث الاول إلى المؤسسات المصرفية الإسلامية و إنجازاتها أما المبحث الثاني تم إلقاء الضوء فيه على مفاهيم حول الصناعة المصرفية الإسلامية أما المبحث الثالث كان حول منتجات الصناعة المصرفية الإسلامية والأوراق المالية الإسلامية (الصكوك) .

### الفصل الثالث : واقع الصناعة المصرفية الإسلامية ( سوق رأس المال الماليزي )

من خلال هذا الفصل سيتم إلقاء الضوء من خلال المبحث الأول على الاقتصاد والمصارف الإسلامية في ماليزية حيث يتم إظهار معالم تطور الاقتصاد الماليزي و كذلك هيكل النظام المصرفي الماليزي ، وبعدها يتم التعرف على سوق رأس المال الإسلامي الماليزي بحيث يتم التعرض إلى مفهوم الأسواق المالية الإسلامية و نشأتها وكذلك أقسامها وبعدها الهيئات الرقابية و دورها في سوق رأس المال الماليزي وبعدها يتم التطرق إلى خصائص التجربة الماليزية و إيجاباتها و سلبياتها وفي الأخير يتم التطرق إلى دور الهندسة المالية في تطوير منتجات الصناعة المصرفية الإسلامية .

## الفصل الأول :

### الإطار النظري و التطبيقي للمندسة المالية

المبحث الأول : مفاهيم حول المندسة المالية

المبحث الثاني : أدوات وتقنيات المندسة المالية

المبحث الثالث : آثار وواقع المندسة المالية في الاقتصاد المعاصر



### مقدمة الفصل :

يعتبر الابتكار والابداع سبيل لتحسين ظروف الحياة في مختلف المجالات وهذا ما حث المختصين في المجال الاقتصادي على محاولة تجسيد هذا المبدأ من خلال الهندسة المالية من أجل الوصول إلى الأفضل ومن خلال هذا الفصل سيتم تسليط الضوء على الجانب النظري والتطبيقي للهندسة المالية حتى يتم التعرف على مفهومها و أدواتها و منتجاتها و آثارها على الاقتصاد و المؤسسات و أسواق رأس المال ويتم التطرق أيضا إلى مظاهر الاستعمال الخاطيء و مخاطره إذ تم تقسيم هذا الفصل المعنون بالإطار النظري والتطبيقي للهندسة المالية الى ثلاث مباحث ، حيث تم تخصيص المبحث الأول إلى مفاهيم حول الهندسة المالية من حيث النشأة و التعريف و الأهداف في ما كان المبحث الثاني مخصصا لأدوات وتقنيات الهندسة المالية من أدوات ومنتجات تقليدية وأخرى حديثة والتقنيات المختلفة أما المبحث الثالث فقد سلط الضوء على آثار وواقع الهندسة المالية في الاقتصاد المعاصر وفيه تم التطرق إلى آثار التطبيق الخاطيء للهندسة المالية وواقعها وآفاقها المستقبلية .

## المبحث الاول : مفاهيم حول الهندسة المالية

ظهر في السنوات الاخيرة مفهوم جديد في عالم المال بشقيه العلمي والأكاديمي وهو مفهوم الهندسة المالية الذي فرضته التحديات المعاصرة على المجال الاقتصادي وذلك من أجل تحقيق التوازن في ظل التطورات الراهنة ، من خلال هذا المبحث سيتم التعرف على ماهية الهندسة المالية وأسسها وكذلك الأهداف التي تعمل على تحقيقها .

### المطلب الأول : ماهية الهندسة المالية وعوامل ظهورها:

تعتبر الهندسة المالية ذلك الابتكار والتصنيع المالي الجديد الهادف أساسا إلى المتابعة الجيدة للمشروع عن طريق الاندماج ضمن عمليات النصح والإرشاد الاستراتيجي والتحليل المالي، ومن هنا يمكن توسيع فهم الهندسة المالية عن طريق ما سيتم عرضه في هذا المطلب .

### الفرع الاول : نشأة وعوامل ظهور الهندسة المالية:

الهندسة المالية كانت نتاج التطورات التي تفرض على الخبراء الماليين و أصحاب الاختصاص والبحث والابتكار من أجل التوصل إلى إيجاد طرق و منتجات تساهم في تحقيق الأهداف المرجوة .

### أولا : نشأة الهندسة المالية :

إن التطورات في الاقتصاد العالمي منذ السبعينيات من القرن العشرين، وما عرفته التعاملات الاقتصادية من تحرير مالي شامل للأسعار (أسعار الصرف، الفوائد، حقوق الملكية أي الأسهم، السلع ) والثورة التكنولوجية لوسائل الإعلام والاتصال، جعل من الأسواق العالمية ومؤسسات الوساطة المالية محاطة بمخاطر مالية أثرت بشكل واسع على عوائد استثماراتها الشيء الذي جعل من تدخل الهندسة المالية ضروريا ولا بد منه لاستحداث طرق تمويلية ووسائل واستراتيجيات مالية جديدة (كالمشتقات المالية) تسمح بتمويل حاجات الأطراف الاقتصادية بيسرٍ مع ضمان تحقيق تدفقات نقدية معتبرة لاستثماراتهم (سواء كانوا أفراد، شركات، مؤسسات مالية أو حكومات ) ، وهذا ما أطلق عليه بثورة الابتكارات والإبداعات المالية في مجالات إدارة المخاطر وعمليات التحوط منها، إضافة إلى توسيع قاعدة التبادلات المالية في الأسواق المالية الدولية مما سمح بتضخيم طاقات التمويل المحصلة من وإلى هذه الأسواق<sup>1</sup>.

بالتالي فإن نشأة الهندسة المالية قد جاءت في بيئة اقتصادية عالمية عمته المخاطر المالية وحالات عدم التأكد والتغيرات المستمرة في مختلف القيم الاقتصادية الجزئية والكلية، وكذلك الاعتماد التقليدي على

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز: صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية فرع: نقود ومالية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف الجزائر ، 2006/2007 ص: 1 .

الاقتصاد المنحصر في حدود التبادل التجاري فقط عوض الاستثمار المالي الدولي الذي يلعب دورا هاما في إدارة التنمية بجانب الموارد الوطنية. ففي ظل هذه الظروف ظهرت الحاجة للانتقال إلى اقتصاد مالي متطور يخلق مصادر استثمارية جديدة ويخدم مصالح الأفراد والمؤسسات والدول ويعزز التكتلات الاقتصادية والرفاه الاقتصادي<sup>1</sup>.

ويمكن استعراض بعض الظواهر التي تسببت في نشأة الهندسة المالية وتحول الاقتصاد العالمي من خلال النقاط التالية<sup>2</sup>:

- توجه نسبة كبيرة من الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول الصناعية الكبرى بحثاً عن العائد الأعلى والمخاطر الأقل.

- نقص معدلات الميل الحدي للادخار في غالبية دول العالم الثالث ( الادخارات الفردية والمؤسسية والحكومية ) .

- نقص فرص الاستثمار وتزايد مخاطره .

- ارتفاع تكلفة التمويل بالاقتراض.

- تزايد فرص تدخل مؤسسات التمويل الدولية في إدارة الاقتصاديات الوطنية في حالة الاعتماد على المديونية الدولية .

- أدى فرض احتياطات لتجنب خسائر القروض الدولية إلى تعقيد وتقليص فرص زيادة رأس المال.

**ثانيا : عوامل ظهور الهندسة المالية :**

يقدم سيلبر أحد المنظرين الاقتصاديين تحليل متميز لنهضة الهندسة المالية، يتلخص في المثل القائل " الحاجة هي أم الاختراع". فالهندسة المالية جاءت لتقديم العون لمنشآت الأعمال من أجل تخفيض أو التخلص من ضغوط القيود المفروضة عليها . فالمنشآت تعمل في ظل قيود تشريعية وأخرى يفرضها عليها السوق أو تفرضها ظروف المنشأة ذاتها . ولهذه القيود تكلفة قد تصل إلى مستوى يدفع المنشآت إلى ضرورة البحث عن سبل لتخفيض تلك التكاليف أو التخلص منها<sup>3</sup>.

ومن أهم العوامل التي ساعدت على إنزال مفهوم الهندسة المالية لأرض الواقع ما يلي:

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز: مرجع سبق ذكره ، ص ص: 1-2 .

<sup>2</sup> فريد النجار: المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009 ، ص: 323 .

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي: الإدارة المالية "مدخل تحليلي معاصر"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، الطبعة الرابعة، 2000 ، ص: 16 .

### 1. ظهور احتياجات مختلفة للمستثمرين وطالبي التمويل :

تقوم الوسائط المالية، من بنوك وشركات تأمين وشركات استثمار وسماسرة، عموما بتسهيلات تمويل من وحدات الفائض المالي لوحدة العجز المالي ويمكن القول بأن هذه المهمة كان من الممكن للأفراد القيام بها بأنفسهم، على الأقل نظريا من دون الحاجة لوجود هذه المؤسسات والوسائط المالية. ولكن أصبح من المسلم به الآن أن قيام الأفراد بهذا العمل يؤدي إلى شيء من عدم الفعالية وقلة في الكفاءة المدركة. وعلى الرغم من ذلك فإن ظهور الاحتياجات الجديدة والمتطورة لوسائل تمويل مختلفة من حيث التصميم وتواريخ الاستحقاق جعل من العسير على هذه الوسائط المالية، بصورتها التقليدية ومهامها القديمة، إشباع رغبات المستثمرين والمشاركين في أسواق المال عموما. لذلك ظهرت الحاجة للابتكار وإبداع وسائل جديدة لمقابلة هذه الاحتياجات<sup>1</sup>.

### 2. تقنية المعلومات ومفهوم السوق العريضة :

مما لا شك فيه أن تقنية الحاسوب قد أثرت في القطاع المالي بصورة كبيرة، سواء حدوده ومفهومه أو طريقة عمله. فقد أثر الحاسوب في أشياء أساسية في هذه السوق مثل ماهية النقود نفسها، وعلى أشياء فرعية مستحدثة مثل كيفية عمل التحويلات النقدية بين العملاء. ولكن ظهور شبكات الاتصال بالذات ساعد على توحيد الأسواق العالمية المتعددة والمنفصلة إلى سوق مالية كبيرة تتعدم فيها الحواجز الزمانية والمكانية ويصل مداها إلى مدى وصول المعلومة المرسل<sup>2</sup>. ونظرا لأن هناك احتياجات مختلفة في أجزاء مختلفة من العالم المترابط بواسطة هذه الشبكات فقد أصبح من السهل تصميم الاحتياجات ومقابلتها بالاعتماد على قاعدة عريضة وواسعة من المشاركين في هذه السوق العالمية الكبيرة، وبالطبع كلما زاد المشاركون في هذه الأسواق كلما تمكن مبتكرو ومصممو الأوراق والأدوات المالية من العمل بصورة اقتصادية مقبولة، أي أنهم يجدون مساحة واسعة للحركة، فكلما صمموا وابتكروا أداة جديدة وجدوا من يطلبها ويقبلها.

### 3. ظهور مفهومي الكفاءة والفعالية :

يعني مفهوم الفعالية في سوق المال مدى مقدرة السوق على مقابلة احتياجات المشاركة فيها أي هي مدى القدرة على الوصول إلى الأهداف والنتائج المتوقعة في ظل الموارد المحدودة المتاحة ، بينما تعني الكفاءة المدى الذي تستطيع فيه هذه الأسواق مقابلة هذه الاحتياجات بتكلفة قليلة أو بوفرات ملحوظة وبسرعة ودقة عاليتين أي مدى القدرة على أداء الأعمال بطريقة صحيحة. فهذان المعياران يأخذان أهمية أكبر في

<sup>1</sup> المانسبع رابح امين : الهندسة المالية و آثارها في الازمة المالية العالمية لسنة 2007 ، منكرة لنيل شهادة الماجستير ، قسم علوم الاقتصاد جامعة الجزائر 3، 2010/2011 ص : 11 .

<sup>2</sup> عبد الكريم قندوز: الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق ، مؤسسة الرسالة ناشرون ، سورية ، الطبعة الاولى ، سنة 2008 ، ص ص:

حالة توسع قاعدة المشاركين وتوجه الأسواق عموماً نحو درجات عالية من تجويد وتقديم الخدمات للعملاء فهما عبارة عن أداء الأعمال الصحيحة بطريقة صحيحة . لذلك نجد في هذا الجو أدوات ووسائل مالية (كمبادلات أسعار الفائدة) تحل محل طرق تمويل قديمة نسبياً مثل إعادة تمويل القروض<sup>1</sup> .

#### 4. تغيرات الأسعار:

إن تأرجح الأسعار والتصرفات غير المسؤولة من قبل السياسيين والاقتصاديين، أو حتى أصحاب السوق المالية، أدت إلى زيادة التقلب، مما أدى إلى إيجاد بيئة غير مستقرة بعكس تصورات متعاملي السوق الذين يبحثون عن الحماية أو أولئك الذين يسعون نحو الربح السريع ، إلا أنه يمكن القول بأن الطريقة التي تطورت بها الهندسة المالية لا تنحصر بذلك التأرجح بل تتعداها إلى الفوائد التي حدثت في النظرية المالية والتطورات في دعم التكنولوجيا ووعي المستثمر ، كل ذلك قد يسهم في تطوير الهندسة المالية<sup>2</sup>.

#### 5. مساهمات البحث العلمي :

من خلال التحليل الدقيق للنظرية المالية تم استقراء العديد من أعمال منظريها أمثال: Markowitz سنة 1952 الذي وضع أساساً لمقدمة النظرية الحديثة، و Sharpe سنة 1964 الذي قدم نموذج تسعير الموجودات المالية . والعالم Engler سنة 1982 الذي طور مفهوماً جديداً في عملية تأطير النموذج وتقويم المخاطر . وقد لعبت التطورات البرمجية وأجهزة الحاسوب العامل الأكبر في تقدم تلك النظرية، كما أسهمت المعاهد العريقة في عملية تحليل الأسواق المالية وتزويد المستثمرين والمستخدمين بكافة البيانات المطلوبة<sup>3</sup>.

#### 6. تقلبات أسعار الفائدة :

تمكنّت الهندسة المالية من ابتكار فكرة أسعار الفائدة المتغيرة أو العائمة نتيجة المشكلات التي خلفتها تقلباتها منذ منتصف الستينيات من القرن 20م وبالتالي ابتكار السندات والأسهم الممتازة التي يتغير فيها معدل الكوبون<sup>4</sup> مع تغير أسعار الفائدة في السوق، إضافة إلى مواجهة تكلفة الوكالة لحقوق الملكية بالوصول إلى ما يسمى باختيار الأسهم فهي توفر دخلاً متغيراً لحاملها وتعتبر تحفيزاً لزيادة الانتاجية<sup>5</sup> .

#### 7. التشريعات مصدر للإلهام :

ظهر الابتكار المالي كردة فعل على التشريعات و القيود القانونية و الضريبية خاصة<sup>6</sup> .

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز : مرجع سبق ذكره ، ص: 33 .  
<sup>2</sup> هاشم فوزي دباس العبادي: الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق للنشر ، والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008 ، ص: 28 .  
<sup>3</sup> هاشم فوزي دباس العبادي: مرجع سبق ذكره ، ص: 29 .  
<sup>4</sup> سعر الفائدة السنوي على السند معبر عنه كنسبة مئوية إلى أصل الدين أي القيمة الاسمية للسند .  
<sup>5</sup> المانسيب رابح امين : مرجع سابق ذكره ، 2007 ، ص: 13 .  
<sup>6</sup> ساسية جدي : دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية دراسة حالة ماليزيا و السودان ، مذكرة لنيل شهادة الماجستير ، تخصص علوم اقتصادية ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، 2015/2014 ، ص: 21 .

### 8. المستثمرين المؤسسيين :

يمكن إدراج هذا النوع من المستثمرين ضمن فئة كبار المساهمين والذين يهيمنون على المؤسسات الاقتصادية بفرض قراراتهم وشروطهم على مجلس الإدارة ليتسنى لهم الوصول إلى تحقيق أكبر عائد ممكن من أرباح الشركة، فهؤلاء المستثمرون سواء كانوا بنوك، شركات تأمين، صناديق استثمار وتقاعد يدفعون المؤسسات إلى تقليص ما تستطيعه من تكاليف الإنتاج المختلفة بالطريقة التي تسمح لها بإرضاء مساهميها والبقاء في السوق، حيث تلجأ إلى سبل وتقنيات جديدة لتمويل أنشطتها، كالرافعة المالية أي رافعة الاستدانة، مما يفسر مستويات مديونيتها المرتفعة<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني : تعريف الهندسة المالية :

لقد قدم العديد من منظري الهندسة المالية عدة تعاريف بينت أن أساس الهندسة المالية هو إيجاد الأدوات المالية الجديدة لأغراض التحوط والمضاربة والاستثمار التي تدور جميعها حول إدارة المخاطر. يمكن التعرف على بعض هذه التعاريف وفق ما يلي:

### أولاً: تعريف " روبنسون " (Robinson) :

حيث شبه الهندسة المالية بالهندسة المعمارية والمهندس المالي بالمهندس المعماري وأدوات الهندسة المالية بأدوات الهندسة المعمارية، التي يمكن من خلال استعمالها إيجاد العديد من التشكيلات والمراكز المالية المختلفة، وكذلك الاعتماد على النماذج والأساليب الكمية المدروسة بعناية وإمكانية تصميم وبناء التشكيلات المختلفة باستعمال الأدوات المالية الجديدة<sup>2</sup>.

### ثانياً: تعريف " فينرتي " (Finnerty) :

يضع " فينرتي " إطاراً محدداً للهندسة المالية، فهي تعني تصميم وتطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة، وتقديم حلول خلاقة ومبدعة للمشكلات المالية<sup>3</sup>.

### ثالثاً: تعريف الجمعية الدولية للمهندسين الماليين (IAFE)<sup>4</sup> :

تتضمن الهندسة المالية التطوير التطبيق المبتكر للنظرية المالية والأدوات المالية لإيجاد حلول للمشاكل المالية المعقدة ولإستغلال الفرص المالية . فالهندسة المالية أداة ، بل هي المهنة التي تستعمل الادوات. علما

<sup>1</sup> المانسيب رابح امين : مرجع سبق ذكره ، ص : 14 .

<sup>2</sup> هاشم فوزي دباس العبادي: مرجع سبق ذكره ، ص: 21 .

<sup>3</sup> عبد الكريم قندوز : مرجع سبق ذكره ، ص : 28 .

<sup>4</sup> الاتحاد الدولي للمهندسين الماليين أو (International Association of Financial Engineers) هي هيئة متخصصة أنشئت خصيصاً للمهندسين الماليين لرعايتهم و الارتقاء بصناعة الهندسة المالية عام 1992 ، وأصبحت تضم نحو 2000 عضواً من شتى أنحاء العالم يمثلون الممارسين ، والأكاديميين ، والمهنيين للمحاسبة ، والقانون ، والنظم ، والمجتمعات رفيعة المستوى في التقنيات العلمية ، كما قام الاتحاد بوضع معايير للصناعة تركز على النظرية و التطبيق .

ان الهندسة المالية تختلف عن التحليل المالي . فمصطلح " تحليل " يعني تشتيت الشيء لفهمه ، اما مصطلح " هندسة " نقصد به بنية. لكن ما يلاحظ على هذا التعريف بأنه تعريف وظيفي أكثر منه أكاديمي<sup>1</sup>.

**خامسا: تعريف "حسين كتيبي" (Kotby 1990) :**

تشير الهندسة المالية إلى استعمال استراتيجيات إدارة المخاطر من أجل التحكم في كل أشكال المخاطر التي يمكن أن تواجه المؤسسة خلال حياتها .

وعليه، يمكن استخلاص أن الهندسة المالية هي التطبيق العملي لمبادئ علمية لصياغة حلول عملية للمشاكل المالية انطلاقا من تصميم ابتكار وتطوير تقنيات ومنتجات مالية وخدمات مفيدة. فالهندسة المالية ليست لغزا أو مسألة صعبة، إنما هي علم وفن ممكن أن يمارس إذا ما توافرت المعرفة والتفكير في مجال الإدارة المالية، كما أنها ليست فناً جديداً، فبيع الأصول ثم تأجيرها هو هندسة مالية والسهم الممتاز الذي له بعض سمات السهم العادي وبعض سمات السند هو الآخر من منتجات الهندسة المالية والأوراق المالية القابلة للتحويل إلى أسهم عادية هندسة مالية.

انطلاقا مما سبق فالهندسة المالية تتضمن ثلاث أنواع من الأنشطة<sup>2</sup>:

- **أولا :** ابتكار أدوات مالية جديدة ، مثل بطاقة الائتمان .
- **ثانيا :** ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف الإجرائية لأعمال قائمة ، مثل التبادل من خلال الشبكة العالمية .

- **ثالثا :** ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية ، مثل إدارة السيولة أو الديون ، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع .

والابتكار المقصود ليس الاختلاف عن السائد ، بل لا بد أن يكون هذا الاختلاف متميزا إلى درجة تحقيقه لمستوى أفضل من الكفاءة والمثالية . ولذا فلا بد من أن تكون الأداة أو الآلية التمويلية المبتكرة تحقق ما لا تستطيع الأدوات و الآليات السائدة تحقيقه<sup>3</sup>.

### **المطلب الثاني : أهداف الهندسة المالية ودورها:**

من خلال ما سبق يتبين لنا أهمية الهندسة المالية في الاقتصاد الحديث من خلال أهدافها المختلفة ودورها الذي تحاول الهندسة المالية تحقيقه.

<sup>1</sup> ساسية جدي : مرجع سبق ذكره ، ص: 23.

<sup>2</sup> عبد الكريم قندوز : مرجع سبق ذكره، ص: 29 .

<sup>3</sup> نفس المرجع السابق ، ص ص: 29-30 .

### الفرع الأول : أهداف الهندسة المالية :

تسعى الهندسة المالية إلى تحقيق أربعة أهداف أساسية تتمثل في ما يلي :

#### أولاً : التحوط:

الغرض من التحوط هو التقليل من المخاطر التي يمكن أن تحدث ، أو هو الاحتماء من تقلبات الأسعار سواء كانت أسعار المواد الأولية والبضائع أو أسعار صرف العملات أو أسعار الأوراق المالية وذلك من خلال مجموعة من المنتجات المالية التي أبدعتها الهندسة المالية<sup>1</sup>.

#### ثانياً: المضاربة:

تعتبر المضاربة عملية تداول الأوراق المالية بهدف تحقيق الربح من توقعات الأسعار في المستقبل اعتماداً على المعلومات التي يجمعها المضارب ويحللها أو في بعض الأحيان التي يصنعها ، ولهذا يمكن النظر إلى المضارب من وجهتي نظر مختلفتين فمن جهة يسعى المضاربون إلى تحقيق أرباح قصيرة المدى بناءً على تحركات الأسعار المستقبلية ومن جهة أخرى فهم يقدمون خدمات مالية تتمثل في تحمل الخطر ، بما أن المضارب يعتبر الطرف الذي تنتقل إليه هذه المخاطر<sup>2</sup>. ويختلف المضاربون باختلاف توقعاتهم بشأن أسعار الأصول المالية المتداولة ، فيوجد نوعان :

#### النوع الأول: المضارب على الصعود :

وهو المضارب الذي يعتقد أن الأسعار تأخذ اتجاهًا تصاعدياً ، فيقوم بشراء أوراق مالية في الوقت الحاضر على أن يبيعها بسعر مرتفع مستقبلاً محققاً ربحاً من الفرق بين السعرين.

#### النوع الثاني : المضارب على الهبوط :

وهو الذي يعتقد أن الأسعار تتجه نحو الانخفاض فيقوم ببيع الأوراق المالية في الحاضر على أمل شرائها بسعر أقل في المستقبل .

#### ثالثاً : المراجعة:

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

<sup>1</sup> المانسيب رابح امين : مرجع سبق ذكره ، ص : 18 .

<sup>2</sup> ساسية جدي : مرجع سبق ذكره ، ص: 34 .



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

### رابعاً : ادارة الأصول والخصوم :

وتعرف إدارة الأصول و الخصوم على أنها : فن وعلم اختيار أفضل مزيج من الاصول لمحفظه أصول المنشأة وأفضل مزيج من الخصوم لمحفظه الخصوم<sup>2</sup>.  
من خلال الأهداف المرجو تحقيقها من الهندسة المالية يتضح بأن لها دور رئيسي في تنشيط وتفعيل أسواق المال .

### الفرع الثاني : أدوار الهندسة المالية :

للهندسة المالية أدوار عدة تلعبها على مستوى المؤسسات الاقتصادية خاصة والأسواق عامة، وهذه الادوار تتمثل في :

### أولاً : خلق المنافسة المالية :

يقصد بالمنافسة المالية قدرة الشركة على استخدام الأموال بكفاءة فائقة تجعلها تتفوق على المنافسين من خلال اختيار أفضل المصادر التمويلية وأحسن تشغيل لفرص الاستثمار المتاحة<sup>3</sup>.

### ثانياً : تمويل أهداف المؤسسات :

يسعى المهندس المالي نحو امتلاك أنظمة متطورة لتحويل الأدوات الاستثمارية ذات المخاطرة العالية إلى أدوات ذات مخاطرة متدنية وذلك من خلال استعمال الأدوات المالية المبتكرة. فهؤلاء المهندسون يؤدون ثلاثة أدوار، فهم من ناحية مسوقون أي أنهم يعملون لخدمة حاجات الزبائن ومحاولة إغرائهم بالفكرة، ومن ناحية أخرى يعدون مولدي أفكار (مبتكرين) أي يعملون على تصميم وتطوير منتجات مالية جديدة خاصة إذا كانت رغبات الزبائن لا تتوافق مع العمليات والمنتجات الموجودة. ومن ناحية ثالثة مستغلو ثغرات قانونية، حيث أنهم دائماً يسعون إلى استغلال الثغرات وتوظيفها. إن هؤلاء المهندسين الماليين مثلهم كأى مهندس آخر يحتاج في تأدية أعماله إلى آلات ومعدات مفهومية ومادية والتي تشمل الأفكار والمفاهيم والمناهج الدراسية والأدوات المالية المتنوعة، والتقنيات الالكترونية لنقل الأموال... الخ، وفي الوقت نفسه فهم بحاجة

<sup>1</sup> مقال حول المراجعة ، بتاريخ 20/02/2017 ، على الساعة 11:56 . <http://www.iefpedia.com/vb/showthread.php?t=273>

<sup>2</sup> نوال بوعكاز : حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الازمة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية ، جامعة فرحات عباس سطيف ، الجزائر سنة 2010/2011 ، ص: 34 .

<sup>3</sup> المانسبع رابح امين : مرجع سبق ذكره ، ص: 19 .

إلى امتلاك قاعدة جيدة في مجالات متعددة (كالنظرية الاقتصادية والمالية، الرياضيات، الإحصاء) ذات العلاقة بالعمل في الهندسة المالية<sup>1</sup>.

ثالثا : إعادة هيكلة المؤسسات :

يعني مصطلح إعادة الهيكلة للمؤسسات بمفهومه الواسع عملية تعديل أو تغيير في العمليات أو في أسلوب الإدارة أو في هيكل رأس المال، أو في شكل ملكية شركات الأعمال، بصورة غير مألوفة، أي ليست نتاج للتسيير العادي لشؤون المؤسسة. وفي هذه الحالة ، فإن التركيز لابد وأن ينصرف إلى المسألتين الأخيرتين أي تغيير هيكل رأس المال وشكل الملكية أو ما يطلق عليه بلغة الإدارة المالية " إعادة الهيكلة". وللهندسة المالية في إعادة الهيكلة أساليب تقليدية كالتوسع بالاندماج والامتلاك وأسلوب آخر ظهر في الثمانينات هو تحويل الشركات المساهمة إلى شركات خاصة ونقل ملكيتها من عدد كبير إلى عدد صغير من الملاك، أو ما يعرف بالخصوصية<sup>2</sup> و نذكر أهمها :

### 1. الاندماج أو الاتحاد :

من مظاهر التوسع في مشروعات الأعمال التجارية الاتجاه نحو الأحجام الكبيرة. وقد يتم ذلك من خلال اندماج مجموعة من الشركات مع بعضها البعض وتكوين شركة ذات شخصية اعتبارية جديدة، ويعني ذلك بالضرورة تقييم الأصول وأسعار الأسهم والسندات توطئة لعملية الاندماج. وهناك أشكال تتمثل في الاندماج الأفقي ، الرأسي والمختلط<sup>3</sup>.

### 2. الامتلاك أو السيطرة :

التوسع بالامتلاك هو صورة من صور السيطرة. وتبدأ جهود التوسع بمحاولة امتلاك جزء أو كل أسهم شركة أخرى أو امتلاك أصولها، حيث لا تقتضي إجراءات التملك بشراء الأصول سوى موافقة أغلبية المساهمين على أساس أنها سيطرة سلمية، على عكس السيطرة بامتلاك الأسهم التي قد تكون سلمية أو عدوانية<sup>4</sup>.

### 3. الخصوصية :

ويقصد بالخصوصية تحول الشركة المساهمة إلى شركة خاصة عن طريق قيام مجموعة صغيرة من الأفراد الطبيعيين أو المعنويين، قد يكونون من حملة أسهم تلك الشركة أو غيرها، بالسيطرة على الشركة

<sup>1</sup> هاشم فوزي دباس العبادي: مرجع سبق ذكره ، ص ص : 27 - 28 .

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي: مرجع سبق ذكره ، ص: 139 .

<sup>3</sup> المانسيب رابح امين : مرجع سبق ذكره ، ص: 22 .

<sup>4</sup> ساسية جدي : مرجع سبق ذكره ، ص: 38 .

بشراء كل أو معظم أسهمها<sup>1</sup>. وتعتبر الخوصصة من أرقى عمليات الهندسة المالية في مجال إعادة الهيكلة الشاملة للشركات، إذ تمكن عدداً قليلاً من الأفراد من امتلاك شركة بعد التخلص من مئات الآلاف من حصة أسهمها وذلك لحد أدنى من الموارد الذاتية المتاحة لهم، وإمكانية تحقيق أرباح غير عادية في الوقت الذي يشتري به السهم بقيمة قد تزيد كثيراً عن قيمته السوقية لكونها عملية تحقق مكاسباً للجميع: الملاك الحاليين أو الجدد، الملاك الذين تم التخلص منهم، مصادر التمويل الخارجية، الشركة ذاتها والاقتصاد القومي بالتبعية<sup>2</sup>.

### المطلب الثالث : أساسيات الهندسة المالية :

تسعى الهندسة المالية إلى قيام المؤسسات المالية برسم سياسات مالية قوية وابتكار منتجات وأدوات مالية جديدة وآليات واستراتيجيات مالية مرنة تتفاعل وتستفيد من التغيرات المستمرة في أسواق المال العالمية والإقليمية والمحلية، ومن خلال هذا المطلب سيتم التطرق إلى أساسيات الهندسة المالية ومتطلباتها.

### الفرع الأول : الأسس التي تقوم عليها الهندسة المالية :

تقوم الهندسة المالية على مجموعة من الأسس ، تم تقسيمها إلى أساس عام ترتكز عليه الهندسة المالية ، ويعتبر سبباً من أسباب وجودها ، إضافة إلى مجموعة من الأسس الخاصة وهي التي تكفل تحقيق الهندسة المالية للأهداف التي وضعت لأجلها .

### أولاً : الأساس العام للهندسة المالية :

تقوم الفكرة الأساسية للابتكارات المالية على أنه باستثناء العقائد الدينية فلا يوجد شيء مقدس، وهذا يعني أن الفكر الإنساني لا يجب أن يكون مقيداً بحدود معينة أو أفكار ثابتة، ولكنه يتجه إلى مساعدة متخذي القرارات وذلك من خلال الزيادة في عدد البدائل المتاحة أمامهم وما يوفره كل بديل من مزايا وتكاليف مختلفة ليختاروا من بينها ما يناسبهم ، ولذلك فإن مجال عمل الفكر الإنساني هو الإبداع فيما بين النقيضين وابتكار بدائل هجينة فيما بينها أو اشتقاق أدوات ووسائل جديدة منها<sup>3</sup>.

لكن لتجنب المخاطر التي يمكن أن تتطوي عليها الهندسة المالية في حالة عدم تقييدها، فلا بد من أن تعتمد مجموعة من القواعد والأسس الخاصة .

<sup>1</sup> المناسيع رابح امين : ، مرجع سبق ذكره ، ص: 23 .

<sup>2</sup> عبد الكريم قندوز : مرجع سبق ذكره ، ص : 54 .

<sup>3</sup> عبد الكريم قندوز : مرجع سبق ذكره ، ص : 32 .

ثانيا : الاسس الخاصة للمهندسة المالية :

بالإضافة إلى الأساس العام الذي تقوم عليه الهندسة المالية ، هناك مجموعة من الأسس الخاصة<sup>1</sup>:

- يجب أن يكون الربح حقيقيا و بعيدا عن الأنشطة الوهمية أو غير الفعلية من مضاربات وتضخم في الأسعار وممارسات مالية غير عادية .

- يعتبر التمويل في مشروعات الأعمال نشاطا وسيطا بغرض الإنتاج والتشغيل لتحقيق عائد مناسب يفوق تكلفة التمويل ويغطي المخاطر وعناصر التكلفة .

- المؤسسات المالية ( البنوك ومؤسسات التأمين وصناديق الاستثمار والبورصات ) هي أجهزة بسيطة لخدمة عجلة الإنتاج . إذن من الضروري أن تحقق توازن في السوق النقدي ليقابل التوازن النقدي في السوق الحقيقي (السلعي) وكذلك أسواق العمل مما يؤدي في النهاية إلى تشغيل اقتصادي كامل لموارد الدولة .

- يجب أن تدار الوظيفة المالية بالتركيز على المتغيرات الداخلية بالمؤسسات و الأبعاد البيئية المحيطة بما يحقق التوازن و الاستقرار و الربحية و التحكم في المخاطر المالية و تخفيض تكلفة التمويل و تنمية مصادر بديلة للتمويل.

- الوظيفة المالية هي المرآة الفعلية لدورة حياة المشروع ، و ترشيد القرار المالي في كل مرحلة يعكس النجاح المالي في المرحلة التالية . و ترتبط كل مرحلة من مراحل النمو بقرار التمويل والاستثمار . ويظهر ذلك واضحا في دراسات جدوى المشروعات ،وفي دراسة التصفية والاندماج أو الانفصال .

- يجب قياس النتائج المترتبة عن القرار المالي من حيث العائد والمخاطرة والتكلفة في الأجلين القصير والطويل وسواء كانت تلك النتائج مادية أو معنوية.

- تتطابق أهداف المؤسسات مع أهداف الإدارة المالية بها ، فتهدف إدارة الأعمال لتحقيق الأرباح ، عن طريق التخصيص الدقيق لعوامل الإنتاج من أموال وقوة عاملة وموارد في تنظيم معين ، كما أن سياسات الاستثمار التي يختارها أصحاب رأس المال تسعى لتحقيق الأرباح في الأجل الطويل .

- يمكن تقسيم قرارات الإدارة المالية لعدد من المجالات ، مثل قرارات تحديد هيكل رأس المال من حيث الحجم و مصادر التمويل ، تخصيص الأموال المتاحة على الاستخدامات من الأصول لضمان الربحية ، حل المشكلات المالية و تحليل النشاط المالي .

وعلى العموم تعتبر صناعة الهندسة المالية ناجحة إذا حققت الشروط التالية<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق، ص: 36-37 .

<sup>2</sup> عبد الكريم قندوز : مرجع سبق ذكره ، ص: 37 .

- \* أن يكون المنتج أو العملية إبداعا حقا أي مبتكرا .
- \* يجب أن تمكن هذه المنتجات أو العمليات المصدرين أو المستثمرين من إنجاز عمليات لم يكن باستطاعتهم القيام بها سابقا .
- \* أن تجعل الأسواق أكثر كفاءة .
- \* أن تزيد ثروة حاملي الأسهم أو مصدريها أو حتى الوسطاء .

### الفرع الثاني :متطلبات و مجالات الهندسة المالية :

كي تتمكن الهندسة المالية من تحقيق أهدافها لابد لها من متطلبات تعمل من خلالها وكذلك تحديد مجالات لها وهذا سيتم من خلال النقاط الموالية :

**أولا : متطلبات الهندسة المالية :**

- يقصد بها متطلبات التشغيل الفعال لمصادر واستخدامات الاموال وكذلك التشغيل الديناميكي للمنتجات المالية الجديدة عن طريق الصفقات التي تعقد لأوامر تنفيذ في المستقبل وهي تعتمد على<sup>1</sup> :
- تحديد عناصر القوة الداخلية للمشروع أو المؤسسة المالية ( الأصول المادية و المالية قصيرة الأجل، أصول متغيرة ، أصول ثابتة ،حقوق الملكية ،الخصوم القصيرة و طويلة الأجل ) .
  - تحديد فرص الاستثمار والتمويل داخل أسواق المال و خارجها .
  - تجنب التهديدات و المخاطر المالية في الأدوات المالية .
  - الاستفادة من تغيرات الأسعار في أسواق المال الدولية في تعديل محفظة الاستثمار لزيادة العائد وخفض المخاطر .

- بناء و إعادة بناء المنظومة المالية في ضوء التغيرات الداخلية والخارجية لسوق المال والبيئة المحيطة.

### ثانيا : مجالات الهندسة المالية :

ساهمت عمليات الهندسة المالية بما تضمنته من تصميم وابتكار أدوات مالية جديدة ، وأساليب تعامل مستحدثة بالإضافة إلى صياغة حلول مبتكرة لمواجهة المشاكل التمويلية في حل العديد من مشاكل التمويل في الأسواق المالية تم حصرها من قبل الباحثين في ثلاث مجالات سميت بالمجالات النظرية<sup>2</sup>، وهي كما يلي<sup>3</sup> :

<sup>1</sup> فريد النجار : مرجع سبق ذكره ، ص ص : 132- 133 .

<sup>2</sup> ساسية جدي ، مرجع سابق ذكره ، ص 29 .

<sup>3</sup> يسرى حسين خليفة : العوامل المؤثرة على قرار تبني استخدام المشتقات المالية ، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية ، جامعة الإسكندرية ، مصر : العدد 1 ، 2009 ، ص: 2 .

### المجال الأول : حلول مبتكرة لمواجهة مشاكل التمويل :

يشمل هذا المجال ابتكار حلول خلاقية لمبدعة للمشكلات المالية ، التي تواجه منشآت الأعمال مثل (ابتكار استراتيجيات جديدة لإدارة المخاطر المالية ، أو إعادة هيكلة المؤسسات : إعادة الهندسة وكذلك عملية تحويل الشركة من نمط المساهمة إلى نمط الملكية الخاصة ، كما تقدم هذه الحلول استراتيجيات مبتكرة لإدارة هيكل الأصول )<sup>1</sup> .

### المجال الثاني : تطوير أساليب مالية مستحدثة :

من شأن هذه الأساليب تخفيض تكاليف المعاملات فضلا عن الأساليب المبتكرة للاستخدام الكفاء للموارد المالية ، و قد يأتي هذا التطور نتيجة لتغيرات تشريعية أو تنظيمية مثل : التسجيل على الرف والتعامل الإلكتروني<sup>2</sup> .

### المجال الثالث : تقديم أدوات مالية مبتكرة :

ويشمل تلك الأدوات التي تم تطويرها بالدرجة الأولى للوفاء باحتياجات المستثمرين والشركات المالية الكبرى مثل الأسهم والسندات المستحدثة ، المشتقات والمشتقات المشتقة وغيرها كما ويستحيل لأي باحث مهما علا قدره أن يتناول على سبيل الحصر كافة أدوات الهندسة المالية التي قدمتها مراكز البحث والابتكار غير أنه يمكن القول بأنها تنقسم إلى أدوات وعمليات مالية تقليدية مثل شهادات الإيداع وأخرى مستحدثة من الأدوات المالية التقليدية وأخرى مبتكرة وخير مثال عن ذلك هو المشتقات المالية ، حيث أن الحديث عن الهندسة المالية ارتبط عند الباحثين في السنوات الأخيرة بالمشتقات وكأن الهندسة المالية هي المشتقات<sup>3</sup> . من خلال هذا المبحث تم التعرف على الأهداف التي تجعل من الهندسة المالية ضرورة حتمية من أجل البقاء بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية و هذا يؤدي بنا إلى ضرورة تسليط الضوء على الأدوات والتقنيات المتبعة في الهندسة المالية .

<sup>1</sup> بن عيسى عبد القادر : أثر استخدام المشتقات المالية ومساهماتها في أحداث الأزمة المالية العالمية ، دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية ، مذكرة ماجستير ، علوم التسيير ، تخصص مالية السوق ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2011-2012 ، ص: 4 .

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق ، ص : 4 .

<sup>3</sup> ساسية جدي : مرجع سبق ذكره ، ص: 29 .

## المبحث الثاني : أدوات و تقنيات الهندسة المالية

من خلال المبحث السابق تم بيان مدى أهمية الهندسة المالية باعتبارها عملية تطويرية، إذ أنه لا يمكن لأحد أن ينكر الدور الذي تؤديه في تنشيط البورصات المالية العالمية، وكذا بوصفها ابتكارات جديدة في المنشآت الاستثمارية بصورة عامة. فضلاً عن الأثر الذي أحدثته في التفكير الاستراتيجي للمنشآت المالية والمصرفية وظهور الأسواق المالية. لذا فالهندسة المالية تملك القدرة على تخفيض تكاليف النشاطات القائمة والتقليل من مخاطرها، وتجعل من الممكن تطوير منتجات وأدوات الهندسة المالية مع التركيز أكثر على المشتقات المالية و التعامل بها للوصول في الأخير إلى استنتاج بعض الفوائد والمخاطر المتعلقة بهذه الأدوات.

### المطلب الأول : أدوات الهندسة المالية :

يقصد بأدوات الهندسة المالية كل ما يستخدمه المدير أو المهندس المالي في تحقيق أهداف الهندسة المالية والتي تمت الإشارة إليها سابقاً . وهذا يعني أن الأداة الأهم للهندسة المالية هي العقل البشري من خلال الابتكار وتطوير الأدوات والعمليات المالية بما يخدم أهداف المنشآت . وقد جرت العادة بين الاقتصاديين على اعتبار أن أدوات الهندسة المالية هي المشتقات المالية بالدرجة الأولى ، بل وينظر الكثير من الباحثين في قضايا المال والاستثمار إلى المشتقات المالية كأفضل ما استطاع الفكر الاستثماري انجازه إلى الآن<sup>1</sup> ، إضافة إلى تقنية التوريق .

### الفرع الأول: المشتقات المالية :

يمكن تعريف المشتقات المالية على أنها: "عقود وأدوات مالية اشتقت قيمتها من قيمة ما، قد تكون أصل (أسهم، سندات، رهون عقارية...) أو مؤشر (سعر الفائدة، سعر الصرف...) أو مشتقات ديون حيث تشتق قيمتها من الدين، وتسجل القيمة الاسمية للمشتقات خارج الميزانية حتى وإن كانت القيمة الحقيقية للأصل تسجل في الميزانية"<sup>2</sup> وتتداول خارج البورصة أيضا .

كما عرفها صندوق النقد الدولي بأنها : "عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول .ويعقد بين طرفين لتبادل المدفوعات

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز: مرجع سبق ذكره ، ص ص : 65-66 .

<sup>2</sup> أمال حاج عيسى وفضيلة حويو: المشتقات المالية من منظور النظام المالي الإسلامي، مداخلة ضمن فعاليات الملتقى الدولي. الثاني حول "الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية"، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بخميس مليانة، أيام 5-6 ماي 2009 ، ص: 14 .

على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري<sup>1</sup>.

كما عرفت المشتقات المالية بأنها : "عقود مالية تسمح بتفويض وتوزيع بعض المخاطر المتعلقة

بالاقتصاد الحقيقي . فهي بهذا المفهوم أدوات مهمة لتسيير المخاطر التي يتعرض لها المتعاملون الاقتصاديون . ويوجد عدة أنواع من المنتوجات المشتقة منها من هو بسيط، كالعقود الآجلة مثلاً، وأخرى غير بسيطة حسب الحاجات الخاصة لمستعملها كالمبادلات أو المقايضات"<sup>2</sup>.

بالتالي، فإن الأدوات المشتقة مفيدة للاقتصاد وليس من الغريب أن تكون تطبيقاتها واستعمالاتها قد عرفت نمواً أسياً خلال العشر سنوات الأخيرة. وقد تعددت أنواعها ، إذ يوجد :

### أولاً: عقود الخيارات :

تم تداول عقود الخيارات أول مرة في بورصة منظمة عام 1973 ، ومنذ ذلك الوقت حدث نمو كبير في أسواق الخيارات . ويتم تداول هذه الخيارات الآن في بورصات كثيرة حول العالم، حتى الأسواق غير الرسمية منها، بواسطة البنوك والمؤسسات المالية الأخرى . وتشمل الأصول موضوع الخيارات كل من الأسهم، مؤشرات الأسهم، العملات، أدوات الدين، السلع والعقود المستقبلية.

تمثل عقود الخيار أحد أدوات الاستثمار الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة الحد من المخاطر التي يتعرض لها، وعلى وجه الخصوص مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو التي يزعم شرائها أو بيعها في المستقبل . وتسمى هذه العقود "حقوق أو عقود اختيار"، نظراً لكونها تعطي مشتري العقد الحق (وليس الالتزام) في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه<sup>3</sup>.

فالخيار في اللغة يتلاءم كثيراً مع ما تناولته الأدبيات المالية، إذ يتفق معظم الباحثين على أن الخيار هو عقد يعطي حامله حقاً لشراء أو بيع موجود معين بسعر معين يطلق عليه "سعر التنفيذ" وذلك في أو قبل تاريخ محدد . ويعرفه آخرون بأنه اتفاق للمتاجرة على زمن مستقبل متفق عليه وبسعر محدد، ولكن إذا رغب المشتري في ذلك، وهو بمثابة خيار المشتري للمتاجرة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> المانسيب رابح أمين : مرجع سبق ذكره ، ص: 34 .

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق ، ص: 34 .

<sup>3</sup> محمد صالح الحناوي: تقييم الأسهم والسندات، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2007 ، ص : 250.

<sup>4</sup> هاشم فوزي دباس العبادي: مرجع سبق ذكره ، ص: 92 .



وعليه، يمكن تعريف عقود الخيارات بأنها عبارة عن : " اتفاقيات تعاقدية خاصة تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع الموجودات بسعر ثابت وفي أي وقت قبل التاريخ المعطى". وهي تتكون من مجموعة من الأنواع منها<sup>1</sup>:

**1. خيار الشراء :** وهو الخيار الذي يتيح لحامله شراء موجود معين بسعر محدد في موعد محدد في المستقبل، ويسمى السعر الذي يتم الاتفاق عليه لتنفيذ العقد بسعر العقد أو سعر التنفيذ، أما المستقبل الذي يتم تحديد تاريخ انتهائه حسب الاتفاق فيسمى تاريخ الانتهاء، وما ينبغي الإشارة إليه أن مشتري الخيارات يظل يراقب أسعار الموجودات لمنشأة معينة، فإذا ما ارتفعت إلى المستوى الذي يلائمه وهو مستوى عادة يفوق السعر المتفق عليه، ينفذ العقد بالسعر المتفق عليه شريطة أن يتم التنفيذ قبل أو في التاريخ المحدد إذا كان العقد أمريكيا، أو في التاريخ المحدد إذا كان العقد أوروبيا.

**2. خيار البيع:** هو الخيار الذي يتيح لحامله بيع موجود معين بسعر محدد في موعد محدد في المستقبل، ويكون لأحد طرفي العقد الحق في أن يبيع إلى الطرف الآخر معينا بسعر محدد خلال فترة زمنية معينة. وتجدر الإشارة إلى أن مشتري خيار البيع سوف يحقق أرباحا عندما ينخفض سعر الموجود في السوق عند تنفيذ العقد، ويخسر فقط قيمة التعويض أو المكافأة عند ارتفاع السعر لأنه ليس من مصلحته تنفيذ العقد وليس مجبرا على التنفيذ.

### 3. الخيار المزدوج :

وهو عقد يعطي الحق لصاحبه في أن يكون مشتريا أو بائعا للأوراق المالية محل التعاقد، فإذا ارتفعت أسعار الأوراق المالية له الحق في الشراء، وإذا انخفضت فله الحق في البيع.

### ثانيا: العقود الآجلة والعقود المستقبلية :

ويقصد بالعقود الآجلة اتفاق على بيع أو شراء أصل في وقت مستقبلي مقابل سعر معين. ويكون فيها المشتري صاحب المركز الطويل بينما البائع صاحب المركز القصير، وغالبا ما يكون العقد بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها من المنشآت ، ولا يتم تداوله في البورصة عادة<sup>2</sup>.

أما العقود المستقبلية فهي اتفاق بين طرفين لتداول أصل معين بتاريخ مستقبلي محدد، يحدد هذا العقد : نوع الأصل المتداول، كمية الأصل التي يتم تداولها، التاريخ الذي يتم فيه التبادل بين الأصل والمبلغ، السعر الواجب دفعه للأصل.

<sup>1</sup> المرجع السابق ، ص: 97 .

<sup>2</sup> طارق خاطر ولحسن دردوري: دور الأدوات المالية الحديثة في الصناعة المصرفية وانعكاسها على النظام المصرفي، مداخلة ، ضمن فعاليات الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية ، جامعة فرحات عباس ، سطيف ، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص: 6 .

وللعقود المستقبلية تواريخ استحقاق موحدة، كما يتم تداولها بوحدات نقدية موحدة أو بمضاعفاتها، ويتعامل كلا الطرفين من خلال مؤسسة تقاص، ولكلاهما الحق في بيع حقه في التسليم خلال فترة سريان العقد، ويقدم كل من الطرفين هامش مبدئي لضمان التزاماتهم، وكذلك هامش صيانة والذي له حد معين من الهامش المبدئي لا يجب أن ينزل عنه، ولكل طرف يزيد هامشه عن الهامش المودع الحق في سحب الزيادة<sup>1</sup>.

### ثالثا: عقود المبادلات:

تدعى عقود المبادلة أيضا بالمقايضات وهي التزام تعاقدي يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو موجود معين مقابل تدفق نقدي أو موجود آخر، بموجب شروط تنفيذ معينة يتفق عليها عند التعاقد<sup>2</sup>. وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح أو الخسائر) لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية، يضاف إلى ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ ولذلك يعرف عقد المبادلة بأنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ وعلى الرغم من توسع عقود المبادلات لتشمل أنواع عديدة من الأصول، إلا أنها غالبا ما تركز في أدوات محددة وهي<sup>3</sup>:

**1. عقود مبادلات أسعار الفائدة:** في هذه العقود، فإن أحد الأطراف الداخلة في المبادلة يوافق على أن يدفع سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة وفي نفس الوقت يتسلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة العائمة، وفي المقابل يوافق الطرف الآخر الداخل في عقد المبادلة على استلام سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة مقابل دفع سلسلة من معدلات الفائدة العائمة.

**2. عقود مبادلات العملات:** يتضمن في أبسط صورته مبادلة أصل قرض ومدفوعات فائدة ثابتة على قرض بعملة ما بأصل قرض ومدفوعات ثابتة على القرض مكافئ تقريبا بعملة أخرى، ويمكن استخدام مبادلة العملة في تحويل قرض بعملة ما إلى قرض بعملة أخرى.

<sup>1</sup> المناسيع رابح امين : مرجع سبق ذكره ، ص: 39 .

<sup>2</sup> عبد الكريم قندوز : مرجع سبق ذكره ، ص: 71 .

<sup>3</sup> المرجع السابق ، ص: 72 .

### الفرع الثاني : التوريق المالي :

سيتم التطرق إلى مضمون التوريق و أهميته بالنسبة للاقتصاد الحديث في ما يلي:

#### أولاً : تعريف التوريق :

يعد التوريق أو التسنييد أداة مالية مستحدثة ، وهو اصطلاح يستعمل عندما يتم تحويل أصول مالية غير سائلة مثل : القروض والأصول الأخرى غير السائلة إلى أوراق مالية (أسهم و سندات) قابلة للتداول في أسواق رأس 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 بالدين . والتوريق بهذا المعنى يختلف عن التوريق بالمعنى الواسع للكلمة ، وهي التي تعني تدبير موارد مالية عن طريق طرح أسهم أو سندات مباشرة<sup>1</sup>.

وقد عرفت عملية التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1970 عندما بدأت هيئة الرهن العقاري الوطنية الأمريكية في وضع برنامج تضمن بمقتضاه سداد الأصل والفوائد المترتبة على الدين العقاري ، وقد شجع هذا الضمان المؤسسات المالية الخاصة كالبنوك ومؤسسات الادخار والإقراض على بيع هذه الرهون المضمونة في شكل سندات مع تحويل المدفوعات التي تصلها من المقترضين إلى حاملي هذه السندات ، ويتمتع المستثمرون بأوراق تتميز بأنها تدر عائدا جاريا ثابتا ممثلا في مدفوعات الفائدة على الرهون فضلا عن أقساط الدين عندما يحل أجل سداد الرهن<sup>2</sup>.

#### ثانيا : أهمية التوريق :

تعتبر عملية التوريق بمثابة دمج بين أسواق الائتمان وأسواق رأس المال لأنها تزيل الحدود بين القروض المصرفية والأوراق المالية ، وهنا يبرز دورها وأهميتها كأداة للمهندسة المالية ويمكن إجمال أهداف ودوافع التوريق فيما يلي<sup>3</sup> :

- رفع كفاءة الدورة الاقتصادية والانتاجية ومعدل دورانها ، عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها .

- تسهيل تدفق التمويل لعمليات الائتمان بضمان الرهون العقارية ، وبشروط وأسعار أفضل وفترات سداد أطول .

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز : مرجع سبق ذكره ، ص: 74 .  
<sup>2</sup> علي محيي الدين القره داغي : الصكوك الإسلامية "التوريق" و تطبيقاتها المعاصرة - دراسة فقهية اقتصادية تطبيقية - ، ملتقى الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة دولة الإمارات العربية المتحدة، منشور بدون تحديد تاريخ ، ص 2 .  
<sup>3</sup> عبد الكريم قندوز : مرجع سبق ذكره ، ص ص : 74-75 .

- تحليل مخاطر الائتمان للأصول ، من خلال توزيع المخاطر المالية على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة .

- تنشيط السوق الأولية في بعض القطاعات الاقتصادية مثل العقارات والسيارات .

- تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة ، و تنويع المعروض فيها من منتجات مالية و تنشيط سوق تداول السندات .

- تخفيف وطأة المديونية ، مما يساعد في تحقيق معدلات أعلى لكفاءة رأس المال .

### المطلب الثاني : منتجات الهندسة المالية :

من خلال المطلب السابق تم التعرف على الأدوات التي اعتمد عليها المهندس المالي والتي عمل عليها من أجل تحقيق أهداف الهندسة المالية ، كما تم الإشارة سابقا إلى أن لفظ الابتكار يعني عدم التقيد بحدود معينة ، لذلك لا يجب تقييده بتعريف محدد ، ولكنه ببساطة يعني كل ما هو جديد وغير مألوف وخارج عن الحدود المعروفة ، وفي مجال الابتكارات المالية فهو يشمل الأساليب والأدوات والمؤسسات والأوراق والمنتجات المالية الهجينة أو المشتقة والتي تضع بدائل جديدة ومرنة أمام متخذ القرار، وهي نوعان منتجات تقليدية وأخرى حديثة .

### الفرع الأول : منتجات الهندسة المالية التقليدية :

و يقصد بها تلك المنتجات موضوع صناعة الهندسة المالية و التي تحولت حاليا ، بعد شيوعها وانتشارها إلى منتجات نمطية ، ولعل ما يميز هذه المنتجات ، أنها تحولت من منتجات مربحة إلى سلع نمطية منخفضة الربحية ، أو ربما خاسره . ويرجع ذلك إلى أن هذه المنتجات قد انتشرت إلى الحد الذي أصبح فيه العرض يفوق الطلب بشكل جعل الفروقات بين ما تقدمه مؤسسة ما و منافساتها يتضاءل إلى حد كبير ، و تحولت المنافسة فيما بينها إلى السعر بدلا من النوعية ، وهذا ما أدى إلى انحصار و تراجع الربحية . ويمكن إجمال بعض تلك المنتجات فيما يلي<sup>1</sup>:

#### 1. شهادات الإيداع القابلة للتداول :

هي شهادات غير شخصية يصدرها البنك ، ولا تعطي لحاملها الحق في استرداد قيمتها من البنك المصدر إلا في تاريخ الاستحقاق ، أما قبل ذلك التاريخ فإنه لا سبيل أمام حاملها سوى عرضها للبيع في السوق الثانوي الذي يتضمن البنوك التجارية وبيوت السمسرة التجارة التي تتعامل في مثل هذه الشهادات. وطالما أن هذا النوع من الشهادات غير شخصي فإن معدل الفائدة عليها وتاريخ استحقاقها يتحددان بواسطة

<sup>1</sup> عبد الكريم قنوز : مرجع سبق ذكره ، ص : 81 .

البنك دون تدخل من العملاء مما يجعلها قابلة للتنميط . وكانت شهادات الإيداع القابلة للتداول تعتبر منتجا مبتكرا للهندسة المالية بالمصارف (خاصة المصارف الانجليزية والأميركية)، حيث اعتبرت مصدرا للأرصدة الإضافية للمصارف التي أصدرتها ، كما مكنتها من ترتيب استدعاء الودائع وفق متطلبات الاستخدام . كما اعتبرت فكرة هذه الشهادات منطلقا لابتكار الكثير من المنتجات المالية الأخرى ، من بينها شهادات الاستثمار القابلة للتداول <sup>1</sup> .

### 2. اتفاقيات إعادة الشراء :

تمثل اتفاقيات إعادة الشراء أحد أساليب الاقتراض التي يلجأ إليها التجار المتخصصون في شراء الأوراق المالية و بيعها لتمويل مخزون إضافي من أوراق مالية سهلة التسويق . وبمقتضى هذا الأسلوب يلجأ التاجر إلى أحد السماسرة المتخصصين في تلك الاتفاقيات ليبرم له اتفاقا مع أحد المستثمرين الذين يبحثون عن فرصة الإقراض لأموال فائضة لديه .

ووفقا للاتفاق يبيع التاجر للمستثمر (بصفة مؤقتة) أوراقا مالية بما يعادل قيمة المبلغ الذي يحتاجه ، كما يقوم في الوقت نفسه بإبرام صفقة إعادة شراء لتلك الأوراق مع المستثمر ذاته ، بسعر أعلى قليلا من السعر الذي باع به هذه الأوراق . على أن تنفذ صفقة إعادة الشراء في الموعد الذي تنتهي فيه حاجة التاجر للمبلغ الذي سبق أن حصل عليه من المستثمر . ويعتبر فرق القيمة بين عقد الشراء بمثابة فائدة على الأموال المقترضة <sup>2</sup> .

### 3. اليورو دولار <sup>3</sup> :

يستخدم مصطلح الدولار الأوربي أو اليورو-دولار للإشارة إلى الدولارات الأمريكية التي تحتفظ بها المصارف في خارج الولايات المتحدة الأمريكية ، و بالأخص المصارف الأوربية . ويتكون سوق الدولار الأوربي من عدد من المصارف الكبيرة في لندن وبعض الدول الاوربية الأخرى التي يقتصر تعاملها على الدولار <sup>4</sup> .

### 4. بطاقة الائتمان :اعتبرت بطاقات الائتمان خلال المراحل الأولى لظهورها من اهم ما استطاع الفكر

المالي إبداعه وهي من أشهر الخدمات المصرفية التي تقدمها المصارف التجارية . والبطاقة الائتمانية هي : " بطاقة خاصة يصدرها المصرف لعميلة ، تمكنه من الحصول على السلع والخدمات ، من محلات وأماكن

<sup>1</sup> أشرف محمد دوايه : دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية ، دار السلام ، القاهرة ، مصر ، الطبعة الأولى 2002 ، ص: 144 .

<sup>2</sup> عبد الكريم قندوز : مرجع سبق ذكره ، ص ص: 82-83 .

<sup>3</sup> يسمى ايضا قرض الدولار الأوربي

<sup>4</sup> نفس المرجع السابق ، ص: 83.

معينة ، عند تقديمه لهذه البطاقة ، و يقوم بائع السلع أو الخدمات بالتالي بتقديم الفاتورة الموقعة من العميل إلى المصرف مصدر الائتمان ، فيسدد قيمتها له ، و قدم المصرف للعميل كشفا بإجمالي القيمة لتسديدها أو لحسمها (خصمها) من حسابه الجاري لطرفه " <sup>1</sup> .

تحقق بطاقة الائتمان للمصرف المزايا التالية<sup>2</sup> :

- الارتقاء بتوظيف المصرف لأمواله لحدود كبيرة و إلى المدى الذي تسمح به موارده .
- ضمان جزء كبير من الأفراد المستفيدين من البطاقة كمتعاملين دائمين للمصرف حيث يشجعون على التعامل معه و الاستفادة من خدماته الأخرى .
- اضطرار المحلات التجارية و محلات الخدمات المشتركة في النظام إلى فتح حسابات ودائع مع المصرف لتسهيل أعمالها و غالبا ما تلجأ إلى الاستفادة من خدمات المصرف الأخرى .
- كبر حجم عائد هذا النظام بالقياس إلى أعبائه .
- يعتبر نجاح هذا النظام في حد ذاته أداة جيدة من أدوات الإعلان عن المصرف .

**الفرع الثاني : منتجات الهندسة المالية الحديثة :**

وتتمثل المنتجات المستحدثة فيما يلي :

### 1. السندات القابلة للتحويل إلى أسهم :

وهي تلك السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية للمنشأة المصدرة للسند . ولقد قدم المهندسون الماليون تلك الورقة في محاولة لمد يد العون للمنشآت التي تحدها الرغبة في إصدار أسهم عادية ، غير أنها تجد صعوبة في ذلك ، ربما لكونها قد تحولت حديثا من شركة خاصة إلى شركة مساهمة و توفر لها الحد الأدنى من حملة الأسهم غير أنها تجد صعوبة في طرح المزيد من الأسهم للجمهور . يحدث هذا عادة بسبب نقص المعلومات المتاحة عنها ، بشكل يجعل إصدار السندات القابلة للتحويل إلى أسهم هو البديل الأمثل<sup>3</sup> .

### 2. رأس مال المخاطر :

يقدم هذا النوع من رأس مال شركات تسمى شركات رأس مال المخاطر و التي ظهرت أول مرة في الثمانينيات ، وهي شركات متخصصة في تمويل عمليات على درجة عالية من المخاطر أملا في الحصول

<sup>1</sup> <http://mawdoo3.com> ، مدونة حول التعريف بالبطاقة الائتمانية ، بتاريخ 2017/02/22 ، عل الساعة 14:45 .

<sup>2</sup> <http://mawdoo3.com> ، مرجع سبق ذكره .

<sup>3</sup> عبد الكريم قنوز : مرجع سبق ذكره ، ص : 84 .

على عائد مرتفع يتناسب مع تلك المخاطر . يتكون رأس المال المخاطر عادة من أسهم ممتازة مصحوبة بصكوك تعطي الحق في شراء أسهم عادية<sup>1</sup> .

### 3. السندات ذات الكوبون الصفري :

وهي نوع من سندات الخصم ، لا يحصل حاملها على فوائد دورية ، بل يحصل عليها ممثلة في الفرق بين السعر الذي يشتري به السند و قيمته الأصلية<sup>2</sup> .

### 4. اليورو<sup>3</sup> :

بالإضافة إلى أن اليورو عملة ، فهو في نفس الوقت أداة مالية مستحدثة ساعدت على تقديم حلول لكثير من المشكلات المالية والاقتصادية . وكما تمت الإشارة سابقا نعتبر الهندسة المالية ناجحة إذا تحققت فيها الشروط اللازمة ، ويمكننا ملاحظة أن كل هذه الشروط أو معظمها قد تحققت في العملة الأوروبية الموحدة . وبهذا الخصوص يشير بعض الاقتصاديين إلى أن اليورو كان أحد الابتكارات المالية العالمية الأكثر أهمية في السنوات الأخيرة حيث أدى إلى<sup>4</sup> :

- تخفيض تكاليف المعاملات .

- خفض من مخاطر سعر الصرف .

- خلق نظام مالي كفاء في المنطقة الأوروبية .

### الفرع الثالث : المنتجات المالية المركبة :

في السنوات الأخيرة أصبح المستثمرون أكثر اهتماما بتنويع استثماراتهم والابتعاد عن أسواق الأسهم التقليدية ،الاتجاه إلى حلول استثمارية متطورة وذكية ومنها المنتجات المالية التي تحمي المستثمرين من انخفاض الأسواق لكنها في الوقت نفسه تسمح بالاستفادة من ارتفاع قد تسجله هذه الأسواق ، واليوم تنوعت المنتجات المالية المركبة بشكل كبير إلى حد قد يصعب حصرها جميعا .

### أولا: تعريف المنتجات المالية المركبة :

هي عبارة عن استثمار مركب يضم أو يجمع منتجين أو أداتين ماليتين مختلفتين ، قيمة هذا النوع من المنتجات المركبة تعتمد على العائد المرتبط إما بواحد من الأداتين ضمن المنتج المركب أو العائد على كليهما معا وبشكل عام يكون هدف واحد من المنتجين ضمن الأداة المالية المركبة هو المحافظة على رأس المال الذي تم استثماره بينما يكون هدف الأداة الثانية هو العمل على تنمية رأس المال . في أبسط صورها

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي: مرجع سبق ذكره ، ص: 195 .

<sup>2</sup> المرجع السابق ، ص: 386 .

<sup>3</sup> نتناول اليورو كمنتج لهندسة مالية متطورة و ليس على اساس عملة موحدة ، لأن ذلك من موضوعات الاقتصاد الدولي .

<sup>4</sup> عبد الكريم قنوز: مرجع سابق ، ص: 85 .

تضم هذه الأدوات المركبة أداة مالية من ذوات الدخل الثابت بالإضافة إلى أداة مالية اختيارية أخرى وبهذا يكون ضمن نفس المنتج أداة مالية تعمل كسندات وبذلك تضمن استقلال رأس المال واستلامه عند انتهاء موعد السند بينما تعتمد قيمة الأداة الاختيارية على قيمة الأصول التي ترتبط بها والتي تكون عادة أكثر تقلبا، وفي حالة الأسهم عادة ما تتكون الأدوات المالية المركبة من سلة أو باقة من الأسهم و مؤشرات الأسهم المختلفة مثل أسهم الشركات الصناعية الكبيرة ومؤشرات (S&P500) ، (Dow Jones Industrial) ، (FTSE)، (CAC40) ، هذه المنتجات توفر ميزة أو صفة التنوع التي تعتبر أبرز مفاتيح تخفيض المخاطر ، ويرتبط العائد على المنتجات المركبة دائما بأداء الأصول المرتبطة بها وفي حال كانت هذه الأصول عبارة عن أسهم فإن أداء المنتجات المركبة يكون مرتبطا بأداء الأسهم أو مؤشرات الأسهم موضع الاستثمار<sup>1</sup>.

### ثانيا: الخصائص الهيكلية للمنتجات المالية المركبة :

وتتميز المنتجات المركبة بمجموعة من الخصائص الهيكلية التي تتمثل فيما يلي<sup>2</sup> :

**1. التوفيق بين العائد والمخاطرة :** تعتمد المنتجات المالية المركبة على تركيبة ازدواجية ، فهي عبارة عن تركيبة بين الخيار على أصل من الأصول سواء كان سهما أو سندا أو حتى عملية أو سلعة أو غيرها وسند ذو أجل محدد تختلف باختلاف مدة الاستثمار ،كل هذا من أجل توفير مجموعة من الخيارات الجذابة للمستثمرين .

**2.قابلية التسييل :** بعض المنتجات المالية المركبة التي تستثمر في الأسهم أو العملات أو البضائع يمكن تسيلها يوميا لوجود سعرها يوميا أو في كل دقيقة ، لكن هنالك أدوات لا يسمح بتسيلها إلا أسبوعيا أو شهريا مثل صناديق التحوط ومقابل رسوم ، كما أن ضمان رأس المال لا يتحقق إلا إذا تم الانتظار حتى نهاية المدة المتفق عليها، فإذا قام المستثمر بتسييل الاستثمار قبل نهاية المدة المتفق عليها يحصل على القيمة السوقية للأداة والتي قد تكون أقل أو أكثر من القيمة المضمونة المتفق عليها في نهاية المدة .

**3.الحاجة إلى الوساطة :** على الأغلب يتم بيع هذه المنتجات للمؤسسات الاستثمارية ولمدراء ووسطاء الأصول وأيضا للشركات الراغبة بالاستثمار وأحيانا للمستثمرين الأفراد في علاقة مباشرة لكن بشكل عام يقال أن تعامل المؤسسات الاستثمارية بالمنتجات المركبة يفوق إلى حد كبير تعامل المستثمر الفرد بهذه المنتجات.

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز : مرجع سابق، ص: 86 .

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق ، ص ص: 86- 87 .



4. **مخاطر المنتجات المالية المركبة :** الاستثمار في المنتجات المالية المركبة هو أمر يجب أن يفكر فيه المستثمرون . العامل الجاذب فيها هو أنها في مقابل مخاطر كتلك المرتبطة بالسندات تمنح عوائد كتلك المرتبطة بصناديق التحوط إلا أنه على المستثمرين أن يدركوا أن ثمة اختلاف بين الاستثمار في المنتجات المركبة من جهة والاستثمار المباشر في الأصول المغطاة ، وإضافة إلى ذلك فإن المنتجات المالية المركبة قد لا تكون لها حقوق التصويت الممنوحة في الأصل المغطى وكذلك أمور أخرى لها علاقة بالحالة السوقية لهذه المنتجات .

### المطلب الثالث : تقنيات الهندسة المالية :

ساهمت الهندسة المالية في تحسين أداء المؤسسات المالية وذلك من خلال تخفيض التكاليف وسرعة تنفيذ العمليات و تحقيق المكاسب و في ما يلي يتم عرض بعض التقنيات المستحدثة التي ابتكرتها الهندسة المالية في سوق رأس المال ، والتي أهمها :

**أولا : التسجيل على الرف :**

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

<sup>1</sup> ساسية جدي: مرجع سبق ذكره ، ص: 23 .

ثانيا : سمسار الخصم :

نجح المهندسون الماليون في تقديم صياغة بديلة لنشاط السمسرة التقليدية بهدف تخفيض التكلفة وهي سمسار الخصم<sup>1</sup> ويقصد به بيت السمسرة الذي يقدم لعملائه خدمات محدودة، مستبعدة كثيرة وتنوع خدمات السمسرة التقليدية مرتفعة التكاليف، فسمسار الخصم يعطي خدمات في حدها الأدنى تقتصر على الأعمال الكتابية الخاصة بأوامر البيع والشراء ولذلك فهي منخفضة التكاليف، وهذا النوع ملائم لأولئك المستثمرين الذين يتخذون قراراتهم بأنفسهم ولإعطاء فكرة عن مدى ضآلة الخدمة التي قدمها هؤلاء السماسرة أي سمسرة الخصم، فقد يكون من الواجب الإشارة للخدمة الكاملة التي تقدمها بيوت السمسرة التقليدية<sup>2</sup>:

1. **الحفظ و الحماية** : توفر للعميل خزائن خاصة لحفظ مستندات ملكية الأوراق المالية، وتقوم بكل العمليات التي يريد العميل أن يقوم بها من شراء أو بيع فهو لا ينقل الأوراق في كل مرة يريد صفقة .
2. **توفير المعلومات** : توفير للعميل أحدث المعلومات وفقا لتقارير خبراء مختصين .
3. **خدمات الاتجار** : يعتمد عليها العميل في بيع وشراء الأوراق وكذلك في عمليات المضاربة في سوق السلع .
4. **النصح والمشورة** : تقوم بيوت السمسرة التقليدية حتى بإدارة محفظة العميل .
5. **الخدمات الإضافية** : كتقديم الهدايا الفاخرة مثلا .

ثالثا : البيع على المكشوف:

الأصل في المعاملات المالية أن تشتري الورقة المالية ثم تبيعها بهدف تحقيق الربح غير أن الهندسة المالية أوجدت عملية مغايرة وهي أن تقترض الأوراق المالية أولا ثم تبيعها وعندما تنخفض قيمتها في السوق يعاد شراء هذه الأوراق و يسمى هذا النمط البيع على المكشوف قابل للاستدعاء من المقرض وقابل للرد من المقرض، كما يلعب السمسار دورا بارزا في هذا الشأن، فعمليات البيع على المكشوف تستخدم لأغراض عدة غير المضاربة مثل<sup>3</sup> :

- ضمان تحقيق الربح و تأجيل سداد الضريبة عن الأرباح .
- **التغطية** : إن التغطية باستخدام البيع على المكشوف تحمي المستثمر من مخاطر انخفاض أسعار الأوراق التي يملكها وهي نوعان تغطية كاملة وأخرى غير كاملة فالكاملة تعني بأن المستثمر الذي يشتري عددا من

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي: مرجع سبق ذكره ، ص: 223 .

<sup>2</sup> ساسية جدي : مرجع سبق ذكره ، ص: 41 .

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي: مرجع سبق ذكره ، ص: 250 .

الأوراق بغرض الاستثمار يبيع عدد مساويا من ذات الأسهم على المكشوف وبذات السعر . أما التغطية غير الكاملة فهي إذا لم يتحقق شرط تساوي عدد الأسهم المشتراة و المباعة على المكشوف وبذات السعر .

- **المراجعة:** كما تطرقنا لها سابقا هي عملية موازنه واغتنام فرص وجود فروقات في أسعار أوراق مالية ما في بورصتين مختلفتين بحيث يتم شراء الأوراق ذات السعر المنخفض وتباع على المكشوف في بورصة أخرى بسعر مرتفع لتحقيق الأرباح . إن عمليات البيع على المكشوف في حالة ارتفاع كبير جدا للأسعار فالمضاربون على الصعود قد أحدثوا ارتفاع وهمي اصطناعي في سعر السهم من خلال احتكار السهم أو الأسهم المنقلبة السعر، وهذه العملية تحدث عند معرفة أن المضاربين بحاجة البائعين على المكشوف بشراء الأسهم بهدف تغطية عمليات البيع فالملاذ الأخير هو المضاربة على ارتفاع الأسعار وهناك أشكال متعددة من الصراعات بين المضاربين ، مثل: إشاعة الأخبار الكاذبة في الصحف وغيرها، و الغرض هو أن يشتري الآخرون ما يروجه المضاربون فعلى سبيل المثال في سنة 2002 قامت اليابان بإجراءات تأديبية ضد اثنتي عشر شركة سمسة من أكبر الشركات العاملة في مجال تداول الأوراق المالية (الأجنبية والمحلية) لخرق قوانين البيع على المكشوف وبعدها أصبحت هذه الأخيرة أحد أهم أدوات رسم السياسة النقدية في اليابان والعالم ،فعالبيبة المصارف العالمية تتأثر بدرجة كبيرة بأداء البورصة وهذا نتيجة عمل الهندسة المالية التي قامت بعملية التداخل والارتباط بين الأسواق المالية والنقدية .

### رابعاً: التداول الإلكتروني :

بعد سنة 1971 حصل الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية على موافقة هيئة الأوراق المالية والبورصة على استخدام النظام الإلكتروني للتداول يربط بين كافة المشتركين في النظام مهما كان موقعهم ،فيقوم السمسار المفروض من طرف العميل بطرح الأسعار سواء كانت خاصة بشراء الأسهم أو بيعها، وذلك من خلال شبكة الإعلام الآلي و الانترنت ومن أهم مزايا الاستثمار عبر الأنترنت<sup>1</sup>:

- انخفاض تكاليف الاستثمار والسمسة .
- سهولة وسرعة الاتصال والتسوية .
- المعلومات الواسعة .

### خامساً : السوق الموحدة :

محاولة لرفع كفاءة وسيولة أسواق رأس المال استجاب الكونغرس الأمريكي عام 1975 لإدخال تعديلات على قوانين الأوراق المالية ، أعطت بمقتضاها هيئة المالية و البورصة صلاحية التصرف من أجل توحيد

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي: مرجع سبق ذكره ، ص: 270 .

كافة الأسواق ، بشبكة اتصال إلكترونية لزيادة السرعة و انتقال رؤوس الأموال بسرعة وحرية لهذا فقد نشطت الهندسة المالية لتحقيق حلم السوق الموحد حيث وضعت ركائز أساسية<sup>1</sup> :

- مركزية التقارير عن كافة الصفقات التي تبرم في جميع الأسواق .
- مركزية المعلومات عن أسعار الشراء والبيع .
- المنافسة المفتوحة لكافة صناعات السوق لكل ورقة .

**سادسا: المتاجرة بالحزمة أو متاجرة البرنامج :**

كانت المتاجرة في أسواق المال تجري على أسهم فردية بمعنى أوامر البيع والشراء لا يتضمن سوى أسهم منشأة معينة ، دون غيرها ، وفي عام 1975 نشطت الهندسة المالية وقدمت عملية المتاجرة بالحزمة حيث يتضمن الأمر تشكيلة من أسهم عدد من المنشآت المقيدة في البورصة وهذه العمليات تتناسب أكثر المؤسسات المتخصصة في الاستثمار ، مثل صناديق الاستثمار . وتطبيق المنشأة عملية المتاجرة بالحزمة عندما تعترم تغيير التشكيلة التي تتكون منها المحفظة المالية أو في حالة تغيير الإدارة القائمة على المحفظة أو في حالة توفير موارد مالية إضافية أو سحب جزء من الموارد المتاحة طبعاً وذلك بما يحافظ على نسبة الموارد المستثمرة في كل سهم داخل التشكيلة ، كما أنها آلية للحد من الخسائر<sup>2</sup> .

**سابعا: الشراء الهامشي:**

كل متعامل في البورصة سواء كان مستثمراً أم مضارباً يقوم بفتح حساب نقدي في شركة السمسرة يشبه الحساب الجاري لدى المصرف التجاري أما الحساب الهامشي فيشبه الحساب الجاري المدين حيث يوقع المستثمر عقداً يطلق عليه اتفاق عميل " ويمنح هذا الاتفاق شركة السمسرة حق تقديم الأوراق المالية للبنك التجاري كرهن أو كضمان للحصول على قرض ويشترط أن تكون هذه الأوراق اشترت باستخدام حساب هامشي ، فإذا اعتمد المستثمر أو المضارب في تمويل شرائه للأوراق على أمواله الذاتية فيسمى هذا بالتمويل النقدي أما إذا مول استثماره بجزء من ماله والجزء الآخر يقترض من أحد المصارف ، فيسمى بالتمويل النقدي الجزئي أو " الشراء الهامشي " وينشأ عن ذلك تكبد تكاليف ثابتة مثل فوائد القروض وتوزيعات الأسهم الممتازة . والتمويل الهامشي يسمح للمستثمرين باستخدام مفهوم "الرفع المالي" بمعنى المتاجرة بأموال الغير بهدف تحقيق الربح غير أن التوسع في عمليات التمويل بالهامش دون استخدام الأساليب العلمية سيساهم في أحداث الأزمات التي قد تؤدي إلى انهيار الاقتصاد الكلي فهذا الأسلوب أدى إلى أزمة الكساد عام 1929

<sup>1</sup> ساسية جدي : مرجع سبق ذكره ، ص: 43.

<sup>2</sup> المرجع السابق ص: 43 .

حيث يظهر التأثير السلبي له عندما تبدأ الاسعار بالهبوط حينها يسارع السماسرة إلى مطالبة عملائهم بسداد الفروقات حفاظا على نسبة الحدود فإن عجزوا على ذلك يقوم السماسرة ببيع الأوراق المالية المودعة لديهم كضمان وهذا يؤدي إلى زيادة هبوط الاسعار<sup>1</sup>.

من خلال هذا المبحث تبين لنا أن أهم الأدوات والمنتجات التي ساعدت على تحسين مستوي التمويل في العديد من القطاعات سواء كان على مستوي السوق النقدي أو رأس المال وهذا امر إيجابي وسيتم التطرق إلى آثار تطبيق الهندسة المالية وواقعها من خلال المبحث القادم .

### المبحث الثالث : آثار الهندسة المالية وواقعها في الاقتصاد المعاصر

من خلال المبحث السابق تم التعرف على أدوات و منتجات الهندسة المالية واشكالها المختلفة التي امتزجت مع الاقتصاد الحديث و اصبحت مهمة جدا وفي هذا المبحث سيتم إلقاء الضوء على واقع الهندسة المالية و آثارها الإيجابية و السلبية .

#### المطلب الأول : آثار الهندسة المالية :

بما أن للهندسة المالية دورا هاما في تحسين المنتجات المالية فأثارها على المتغيرات الاقتصادية تتعدد حسب مدى تأثير صناعة الابتكار والإبداع المالي عليها .

#### الفرع الأول :الهندسة المالية والسياسات الاقتصادية:

يمكن إيجاز أثر الهندسة المالية على كل من السياسة النقدية والاستقرار والنمو الاقتصادي وفق ما يلي:

#### أولا :آثار الهندسة المالية على السياسة النقدية:

يرجع الفضل في الهندسة المالية إلى التقدم التقني والى ظهور الأدوات والخدمات المالية الجديدة، والأشكال الجديدة للمنظمات والأسواق المالية الأكثر تقدما وكفاءة، ولكي تكون الهندسة المالية ناجحة يجب أن تؤدي إلى تخفيض التكاليف والمخاطر، أو تقدم خدمة محسنة تؤدي إلى سد الحاجات الخاصة لجميع المشاركين في النظام المالي<sup>2</sup>. يعتبر " مينسكي " <sup>3</sup>"MINSKY"، من أوائل الذين درسوا أثر الهندسة المالية على فعالية السياسة النقدية، لأن الابتكارات المالية يمكن أن تؤدي إلى ضعف أثرها الاقتصادي وذلك للاعتبارات التالية<sup>4</sup>:

<sup>1</sup> ساسية جدي: مرجع سبق ذكره ، ص: 44 .

<sup>2</sup> عبد الكريم قندوز: مرجع سبق ذكره، ص: 28 .

<sup>3</sup> HYMAN MINSKY ، 1996-1919 ، اقتصادي أمريكي اشتهر بتفسير الأزمات المالية ووضع نظريته التي تقوم أساسا على أن النظام الرأسمالي هش وان عدم استقرار النظام المالي أمر طبيعي، ومما يزيد من ذلك الابتكارات المالية.

<sup>4</sup> المناسب رابع امين : مرجع سبق ذكره ، ص: 25 .

- إن أدوات السياسة النقدية مثل :نسبة الاحتياطي الإلزامي أو معدل الفائدة، تصبح عديمة الجدوى نظرا لقدرة المؤسسات المالية على ابتكار أدوات مالية تمكنها من تجاوز قيود السياسة النقدية، فقد استخدمت المؤسسات المالية عمليات " إعادة الشراء "لحل مشكلة الاحتياطي الإلزامي، حيث يبيع البنك سندات حكومية بثمان محدد على أن يشتريها من البائع نفسه بثمان أعلى، ومن ثم لا يحتاج عند ممارستها إلى حجز احتياطي إلزامي مقابل السيولة التي يحصل عليها.
- يمكن للبنوك الاقتراض من سوق العملات الأجنبية أو اللجوء إلى غيرها من الأدوات التي تمكنها من الحصول على السيولة دون حجز احتياطي إلزامي، والنتيجة هي نقص فعالية السياسة النقدية ومن ثم ضعف أثرها الاقتصادي.
- أدى التطور المستمر في الأدوات والآليات التمويلية إلى تراجع الدور التقليدي للبنوك، وهو قبول الودائع تحت الطلب ثم إقراضها لآجال مختلفة، وكذلك تراجع الفوارق بين المؤسسات المالية المختلفة.
- صعوبة مراقبة كل ما يحيط بالهندسة المالية وتوقع نتائجه من الناحية العملية، لأنه عملية مستمرة تضيف عنصر عدم اليقين إلى البيئة الاقتصادية التي تعمل فيها البنوك المركزية، الأمر الذي يحتم عليها الأخذ في الاعتبار التغيرات التي تحدثها الهندسة المالية.
- إن بعض التطورات التي تحدث في الهندسة المالية يمكن أن تغير من الطريقة التي يتأثر بها الاقتصاد نتيجة عمل السياسة النقدية، كما أنه يحتمل أن تؤدي إلى التأثير على محتوى ومدلولات المؤشرات التي يستخدمها البنك المركزي للرقابة أو لاتخاذ قراراته بخصوص سياسته النقدية.
- يمكن اعتبار الهندسة المالية سبب من أسباب الاضطراب وعدم الاستقرار الاقتصادي، ذلك أن الأنظمة والسياسات الاقتصادية تهدف إلى ضبط التعاملات وتحقيق الاستقرار، بينما الابتكار هو خروج عن السائد المستقر، ومن هنا يحدث قدر من عدم الاستقرار.
- الهندسة المالية سلاح ذو حدين، فهي نافعة ومفيدة عندما تحقق المصالح المشروعة، إذ ترفع من الكفاءة الاقتصادية والإنتاجية، ومن ثم يزيد من مستوى الرفاهية، وهذه الزيادة في الرفاهية تعادل ما قد يحدث من عدم الاستقرار بسبب طبيعة الابتكار، لكن إذا خلت الهندسة المالية من هذه الايجابيات، وكان المقصود منها هو مجرد تجاوز الأنظمة وتخطي السياسات لزيادة الربحية، فسوف تؤدي إلى عدم استقرار الأسواق المالية دون مقابل من الرفاهية.
- وفي هذه الحالة تصبح المؤسسات المسؤولة عن الاستقرار الاقتصادي هي نفسها التي تقدم الدعم لهذه التعاملات والمنتجات المالية التي تعرقل أهدافها وتعيق تحقيق مقاصدها الأساسية.

وكنتيجة، فإن الهندسة المالية يمكن أن تساعد على زيادة كفاءة النظام المالي، الأمر الذي يسهل عمل السياسة النقدية، لكنه في نفس الوقت يعقد البيئة التي تعمل فيها السياسة النقدية<sup>1</sup>.

### ثانيا :الابتكار المالي، الاستقرار والنمو الاقتصادي:

لقد اتضح من العنصر السابق أن الهندسة المالية يمكن أن تؤدي إلى ضعف فعالية السياسة النقدية وبالتالي ضعف أثرها الاقتصادي ، فالأنظمة والسياسات الاقتصادية تهدف إلى ضبط التعاملات وتحقيق الاستقرار، بينما الهندسة المالية هي خروج عن السائد المستقر بابتكاراتها ومن ثم سبب لحدوث قدر من عدم الاستقرار .وهذا لا يعني بالضرورة أنها عمل سلبي بل هي سلاح ذو حدين، نافعة ومفيدة حينما تحقق المصالح المشروعة برفع الكفاءة الاقتصادية والإنتاجية لتزداد بذلك الرفاهية<sup>2</sup>.

أما بالنسبة للنمو الاقتصادي، فإذا كانت الهندسة المالية تزيد من كفاءة النظام المالي، فهذا يعني بالضرورة أن يكون لها تأثير كبير على عمل الاقتصاد عموما .ومن الجدير بالذكر، أن لهذه الهندسة المالية مبادئ أساسية ترتكز عليها لتحقيق النمو الاقتصادي، أهمها<sup>3</sup>:

- إيجاد وتطوير مجموعة متنوعة من الأدوات المالية المستحدثة التي يمكن عن طريق هندستها بتوليفات معينة بناء مراكز التعرض للمخاطر وإدارة هذه المخاطر بأفضل صورة ممكنة.
- تقليل تكاليف المعاملات من خلال إمكانية الدخول بتعاملات معينة وخلق مراكز كبيرة الحجم بتكلفة قليلة نسبيا، إذ أن تكاليف التعامل من خلال أدوات الهندسة المالية تكون غالبا أقل من تكاليف التعامل بالطرق التقليدية.
- تعزيز فرص تحقيق الأرباح من خلال إيجاد الأدوات الجديدة التي يمكن استعمالها في عمليات الاستثمار والمضاربة والتحوط وبصيغ مختلفة تعد بإمكانيات كبيرة لتحقيق الأرباح التي قد تصل إلى 100 % من المبالغ المستثمرة فيها.
- تحسين سيولة السوق المالية بصورة عامة والمتعاملين بأدوات الهندسة المالية بصورة خاصة، من خلال إفساح المجال للتعامل مع مجموعة واسعة من المنتجات الجديدة التي تتميز بالسيولة العالية نسبيا سواء كانت في الأسواق النظامية أو الأسواق الموازية.

<sup>1</sup> المناسيع رابح امين : مرجع سبق ذكره ، ص: 26 .

<sup>2</sup> عبد الكريم قندوز: مرجع سبق ذكره، ص: 29-30 .

<sup>3</sup> هاشم فوزي دباس العبادي: مرجع سبق ذكره، ص: 33.

### الفرع الثاني : الهندسة المالية والمؤسسات المالية:

المؤسسات المالية هي المؤسسات الوسيطة التي تقوم بضخ المدخرات الفردية والمؤسسية والحكومية في قنوات الاستثمار والإقراض، منها: المصارف التجارية، مصارف الادخار، اتحادات الائتمان، شركات التأمين، صناديق المعاشات، صناديق الاستثمار، شركات التمويل وضمانات الائتمان ومؤسسات التمويل الدولية<sup>1</sup>. كما أدت الهندسة المالية إلى تضاؤل فعالية السياسات الاقتصادية، ذلك بتلاشي الحدود الفاصلة بين المؤسسات المالية. وساهم التطور المستمر في الأدوات والآليات التمويلية، مع التقدم المذهل في تقنية المعلومات، إلى تراجع الفوارق بين المؤسسات المالية المختلفة، ويتأكد هذا الاتجاه في ظل الاندماجات بين أنواع مختلفة من المؤسسات المالية حتى تصبح محصلة الدمج ذوبان الفوارق بين المؤسسات قبل الاندماج. وبسبب القيود التنظيمية المتعددة التي فرضت على المصارف، نشأت الحاجة للابتكار المالي لتجاوز هذه القيود. وتبعاً لذلك صارت البنوك تعتمد على أنشطة مالية تغيّر أصل نشاطها المصرفي، كالخدمات المالية مقابل رسوم مقطوعة أو بطاقات الائتمان وغيرها من المنتجات<sup>2</sup>. ولقد ساهم عنصر العولمة في تسارع ثورة المنتجات المالية الجديدة نظراً لعالمية الأسواق والتحرير المتسارع لأسواق رأس المال وإزالة القيود التي تحد من نشاط المؤسسات المالية وانتقال رؤوس الأموال بفضل وسائل الاتصال العالمية المتطورة، فضلاً عن التنافس المحموم بين المؤسسات المالية على اختلاف أنواعها وما ترتب عليه من تسابق بينها لابتكار أحدث الأدوات المالية لإغراء المستثمرين وإقبالهم عليها. ولذلك، يرى أحد الباحثين ضرورة الارتقاء بوعي المستثمرين من خلال تأسيس مؤسسات أمن مالي تقيم الأدوات الاستثمارية المعروضة وتشرح نتائجها السابقة والآثار التي ترتبت على شرائها والأزمات التي نتجت منها، وكذلك توفير معلومات واضحة عنها - تماماً كما يستخدم مستهلك المواد الغذائية المعلومات المنشورة على المعلبات الغذائية لمعرفة صلاحيتها ومكوناتها وغيرها من المعلومات - التي تساعد المستثمر على اتخاذ القرارات الصحيحة<sup>3</sup>.

### الفرع الثالث : الهندسة المالية والأسواق المالية:

لقد سمحت ابتكارات الهندسة المالية بتقسيم الأسواق المالية حسب نوعية وطبيعة الأوراق المالية (التقليدية أو الحديثة) وتواريخ استحقاقها، إلى أسواق رأس المال وأسواق النقد. حيث تجمع المدخرين والمستثمرين في لقاءات مباشرة لشراء وبيع هذه الأوراق<sup>4</sup>، وذلك كنتيجة للتطورات التكنولوجية السريعة بالإضافة إلى الديناميكية التي اتصفت بها أسواق المال مما نتج عنه أنواع عديدة من أدوات الاستثمار

<sup>1</sup> فريد النجار: مرجع سبق ذكره، ص: 127-128 .

<sup>2</sup> عبد الكريم قننوز: مرجع سبق ذكره، ص: 31-32 .

<sup>3</sup> المانسيب رابح امين : مرجع سبق ذكره ، ص: 28 .

<sup>4</sup> فريد النجار: مرجع سبق ذكره، ص: 128 .



المختلفة. حيث أن سوق مشتقات الائتمان كان شبه معدوم في أواخر تسعينيات القرن الماضي لكنه نمت بدرجة غير عادية في مطلع القرن الواحد والعشرين بعدما أقر الكونغرس الأمريكي تشريعا عام 2000 يمنع تنظيم وتقييد أسواق المشتقات، ولهذا السبب لا توصف مشتقات الائتمان في العقود والوثائق القانونية بالتأمين، مع أنها كذلك في الحقيقة لأنها في هذه الحالة ستخضع لقوانين التأمين، بل توصف بأنها مقايضة لتتمتع بحماية هذا التشريع.

وقد تضاعف حجم هذه المشتقات بأكثر من 6 مرات، فانتقل من 100 تريليون دولار سنة 1998 إلى أكثر من 330 تريليون دولار سنة 2005 إلى حوالي 600 تريليون دولار سنة 2008 بعد ذلك، فهو نمو غير متوافر في أي قطاع من قطاعات الاقتصاد الحقيقي.

بالتالي، تمكن المستثمرون في السنوات الأخيرة من المتاجرة في الأوراق المالية المتنوعة في الأسواق المحلية والدولية على حد سواء، حيث نمت وتطورت هذه الأسواق في حوالي 30 دولة، ولا يقتصر الأمر على أسواق الدول المتقدمة مثل اليابان وانجلترا وكندا وألمانيا، بل توجد أيضا في العديد من الدول النامية مثل البرازيل والتشيلي والهند وكوريا وماليزيا والمكسيك وتايوان و تايلاند. ويمكن تفسير الاتجاه نحو أسواق المال العالمية باتجاه المستثمرين نحو تشكيل محافظ استثمارية دولية انطلاقا من دوافع عديدة كالمقارنة بين حجم سوق المال المحلي وحجم سوق المال الأجنبي، واكتشاف المستثمرين أن معدل العائد على الأوراق المالية غير المحلية أعلى من عائد الأوراق المحلية وذلك بسبب معدلات النمو المختلفة بين الدول، كون نظرية الاستثمار تعتمد على محافظ استثمارية تتميز بالتنوع لتقليل المخاطر من خلال انتقاء الأصول ذات معاملات ارتباط ضعيفة.

وبناء على هذا، يمكن القول بأن هذا الاتجاه كان له ما يبرره سواء من حيث العائد أو من حيث الخطر وهي معايير الاستثمار الجيد، فضلا عن الدراسات التي تتوقع استمراره ونموه كلما زادت ثورة الاتصالات وتداعت العوائق التي تمنع تدفق رؤوس الأموال عبر الحدود. وهذا ما تهتم به الهندسة المالية<sup>1</sup>. من خلال ما سبق تبين لنا أثر الهندسة المالية على السياسات الاقتصادية حيث تساعد على الاستقرار وزيادة النمو الاقتصادي بالإضافة إلى أثرها على المؤسسات الاقتصادية حيث ساهمت المنتجات الحديثة في تنشيط عملها وتنويع المكاسب عكس ما كانت عليه في المنتجات التقليدية.

<sup>1</sup> المانسبح رابح امين : مرجع سبق ذكره ، ص ص: 29-30 .

### المطلب الثاني : آثار التطبيق الخاطئ للمهندسة المالية على الاقتصاد :

كان الهدف من المنتجات المالية منها تطوير الصناعة المالية من خلال ابتكار آليات تمكنها من إدارة فعالة لمخاطر أصولها ، قد تحولت إلى آلية لإنتاج الخطر ونقله وتعويمه ، ومضاعفة آثار الأزمات، وتفاقم حدتها .

### الفرع الأول : مساهمة المنتجات المالية في الأزمات العالمية :

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

### أولا : الأسواق المستقبلية و انهيار عام 1987 :

عرف باسم الاثنين الأسود، وحدث يوم 19 أكتوبر/تشرين الثاني من سنة 1987، وتكدت أسواق المال العالمية فيه خسائر ضخمة، حيث انطلقت موجة الهبوط الشديد من هونغ كونغ وباقي الأسواق الآسيوية وانتقلت إلى أوروبا ثم الولايات المتحدة الأمريكية، وخسر مؤشر داو جونز 508 نقطة وفقد أكثر من 22% من قيمته<sup>1</sup>.

ويرجع تفسير ذلك إلى حدوث عدة تغيرات تنظيمية والتي من ضمنها أساليب التعامل التي استحدثت في السوق الأمريكية في منتصف السبعينات وما تعلق بأسواق العقود المستقبلية ، تسببت في أحداث هذه الأزمة في العالم بأسره ، وكان ذلك بسبب الميزات التي يحظى بها المستثمر في السوق المستقبلية عن السوق الحاضرة و مثالها :

- إن هامش الشراء النقدي الجزئي للعقود المستقبلية يغطي بسندات ونسبته تتراوح بين 2% و 10% من قيمة العقد وهي نسبة صغيرة مقارنة مع ما يمثلها في السوق الحاضرة والذي يتم تحديده من قبل البنك المركزي ، وفي العقود المستقبلية يكون الارتفاع او الانخفاض في قيمة الأوراق التي يتضمنها العقد أرباحا حقيقية او خسائر حقيقية بسبب التسويات اليومية وهذا لا يحدث في الاسواق الحاضرة وإنما ينظر لهذه الأرباح او الخسائر على انها وهمية إلا في حالة بيع فعلي للأوراق المالية محل التعامل .

<sup>1</sup> <http://www.aljazeera.net/news/ebusiness/2015/8/25> ، مقال حول انهيار البورصات ..أيام سوداء و خسائر كبيرة ، بتاريخ

2017/02/23 ، على الساعة 19:19 .

- يتميز سوق العقود المستقبلية بانخفاض العمولة وكذلك تكاليف المعاملات وغير ذلك من الميزات التي توضح قلة المخاطر ضمن هذه الاسواق ،والذي جعل المستثمرين يتحولون للتعامل في هذه السوق بشكل كبير .

- وفي هذه العقود عادة لا يتم تسليم الأوراق المالية إنما تتم التسوية وتصفية العقد نقدا في تاريخ التنفيذ، كل ذلك أثر سلبا على الأسواق المالية الحاضرة .

لقد تطورت الأزمات النقدية والمالية الإقليمية والعالمية ، بدءا بأزمة الثمانينيات التي مست الأسواق المالية، ثم أزمة جنوب شرق آسيا التي امتدت ارتداداتها لتصل إلى روسيا ودول أمريكا اللاتينية.  
**ثانيا : الإفراط في استخدام المشتقات :**

لقد كانت المشتقات بشكل أو بآخر متاحة خلال العديد من السنوات. كما أن المهندسين الماليين دأبوا على تطوير المنتجات المشتقة الجديدة والمعقدة، والتي تبدو صعبة إن لم تكن مستحيلة الفهم، فقد قال عنها J.lipen في مقال له في صحيفة وول ستريت لعام 1993 "لم أعرف موضوعا يجهله الناس قدر المشتقات"<sup>1</sup>.

1. الكل مجمع على أن انهيار بنك بارنجز كان سببه المشتقات ولذلك سوف نعرض تفاصيل هذا الانهيار: كان ذلك يوم الأحد الموافق ل 26 فيفري 1995 ،عندما وضعت مجموعة المصارف التجارية المسماة بارنجز تحت حراسة بنك إنجلترا، وهو المصرف المركزي. بعد أن أخفقت محاولة ترتيب من يشتري هذا المصرف. لقد تعرض البنك إلى خسائر فادحة، كان سببها دخول أحد المسؤولين فيه المتخصصين بالتداول بالمشتقات في معاملات غير مرخصة من خلال شركة في سنغافورة تسمى "مستقبلات برنجز" تابعة لشركة للأوراق المالية يمتلكها برنجز باسم " securities Barings " التي تعتبر الذراع المنفذ لصنع السوق في المجموعة . فلقد قام البنك في عام 1992 بتعيين شاب عمره 28 سنة يدعى نيكولاس ليسون سبقته سمعته وكفاءته، حيث ترك له مسؤولية تصميم وإدارة عمليات عقود المشتقات في سنغافورة. والغريب أنه قد بدأ نشاطه في عام 1994 بعمليات من المفترض أنها محدودة المخاطر، إنها المراجعة بين عقود مستقبلية على مؤشر نيكى 225 ،ومؤشر بورصة اوزاكا الذي يتداول في بورصة سنغافورة، على أساس أنهما مؤشرين يكادا يكونا بديلين لبعضهما البعض، فكان يبيع عقود مستقبلية على مؤشر نيكى 225 مثلا عندما يرتفع سعره، ليشتري عقودا مستقبلية على مؤشر بورصة اوزاكا الذي لم يرتفع سعره بنفس القدر، عمليات يصعب أن

<sup>1</sup> سحنون محمود و محسن سميرة : الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية ،مداخلة، الملتقى العلمي الدولي ،جامعة فرحات عباس سطيف ، الجزائر ، أيام 20-22 أكتوبر 2009 ، بدون ترقيم .

تتعرض للمخاطر ولكن انظر ما حدث: وقع زلزال كوب في 16 يناير، في وقت كان ليسون قد اشترى قدر هائل من العقود المستقبلية على مؤشر نيكى، الذي انخفض بسبب الزلزال بنسبة 10% أي من 20000 نقطة في أول يناير إلى 18000 نقطة بعد الزلزال. وأملا في أن تعاود أسعار تلك العقود الصعود، سارع بشراء المزيد منها عند السعر المنخفض، وذلك بهدف تخفيض متوسط قيمة العقود، أملا في تخفيض خسائره على نحو أسرع، إلا أن مؤشر نيكى قد استمر في الانخفاض حتى وصل إلى 17000 نقطة ومع كل انخفاض في قيمة المؤشر تزداد الخسائر. وقد تمكن ليسون من إخفاء خسائره على رؤسائه في حساب أخذ رقم 88888 حيث بلغت الخسائر 59 بليون ين، أي ما يعادل حينئذ 610 مليون دولار<sup>1</sup>. غير أنه إذا كان قد استطاع أن يخفي الخسائر على رؤسائه، فإنه لا يمكنه إخفائها عن السوق، بسبب القروض التي حصل عليها من البنوك، حيث أن التعامل في عقود المشتقات يتطلب إيداع هامش مبدئي لدى السمسار قد يكون في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية حكومية. وإذا ما هبط الهامش الفعلي من تأثير الخسائر إلى مستوى يقل عن هامش الوقاية أو الصيانة، حينئذ يتطلب الأمر من الطرف الذي تعرض للخسائر إيداع مبالغ نقدية، وليس شيء آخر حتى يرتفع الهامش الفعلي ليس إلى مستوى هامش الوقاية بل إلى مستوى الهامش المبدئي، وقد استطاع ليسون الوفاء بتلك الإيداعات الإضافية من قروض مصرفية. وبدأ المسؤولون عن البنك في لندن يدركون حقيقة وجود أزمة وذلك اثر مطالبة البنوك اليابانية وعددها 15 بنك باسترداد قيمة القروض، والتي بلغت 715 مليون دولار، غالبيتها كانت بهدف تغطية متطلبات الهامش. وهكذا ومن جراء عمليات تكاد تكون آمنة على عقود المشتقات تعرض البنك لهزة عنيفة. وكان من المفضل لدى بنك إنجلترا إنقاذ المصرف من خلال شرائه من قبل مصرف آخر، أو مجموعة مصرفية.

2. ناهزت أرقام الخسائر المالية الكبرى التي لحقت بشركة Kashima Oil اليابانية عتبة 5,1 مليار دولار من جراء الإتجار والتداول بعقود أسعار الصرف<sup>2</sup>.

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

4. تجاوزت خسائر بنوك الاستثمار Kidder Peabody ، من جراء قيامها بعملية شراء وبيع للمشتقات في أحد صناديقها الاستثمارية النقدية، نحو 4 ملايين دولار خلال شهر أوت من سنة 1994 .

<sup>1</sup> سحنون محمود و محسن سميرة : مرجع سبق ذكره ، بدون ترقيم .

<sup>2</sup> ساسية جدي : مرجع سبق ذكره ، ص: 51 .

5. ولعل خير دليل على ذلك خسائر شركة Procter & Gamble وهي شركة أمريكية كبرى مصنعة للسلع الاستهلاكية إذ بلغت خسائرها : نحو 1,2 مليون دولار خلال شهر أبريل عام 1994 نتيجة للمضاربة على تحركات أسعار الفائدة .

**ثالثا: أزمة بنك بير ستيرنز سنة 2008:**

يعتبر هذا البنك خامس أكبر بنك استثماري في وول ستريت و قد وصل إلى حافة الافلاس ونتج عن ذلك :حدوث انهيار مفاجئ في ثقة زبائنه ،الأمر الذي جعلهم يسحبون أرصدهم ومدخراتهم من البنك فلجأ بشكل عاجل عندها إلى الاقتراض والحصول على مساعدة مالية عاجلة من (J.P.Morgan Chas) كما قام البنك الفدرالي الأمريكي بخفض نسبة الفائدة على القروض المباشرة التي يقدمها للبنوك كما قام بتمويل المؤسسات المالية الكبرى وذلك من اجل حل أزمة الرهن العقاري ولولا هذا القرار لحدث انهيار مالي<sup>1</sup> .

وصولاً لأزمة عام 2008 التي هزت القطاع المالي والمصرفي ، ثم الديون السيادية في دول الاتحاد الأوروبي وانعكاساتها السلبية على الاقتصاد العالمي . كل تلك الأزمات أصابت الاقتصاد الرأسمالي في صميم أفكاره وجوهر نظرياته، وأظهرت محدودية كفاءة مؤسسات صناعته المالية التقليدية وتزايد مخاطرها على المجتمعات الانسانية . كما ان الطبيعة المزدوجة لأدوات الهندسة المالية من حيث انه يمكن استخدامها في التحوط ويمكن ايضا استخدامها في المجازفة وليس في طبيعتها ما يميز مقصود صاحبها من استخدامها ، ايضا هذه الخاصية المزدوجة تجنح بصاحبها إلى المجازفة لأنها تتيح له الاسترباح ومع قوة الحافز للربح مقارنة بحافز التحوط نجد كثيرا من الشركات ينتهي بها الأمر للتضرر بسبب خسائر المجازفة ولقد أشار لين آروو "Arrow" عام 2003 إلى ان المشتقات وأدوات تخفيض المخاطر قد لا تستخدم دائما لهذا الغرض اي ممكن ان تفعل العكس تزيد من الخطر، ولقد بينت الأزمات المالية ، اتساع الهوة بين الدائرة الاقتصادية الحقيقية والدائرة المالية والنقدية، التي تجلت في ارتفاع قيمة المشتقات المالية المتداولة حيث تجاوزت 700 تريليون دولار مقابل ناتج إجمالي عالمي لا يتعدى 70 تريليون دولار ، وهكذا أصبحت الهندسة المالية موضع اتهام، من قبل الممارسين الذين يرون ان منتجاتها سامة ليس فقط الأوراق المالية المدعومة بالقروض العقارية التي تسببت في اضطراب واسع، ولكن ايضا عملية توريق المخاطر التي اقترحت أن هذه الأوراق آمنة، حيث فشل التوريق في مواكبة النمو الهائل في الأوراق المالية المعقدة، بينما فشلت المشتقات المالية

<sup>1</sup> سحنون محمود و محسن سميرة: مرجع سبق ذكره ، بدون ترقيم .

في أداء دورها كأدوات فاعلة في التحوط ، فكانت النتيجة نشوب الأزمة المالية العالمية، واتضح من خلال ذلك أن للمهندسة المالية حدودا في ظل العولمة المالية<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني : التطبيق الخاطئ للمهندسة المالية :

إن المغامرة و عدم حساب المخاطر و غياب الرقابة على أسواق المال و عدم تدخل البنوك المركزية تؤدي جميعها إلى خسائر كبيرة مثالها : المضاربة على أسعار الفائدة دون تطبيق معايير مخاطر السوق ومن اهم العمليات الخاطئة في التطبيق للمهندسة المالية ما يلي<sup>2</sup> :

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

- قيمة الاستثمار في المشتقات لا تدفع بالكامل مقدما بل تدفع هوامش فقط وتظهر تلك المخاطر من خلال حجم الاستثمار في العقود المشتقة والتي زادت بمعدل 184% من عام 2005 إلى عام 2007 اي من 5,742 بليون دولار إلى 11,324 بليون دولار.

- المنافسة الشرسة في أسواق المشتقات المالية في العالم وتخفيض الهوامش على العقود الجديدة بالتداول خارج البورصة .

- استخدام الحكومات للمشتقات المالية كعنصر جاذب للعملات الأجنبية دون تحليل المخاطر مسبقا .  
- الطلب المتزايد للبنوك على المشتقات المالية لتعويض خسائر العمليات التقليدية .  
- خطأ التقديرات الناتج عن استخدام المشتقات المالية وخاصة الخيارات وغياب الحيطة والحذر في استخدامها .

- التعديل المستمر في هوامش التأمين يشكك في الطلب وعرض العقود الآجلة بالإضافة إلى التقلبات السريعة في الأسعار تؤدي إلى مخاطرة كبيرة .

### المطلب الثالث : واقع الهندسة المالية وآفاقها المستقبلية :

لعبت قوى المنافسة الشديدة بين المصارف والمؤسسات المالية العامة في أسواق المال العالمية خلال العقدين الماضيين من ناحية، وتطور وسائل الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات من ناحية ثانية، والتطورات

<sup>1</sup> سحنون محمود و محسن سميرة: مرجع سبق ذكره ، بدون ترقيم .  
<sup>2</sup> ساسية جدي : مرجع سبق ذكره ، ص ص: 53- 54 .

المتسارعة الحاصلة في مجال تمويل الشركات والتمويل المصرفي وتمويل الاستثمارات من ناحية ثالثة. ومن خلال هذا المطالب سيتم التطرق إلى واقع وآفاق الهندسة المالية.

### الفرع الأول : واقع الهندسة المالية :

كتب "بيتر دركر"<sup>1</sup> ، أحد رواد الإدارة الحديثة ، في مجلة الإيكونوميست مقالا عن واقع الصناعة المالية والابتكار المالي ، بعنوان "الابتكار أو الموت" . أشار فيه إلى أن الصناعة المالية تواجه اليوم انحسارا في الربحية ، وتدهورا في نوعية المنتجات التي تقدمها ، بعد أن كانت تمثل طفرة في تاريخ الهندسة المالية بين عامي 1950 و1970. ويشير الكاتب إلى أن السبب الرئيس وراء ازدهار الأسواق والمؤسسات المالية في الماضي القريب هو الابتكارات المالية ، ابتداء من اليورو دولار، وسندات اليورو الحكومية ، مروراً بالبطاقات الائتمانية ثم الشركات المتعددة الجنسيات . لكن هذه المنتجات تحولت، بعد شيوعتها وانتشارها ، من منتجات مربحة إلى منتجات نمطية منخفضة الربحية، أو ربما خاسرة ، ويعزو "دركر" ذلك على أن هذه المنتجات قد انتشرت إلى حد أن العرض صار يتجاوز الطلب، مما جعل الفروق بين ما تقدمه مؤسسة وأخرى يتضاءل إلى حد كبير، وتحولت المنافسة بينها من ثم إلى السعر بدلا من النوعية ، وهذا ما أدى إلى انحسار الربحية، " على مدى الثلاثين عاما الماضية ، لم تقدم المؤسسات المالية البارزة أي ابتكار ذا بال " . ويرى الكاتب ان المنتجات التي ظهرت خلال الثلاثين عاما الماضية كانت في الغالب مشتقات مالية ، زعمت انها عملية ، لكنها في حقيقة الامر " لن تكون أكثر عملية من أدوات القمار في لاس فيجاس ومونتى كارلو"<sup>2</sup> .

مع ذلك فإن الاسواق المالية وتطورها حقيقة حتمية واقعية نظرا للتزايد المستمر لحجم العمليات المالية، هذا نتيجة عن الأنواع والأصناف المتعددة للأدوات المالية المصدرة محليا ودوليا ، فهذا التوسع سمح للمعاملات المالية بالتحكم حتى في الاقتصاد الحقيقي حيث زاد الابتكار المالي من زيادة الدين والذي أصطلح على تسميته بالرافعة المالية في قاموس الهندسة المالية ، وهذا التوسع في الدين له تفسيران<sup>3</sup>:

أولا : هو إمكانية الحصول على كل ما تريده وفي وقت قصير .

ثانيا: أنك تستطيع الحصول على ما تريده دون أو بمقابل ضئيل جدا، وهكذا انكسرت حواجز الحيطة والحكمة وباع تجار الدين كما وصف الباحث " هيومان مينسكي " منتجاتهم السامة ليس فقط للسذج والجهلة ، بل وايضا للشركات الجشعة ولل فرد العاقل ايضا .

<sup>1</sup> "Peter DRUCKER" ، أمريكي الجنسية ، نمساوي الأصل ، ولد في فيينا 1909 ، وتوفي 2005 ، مستشار في إدارة الأعمال و أستاذ جامعي شهير ، له أكثر من 30 كتاب ، وأشهر كتابته كانت في جريدة (Wall-streat Journal) ، و يعتبر من مؤسسي علم الإدارة .

<sup>2</sup> عبد الكريم قندوز : مرجع سبق ذكره ، ص: 46 .

<sup>3</sup> نفس المرجع السابق ، ص: 46 .

### الفرع الثاني : الآفاق المستقبلية للمهندسة المالية :

رغم واقع الهندسة المالية، فإن المنتجات والأدوات المالية الجديدة سوف تزداد وتتنوع نظرا لتطور البورصات وأسواق المال الدولية. كما أن الربط بين تلك الأسواق المالية والبورصات سوف يشجع على شراء وبيع وتداول الأوراق المالية والمشتقات المالية الجديدة. أما التوسع في بناء قواعد البيانات المالية وأمن المعلومات، مع اتجاه الشركات نحو بناء نظم المعلومات المالية ومراكز دعم القرارات المالية وإقدام صناديق الاستثمار والبنوك والمراكز المالية في العالم على استخدام النظم المالية الخبيرة، فسوف يضاعف من حجم ونوع التداول في الأوراق المالية ومن ثم يؤدي إلى دور جديد للمهندسة المالية<sup>1</sup>.

وانطلاقا من واقع الهندسة المالية المشار إليه سابقا وحسب "DRUCKER" يتوجب على الصناعة

المالية إذا أرادت النهوض من واقعها المتدهور، فما عليها إلا أن تحقق ما يلي<sup>2</sup>:

- ضرورة استبدال الصناعة الحالية بعناصر وأفكار جديدة من الخارج، وهو ما حدث للسوق المالية بمدينة "لندن" بعد أن كانت في طريقها إلى الانحسار قبل أربعين عاما جاء المهاجرون من ألمانيا وسويسرا وفرنسا وأمريكا وساهموا في إحيائها وجعلها من أبرز المراكز العالمية.

- تكييف المؤسسات مع الواقع الجديد لتعيد صياغة نفسها لإبداع وابتكار منتجات جديدة بالفعل، إذ يقول "DRUCKER" في مقاله بأنه قد لا يكون الوقت قد فات للمؤسسات المالية الضخمة اليوم لتعود إلى الابتكار مرة أخرى، لكن الوقت بالتأكيد متأخر جدا.

- التطور المستمر لتقنيات الاتصالات والحاسوب، باعتبارها من عوامل التغيير الرئيسية في عالم المال بصفة عامة. حيث غيرت الحواسيب والانترنت والاتصالات اللاسلكية اتجاه الأعمال بما فيها التمويل.

- تطورات مستقبلية في مجال الابتكار المالي والهندسة المالية بما يضمن تخفيض تكاليف المعاملات ومنح فرصة لمسيرى المؤسسات بكل أحجامها في كل دول العالم.

<sup>1</sup> فريد النجار: مرجع سبق ذكره ، ص:313 .

<sup>2</sup> عبد الكريم قندوز: مرجع سابق ذكره، ص: 18- 19 .



### خلاصة الفصل :

المهندسة المالية هي عبارة عن كل الابتكارات في المجال النقدي أو المالي في جميع المجالات التمويل، الاستثمار... الخ و تهدف إلى إدارة المخاطر المالية التي تواجه المؤسسات والتحوط من الأزمات المترتبة عن التغيرات التي تمس أسعار الفائدة و الاعتماد على مجموعة من الاستراتيجيات في ذلك . ومن خلال هذا الفصل تم إلقاء الضوء على جميع هذه النقاط النظرية والتطبيقية المتعلقة بالمهندسة المالية حيث تم استخلاص العديد من الأدوار التي تقوم بها من أجل تحقيق الاستقرار والنمو سواء على مستوى الاقتصاد ككل أو على مستوى المؤسسة ،حيث يرجع الفضل لتنشيط الاقتصاد إلى المهندسة المالية بواسطة منتجاتها المتنوعة من حديثة وتقليدية التي أصبحت تعتبر مهمة جدا في كل الاقتصادات المعاصرة، والمتمثلة في المنتجات أو العمليات المالية الحديثة من مشتقات وتوريق ومنتجات مثل بطاقة الائتمان .. الخ وتعتبر أيضا هذبة الابتكارات سلاح ذو حدين اذا ان للمهندسة المالية آثار إيجابية على السياسة الاقتصادية والمؤسسات المالية والأسواق المالية لكن في حالة التطبيق الخاطيء لها يشكل أزمات كبيرة جدا تعصف بالاقتصاد العالمي بأسره مثل أزمة الاخيرة (أزمة الرهن العقاري) ولكن مجموعة من الخبراء والمهندسين الماليين يحاولون إيجاد حلول لثغرات وتكييف المؤسسات المالية مع الواقع الجديد لإعادة صياغة نفسها لابتكار وإبداع منتجات جديدة.

## الفصل الثاني :

### الصناعة المصرفية الإسلامية ومنتجاتها

المبحث الأول : المؤسسات المصرفية الإسلامية

المبحث الثاني : مفاهيم حول الصناعة المصرفية الإسلامية

المبحث الثالث : منتجات الصناعة المصرفية الإسلامية

### مقدمة الفصل :

شهدت أسواق المال والصناعة المصرفية تطورات عديدة في شكل مبتكرات ومنتجات مالية تحت مسمى " الهندسة المالية " فكان من أبرز ما قدمته : " المشتقات المالية والتوريق " ، حيث أدى الانتشار الواسع والسريع لهذه الأدوات إلى صعوبة مهمة السلطات النقدية والمالية في مراقبتها ومتابعتها، مما زاد في تسريع وتيرة توالي الأزمات المالية ، وتحولت إلى أزمات عالمية أخلت بالاستقرار الاقتصادي ككل مما زرع الثقة في النظام المالي التقليدي وأكد للعديد بأن الحل والبديل هو النظام المالي الإسلامي .

في ظل هذه الظروف تزايد الطلب على منتجات التمويل الإسلامي فبات التطوير والابتكار في منتجات المالية الإسلامية ضرورة حتمية وهذا بدوره تطلب وجود هندسة مالية وفق المنهج الإسلامي .

ومن خلال ما سبق تم تخصيص هذا الفصل لمعرفة الصناعة المصرفية الإسلامية ومنتجاتها بحيث تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث وكل مبحث إلى ثلاث مطالب ، تم التطرق في المبحث الأول إلى المؤسسات المصرفية الإسلامية وفيه أيضا نشأتها وتعريفها وكذلك خصائص وأهداف المصارف الإسلامية وفيه أيضا صيغ تمويلها وإنجازاتها، والمبحث الثاني تم تخصيصه للحديث عن مفاهيم حول الصناعة المصرفية الإسلامية وفيه أيضا التعريف والنشأة وكذلك أسس وخصائص الصناعة المصرفية وتم التطرق كذلك إلى المبادئ والمحددات ، اما عن المبحث الثالث تم الطرق إلى منتجات الصناعة المصرفية الإسلامية ، وفيه أيضا الأوراق المالية الإسلامية (الصكوك) وكذلك تم التطرق إلى المشتقات المالية الإسلامية والتوريق الإسلامي .

## المبحث الأول: المؤسسات المصرفية الإسلامية

تعتبر المؤسسات المصرفية هي الكيان الذي تنشط فيه الصناعة المصرفية المتمثلة في الابتكارات والمنتجات الحديثة، حيث اشتمل هذا المبحث على نشأة و تعريف المؤسسات المصرفية الإسلامية وخصائصها و أهدافها و كذلك تم التطرق إلى صيغ التمويل المختلفة بها .

### المطلب الأول : نشأة و تعريف المؤسسات المصرفية الإسلامية :

تلقي تجربة المصارف الإسلامية خلال السنوات الأخيرة ترحيباً وقبولاً في كثير من بلدان العالم الإسلامي وأخذ كثير من المصارف التقليدية يعطي اهتماماً للتجربة ويقدم بعض الخدمات المصرفية الإسلامية من خلال فتح نوافذ إسلامية .

### الفرع الأول : نشأة المؤسسات المصرفية الإسلامية :

مرت نشأة المؤسسات المصرفية الإسلامية بعدة مراحل يتم إيجازها في ما يلي<sup>1</sup> :

#### أولاً: مرحلة سيادة النظام المصرفي التقليدي :

بالرغم من أن الربا محرم في جميع الشرائع السماوية وحتى بعض الديانات الوثنية كالهندوسية والبوذية ، إلا أن العالم بأكمله قد تجاهل ذلك التحريم خلال القرون الثلاثة الأخيرة .

وحتى منتصف القرن العشرين ، لم يكن هناك من الاقتصاديين من يبدي أي معارضة نحو القبول بمعدل الفائدة كأساس للتسعير بين قيمة النقود الحالية وقيمتها المستقبلية .

وفي أواخر الستينات ظهرت بعض الدعوات من قبل بعض الباحثين التي ترى أن استخدام معدل الفائدة ليست الأداة المثلى لتوظيف الأموال وأن البديل المناسب للتوظيف الأمثل هو المعدل الصفري الذي يعني إقراض الأموال دون زيادة على أصل القروض ، وبالرغم من وجاهة هذا الطرح إلا أنه لم يجد الآلية المناسبة للتعويض عن استخدام الأموال بدرجة مقبولة من المخاطرة ، وقد ظل سعر الفائدة هو الآلية المسيطرة في العمل المصرفي<sup>2</sup> .

#### ثانياً: مرحلة البدايات :

وتنقسم هذه المرحلة بذاتها إلى مرحلتين<sup>3</sup> :

<sup>1</sup> فؤاد محمد محيسن : المصارف الإسلامية الواقع و الأفاق ، المؤتمر الأول للمصارف و المؤسسات المالية الإسلامية في سورية تحت شعار : أفاق الصيرفة الإسلامية ، دمشق سورية ، بدون تحديد تاريخ، ص: 4 .

<sup>2</sup> محمد عمر شابرأ و أحمد حبيب : الإدارة المؤسسية في المؤسسات المالية الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب (البنك الإسلامي للتنمية)، جدة السعودية، الطبعة الأولى، سنة 2006 ، ص : 15 .

<sup>3</sup> فؤاد محمد محيسن : مرجع سبق ذكره ، ص : 5 .

**1. مرحلة التنظير :** وتعتبر الصحوة الإسلامية هي المحطة الأولى ، وتميزت هذه المرحلة بظهور العديد من الدعوات والدراسات التي قدمها الرواد في مجال العلوم الشرعية والفكر الإسلامي بعامه والاقتصاد الإسلامي على وجه الخصوص والتنظير لمصارف بلا فوائد وكيفية تحرير الاقتصاد من بلوى الربا والمعاملات والممارسات التي لا تتفق وأحكام الشريعة الإسلامية .

**2. مرحلة التطبيق :** وقد شهد عقد الستينات وبداية السبعينات دراسات لإنشاء مصارف إسلامية تلبية لرغبة المجتمعات في إيجاد صيغة للتعامل المصرفي بعيداً عن شبهة الربا وبدون استخدام سعر الفائدة . إلا أن الاهتمام الحقيقي بإنشاء مصارف إسلامية تعمل طبقاً لإحكام الشريعة الإسلامية قد جاء لأول مرة في توصيات مؤتمر وزراء خارجية الدول الإسلامية بمدينة جدة/السعودية عام 1972 ، ونتيجة لذلك تم إعداد اتفاقية تأسيس المصرف الإسلامي للتنمية عام 1974 والذي باشر عمله عام 1977 بمدينة جدة بالمملكة العربية السعودية، ويتميز هذا البنك بأنه بنك حكومات لا يتعامل مع الأفراد في النواحي المصرفية . أما إنشاء أول بنك إسلامي متكامل فقد تم عام 1975 وهو مصرف دبي الإسلامي .

تميزت تجربة المصارف الإسلامية خلال عقدي السبعينات والثمانينات بحالة من الترقب والحذر ومحدودية الأدوات والآليات وقصور البرامج والمنتجات ، وقد رأى البعض أن هذه التجربة فيها ثورة عاطفية لن تلبث أن تتراجع بعد حين من الزمن حتى تخمد، بينما رأى الآخرون أن فيها أملاً يمكن أن يتطور مع الزمن ليقدّم حلاً إسلامياً بديلاً للنظام المصرفي القائم على أساس الفائدة .

### ثالثاً: مرحلة التطوير والانتشار الدولي :

خلال عقد التسعينات تولد لدى العاملين والمتعاملين مع المصارف الإسلامية شعور قوي بقدرة التجربة على المنافسة والاستمرار وتلبية احتياجات المتعاملين ، وبدأت بعض المصارف الإسلامية بتطوير أدوات ومنتجات جديدة خارج إطار المربحة التقليدي الذي بقيت المصارف الإسلامية تدور في فلكه ، وبدأنا نرى صيغ تمويلية جديدة مثل الإجارة والاستصناع والسلم ، وبدأت بعض المصارف تقود عمليات تمويل مجمعة بصيغ إسلامية وأخرى تؤسس صناديق استثمارية إسلامية متوافقة مع احكام الشريعة الإسلامية .

ويلاحظ أن المصارف الإسلامية خلال هذه المرحلة لم تعد تخشى فشل التجربة ولكن أصبح هاجسها في هذه المرحلة هو إثبات الذات من خلال تقديم أدوات وآليات منافسة ومتميزة تحظى بالقبول والرضى في السوق التنافسية التي تعمل فيها .

كما تميزت هذه المرحلة بالانتشار الدولي ، فقد توالى إنشاء المصارف الإسلامية على مستوى العالم، فبعد أن كانت في نهاية السبعينات خمسة مصارف إسلامية فقط ، لتصل إلى أكثر من 700 مصرف

إسلامي طبقاً لإحصائية اتحاد المصارف العربية عام 2014 ، وأصبحت المصارف الإسلامية واقعاً يحظى بالقبول ليس في الوسط المحلي الذي تعمل فيه فحسب بل وحتى على المستوى العالمي<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: تعريف المصارف الإسلامية :

عرف المصرف الاسلامي بأنه مؤسسة مالية تقوم بدور الوساطة المالية بين فئتي المدخرين والمستثمرين في اطار صيغة المضاربة الشرعية المبنية على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة ، والقاعدة الشرعية الغنم بالغوم ، فضلاً عن ادائها للخدمات المصرفية في اطار العقود الشرعية ، وبالشكل الذي يسهم في دفع عجلة التنمية الاقتصادية والاجتماعية في البيئة التي تعمل فيها<sup>2</sup>.

كما ويعرف المصرف الاسلامي على أنه مؤسسة مالية نقدية تقوم بالأعمال والخدمات المالية والمصرفية وجذب الموارد النقدية وتوظيفها توظيفاً فعالاً يكفل نموها وتحقيق اقصى عائد منها وبما يحقق اهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية في اطار احكام الشريعة الاسلامية<sup>3</sup>.

في ضوء ما سبق يمكن تعريف المصرف الإسلامي بأنه " مؤسسة مالية تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية في كل أنشطتها الاستثمارية والخدمية من خلال دورها كوسيط مالي بين المدخرين والمستثمرين، وتقدم الخدمات المصرفية في إطار العقود الشرعية"

### المطلب الثاني : خصائص وأهداف المصارف الإسلامية:

المؤسسات المصرفية الإسلامية تتميز بعدد الخصائص التي تميزها عن نظيرتها التقليدية وكذلك الأهداف التي تعمل لتحقيقها .

### الفرع الأول : خصائص المصارف الإسلامية :

ترتكز المصارف الإسلامية على أسس ومبادئ وآليات ضوابط مستمدة من أحكام الشريعة الإسلامية تختلف عن تلك الأسس التي تقوم عليها المؤسسات المالية التقليدية، ويمكن سرد أهم هذه الخصائص كالتالي<sup>4</sup>:

- الالتزام بتطبيق أحكام الشريعة الإسلامية، حيث يجب على المصارف الإسلامية أن تتضمن هياكلها التنظيمية وجود هيئة للرقابة الشرعية، تتصف بالاستقلال التام عن الإدارات التنفيذية وتقوم

<sup>1</sup> فؤاد محمد محسن : مرجع سبق ذكره ، ص ص : 5، 6 .

<sup>2</sup> نعم حسين نعمة و رغد محمد نجم : المصارف و المؤسسات المالية الإسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي : الواقع و التحديات ، مجلة القادسية للعلوم الإدارية و الاقتصادية ، المجلد 12 العدد 2 ، بغداد العراق ، سنة 2010 ، ص : 124 .

<sup>3</sup> نفس المرجع السابق ، ص : 125 .

<sup>4</sup> مختار بونقاب : دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير منتجات المؤسسات المالية الإسلامية ، رسالة للحصول على شهادة ماستر مالية مؤسسة ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، سنة 2012/2011 ، ص ص: 12 - 13 .

بدور الإفتاء والرقابة، للتأكد من التزام أجهزة المؤسسة التنفيذية بالفتاوى والإجراءات وأدلة العمل والنماذج التي اعتمدها.

- الأصل في النقود أن يتاجر بها كأداة في النشاط الاقتصادي، ولا يتاجر فيها كسلعة، فهي وسيلة للتبادل ومعيار لقيمة الأشياء وأداة للوفاء، وليست سلعة تباع وتشتري .
- اعتمدت المصارف الإسلامية والمؤسسات المالية الإسلامية مبدأ المشاركة في الربح والخسارة المبين على عقد المضاربة الشرعية في تشغيل الأموال، إلى جانب صيغ البيوع المعتبرة شرعا كبديل لسعر الفائدة المصرفية الثابتة التي اعتمدها البنوك التقليدية كأداة لتسعير تكلفة الأموال.
- يعتبر الدين في المصارف الإسلامية مبلغا ثابتا لا يزيد بالتأخير، وعند عجز المدين المعسر عن السداد في الميعاد يعطى مهلة لحين ايساره أو إسقاط الدين عنه إذا تبين أنه لا يستطيع السداد، وهذا التيسير مستتبط من قوله تبارك وتعالى: ﴿وإن كان ذو عسرة فنظرة إلى ميسرة وأن تصدقوا خير لكم إن كنتم تعلمون﴾<sup>1</sup>.

- عدم التعامل بالربا، وذلك مصداقا لقوله تبارك وتعالى: ﴿وأحل الله البيع وحرم الربا﴾<sup>2</sup> ، أي الالتزام بعدم التعامل بالفوائد الربوية أخذًا أو إعطاءً، إذ تعد الفائدة المصرفية من الربا المحرم حسب ما جاء عن مجمع البحوث الإسلامية الذي قرر بأن الفائدة المصرفية على أنواع القروض كلها ربا محرم<sup>3</sup>، وبدلا من الفائدة المحرمة بنصوص القرآن والسنة، يعتمد النظام المصرفي الإسلامي على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة .
- كما تتميز المصارف الإسلامية بخصائص أخرى يمكن تلخيصها كالاتي<sup>4</sup>:
- الالتزام بالصفات (التنمية، الاستثمارية) في معاملاتها الاستثمارية والمصرفية.
- تطبيق أسلوب الوساطة المالية القائم على المشاركة.
- تطبيق القيم والأخلاق الإسلامية في العمل المالي الإسلامي.
- تطبيق أسلوب المشاركة في الربح أو الخسارة في معاملاتها، بناء على قاعدة الغنم بالغرم: التي تعني أن يكون الربح مقابل تحمل الخسارة لو حدث أن وقعت خسارة، كما في البيوع، وأنواع من الشركات .
- تفادي الجهالة، الغرر، المراهنة، المقامرة والاستثمارات المحرمة.

<sup>1</sup> سورة البقرة الآية : 280 .

<sup>2</sup> سورة البقرة الآية : 275 .

<sup>3</sup> خالدية بوجحيش وآخرون: دور الأدوات الاستثمارية الإسلامية في حل مشكلة السيولة في المصارف الإسلامية، الملتقى الدولي الأول حول: "الاقتصاد الإسلامي، الواقع. ورهانات المستقبل"، جامعة غرداية، الجزائر ، 23-24 فيفري 2011 ، ص ص : 4- 5 .

<sup>4</sup> صهيبي حسن: المعاملات المالية للمسلمين في أوروبا، الدورة الثامنة عشرة للمجلس الأوروبي للإفتاء والبحوث، دبلن إيرلندا، 2008 م، ص : 22.

### الفرع الثاني : أهداف المصارف الإسلامية :

يمكن تلخيص أهم أهداف المصارف الإسلامية فيما يلي<sup>1</sup>:

- ممارسة المعاملات المالية بما يتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وإيجاد بدائل مباحة للمعاملات المحرمة من أجل رفع الحرج عن المسلمين.
  - السعي إلى تنمية القيم العقائدية وزرع المبادئ الأخلاقية الإسلامية لدى العاملين والمتعاملين مع المصارف الإسلامية، وذلك لتطهير هذا القطاع الحيوي من الفساد.
  - توفير رؤوس الأموال اللازمة لأصحاب الأعمال من أفراد ومؤسسات، لتمويل مشاريعهم وأنشطتهم الاقتصادية وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية.
  - إيجاد التنسيق والتعاون والتكافل بين الوحدات الاقتصادية وبين أفراد المجتمع الإسلامي.
  - المساعدة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية لشعوب الأمة الإسلامية، بكل السبل المشروعة، ودعم التعاون الإسلامي.
  - التخلص من التبعية الاقتصادية لغير المسلمين، ومحاولة أسلمة المعاملات المالية بشكل عام.
  - تحقيق الربح، إذ بدونها لا تستطيع المصارف الإسلامية الاستمرار والبقاء، فضلا عن تحقيق أهدافها الأخرى.
  - تطوير عادات الادخار والاستثمار في المجتمع الإسلامي، وذلك عن طريق تشجيع الأفراد على التوفير مادامت هذه المدخرات تستثمر لصالح المجتمع الإسلامي وتعود على صاحبها بالربح الحلال.
  - رفع مستوى العمالة والتخفيف من حدة البطالة.
  - رعاية أبناء المسلمين والعجزة والمعوقين منهم وتهيئة الظروف الملائمة لرعايتهم، وتوفير سبل التعليم للمسلمين وتقديم المنح الدراسية، عن طريق صناديق الزكاة<sup>2</sup>.
- المطلب الثالث : صيغ التمويل في المصارف الإسلامية وإنجازاتها:**
- من خلال هذا المطلب سيتم التطرق إلى صيغ التمويل المختلفة و كذلك الإنجازات التي حققتها المؤسسات المصرفية الإسلامية .

<sup>1</sup> مختار بونقاب : مرجع سبق ذكره ، ص : 14 .

<sup>2</sup> محسن أحمد الخضيرى : البنوك الإسلامية، ايترك للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية ، القاهرة مصر، سنة 1995 ، ص ص : 36 ، 37 .



### الفرع الأول : صيغ التمويل في المصارف الإسلامية :

أجازت الشريعة الإسلامية أساليب وصيغ كثيرة ومتنوعة للتمويل ، فمنها ما هو طويل الاجل مثل المشاركة الدائمة ( المشاركة بأسهم رأس المال ) ومنها ما هو قصير الاجل بطبيعته مثل المضاربة ، ومنها ما يختص بنشاط اقتصادي معين كالمزارعة وبيع السلم والاستصناع ، ومنها ما يصلح للكثير من الأنشطة مثل المشاركة. ولصيغ التمويل هذه من الخصائص والشروط ما يميزها عن غيرها من صيغ التمويل غير الإسلامية. ولعل أهم ما يميز أساليب التمويل الإسلامية ارتباط عائد التمويل من جانب أول بنتيجة الأعمال (ربحا او خسارة) ، ومن جانب آخر بتحمل المخاطرة وذلك تحقيقا لمبدأ " الغنم بالغنم " في الشريعة الإسلامية. وفيما يلي أهم أساليب وصيغ التمويل الإسلامية<sup>1</sup>:

#### أولاً: المضاربة:

هي اتفاق بين طرفين يقوم أحدهما فيه بتقديم المال لكي يعمل به الآخر على أن يكون الربح بينهما بحصة شائعة منه، اي تقوم المضاربة على المزوجة بين رأس المال والعمل، وهي بذلك تجمع بين من يملك وبين من لا يملك ويقدر على العمل ، مما يؤدي إلى إحداث التوازن الاجتماعي والتكافل بين الناس ويقلل من حدة آثار الطبقات الاجتماعية. والجدير بالذكر هنا أن الشراكة في المضاربة إنما تكون في الربح لا في رأس المال ، وعليه فإن صاحب المال يطلق عليه الفقهاء رب المال أو مالكه ، بينما يسمى الطرف الثاني بالعامل أو المضارب<sup>2</sup>.

#### ثانياً: المشاركة:

هي أحد أشكال توظيف أموال المصرف الإسلامي والتي تتضمن مشاركة المصرف الإسلامي للآخرين في المشروعات والأنشطة المختلفة بهدف تحقيق الربح. وتعني عقد بين طرفين أو أكثر على الاشتراك في رأس المال للقيام بأعمال وأنشطة محددة ومعرفة بهدف تحقيق الربح الذي يجب أن يكون مشتركاً بينهم ، ولا يشترط المساواة في حصص الاموال بين الشركاء أو المساواة في العمل والمسؤوليات تجاه الشركة ، كما لا يشترط تساوي نسب الارباح بين الشركات ، وأما الخسارة أن حدثت ، فيشترط أن تكون حسب حصة كل شريك في رأس المال<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> نغم حسين نعمة و رعد محمد نجم : مرجع سبق ذكره ، ص : 137 .

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق ، ص : 137 .

<sup>3</sup> حسين بلعجوز : مخاطر صيغ التمويل في البنوك الإسلامية و البنوك الكلاسيكية (دراسة مقارنة) ، مؤسسة الثقافة الجامعية ، الاسكندرية مصر ، سنة 2009 ، ص ص: 28- 29 .

### ثالثاً: المرابحة:

المرابحات الإسلامية هي ما يعرف في الفقه الإسلامي بالبيع، وبيع المرابحة هو أحد أنواع البيوع الإسلامية الأساسية وتعرف المرابحة بأنها بيع الشيء بمثل الثمن الأول (ثمنه الأصلي) مضافاً إليه زيادة معلومة للمشتري تمثل هامش الربح للبائع. وهي نوع من أنواع بيوع الأمانة، وفيه يتم الاتفاق بين البائع والمشتري على ثمن السلعة اخذين بعين الاعتبار ثمنها الأصلي الذي اشتراها به البائع. وتعد المرابحة المصرفية واحدة من أهم صيغ التمويل الأكثر تطبيقاً في الصناعة المصرفية الإسلامية، حيث بدأ استخدامها مع بداية التطبيق العملي للمصارف الإسلامية، أي منذ عقد السبعينيات في القرن الماضي ويقوم المصرف من خلال هذه الصيغة بشراء ما يحتاجه العملاء من سلع استهلاكية وموجودات انتاجية<sup>1</sup>.

### رابعاً: بيع الاجل:

كما هو معروف فإن المصارف التقليدية تقوم بالتمويل على أساس الفائدة، فهي قروض تجارية وأما المصارف الإسلامية تقوم بالتمويل على أساس هامش الربح. وهناك صور مختلفة لبيع الاجل منها<sup>2</sup>:

- لبيع بالتقسيط: ويتضمن تسليم عاجل للبضاعة مقابل تسديداً آجلاً لقيمتها على دفعات منتظمة مستقبلية .
- بيع السلم: ويعني تسليم آجل للبضاعة مقابل تسوية قيمتها عاجلاً .
- البيع التأجيلي: ويعني بيع حق الانتفاع من دون التملك لفترة محددة.

### خامساً: المزارعة:

ويمكن من خلالها ليس فقط تشغيل أموال المصرف وتحقيق الأرباح، وإنما أيضاً المساهمة في التنمية الزراعية واستثمار الأراضي المعطلة وتشغيل العمالة، وتمثل المزارعة عقد من عقود المشاركة، وتعرف على أنها عقد على الزرع ببعض ما يخرج منه بشروط، وهي شراكة في الزرع، حيث يتم دفع الأرض لمن يعمل عليها والزرع بينهما. ويتم معاملة العامل في الأرض ببعض ما يخرج منها، أي بحصة معلومة وبأجل معلوم<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز: مرجع سبق ذكره، ص: 124 .

<sup>2</sup> نغم حسين نعمة و رغد محمد نجم: مرجع سبق ذكره، ص: 139 - 140 .

<sup>3</sup> أمال لعمش: مرجع سبق ذكره، ص: 42 - 43 .

### سادسا: المساقاة:

هي عقد يقوم على إصلاح ورعاية وسقاية وقطف ثمار الشجر بجزء ما يخرج من ثمرها ، وهي عقد شراكة بين مالك الشجر أو الزرع والعامل عليه. على أن يقوم الاخير أي العامل بخدمة الشجر أو الزرع مدة معلومة في نظير جزء شائع من الغله <sup>1</sup>.

### سابعا: المغارسة:

هي عقد على تعمير الأرض بالشجر بقدر معلوم يمثل إيجارا ، وهي أن يدفع الرجل أرضه لمن يغرّس فيها شجراً بعوضٍ معلومٍ لمدة معلومةٍ على أن يكون الثمار بينهما، والمغارسة ثلاثة أنواع: جعل وإيجاره وشراكة. فهي جعل أن اعطاه أرضه ليغرّس فيها شجرة له على أن يدفع له أجرا معيناً عن كل شجرة ، أي جعل له أجرا عن كل غرس يغرّسها. وهي إيجاره ان اعطاه أرضه ليغرّس فيها شجرا بأجر معلوم ، أي أجره أرضه لمدة معلومة بأجر معلوم سلفاً ، وهي مشاركة أن أعطاه أرضه ليغرّس فيها شجراً مقابل الشراكة في الأرض والثمر <sup>2</sup>.

### ثامنا: الاستصناع:

ويمكن من خلالها ليس فقط تشغيل أموال المصرف وتحقيق الأرباح ، وإنما أيضا المساهمة في التنمية الصناعية واستثمار الطاقات الانتاجية المعطلة في المصانع وتشغيل العمالة. ويمكن تعريف الاستصناع بأنه طلب الصنعة أي طلب صناعة الشيء ، وهو مقيد بمجال صناعي فلا يكون طلب التجارة أو الزراعة استصناعاً. وهو بيع عينٍ موصوفةٍ في الذمة ، لا بيع عمل وشرط عمله على الصانع، وبالتالي فهو عقد بيع عين مما يصنع صنعاً يكون فيه البائع هو الصانع الذي يلتزم بصنع العين الموصوفة بالعقد بمواد من عنده مقابل ثمن محدد <sup>3</sup>.

### الفرع الثاني : إنجازات المصارف الإسلامية :

تتمثل إنجازات المصارف الإسلامية في النقاط الموالية <sup>4</sup>:

- إيجاد المؤسسات المصرفية الخالية من الفائدة التي تمكن جمهور المتعاملين من تنفيذ معاملاتهم المصرفية وفقا لمعتقداتهم الدينية .
- توفير البديل للعمليات المصرفية التقليدية لجمهور المتعاملين من المسلمين وغير المسلمين .

<sup>1</sup> مختار بونقاب : مرجع سبق ذكره ، ص : 47 .

<sup>2</sup> نغم حسين نعمة و رغد محمد نجم : مرجع سبق ذكره ، ص 142 .

<sup>3</sup> حسين بلعجوز : مرجع سبق ذكره ، ص ص : 62 - 61 .

<sup>4</sup> فؤاد محمد محيسن : مرجع سبق ذكره ، ص ص : 7 - 6 .

- إيجاد ثقافة مصرفية جديدة على أساس من التطور والابتكار وقبول الفكرة لدى المصارف المركزية وإعطاء الفرصة لتقديم الخدمات المصرفية الإسلامية جنباً إلى جنب مع المصارف التقليدية وإعطاء المصارف التقليدية الفرصة أيضاً لتقديم الخدمات المصرفية الإسلامية من خلال السماح لها بفتح نوافذ إسلامية .
- تتنافس المصارف التقليدية المحلية والأجنبية على تقديم خدمات ومنتجات مصرفية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية .
- حصول الصناعة المصرفية على الاعتبار والتقدير من قبل بعض المؤسسات الدولية كالبنك الدولي وصندوق النقد الدولي وداو جونز .

من خلال هذا المبحث تم التعرف على المؤسسات المصرفية الإسلامية وخصائصها وكذلك تم إلقاء الضوء على العديد من صيغ التمويل المعمول بها وفق الشريعة الإسلامية حيث قدمت العديد من الحلول وساهمت في إثراء النظام المصرفي وفي المبحث الموالي سيتم التعرف على الصناعة المصرفية الإسلامية .

### المبحث الثاني : مفاهيم حول الصناعة المصرفية الإسلامية

تعتبر الصناعة المصرفية الإسلامية عنصر مهم في تقوية اقتصاديات الدول التابعة لهذا النظام والمؤسسات الكبرى من أجل تقادي الأزمات بحيث تمكن هذه الابتكارات من سد الثغرات، التي تهدد استقرارها، ومن خلال هذا المبحث سيتم التطرق إلى الجانب النظري حول الصناعة المصرفية الإسلامية ونشأتها كمطلب أول أما المطلب الثاني حول الأسس والخصائص واشتمل المطلب الثالث على مبادئ ومحددات الصناعة المصرفية الإسلامية .

### المطلب الأول : ماهية الصناعة المصرفية في الإسلام ونشأتها:

إضافة إلى كون الصناعة المصرفية الإسلامية ليست حديث الساعة، فلها عدة تعاريف ونشأة مع ظهر الدين الإسلامي التي تستم منه كل مبادئها .

### الفرع الأول : تعريف الصناعة المصرفية الإسلامية :

الصناعة المصرفية الإسلامية هي مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، إضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار توجيهات الشرع الإسلامي<sup>1</sup> .

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز : مرجع سابق ذكره ، ص 161 .

كما تعرف أيضا الصناعة المصرفية الاسلامية بأنها : عملية تطويرية وترويجية وإبداعية لأدوات التمويل في الأسواق المالية بما فيها النقدية والتي تتيح فرص التقليل من المخاطر من خلال الإطار الإسلامي الذي يشترط مبدأ الالتزام بالمشاركة في الربح أو الخسارة والتخلي عن شرط الفائدة الربوية في تنشيط المعاملات المالية المشروعة بهدف تلبية حاجيات تمويلية جديدة تحقق الرفاه الاجتماعي والاقتصادي للمجتمع<sup>1</sup>. ما يلاحظ في هذين التعريفين أنه يشبه تعريف الهندسة المالية التقليدية مع وجود اختلاف واحد ولكنه اختلاف جوهري وهو ضرورة ابتكار وتطوير الأدوات التمويلية في إطار توجيهات وقواعد الشريعة الإسلامية، بمعنى أن الأدوات المالية المبتكرة بعيدة عن المعاملات المحرمة التي نهت عنها الشريعة الإسلامية، وعلى هذا الأساس فالصناعة المصرفية الإسلامية تتضمن ما يلي<sup>2</sup>:

- ابتكار أدوات مالية جديدة .
  - ابتكار آليات تمويلية جديدة .
  - ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية .
  - ضرورة أن يكون الابتكار متوافق مع الشريعة الإسلامية .
- انطلاقا من التعريف السابق يمكن القول بأن الصناعة المصرفية الإسلامية تعني التصميم والتطوير والتنفيذ لمنتجات وأدوات مالية مبتكرة، من أجل إيجاد حلول إبداعية لمشاكل التمويل تجمع بين المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية.

### الفرع الثاني : نشأة الصناعة المصرفية الإسلامية :

ظهرت الصناعة المصرفية الإسلامية منذ أكثر من 1400 سنة، أي مع مجيء الشريعة الإسلامية بالأحكام الشرعية، حيث دعت هذه الأخيرة إلى الإبداع والابتكار لحل المشاكل المالية ولباع الحاجات الاقتصادية للمسلمين، لكن في إطار القواعد والضوابط الشرعية، ودليل ذلك توجيه رسول الله ﷺ لذلك الرجل الذي استعمله على خيبر عندما جاءه بتمر جنيب قال له رسول الله ﷺ : (( أكل تمر خيبر هكذا؟ )) فقال الرجل : لا والله يا رسول الله ! إنا لناخذ الصاع من هذا بالصاعين والصاعين بالثلاثة ، فقال رسول الله ﷺ (( لا تفعل ، بع الجمع بالدرهم ، ثم ابتع بالدرهم جنيبا ))<sup>3</sup> ، في هذا الحديث نهى رسول الله

<sup>1</sup> ساسية جدي: مرجع سبق ذكره ، ص 121 .

<sup>2</sup> مختار بونقاب : مرجع سبق ذكره ، ص 39 .

<sup>3</sup> رواه البخاري و مسلم .

صلى الله عليه وسلم الرجل عن فعل الربا ثم أرشده لفعل الحلال، حيث أمره ببيع التمر الرديء بالدرهم ثم شراء التمر الجيد بتلك الدراهم<sup>1</sup>.

لكن الملاحظ أن الشريعة الإسلامية لم تأت بتفصيل هذه الحلول، وإنما جاءت بتفصيل ما لا يحل من المعاملات المالية، فالأصل في المعاملات الإباحة إلا إذا جاء النص بتحريمها، ودليل ذلك قوله تعالى: ﴿كل الطعام كان حلا لبني إسرائيل إلا ما حرم إسرائيل على نفسه﴾<sup>2</sup>، وعلى هذا الأساس فالشريعة الإسلامية لم تحجر دائرة الابتكار، وإنما العكس، حجرت دائرة الممنوع، وأبقت دائرة المشروع متاحة للجهد البشري في الابتكار والتجديد<sup>3</sup>.

### الفرع الثالث : أسباب ظهور الصناعة المصرفية الإسلامية:

تبرز أهمية الصناعة المصرفية في الإسلام كأداة مناسبة لإيجاد حلول مبتكرة وأدوات مالية جديدة تجمع بين المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، ولقد ساهمت قوى المنافسة الشديدة بين المصارف والمؤسسات المالية في الأسواق العالمية من ناحية وتطور وسائل الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات من ناحية ثانية والتطورات المتسارعة في مجال تمويل الشركات والتمويل المصرفي وتمويل الاستثمارات من ناحية ثالثة، في لعب دور هام على صعيد تحديد الابتكارات في الحقل المالي مما أدى إلى الاهتمام بمفهوم الهندسة المالية الإسلامية. وفيما يلي أهم الأسباب التي ساهمت في ظهور الصناعة المصرفية الإسلامية<sup>4</sup>:

#### 1. انضباط قواعد الشريعة الإسلامية :

يشترط في منتجات الصناعة المصرفية الإسلامية أن تكون قادرة على تلبية احتياجات الناس بصورة كفئة اقتصاديا مع التزامها بالأحكام والضوابط التي تضعها الشريعة الإسلامية، والجمع بين هذين الشرطين يتطلب قدرا من البحث والعناية حتى يمكن الوصول للهدف المنشود. فالصناعة المصرفية الإسلامية مطلوبة للبحث عن الحلول التي تلبي الاحتياجات الاقتصادية مع استيفاء متطلبات القواعد الشرعية<sup>5</sup>.

#### 2. تطور المعاملات المالية :

تجمع المعاملات في الإسلام بين الثبات والتطور أو المرونة، فالربا والغش والاحتكار من الأشياء التي حرمها الإسلام منذ أكثر من أربعة عشر قرنا، فمهما اختلفت الصور والأشكال فليس لأحد أن يحل صورة مستحدثة أو شكلا جديدا ما دام في جوهره يدخل تحت ما حرمه الله سبحانه وتعالى، والبيع حلال إلى يوم

<sup>1</sup> عبد الكريم قننوز: سبق ذكره، ص 162 .

<sup>2</sup> سورة آل عمران الآية (93) .

<sup>3</sup> مختار بونقاب: مرجع سبق ذكره، ص 40 .

<sup>4</sup> صالح مفتاح وريمه عمري: الهندسة المالية الإسلامية و دورها في تحقيق التنمية المستدامة، ملتقى دولي، جامعة قلمة، الجزائر، 03 - 04 ديسمبر 2012، ص 228 .

<sup>5</sup> عبد الكريم قننوز: مرجع سبق ذكره، ص 167 .

يبعثون قال تعالى : ﴿وأحل الله البيع وحرم الربا﴾<sup>1</sup> ، و استحدثت في عصرنا الحالي أشكال عديدة من البيوع يتعامل بها الناس ، وما دام البيع يخلو من المحذور، فليس لأحد أن يقف به عند شكل تعامل به المسلمون في عصر معين .لهذا كان لا بد لمن يدرس فقه المعاملات المعاصرة أن يميز بين الثابت والمتطور، وأن ينظر إلى التكيف الشرعي للصور المستحدثة حتى يمكن بيان الحكم الشرعي، ومن ثم إيجاد البدائل إن أمكن ذلك .

إذن فتطور التعاملات المالية في العصر الحاضر وتزايد عوامل المخاطر واللايقين، وتغير الأنظمة الحاكمة للتمويل والتبادل الاقتصادي، مما يجعل الاحتياجات الاقتصادية معقدة ومتشعبة، ويزيد من ثم الحاجة للبحث عن حلول ملائمة لها<sup>2</sup>.

### 3. المنافسة من المؤسسات المالية التقليدية :

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

### 4. التحديات التي تواجه المؤسسات المالية الإسلامية :

تواجه المؤسسات المالية الإسلامية العديد من التحديات، ولعل غياب الصناعة المصرفية الإسلامية تعتبر من أهم تلك التحديات، وهو ما تشير إليه الدراسات التطبيقية، ففي دراسة للبنك الإسلامي للتنمية حول التحديات التي تواجه العمل المصرفي الإسلامي، خلصت الدراسة التطبيقية إلى أن أهم تحد يواجه المؤسسات المالية الإسلامية هو غياب أو ضعف الصناعة المصرفية الإسلامية هذه المؤسسات ...من هنا تبدو لنا ضرورة و أهمية وجود هندسة مالية خاصة بالمؤسسات المالية الإسلامية<sup>4</sup>.

### 5. التحولات القادمة من الأسواق العالمية :

من المنتظر أن تفتح هذه التحولات فرص وأفاق أوسع أمام المصارف الإسلامية والمؤسسات المالية الإسلامية، ومن أبرز هذه التحولات هو تطبيق اتفاقيات التجارة الدولية، وهذه التطورات تعني أيضا مزيدا من المنافسة في الأسواق، ويعتبر الابتكار المالي في المنتجات المالية الإسلامية أهم الأولويات للحصول على

<sup>1</sup> سورة البقرة : الآية (175)

<sup>2</sup> مختار بونقاب : مرجع سبق ذكره ، ص: 44 .

<sup>3</sup> صالح مفتاح و ريمة عمري : مرجع سبق ذكره ، ص: 229 .

<sup>4</sup> نفس المرجع السابق ، ص: 229 .

الميزة التنافسية، لذلك لابد من اعتماد الصناعة المصرفية الإسلامية في المؤسسات المالية والمصارف الإسلامية<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني : أسس وخصائص الصناعة المصرفية الإسلامية:

تضمنت الشريعة الإسلامية الأسس الضرورية لقيام الصناعة المصرفية الإسلامية، ودليل ذلك قوله صلى الله عليه وسلم : (( من سن في الإسلام سنة حسنة فله أجرها وأجر من عمل بها إلى يوم القيامة، لا ينقص ذلك من أجورهم شيئاً، ومن سن في الإسلام سنة سيئة فعليه وزرها ووزر من عمل بها إلى يوم القيامة لا ينقص ذلك من أوزارهم شيئاً))<sup>2</sup> ، هذا الحديث يمثل الأساس الأول في الحث على الإبداع والابتكار الذي ينفع المسلمين ويحقق المصلحة الشرعية، أي أنه يدعو إلى إيجاد الحلول للمشاكل المختلفة المالية وغير المالية طالما كانت في مصالح العباد، أيضاً الدعوة للاجتهاد وضرورة مواصلته تعتبر من الموجهات الإسلامية القيمة التي تدعو إلى التجديد باستمرار ضماناً لحسن الأداء، وبالتالي المنافسة بإيجابية في سوق الخدمات المالية وأيضاً في غيره من المسائل الحياتية للمجتمع المسلم<sup>3</sup>. من خلال هذا المطلب يتم التطرق إلى الأسس الخاصة بالصناعة المصرفية الإسلامية وخصائصها.

#### الفرع الأول :الأسس العامة للصناعة المصرفية الإسلامية :

ويمكن تحديد مجموعة من الأسس العامة في النقاط التالية :

#### 1. تحريم الربا والغرر :

يقصد بالربا في اللغة الزيادة، وهو في الشرع الزيادة على أصل المال من غير عقد تباع أو أدلة تحريمه من الكتاب والسنة في كثيرة، نذكر منها قوله تعالى :﴿يا أيها الذين آمنوا اتقوا الله وذروا ما بقي من الربا إن كنتم مؤمنين﴾<sup>4</sup> ،وقال رسول الله صلى الله عليه وسلم : ((اجتنبوا السبع الموبقات))<sup>5</sup>. وذكر منها الربا<sup>6</sup>.

أما كلمة الغرر في اللغة فتعني الخطر والجهالة ، وقد نهى رسول الله صلى الله عليه وسلم عن بيع الغرر، فعن أبي هريرة رضى الله عنه قال : ((نهى رسول الله صلى الله عليه وسلم عن بيع الحصاة، وعن بيع الغرر))<sup>7</sup> ، ومن أمثلة بيع الغرر البيوع المجهولة كبيع السمك في الماء والطير في الهواء، وما كان له ظاهر يغري المشتري وباطن

<sup>1</sup> مختار بونقاب : مرجع سابق ، ص: 45 .

<sup>2</sup> رواه مسلم في صحیحة

<sup>3</sup> سامي سويلم: صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي ، مركز البحوث شركة الراجحي المصرفية للاستثمار ، بيت المشورة للتدريب ، الكويت أبريل 2004 ، ص: 11 .

<sup>4</sup> سورة البقرة ، الآية (278) .

<sup>5</sup> رواه البخاري و مسلم .

<sup>6</sup> عبد الكريم قندوز : مرجع سبق ذكره ، ص: 169 .

<sup>7</sup> رواه مسلم .



مجهول، فالغرر إذن هو ما كان مجهول العاقبة والذي لا يدري أيحصل أو لا، وهو يكون في المبيع وفي ثمنه، والغرر يغتفر فيما بابه البر والإحسان، ويؤثر فيما بابه المعاوضات<sup>1</sup>.

## 2. حرية التعاقد :

يقصد بحرية التعاقد إطلاق الحرية للناس في أن يعقدوا من العقود ما يرون، وبالشروط التي يشترطون غير مقيدين إلا بقيد واحد، وهو ألا تشتمل عقودهم على أمور قد نهى عنها الشارع، وحرمتها كأن يشتمل العقد على الربا، أو نحوه مما حرمته الشريعة الإسلامية. فما لم تشتمل تلك العقود على أمر محرم بنص أو بمقتضى القواعد العامة المقررة التي ترتفع إلى درجة القطع واليقين، فإن الوفاء لازم، والعاقد مأخوذ بما تعهد به، وإن اشتملت العقود على أمر حرمه الشارع فهي فاسدة، أو على الأقل لا يجب الوفاء بالجزء المحرم منها<sup>2</sup>.

## 3. التيسير ورفع الحرج:

المراد من التيسير التسهيل، بمعنى أن يقوم من غير عسر أو حرج أي بدون مشقة، والمراد من الحرج الضيق، فإذا صار العبد في حالة لا يستطيع معها القيام بالعبادة على النحو المعتاد فإن الله سبحانه وتعالى يرحم له في أدائها حسب استطاعته، وقد عبر العلماء عن هذه القاعدة بقولهم (المشقة تجب التيسير) إذ يقول تعالى: ﴿لَا يَكْفِيكَ اللَّهُ نَفْسًا إِلَّا وَسْعَهَا﴾<sup>3</sup>. ويقول تعالى أيضا: ﴿وَمَا جَعَلَ عَلَيْكُمْ فِي الدِّينِ مِنْ حَرَجٍ﴾<sup>4</sup> و قال رسول الله ﷺ (( إن الدين يسر ولن يشاد الدين أحد إلا غلبه ))<sup>5</sup> ويظهر أثر هذه القاعدة القاعدة واضحة في التكليف الشرعية، فالله جل وعلا لم يفرض على المؤمنين من العبادات إلا ما وسعهم، ففي مجال المعاملات نجد القاعدة مطردة حيث جعل الله سبحانه وتعالى باب التعاقد مفتوحا أمام العباد وجعل الأصل فيها الإباحة، ولم يضع من القيود إلا تلك التي تمنع الظلم أو تحرم أكل أموال الناس بالباطل<sup>6</sup>.

## 4. الاستحسان والاستصلاح (المصالح المرسله) :

والاستحسان هو باب لحرية التعاقد وهو سريان المصالح التي يقرها الشرع، أما المصالح المرسله أو الاستصلاح فهو الأخذ بكل أمر فيه مصلحة يتلقاها العقل بالقبول، ولا يشهد أصل خاص من الشريعة بإلغائها ولكن لا بد من الأخذ بعين الاعتبار بأن مبدأ المصالح لا يؤدي إلى المفساد هذا من جهة، ومن

<sup>1</sup> مختار بونقاب : مرجع سبق ذكره ، ص : 41 .

<sup>2</sup> صالح مفتاح وريمه عمري : مرجع سبق ذكره ص: 230 .

<sup>3</sup> سورة البقرة : الآية (286) .

<sup>4</sup> سورة الحج : الآية (78) .

<sup>5</sup> رواه البخاري .

<sup>6</sup> عبد الكريم قنوز : مرجع سبق ذكره ، ص: 171 .

جهة أخرى أن المصالح المرسله تختلف باختلاف أحوال الشخص الواحد، فإذا جعلنا كل مصلحة تقتضي حكماً يناسبها، فقد تتناقض أحكام الشريعة، وذلك لا يجوز في الشرع<sup>1</sup>.

### 5. التحذير من بيعتين في بيعة واحدة :

تقوم الهندسة المالية الإسلامية أيضاً على أساس آخر وهو النهي عن بيعتين في بيعة واحدة، وقد قلنا سابقاً أن الابتكار في الهندسة المالية ليس مجرد الاختلاف عن السائد، بل لا بد أن يكون هذا الاختلاف متميزاً إلى درجة تحقيقه لمستوى أفضل من الكفاءة والمثالية، لذا فلا بد أن تكون الأداة أو الآلية التمويلية المبتكرة تحقق ما لا تستطيع الأدوات والآليات السائدة تحقيقه، فإذا كان مجموع بيعتين يساوي بيعة واحدة من نوع آخر، فلا معنى للجوء إلى البيعتين سوى الالتفاف الأنظمة التي تمنع تلك البيعة الواحدة أو تقيدها، ومن صور بيعتين في بيعة نجد: بيع العينة، وهو أن يبيع شيئاً من غيره بثمن مؤجل ويسلمه إلى المشتري، ثم يشتريه قبل قبض الثمن بثمن نقد أقل من ذلك القدر.

وقاعدة النهي عن بيعتين في بيعة واحدة هي أهم أسس الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي، وترجع أهميتها إلى أن تجمع بين المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية<sup>2</sup>.

### الفرع الثاني : الأسس الخاصة بالصناعة المصرفية الإسلامية :

تتمثل الأسس الخاصة في النقاط الآتية :

#### 1. الوعي السوق :

يقصد بالوعي بالسوق أن تكون الحاجات التي يتطلبها السوق معروفة لمن يقوم بالابتكار والتطوير للأدوات والأوراق المالية بالإضافة إلى تحقيق التراضي بين جميع الأطراف، لأن الصناعة المصرفية الإسلامية تهدف إلى تلبية الاحتياجات المختلفة لجميع الأعوان الاقتصاديين مع استعادة جميع هؤلاء الأعوان<sup>3</sup>.

#### 2. الإفصاح :

والمقصود بالإفصاح، بيان المعاملات 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 على الربا أو القمار، مع الإشارة إلى أن الالتزام بالشريعة الإسلامية أي

<sup>1</sup> صالح مفتاح وريمة عمري :مرجع سبق ذكره ، ص: 230 .

<sup>2</sup> عبد الكريم قندوز : مرجع سبق ذكره ، ص: 173 .

<sup>3</sup> صالح مفتاح وريمة عمري : مرجع سبق ذكره، ص: 231 .

ميزة المصادقية الشرعية للصناعة المصرفية الإسلامية، تشكل بهذا الخصوص صمام أمان بسبب انضباط قواعد الشريعة الإسلامية<sup>1</sup>.

### 3. المقدرة والالتزام :

ويقصد بالمقدرة أو القدرة وجود قدرة رأسمالية تمكن من الشراء والتعامل. والمقصود بالالتزام هو الالتزام بالشريعة الإسلامية، إذا كان من الممكن للصناعة المصرفية الإسلامية أن تشترك مع الهندسة المالية التقليدية في الوعي والإفصاح والمقدرة، فإن الالتزام بالشريعة الإسلامية يعتبر أساسا خاصا بالأولى، كما أنها ميزة لها<sup>2</sup>.

### الفرع الثالث : خصائص الصناعة المصرفية الإسلامية:

تتميز الصناعة المصرفية الإسلامية بمجموعة من الخصائص أهمها:

#### 1. المصادقية الشرعية :

تعني المصادقية الشرعية أن تكون المنتجات الإسلامية موافقة للشرع بأكبر قدر ممكن، وهذا يتطلب الخروج من الخلاف الفقهي قدر الإمكان، والصناعة المصرفية الإسلامية تهدف إلى الوصول لحلول مبتكرة تكون محل اتفاق قدر المستطاع<sup>3</sup>.

#### 2. الكفاءة الاقتصادية :

تتميز الصناعة المصرفية الإسلامية بالإضافة إلى المصادقية الشرعية بخاصية أخرى مناظرة لتلك التي تتميز بها الهندسة المالية التقليدية وهي الكفاءة الاقتصادية، وينبغي لمنتجات الصناعة المصرفية الإسلامية أن تكون ذات كفاءة اقتصادية عالية مقارنة بالمبتكرات المالية التقليدية وأن تتجنب المساعدة في زيادة الآثار الاقتصادية، ويمكن زيادة الكفاءة الاقتصادية لمنتجات الصناعة المصرفية الإسلامية عن طريق توسيع الفرص الاستثمارية في مشاركة في تحمل المخاطر وتخفيض تكاليف المعاملات وكذا تخفيض تكاليف الحصول على المعلومات وعمولات الوساطة والسمسرة<sup>4</sup>.

#### 3. الابتكار الحقيقي بدل التقليد :

يعتبر التنوع المتوفر في المنتجات المالية الإسلامية تنوعا حقيقيا وليس صوريا كما في أدوات الهندسة المالية، حيث أن كل أداة من أدوات الصناعة المصرفية الإسلامية لها طبيعة تعاقدية وخصائص تميزها عن غيرها من الأدوات الأخرى، سواء تعلق الأمر بالمخاطر الضمانات أو التسعير، وهذا من منطلق أن

<sup>1</sup> صالح مفتاح وريمة عمري : مرجع سبق ذكره، ص: 231 .

<sup>2</sup> ساسية جدي : مرجع سبق ذكره ، ص: 126 .

<sup>3</sup> عبد الكريم قندوز: مرجع سبق ذكره ، ص: 163 .

<sup>4</sup> مختار بونقاب : مرجع سبق ذكره ، ص: 43 .

المقصود بالهندسة المالية هو ما يلبي مصلحة حقيقية للمتعاملين الاقتصاديين في الأسواق وليس مجرد عقد صوري من العقود الوهمية، وهذا ما يؤكد القيمة المضافة للابتكار<sup>1</sup>.

### 4. الشرع الإسلامي بدل التشريعات الوضعية:

تستمد الصناعة المصرفية الإسلامية مختلف المبادئ والأسس في تصميم المنتجات المالية من أحكام الشريعة الإسلامية مع الابتعاد بأكبر قدر ممكن عن الخلافات الفقهية المتواجدة، كما أن أساسها هو مبدأ المشاركة في المخاطر، أي تقاسم الأعباء بين مختلف الأطراف وليس مبدأ درء المخاطر وتحويلها لأطراف أخرى وهو ما يعتبر أساس الصناعة المصرفية الإسلامية<sup>2</sup>.

### 5. التمويل بدل الاستثمار :

تعمل الصناعة المصرفية الإسلامية على جذب رؤوس الأموال المتوفرة لدى فئة من الأفراد ترفض التعامل بالفائدة الربوية واستخدامها في الاستثمار لأنه أقل مخاطر بدل عمليات التمويل، بمعنى أن هدفها الرئيسي هو إدارة السيولة على عكس النوع التقليدي الذي يهدف لإيجاد أدوات مالية جديدة لغرض التحوط والمضاربة<sup>3</sup>.

### المطلب الثالث : مبادئ و محددات الصناعة المصرفية الإسلامية:

تتضمن الصناعة المصرفية الإسلامية العديد من المبادئ و المحددات التي تمثل الجوانب الأساسية التي تنشط من في مجالها بحيث تحافظ على أهدافها الأساسية .

### الفرع الأول : مبادئ الصناعة المصرفية الإسلامية :

إن أهم المبادئ التي تقوم عليها الصناعة المصرفية الإسلامية والتي تراعي ضوابط الشريعة هي كالتالي:

#### أولاً: مبدأ التوازن:

بمعنى تحقيق العدالة والتوازن بين مختلف الأطراف المشاركة في عملية التمويل والاستثمار حتى يسود التوافق بين النشاط الربحي الذي تعتمد عليه فلسفة الرأسمالية والنشاط غير الربحي الذي تقوم عليه فلسفة الاشتراكية وهكذا يصل الاقتصاد الإسلامي إلى الوضع الأمثل<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> مختار بونقاب : مرجع سبق ذكره ، ص: 43 .

<sup>2</sup> ساسية جدي : مرجع سبق ذكره ، ص: 133 .

<sup>3</sup> نفس المرجع السابق ، ص 133 .

<sup>4</sup> أمال لعمش : دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير تخصص دراسات مالية ومحاسبة معمقة ، جامعة فرحات عباس ، سطيف ، الجزائر ، 2012/2011 ، ص : 91 .

### ثانيا : مبدأ التكامل :

إن التمويل الإسلامي مرتبط بالإننتاج الحقيقي بمعنى أن النقود تدر سلعا ومنافع ثم السلع والمنافع تنقلب إلى نقود وهذا ما يؤدي إلى توسيط السلع و حدوث تبادل حقيقي وتوليد قيمة مضافة وليس مجرد مبادلة نقد بنقد مما ينفي مبادئ الشريعة الإسلامية وهذا ما يجعل وجود حتمية التكامل بين الاقتصاد النقدي<sup>1</sup>.

### ثالثا : مبدأ الحل :

ينص هذا المبدأ على أن الأصل في المعاملات هو الحل بالمشروعية وبالتالي هذا يقتضي دراسة أصول المحرمات في المعاملات المالية نظرا لضيقها وتبقى دائرة الحلال واسعة مما يحرر عقلية الابتكار والتطوير للمنتجات المالية الإسلامية<sup>2</sup>.

### رابعا: مبدأ المناسبة :

تحقيق التراضي بين جميع الأطراف وسد الثغرات التي يمكن أن ينفذ منها المتلاعبون لتحقيق التحايل والربا والقمار ، يقتضى هذا المبدأ تناسب العقد مع الهدف المقصود منه ، فيكون العقد مناسبا ملائما للنتيجة المطلوبة من المعاملة ، وهذا مدلول القاعدة الفقهية " العبرة بالمقاصد و المعاني لا بالألفاظ والمباني " <sup>3</sup>.

### الفرع الثاني : محددات ومتطلبات الصناعة المصرفية الإسلامية :

إضافة إلى خصائص الصناعة المصرفية الإسلامية التي تم التطرق لها سابقا ومبادئها الأساسية، فإنها تتوفر على محددات وتحتاج متطلبات معينة من أجل تحقيق فعاليتها ونجاحها في أهدافها:

#### أولا: محددات الصناعة المالية الإسلامية :

تحتاج الاسواق الإسلامية إلى مؤسسات مالية متطورة تستفيد من نتائج الصناعة المصرفية وفق المنهج الإسلامي في إبداع وابتكار الطرق والعمليات التمويلية حتى تضمن التميز وتحقيق التفوق والأسبقية ، سواء من خلال التحوط أو إدارة المخاطر .

وتجدر الإشارة إلى أنه لا يمكن اعتبار المنتجات التي يتم ابتكارها أو تطويرها من خلال الصناعة المصرفية وفق المنهج الإسلامي ذات طبيعة إسلامية إلا اذا كانت تخضع للمحددات الثلاث التالية<sup>4</sup> :

**المحدد الأول :** الالتزام بشروط المشاركة في الربح و الخسارة في نص واضح كامل لا يقبل التأويل، وذلك على أساس القواعد الشرعية المعمول بها في عقود المضاربة والمشاركة ، وهذا الشرط يعتبر ضروريا ولكن

<sup>1</sup> ساسية جدي : مرجع سبق ذكره ،ص: 126 .

<sup>2</sup> أمال لعش : مرجع سبق ذكره ، ص : 92 .

<sup>3</sup> نفس المرجع السابق ، ص : 92.

<sup>4</sup> زايدي عبدالسلام : الهندسة المالية مدخل لتطوير الصناعة المالية الإسلامية ، مقال ، متوفر على الرابط ،

<http://www.s7aby.com/t52265.html> ، بتاريخ 20/3/2017 ، على الساعة 21 سا 27 .

غير كاف ،بمعنى أن الالتزام به ضرورة إسلامية لا تقبل الجدل ،ولكنه لا يكفي في حد ذاته لكي تصبح الورقة أو الأداة المالية المبتكرة إسلامية فعلا في مجال التطبيق إذ يجب توفير محددات أخرى .

**المحدد الثاني :** أن لا يعاد دفع الموارد المعبأة عن طريق الأدوات المالية التي أصدرت على أساس التخلي عن شرط الفائدة الربوية إلى مؤسسات وشركات تتعامل بنظام الفائدة في كل تعاملاتها ،كما يجب استثمار الموارد النقدية للأوراق والأدوات المالية الإسلامية في مشروعات تدر عوائد متفق عليها مقدما على سبيل التأكيد مع عدم المشاركة في مخاطر النشاط الذي يدر هذه العوائد ،فمثل هذه العوائد لا تختلف عن الفوائد وإن سميت أرباها .

**المحدد الثالث :** ضرورة استثمار الموارد التمويلية للأوراق في مشروعات لها أولويات واضحة في مجال المصلحة العامة للمجتمع الإسلامي وعلى الرغم من الانتشار الواسع والسريع للصناعة المصرفية الإسلامية إلا أنها تواجه تحديات مختلفة .

**ثانيا : متطلبات الصناعة المصرفية الإسلامية :**

يتطلب نجاح واستخدام الصناعة المصرفية الإسلامية توفير جملة من العناصر قوامها الالتزام بضوابط الشريعة الإسلامية<sup>1</sup> :

**1. التدرج في التطبيق :** ويعني ذلك بأن التحول في معاملات الصناعة المصرفية يكون بالتدرج مع وجود المبرر و النية لتطويرها بما يتوافق ومتطلبات الشرع الإسلامي ومن الخطأ الانتقال من النظام الرأسمالي التقليدي السائد حاليا في العالم الإسلامي إلى النموذج الإسلامي العادل بضربة واحدة أو خلال مدة قصيرة جدا، فهذه المحاولة تضر بالاقتصاد ،لأن عملية الانتقال يتعين أن تكون على مراحل ومصاحبة لإصلاحات في المجتمع.

**2. الشفافية والأمانة في المعاملات المالية :** تتطلب الشفافية تقديم البيانات والمعلومات الصحيحة حول العقود والصفقات والظروف المختلفة للسوق المالية ،والإفصاح عن بيان المعاملات التي يمكن أن تؤديها المبتكرات ،وذلك لسد الثغرات للمتلاعبين أو المضاربين حتى لا تستخدم تلك الأدوات لتحقيق غايات التحايل والربا أو القمار .

**3. وضع معايير وتشريعات لنشاط المؤسسات المصرفية الإسلامية :** فمن أجل هندسة العمل المصرفي المالي الإسلامي وتطويره ،يجب وضع التشريعات للمؤسسات المصرفية الإسلامية استعداد للمنافسة القادمة

<sup>1</sup> ساسية جدي : مرجع سبق ذكره ،ص: 128 .

التي تفرضها العولمة والتحرير على جميع الأصعدة وذلك بالتشجيع على تطوير معايير موحدة للرقابة مع الأخذ بعين الاعتبار البيئة الاقتصادية والمالية التي تعمل فيها هذه المؤسسات .

**4. توفير السوق المالي الإسلامي :** إن توفير السوق المالي الإسلامي وتعزيزها قانونيا حتى تعمل بأدوات وأساليب إسلامية ،مع تشكيل هيئة إسلامية للفتوى تملك سلطة الإلزام بالنسبة لهذه المعاملات ويعد هذا شرط ضروري لنجاح عملية الصناعة المصرفية الإسلامية .

**5. حسن إعداد وتدريب الإطارات المصرفية :** بمعنى تأهيل الإطارات علميا وعمليا للعمل في الأسواق المالية الإسلامية بهدف التوسع في الاستثمارات والأدوات الإسلامية ،بغرض فتح المجال لتجديد وابتكار الأدوات وهو جوهر الهندسة المالية كما أن الاستجابة لهذه المتطلبات يحقق بالضرورة أبعاد الصناعة المصرفية الإسلامية .

ومن خلال هذا المبحث تم التعرف على الجانب النظري للصناعة المصرفية الإسلامية ، حيث تم التعرف على أهم خصائصها والمبادئ التي تقوم عليها والتي تعتمد على الشريعة الإسلامية كمصدر تشريعي لها حيث تحقق العديد من الأهداف وسيم ألقاء الضوء على منتجات الصناعة المصرفية الإسلامية من خلال المبحث الموالي .

### المبحث الثالث : منتجات الصناعة المصرفية الإسلامية

عمل الخبراء والفقهاء وفق الشريعة الإسلامية على إيجاد ابتكارات مالية وتقنيات تمويل مختلفة من خلال الصناعة المصرفية الإسلامية من أجل تحقيق أهدافها المسطرة ، اهمها إيجاد منتجات إسلامية قادرة على منافسة المنتجات الهندسة المالية التقليدية ومن خلال هذا المبحث سيتم إلقاء الضوء على منتجات الصناعة المصرفية الإسلامية المختلفة من صكوك ومشتقات مالية وتوريق الإسلامي .

#### المطلب الأول : الأوراق المالية الإسلامية (الصكوك الإسلامية):

تعتبر من اهم الابتكارات المالية الإسلامية و بالتالي لابد من التطرق إلى التعريف بها و أنواعها وآليات إصدارها .

#### الفرع الأول : تعريف الصكوك الإسلامية:

استطاع الفقهاء الماليون بالمؤسسات المصرفية الإسلامية تطوير مجموعة من الأدوات المالية الإسلامية تراعي اعتبارات إدارة السيولة والموجودات في المؤسسات المصرفية الإسلامية دون أن تتضمن علاقة الدائنية

والمديونية. ومن أبرز ما تحقق من خلال الصناعة المصرفية الإسلامية نجد فكرة الصكوك كبديل عملية للسندات القائمة على الفائدة.

تعتبر صكوك الاستثمار الشرعية إذن بديلا للسندات المحرمة التي تمثل التزاما برد المبلغ مع فائدة مضافة إليه باعتبارها قروضا ربوية. و تعرف صكوك الاستثمار الشرعية بأنها: "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في وحدات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيم أصدرت من أجله". ومن هذا التعريف يتضح الآتي<sup>1</sup>:

- الصك أداة ملكية محددة لجمع الأموال من المستثمرين، ويمثل ملكية صاحبه الموثقة والشائعة في موجودات المشروع.

- تأسيسا على أن الصك أداة ملكية لذلك فإن لأصحابه الحق في الأرباح (أن وجدت) التي يحققها المشروع، ويستلزم ذلك ضرورة فصل الذمة المالية للمشروع عن الذمة المالية للجهة المنشئة له.

- قابلية الصك للتداول في البورصة، وهذه تمثل ميزة مفيدة جدا للمؤسسات المالية .

### الفرع الثاني : أنواع الصكوك الإسلامية :

وتتمثل أنواع الصكوك الإسلامية في الأنواع الموالية :

#### أولا: صكوك المقارضة (المضاربة):

وتعرف بأنها الوثائق المحددة (والموحدة) القيمة والتي تصدر بأسماء مالكيها مقابل الأموال التي قدموها لصاحب مشروع بعينه، بقصد تنفيذ المشروع واستغلاله وتحقيق الربح، ويحصل مالكوها على نسبة محددة من أرباح المشروع، ولا تنتج هذه الصكوك أي فوائد. وتعتمد هذه الصكوك في أساسها الفقهي على المضاربة، لأنها تمثل حصصا شائعة في رأسمال المضاربة متساوية القيمة، وتتوافر فيها شروط عقد المضاربة من الإيجاب والقبول، ومعلومية رأس المال ونسبة الربح<sup>2</sup>.

#### ثانيا: صكوك المشاركة:

وهي عبارة عن صكوك استثمارية تمثل ملكية رأسمال المشاركة، ولا تختلف عن صكوك المقارضة إلا في تنظيم العلاقة بين جهة الإصدار الزراعية للصكوك وحملة الصكوك، وقد تشكل الجهة المنوط بها (الإدارة) لجنة للمشاركين يرجع إليهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية. ومن تطبيقات صكوك المشاركة، أن تشترك فيها

<sup>1</sup> قندوز عبد الكريم ومداني أحمد : الأزمة المالية و استراتيجيات تطوير المنتجات المالية الإسلامية ، ورقة بحثية ، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية ، المركز الجامعي بخميس مليانة عين الدفلة ، الجزائر ، سنة 2010 ، ص: 6 .

<sup>2</sup> عبد الكريم قندوز: مرجع سبق ذكره ، ص: 180.



الدولة أو شركة مساهمة من طرف ومالكي الصكوك من طرف آخر لتمويل شراء عقارات مثلا تديرها جهة متخصصة وذلك بهدف تحقيق عائد يتم توزيعه على المالكين بنسبة ما يملكه كل منهم<sup>1</sup>.

### ثالثا: صكوك السلم:

هي صكوك تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل، والسلعة مؤجلة التسليم هي من قبيل الديون العينية، لأنها موصوفة تثبت في الذمة. لا يزال في ذمة البائع، لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو للتداول في حالة إصدار الصك من قبل أحد الطرفين: البائع أو المشتري، فهي من قبيل الاستثمارات المحتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق<sup>2</sup>.

### رابعا: صكوك الإستصناع :

هي في حقيقتها كصكوك السلم، إذ تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل، والسلعة هي من قبيل الديون العينية، لأنها موصوفة تثبت في الذمة، إلا أنه يجوز تأجيل ثمنها، والمبيع في الحالتين لا يزال في ذمة الصانع أو البائع بالسلم، لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو التداول في حالة إصدار الصك من قبل أحد الطرفين: البائع أو المشتري<sup>3</sup>.

### خامسا: صكوك الإجارة:

وتعرف على أنها: "صكوك متساوية القيمة تمثل أجزاء متماثلة مشاعة في ملكية أعيان معمرة مرتبطة بعقود إجارة أو تمثل عدداً متماثلاً من وحدات خدمة موصوفة تقدم من ملتزمها لحامل الصك في وقت مستقبلي. فهذه الصكوك تمثل أعيان معمرة أو ملكية خدمات مستقبلية"<sup>4</sup>.

### سادسا: شهادات الاستثمار الإسلامي:

تقوم هذه الشهادات على أحكام المضاربة في شكلها وجوهرها، ففي هذا النوع يكون أصحاب الودائع أو الشهادات هم أرباب المال، وتقوم الجهة المصدرة بدور المضارب مع الاتفاق على نسبة الربح وتحمل صاحب المال الخسارة، والمضارب يخسر عمله، تصدرها المصارف والمؤسسات المالية، ولا يقل أجلها عن عام، أو مضاعفات العام وهي نوعان: شهادات الاستثمار المخصص، وشهادات الاستثمار العام<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز: مرجع سبق ذكره ، ص: 180 .

<sup>2</sup> نوال بن عمارة : الصكوك الإسلامية و دورها في تطوير السوق المالية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية –البحرين- ، مجلة جامعية، عدد 09، جامعة ورقلة ، الجزائر ، سنة 2011 ، ص : 257 .

<sup>3</sup> مختار بونقاب : مرجع سبق ذكره ، ص: 51 .

<sup>4</sup> أمال لعمش : مرجع سبق ذكره ، ص : 110 .

<sup>5</sup> عبد الكريم قندوز: مرجع سبق ذكره ، ص: 181 .

سابعاً: صكوك المغارسة :

وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس<sup>1</sup>.

ثامناً: صكوك المساقاة :

وهي تلك التي يكون الغرض من إصدارها سقي الأشجار المثمرة ورعايتها ويتحصل أصحابها على حصة من الثمار<sup>2</sup>.

تاسعاً: صكوك المرابحة :

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك، وتقوم هذه الصكوك على مبدأ المرابحة، الذي ينتج ديناً في ذمة مصدر الصك، وعندما يصبح للصك حكم الديون فلا يجوز تداوله بأعلى أو أقل قيمة من قيمته، لأن الديون تقضى بأمثالها<sup>3</sup>.

عاشراً: صكوك المزارعة :

هي وثائق متساوية القيمة تصدر بغرض تمويل مشروع زراعي ويصبح لحاملها حصة في المحصول الناتج<sup>4</sup>.

ولجميع الانواع المذكورة سابقا من الصكوك آلية إصدار موحدة والشكل رقم (1) الموالي يبين أنواع

الصكوك وقابليتها لتداول

الشكل رقم(1): تقسيم الصكوك حسب قابليتها لتداول .



المصدر: عبد الكريم قندوز: مرجع سبق ذكره ، ص:182 .

<sup>1</sup> مختار بونقاب : مرجع سبق ذكره ، ص: 51 .

<sup>2</sup> نوال بن عمارة : مرجع سبق ذكره ، ص : 257 .

<sup>3</sup> أمال لعش : مرجع سبق ذكره ، ص : 109 .

<sup>4</sup> مختار بونقاب : مرجع سبق ذكره ، ص: 50 .

الفرع الثالث : آليات إصدار الصكوك الإسلامية :

تتم عملية التصكيك من خلال قيام مؤسسة ما بتجميع أصولها غير السائلة و تحويل ملكيتها إلى صندوق ومؤسسة أخرى تقوم بإصدار الصكوك و تسنيدها لتلك الأصول ،بعد طرحها للتداول في الأسواق المالية، وتشهد عملية إصدار و تداول الصكوك الإسلامية خمس مراحل ،يمكن أن يكون لكل مرحلة من هذه المراحل حكم شرعي خاص بها وهي<sup>1</sup> :

- المرحلة الأولى : مرحلة التأسيس والاكنتاب الأفضل هو إتمام الإصدار تحت رقابة جهة غير ذات مصلحة بتنظيم الإصدار ووضع شروطه وبياناته وتحديد نسب الأرباح التي يختص بها المتقاعدون .
- المرحلة الثانية : وهي مرحلة تجميع النقود قبل أن تتحول إلى أعيان أو منافع .
- المرحلة الثالثة : تحويل النقود كلها أو معظمها إلى أعيان و منافع أو حقوق معنوية .
- المرحلة الرابعة : تحويل السلع والأعيان والمنافع إلى أثمان عاجلة النقود وأجلة الديون من خلال المرابحة والبيع الآجل بالتقسيط .

- المرحلة الخامسة : مرحلة التصفية أو إطفاء الصكوك عند توقف نشاط الشركة أو صندوق الاستثمار .

ويشترك في آلية إصدار صكوك الاستثمار الإسلامية الأطراف التالية<sup>2</sup>:

1. مصدر الصك (جهة الإصدار) : وهو من يستخدم حصيلة الاكنتاب بصيغة شرعية ومصدر الصك قد يكون شركة أو فرد أو حكومة أو مؤسسة مالية .
2. وكيل الإصدار : وهو مؤسسة وسيطة تتولى عملية الإصدار نيابة عن المصدر مقابل أجر يحدد في نشرة الإصدار .
3. مدير الإصدار : وهو المؤسسة الوسيطة التي تتوب عن المكتتبين حملة الصكوك في تنفيذ عقد الإصدار مقابل أجر .
4. متعهد الإصدار : وهو المؤسسة الوسيطة التي تتعهد بدفع حقوق حملة الصكوك بعد تحصيلها .
5. مدير الاستثمار : يقوم بأعمال الاستثمار بتعيين من مدير الإصدار وفقا لما تحدده نشرة الإصدار .
6. أمين الاستثمار : وهو المؤسسة المالية الوسيطة التي تتولى مصالح حملة الصكوك والإشراف على مدير الإصدار وتحفظ بالوثائق والضمانات وذلك على أساس عقد وكالة بأجر تحدده نشرة الإصدار وحامل الصك .

<sup>1</sup> علام عبد النور : دور الصكوك الإسلامية كبديل للسندات التقليدية في تطوير التمويل المستدام ، دراسة حالة مقارنة بين التجربة الماليزية والخليجية،رسالة لنيل شهادة ماجستير ، جامعة فرحات عباس سطيف ، الجزائر ،سنة 2011/2012 ، ص : 36 .  
<sup>2</sup> ساسية جدي : مرجع سبق ذكره ، ص: 161 .

## المطلب الثاني : المشتقات المالية الإسلامية والتوريق الإسلامي:

من خلال هذا المطلب يتم التطرق إلى للمشتقات المالية و التوريق الإسلامي والتعرف عليها وكذلك التطرق إلى مجموعة من المنتجات الأخرى ، لأهمية هذه المنتجات بالنسبة لصناعة المصرفية الإسلامية .

### الفرع الأول : المشتقات المالية الإسلامية:

يتضمن الحكم الشرعي و كذلك التكيف الفقهي للمشتقات المالية في ما يلي :

#### أولا : الحكم الشرعي للمشتقات المالية:

تثير عقود المشتقات المالية بصورتها الراهنة مجموعة من الإشكالات الفقهية ، أهمها<sup>1</sup>:

- التعارض مع قاعدة العدالة التي تمثل الأصل في العقود ، والتي أمر بها الله عز وجل ، حيث أنه في هذا النوع من العقود تعارض مصلحة المتعاقدين تعارضا بينا فما كان منفعة لأحد الأطراف يمثل ضررا للطرف الآخر .

- تعارض عقود الخيار الشرطية مع عقد الشارع لتحقيق العدل ، فالخيار لم يشرع لكي يرى المستفيد منه هل يكون تطور الأسعار لصالحه فينفذ الصفقة أم لا يكون كذلك فيختار فسخ العقد ... فعدم العدل في هذه العقود يكمن في إعطاء أحد المتعاقدين فرصة واسعة لأن يحقق أرباحا على حساب التعاقد الآخر .

- اعتبار الشروط المرافقة لعقود الخيار من الشروط الفاسدة ، فالشروط الفاسدة تضم كل شرط لا يقتضيه العقد أو يكون فيه منفعة لأحد المتعاقدين لا يوجبها العقد أو فيه شروط ليست من مقتضى العقد أو تنافي مقتضى العقد ، أو تشتمل على غرض يورث التنازع .

- ينتفي فيها الملك و القدرة على التسليم و يسوى الفرق ربحا أو خسارة أو يتم نقل المراكز ببيع ما اشترى أو شراء ما يبيع كل ذلك دون قبض ، فهذه العقود من قبيل بيع الإنسان ما ليس عنده ( وقد حرم الإسلام بيع الإنسان ما ليس عنده فعن حكيم بن حزم رضي الله عنه قال : قلت يا رسول الله يأتيني الرجل فيريد مني البيع ليس عندي ، فأبتاعه له من السوق ؟ فقال **صلى الله عليه وسلم**: " لا تبع ما ليس عندك " <sup>2</sup> ، و بيع ما لم يقبض) كما حرم الإسلام بيع الانسان ما اشتراه الإنسان قبل القبض ، فعن عبد الله ابن عمر رضي الله عنه ان النبي **صلى الله عليه وسلم** قال : " من ابتاع طعاما فلا يبعه حتى يستوفيه " <sup>3</sup> ، وبيع الكالئ بالكالئ .

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز: مرجع سبق ذكره ، ص ص: 190- 191 .

<sup>2</sup> رواه الترمذي

<sup>3</sup> رواه البخاري .

- أغلب البيوع الشرعية صورية ولا يجري تنفيذها ولا يترتب عليها بالتالي تملك ولا تملك فلا المشتري يملك المبيع ، ولا البائع يملك الثمن ، ولما كانت عقود البيع إنما وضعت شرعا لإفادة التملك ، ولما كانت عقود الخيار غير مؤدية لهذا الغرض كانت غير محققة لهذا المقتضى ، وما خالف مقتضى العقد فهو باطل .

- الغرر في عقود الخيار ، فهذه العقود تترافق مع غرر كبير يتمثل في الجهالة والترقب وانتظار تقلبات الأسواق و ما تأتي به من ارتفاع أو انخفاض في أسعار السلع أو الأوراق المالية ، وما ينجم عن كل ذلك من خسائر للبعض ومكاسب .

### ثانيا : المشتقات المالية الإسلامية كبديل لتقليدية :

لقد تم تكييف العقود في الشريعة الإسلامية (المشتقات المالية الإسلامية كبديل لتقليدية) وفق ما يلي :

#### 1. عقود الخيار وتكييفها الفقهي :

تتمثل عقود الخيار في نوعين عقود خيار الشراء وبيع العريون وعقد خيار البيع هو التزام أو ضمان أو كفالة :

#### أ. عقد خيار الشراء و بيع العريون :

حيث يدخل الشخص في العقد اللازم (البيع أو الإجارة أو الاستصناع)، ويشترط لنفسه حق الفسخ بإرادته المنفردة خلال مدة معلومة، وهو ما يتيح الفرصة للتحوط في الحصول على سلعة يؤمل الربح منها، وله الحق في عرض محل الخيار لطرف آخر خلال مدة العقد دون أن يكون هناك اقتران بالربح لأن ذلك يسقط الخيار ، يعتبر العريون جزءاً من ثمن السلعة، يدفعه المشتري للبائع تعويضاً عن حبسه لسلعته، حيث يدخل ضمن الثمن المتفق عليه في العقد في حالة التنفيذ، ويكون حقاً للبائع إذا تنازل المشتري عن حقه في التنفيذ<sup>1</sup>.

وتجدر الإشارة إلى أن العريون يقوم على دفع المشتري لمبلغ من المال مقابل الحق في شراء أصل مالي معين بثمن محدد خلال فترة معينة، على أن يتم تملك الأصل في حالة إتمام العقد، أو خسارة المبلغ المدفوع مقدماً في حالة العكس، إلا أن بيع العريون يختلف عن الخيار في أنه لا يستخدم من أجل الاستفادة من فروق أسعار الأصل المالي، بل من أجل شراء الأصل في حد ذاته والانتفاع به، على أنه إذا ثبت له أن الأصل مناسب أمضى الشراء، وإلا فإنه يخسر العريون<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> ساسية جدي : مرجع سبق ذكره ، ص: 155 .

<sup>2</sup> عبد الكريم قنوز: مرجع سبق ذكره ، ص : 195 .

ب. عقد خيار البيع هو التزام أو ضمان أو كفالة :

الأرجح من آراء الفقهاء جواز أخذ الأجرة على الالتزام أو الضمان أو الكفالة ، لقوة الأدلة خاصة وجود معاملات مالية تبتعد بالكفالة عن عقود التبرعات ، ويتحقق من خلالها مصالح و مكاسب لطرفي المعاملة ، وبما لا يخالف المقاصد الشرعية<sup>1</sup>. و قياسا على هذا الحكم يمكن القول بجواز خيار العرض أو الدفع إذا خلا من المخالفات الشرعية الأخرى فمالك الأوراق المالية الذي يدفع العمولة مقابل أن يكون له حق البيع في الفترة المتفق عليها يقوم بحماية ممتلكاته بشراء التزام من الطرف الآخر بضمان هذه الأوراق بشرائها إذا رغب الطرف الأول<sup>2</sup>.

## 2. المستقبلات في إطار عقد الإستصناع :

تعتبر المستقبلات من بين العقود التي يتم فيها تسليم البديلين في وقت لاحق، ولقد اتفق الفقهاء على عدم جواز التعامل بالمستقبلات وذلك للأسباب التالية<sup>3</sup>:

- يعتبر تأجيل تسليم الثمن والمثمن من بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه.
- تشتمل العقود المستقبلية على الربا المتفق على تحريمه، وهذا في حالة العقود على الذهب والفضة التي يشترط فيها التقابض والا وقع المتعاقدان في ربا النسيئة.
- تنتهي هذه العقود بالتسويات النقدية، ويعتبر من قبيل القمار الظاهر إذا كان هذا مشروطاً في العقد، ومن باب القمار في معناه إذا كانت التسوية غير مشروطة؛ الأمر الذي يحقق الغنم لطرف على حساب طرف آخر.

وقد تم تكييف العقود المستقبلية على أساس عقد الاستصناع الذي يمكن أن يتأخر فيه تسليم الثمن والمبيع في مجلس العقد، وبخاصة في الحالات التي يكون فيها محل الاستصناع مرتفع القيمة، بحيث يمكن حتى للمشتري القيام بتمويل المصنع من خلال دفعات محددة لآجال معينة. كما اشترط أن تكون السلعة موصوفة ووصفاً دقيقاً (كماً ونوعاً) على أن يتم التسليم في زمن معلوم وبكيفية معلومة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> حنان علي موسى و خنيرة محمد الأمين : منتجات الهندسة المالية الإسلامية ، الواقع و التحديات و مناهج التطوير ، مداخلة ، جامعة منتوري ، قسنطينة ، الجزائر ، دون تحديد تاريخ ، ص : 15 .

<sup>2</sup> عبد الكريم قندوز: مرجع سبق ذكره ، ص : 196 .

<sup>3</sup> أمال لعش : مرجع سبق ذكره ، ص : 101.

<sup>4</sup> عبد الكريم قندوز: مرجع سبق ذكره ، ص ص : 192- 193 .

### 3. العقود الآجلة في إطار عقد السلم :

لقد كُيفت العقود الآجلة على أساس عقد السلم الذي يتفق فيه الطرفان على التعاقد على بيع بثمن معلوم يتأجل فيه تسليم السلعة الموصوفة بالذمة وصفاً مضبوطاً إلى أجل معلوم، على أن لا يكون كلا البديلين مؤجلين<sup>1</sup>.

#### الفرع الثاني : التوريق الإسلامي

التوريق الإسلامي من العمليات الحديثة التي عرفت انتشاراً واسعاً في الدول الإسلامية التي تعتمد على المؤسسات المصرفية الإسلامية .

#### أولاً: التوريق من المنظور الإسلامي :

التوريق التقليدي يدخل في باب الديون ، فإذا بيعت محفظة القروض لمن عليه الدين فيشترط الفقهاء لجواز ذلك إن تدفع قيمة الدين حالاً (نقداً) لا على سبيل الأجل أما إذا بيعت محفظة القروض لغير من عليه الدين (و هو واقع الحال في التوريق) فقد اتفق الفقهاء على عدم جواز ذلك على سبيل الأجل، أما إذا تم البيع حالاً فيرى جمهور الفقهاء عدم جواز ذلك أيضاً بينما يرى المالكية جواز ذلك بشروط خاصة. فالتوريق بصورته الراهنة لا يجوز شرعاً ، فهو في حقيقته بيع كالي بكالٍ كما أن محفظة القروض تباع بأقل قيمتها و هذا يقع في دائرة الربا المحرم<sup>2</sup>.

#### ثانياً: أهمية التوريق الإسلامي :

يعتبر التوريق من منتجات الهندسة المالية و هو يعتبر عملية تمويلية متطورة، و ما هو يتم في السوق المالية الإسلامية في صورة الإجارة و المشاركة و المضاربة، أما الديون فيمكن توريقها عند الإنشاء و لا تتداول، و هو ما يتم في السوق المالية الإسلامية بصكوك المرابحة و السلم و الاستصناع، و التي تزيد حجم التعامل بها رغم حداثتها على 180 مليار دولار و تتوسع يومياً وتتعامل بها بعض الدول الغربية. عملية التوريق الإسلامي من الحلول العملية لتفعيل الأسواق المالية و أداة احترازية ، كذلك يمكن الاستفادة منها في تطوير الأسواق المالية العربية الإسلامية و حمايتها من الأزمات المالية، فعملية التوريق إحدى الأدوات المالية قصيرة الأجل الهامة التي يمكن الاستفادة بها في سوق النقد لتوفير متطلبات السيولة ، إلى جانب إدارة المخاطر بالصورة التي تحقق أهداف المؤسسات<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> أمال لعش : مرجع سبق ذكره ، ص : 101.

<sup>2</sup> عبد الكريم قندوز: مرجع سبق ذكره ، ص: 198 .

<sup>3</sup> حنان علي موسى ، خنيوة محمد الأمين : مرجع سبق ذكره، ص : 19.

ثالثا: طرق التوريق الإسلامي :

لعلاج مشكل جفاف السيولة و حماية الأسواق العربية الإسلامية من خطر الأزمات المالية في حالة تطبيق التوريق الإسلامي للديون يجب تتبع طرق عديدة، فإذا كان على المؤسسة ديون في ذمتها للغير وترغب في عدم وفائها بالتزاماتها نقدا لعدم توفر السيولة الكافية لذلك أو غيرها من الأسباب الأخرى ، يمكنها تتبع أحد الطرق التالية<sup>1</sup>:

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

- إذا كانت المؤسسة المالية تمتلك سلعا عينية كالسيارات أو الآلات أو غيرها، تريد التخلص منها ومن كلفة تخزينها و صيانتها ، فيمكن عرضها على الدائنين لمبادلتها بديونهم التي هي على ذمة المؤسسة ومن ثم ستحقق المؤسسة فائدتين، التخلص من مخزون سلعي يمثل عبئا ماليا وكلفة دائمة على المؤسسة مع الوفاء بالدين وسقوط الالتزام عن ذمتها .

- إصدار سندات ملكية لأعيان مؤجرة لتشجيع الدائنين على مبادلة ديونهم مقابل تلك السندات، وهي تختلف عن سندات الملكية العادية و إنما هي عين مملوكة مؤجرة تدر عائدا محددًا معروفاً.

الفرع الثالث : منتجات مصرفيه إسلامية أخرى:

تتمثل في مجموعة من المنتجات المختلفة وهي المنتجات المركبة وبطاقات المصرفية الإسلامية :

أولاً: المنتجات المركبة :

سيتم الإشارة هنا إلى بعض النماذج التمويلية التي قام العلماء المعاصرون المتخصصون في الاقتصاد الإسلامي بتطويرها باستخدام الصناعة المصرفية ، و منها :

1. المرابحة من خلال المشاركة :

بالرغم من أن المرابحة صورة من الدين الذي جاءت الشريعة بالترغيب عنه ، إلا أن شيوعها اليوم ، وإقبال المصارف الإسلامية عليها يستوجب محاولة إعادة صياغتها بصورة أقرب إلى نموذج الوساطة المالية المبنية على النيابة أو المشاركة . إذن يقوم هذا النموذج على إعادة هندسة بيع المرابحة للأمر بشراء من خلال عقد المشاركة ، وذلك كما يلي : لنفرض أن هناك وكيلًا للسيارات يرغب في زيادة مبيعاته ، و يعتقد أنه إذا مكن زبائنه من الشراء بالتقسيط فسوف يحقق هدف ومن ثم يتحسن دخله . لكن هذا الوكيل لا يملك

<sup>1</sup> حنان علي موسى ، خنيرة محمد الأمين : مرجع سبق ذكره، ص: 20 .



السيولة الكلية ، كما أنه لا يملك الآليات الضرورية لمتابعة المدينين و تحصيل الأقساط ، لكنه يملك الخبرة الكافية بالسوق والأسعار والبضائع .ومن جهة أخرى هناك مصرف يرغب في استثمار فائض السيولة لديه في مشروع منخفض المخاطرة ولا يستلزم خبرة متخصصة ، ويرى أن البيع الآجل فرصة جيدة لهذا الغرض<sup>1</sup> . يدخل المصرف شريكا مع وكيل السيارات على النحو التالي<sup>2</sup> :

- يخصص الوكيل مبلغا من المال ، مثلا مليون دينار ، للبيع بالتقسيط ، ويخصص المصرف مليونين لنفس الغرض ، و يفتح بهما حساب مشترك لدى المصرف . و يستخدم هذا الحساب لتمويل السيارات المباعه بالتقسيط .

- يتولى الوكيل إجراءات البيع ونقل الملكية و ما يتعلق بها ، والتأكد من جودة السيارة المباعه وخلوها من العيوب . بينما يتولى المصرف متابعة الأقساط ومراقبة رصيد المدين لدى المصرف.

- الأرباح التي يجنيها هذا الحساب المشترك توزع بين الوكيل و المصرف بالاتفاق . فهذه الصيغة في الحقيقة شركة عنان، ساهم فيها كل من المصرف ووكيل السيارات بالمال والعمل، والأرباح توزع بينهما لاحظ أن أي سيارة تباع من خلال هذا الحساب تعتبر مملوكة شركة بين الوكيل وبين المصرف . وكل منها استحق الربح بموجب ماله وعمله .

### 2. نموذج الوكالة بالأجر :

ويقوم هذا النموذج على إعادة هندسة علاقة المودعين مع المصرف الإسلامي، من علاقة المضاربة المشاركة التي تثير مشكلة تطبيقية وهي مسألة التداخل الزمني ،اختلاف مواعيد السحب والإيداع بين المودعين ومواعيد بدء وتصفية الاستثمارات التي استخدمت فيها أموال المودعين ، وهو يحول دون تحديد الربح أو الخسارة الفعلية العائدة لأي ودیعة بعينها ، ويقترح الباحثين أن تكون علاقة المصرف بالمودعين قائمة على أساس الوكالة بأجر بدلا من المضاربة ، حيث يعتبر المصرف وكيلا عن المودعين في استثمار أموالهم لقاء أجر ثابت أو نسبة من مبلغ الوديعة ذاتها ، وهذا المقترح يجعل دخل المصرف مستقبلا عن مواعيد ونتائج عمليات الاستثمار الفعلية<sup>3</sup> .

### 3. نموذج سندات الإجارة الموصوفة في الذمة :

سندات الإجارة هي نوع مبتكر من السندات الإسلامية ، وهي جمع بين السند كأداة مالية و عقد الإيجار وعقد السلم ، و آليتها أن تكون هناك خدمة موصوفة في الذمة مثل التعليم الجامعي مثلا ، بحيث يكون

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز: مرجع سبق ذكره ، ص: 185 .

<sup>2</sup> أمال لعش : مرجع سبق ذكره ، ص : 120 .

<sup>3</sup> عبد الكريم قندوز: مرجع سبق ذكره ، ص: 186 .

الوصف تفصيلا ، ولا يدع مجالاً للخلاف كأن يكون تعليم طالب جامعي ، تتوفر فيه شروط معينة، ويحدد له مساق دراسي معلوم بزمنية و مدته ووصفه ، بعد ذلك تقوم الجامعة وهي مقدمة خدمة التعليم الجامعي بإصدار سندات خدمة موصوفة في الذمة تمثل تعليم الطالب في الجامعة على أن تقدم هذه الخدمة الموصوفة في الذمة بعد عشر سنوات مثلا . ويمثل السند حصة ساعية واحدة ، ولحامل هذا السند الحق في الحصول على الخدمة الموصوفة مقابل ما يدفعه الآن من ثمن للسند الذي يمثل ملكيته للمنفعة . إن هذا المبتكر يحقق ميزة الكفاءة في تعبئة المدخرات ، وميزة التخصيص الكفء للموارد ، وتحقيق السيولة والربحية والضمان لكافة أطراف العلاقة بشكل كفؤ ، وهو ما تهدف إليه الصناعة المصرفية الإسلامية<sup>1</sup>.

### ثانيا: البطاقات المصرفية الإسلامية :

وتتمثل أهم البطاقات المصرفية الإسلامية في الأنواع التالية :

#### 1. بطاقة الخصم الفوري :

تعطى هذه البطاقة للشخص الذي يكون لديه رصيد في حسابه لدى المصرف المصدِر للبطاقة، إذ تمكن حاملها من الحصول على السلع والخدمات فضلا عن السحب النقدي دون أن يدفع شيئا، حيث تخصم قيمة مشترياته أو خدماته أو مسحوباته النقدية فورا من حسابه في المصرف الذي أصدر البطاقة، وذلك من خلال أجهزة الكترونية تابعة للمصرف المصدر ، ويكون الحد الأعلى للائتمان هو رصيد الحساب الموجود في المصرف، فيدفع حاملها أثمان السلع ومقابل الخدمات في حدود رصيده الموجود، ويتم الحسم منه فورا، ولا يحصل على ائتمان ، وهذه البطاقة ليست بطاقة ائتمانية، لأن المصرف مصدر البطاقة لا يمنح العميل أي ائتمان (قرض)<sup>2</sup>، ولأن قيمة مسحوبات ومشتريات العميل تخصم فورا من رصيده لدى المصرف، ويجوز التعامل بهذه البطاقات في البيع والشراء وغير ذلك، ولو أخذ المصرف رسوما نسبية أو أجورا مقطوعة، مقابل استعمالها أو إصدارها، أما عن التكليف الفقهي لهذه البطاقات فإن حامل البطاقة يعتبر مقرضا للمصرف، لأن العميل لديه رصيد يغطي كل العمليات التي يستخدم فيها البطاقة، وهذا الرصيد يعتبر ديناً على المصرف، وعلى هذا فالرسوم التي يأخذها المصرف لا محذور فيها لأن المحرم شرعا أن يكون في القرض فائدة للمقرض وليس للمقترض، والمصرف هنا مقترض وليس مقرضا<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز: مرجع سبق ذكره ، ص: 186- 187 .

<sup>2</sup> إبراهيم محمد شاشو: بطاقة الائتمان حقيقتها وتكليفها الشرعي ، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 27 ، العدد: 03 ، سنة 2011، ص ص: 657-658 .

<sup>3</sup> مختار بونقاب : مرجع سبق ذكره ، ص: 54 .

## 2. بطاقات الخصم الشهري :

هي بطاقة تمكن حاملها من استخدامها بعمليات الشراء المختلفة، وتلقي الخدمات في شتى أنحاء العالم، إضافة إلى عمليات السحب النقدي من خلال الأجهزة التابعة للمصارف المصدرة في جميع أنحاء العالم ، ومن البطاقات المشهورة لهذا النوع: بطاقة أمركان ،إكسبريس، وداينرز كلوب، ومن أبرز خصائص هذه البطاقة<sup>1</sup>:

- يمنح المصدر (المصرف) صاحب البطاقة ائتمانا لحد معين يخوله حق الاستدانة في حدوده لأجل قصير ما بين وقت الشراء وأجل سداد رصيد الحساب، وهي فترة قد تصل إلى 60 يوما، وفي حالة تأخر صاحب البطاقة عن وفاء، فإن المصدر يحمله غرامة تأخير وهذا يعتبر من قبيل الربا .
- يدفع العميل رسوم اشتراك مرة واحدة ورسوم تجديد سنوية .
- ليس فيها تسهيلات ائتمانية مميزة(أي لا يقسط المبلغ المستحق)، فهي تستعمل في تسديد المستحقات في حدود مبلغ معين ولفترة محدودة، وبالتالي فهي أداة إقراض وأداة وفاء معا، ولهذا أطلق عليها البعض بطاقة الوفاء.

من خلال هذا المبحث تم التعرف على أهم المنتجات المصرفية الإسلامية والتي هي في الأصل منتج للهندسة المالية التقليدية لكن تم تكيفها وفق مبادئ الشريعة الإسلامية بحيث أصبحت أكثر أمانا في المعاملات بالنسبة للأفراد والمؤسسات من نظيرتها التقليدية حيث لقيت رواجاً في مختلف الدول الإسلامية وحتى الدول الغربية .

<sup>1</sup> فتحي شوكت و مصطفى عرفات :بطاقات الائتمان البنكية في الفقه الإسلامي، مذكرة ماجستير ، كلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية، نابلس ، فلسطين ، 2007 ، ص ص: 20- 21 .

### خلاصة الفصل :

الصناعة المصرفية الإسلامية لا تختلف عن نظيرتها التقليدية من حيث الجوهر وهو الحث على الابتكار والبحث عن قنوات وأدوات جديدة تتماشى والتغيرات السريعة والتطورات التي تحدث في الأسواق المالية، غير انها تختلف عنها من حيث الوسيلة والغاية والأهداف ذلك لأن الصناعة المصرفية الإسلامية لا تهتم فقط بالمصالح الشخصية ، بل تهتم بالمصالح الشخصية والعامة ففي هذا الفصل تم التعرف المؤسسات المصرفية الإسلامية وإنجازاتها المختلفة ومساهمتها في الاستقرار الاقتصادي بفضل منتجاتها التي تعمل دور مزدوج في صالح الفرد و المجتمع على حد سواء وكذلك الابتعاد على نسب الفائدة التي تعتبر محرمة في الشريعة الإسلامية وتعويضها بصيغ أخرى ذات طابع إنساني بحيث يشترك المقرض والمقترض في الربح والخسارة خلاف النظام التقليدي حيث أن المقترض يتحمل كل الخسارة ، وكذلك تم إلقاء الضوء على مفهوم الصناعة المصرفية الإسلامية وخصائصها وأهدافها ، حيث مازال البحث والتطوير في منتجاتها قائما من أجل التحديات التي تفرضها عليها المنتجات الصناعة المصرفية التقليدية ، ومن خلال الفصل الموالي سيم التعرف على أهم التجارب المصرفية الإسلامية المتمثلة في التجربة الماليزية .

## الفصل الثالث :

### واقع الصناعة المصرفية الإسلامية

#### (دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي)

المبحث الأول: نظرة عامة حول الاقتصاد والمصارف الإسلامية الماليزية

المبحث الثاني : سوق رأس المال الماليزي ودور آليات التمويل الإسلامي

المبحث الثالث : دور الهندسة المالية في الصناعة المصرفية الإسلامية

## مقدمة الفصل :

بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 أصبح لدى التمويل الاسلامي قابلية وفاعلية أكثر بحيث انتشرت المنتجات المصرفية الإسلامية في العديد من الانظمة المصرفية الإسلامية و غير الإسلامية ومن خلال هذا الفصل سيتم إلقاء الضوء على اقتصاد المصارف الاسلامية في ماليزيا مع إظهار معالم تطور الاقتصاد الماليزي و كذلك هياكل النظام المصرفي الماليزي ، وبعدها يتم دراسة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي بحيث يتم التطرق إلى مفهوم الأسواق المالية الإسلامية و نشأتها و كذلك أقسامها و بعدها الهيئات الرقابية ودورها في سوق رأس المال الماليزي، في الأخير يتم التطرق إلى خصائص التجربة الماليزية وكذلك إيجابياتها و سلبياتها. ومن ثم التطرق إلى التعرف على دور الهندسة المالية في تطوير المنتجات المصرفية الإسلامية من حيث معرفة المخاطر المتعلقة بطرق التمويل الإسلامي وكيفية ادارتها بواسطة الهندسة المالية.

## المبحث الأول: نظرة عامة حول الاقتصاد والمصارف الإسلامية الماليزية

أفضت العديد من المعطيات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية في ماليزيا، إلى تبني الدولة لنظام الاقتصاد المفتوح في التنمية الاقتصادية، وقد ساعدت سياسة التجارة الحرة والاستثمار الأجنبي المباشر مدفوعا بالتصنيع الموجه للتصدير في تطور الاقتصاد بسرعة دون التقيد بصغر حجم السوق المحلية وندرة رأس المال والمعوقات التكنولوجية، ومن خلال هذا المبحث سيتم الوقوف على أهم مراحل التقدم الاقتصادي في ماليزيا وانعكاساتها على تطور النظام المالي عموما والقطاع المصرفي خصوصا .

### المطلب الأول: معالم التطور الاقتصادي الماليزي:

انشغلت ماليزيا منذ حصولها على الاستقلال في عملية بناء الدولة وكيفية تعزيزها، وبقدر ما كانت البلاد تطمح لبناء اقتصاد متين، كان التركيز الوطني ينصب دائما على الملايو المسلمين الذين يشكلون النسبة الغالبة في البلاد، كما أن الدستور كرس أولوية مكانة الملايو في عدد من القوانين والسياسات، ويمكن تقسيم التحولات التي لحقت بمسار التنمية في ماليزيا، على النحو الموالي:

#### أولا. مرحلة الانطلاق (1958-1970):

بدأت مسيرة التنمية في ماليزيا غداة الاستقلال سنة 1958، حيث تم اللجوء إلى الاستراتيجية التقليدية وهي الإحلال محل الواردات في مجال الصناعات الاستهلاكية التي كانت تسيطر عليها الشركات الأجنبية قبل الاستقلال، وكان الهدف من هذه السياسة هو الحد من الاعتماد على السلع الاستهلاكية المستوردة وتعزيز استخدام الموارد الطبيعية المحلية، وخلق فرص العمل.

واعتمدت الحكومة الضرائب على المطاط والقصدير وزيت النخيل كمصدر أساسي للإيرادات، ولكن سرعان ما تبين قصور استراتيجية الإحلال محل الواردات كمحور أساسي لعمليات التنمية المتواصلة نظرا لضيق السوق المحلية وضعف حجم الطلب المحلي، الذي عزز من ضعفه سوء توزيع الدخل بين فئات المجتمع المختلفة ، حيث تمثلت نسبة امتلاك الملايو من إجمالي أسهم الشركات الوطنية 1.5 % فقط في حين استحوذ الصينيون على 22.8 % والأجانب على 62.1 % والباقي للهنود ومصالح أخرى مما دفع بالحكومة إلى تحول جذري في نهج التنمية تجسد ذلك في توأمة أهداف القضاء على الفقر وإعادة هيكلة المجتمع لتصحيح الاختلالات الاقتصادية بين المجموعات العرقية<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> إبتسام ساعد : دور آليات التمويل الإسلامي في رفع الكفاءة التمويلية للنظام المصرفي ، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه ، جامعة محمد خيضر - بسكرة- ، الجزائر ، سنة 2017/2016 ، ص ص: 185 - 186 .

ثانيا. مرحلة التصنيع(1971-1985):

وتغطي تلك الحقبة كلا من الخطة المالايزية الثانية(1971-1975) والخطة المالايزية الثالثة (1976-1980) والخطة المالايزية الرابعة(1981-1985) حيث عرفت سنة 1971 اطلاق الحكومة مشروع " السياسة الاقتصادية الجديدة" والذي استمر حتى عام 1990، والقائم على تحسين الأوضاع الاقتصادية المالايزية عامة والعمل على معالجة قضية الفقر مع إعطاء الأولوية للمالايو لتحسين أوضاعهم الاقتصادية والاجتماعية والسياسية.

كما شهدت تلك الفترة بداية التوجه التصديري في عمليات التصنيع في تطوير مجموعة واسعة من الصناعات التحويلية الموجهة للتصدير مثل المنسوجات والسلع الكهربائية والإلكترونية ومنتجات المطاط ومنتجات أخرى، وأولت سياسة الحكومة بشكل عام دورا محوريا لرأس المال الأجنبي، وقد توسع الاقتصاد المالايزي بمعدل 7.8% سنويا خلال الفترة 1971-1980 وتراجعت حصة الزراعة من الناتج المحلي الإجمالي من 30.8% في عام 1970 إلى 22.2% في عام 1980.

في حين أن قطاع الصناعات التحويلية عرف ارتفاعا ملحوظا من 3.9% إلى 4.5%. كما زادت حصة قطاع الخدمات من 41.9% إلى 45.1% وهو ما جلب إلى حد كبير الزيادة في القيمة المضافة لهذا القطاع<sup>1</sup>.

ثالثا. مرحلة التحرير الاقتصادي(1986-2000):

تتسم هذه الفترة بإنجاز ثلاثة خطط خماسية مترابطة، وهي: الخطة المالايزية الخامسة (1986-1990) والخطة المالايزية السادسة(1991-1995) والخطة المالايزية السابعة (1996-2000)، حيث تبلور في هذه الفترة مشروع محاضير محمد في التنمية الاقتصادية المنفتحة على العالم الخارجي من دون النخلي عن المقومات الاقتصادية الوطنية، ونجح في بلورة رؤية واضحة المعالم للتنمية، بحيث شملت كل الأبعاد السياسية، الاقتصادية، الاجتماعية، الثقافية.

وانطلاقا من عام 1991 عرفت ماليزيا نهجا جديدا للتنمية عرف باسم " سياسة التنمية الجديدة" وهو جزء من برنامج طويل المدى يعرف ب " رؤية 2020" وضع بهدف تحويل ماليزيا إلى دولة صناعية بالكامل ومضاعفة نصيب الفرد من الدخل إلى أربعة أضعاف بحلول عام 2020 ، كما شهدت هذه المرحلة

<sup>1</sup> إبتسام ساعد : مرجع سبق ذكره ، ص: 186 .



## الفصل الثالث : واقع الصناعة المصرفية الإسلامية في ماليزيا

زيادة الإنفاق على البنى التحتية، وارتفاع حجم الصادرات والسلع المصنعة ولا سيما الإلكترونية، كما واصل الاقتصاد الماليزي نموه بمعدلات غير مسبوقه بلغت 8-9 % سنويا منذ 1990<sup>1</sup>.

رابعا. مرحلة التحول الاقتصادي (2001-2015):

وتشمل هذه الفترة كل من الخطة الماليزية الثامنة (2001-2005) والخطة التاسعة (2006-2010)

والعاشرة (2011-2015) والتي تهدف للوصول بماليزيا إلى مصاف الدول المتقدمة، فبعد الأزمة المالية الآسيوية في الفترة (1997-1998)، واصلت ماليزيا تسجيل معدلات نمو قوية، حيث بلغ متوسطها 5.5 % سنويا خلال الفترة (2000-2008)، كما تعافى الاقتصاد الماليزي سريعا من آثار الأزمة المالية العالمية عام 2008، وبلغ معدلات نمو متوسطها 5.7 % منذ عام 2010.

وتتميز ماليزيا اليوم باقتصاد مفتوح ودخل أعلى من المتوسط وكانت واحدة من 13 دولة حددتها اللجنة المعنية بالنمو والتنمية في تقرير النمو لعام 2008 التي سجلت معدل نمو بنسبة أكثر من 7 % سنويا لمدة 25 عاما وكذلك نجحت ماليزيا في القضاء على الفقر فنسبة الأسر التي تعيش تحت خط الفقر الوطني (8.50 دولار في اليوم) انخفض أكثر من 50 % في عام 1960 إلى أقل من 1.0 % حاليا<sup>2</sup>. ومن خلال الجدول رقم (1) الموالي نلقي الضوء على المؤشرات الاقتصادية في ماليزيا خلال الفترة (2010-2015) :

الجدول رقم (1) : المؤشرات الاقتصادية في ماليزيا للفترة (2010 - 2015) .

عدد السكان مليون نسمة	إجمالي الناتج المحلي مليار \$	معدل نمو الاقتصاد	الاستهلاك تغير سنوي %	الاستثمار تغير سنوي %	البطالة تغير سنوي %	التضخم تغير سنوي %	
28.6	247	7.4	6.9	11.9	3.2	2.0	2010
29.1	291	5.2	6.9	6.3	3.0	3.0	2011
29.5	306	5.4	8.2	19.2	3.0	1.3	2012
29.9	314	4.7	7.2	8.5	3.1	3.2	2013
30.3	329	6.6	7.1	4.7	2.8	2.7	2014
30.6	338	4.7	7.9	/	3.0	2.4	2015

المصدر : التقارير السنوية للبنك المركزي الماليزي للسنوات (2010-2015) و الموقع الإلكتروني لوزارة الإحصاء الماليزية :

<http://www.bnm.gov.my> . بتاريخ 2017/03/29 ، على الساعة 21:30 .

و يوضح الجدول أن الاقتصاد الماليزي قد عرف معدلات نمو مرتفعة نسبيا، بلغت أداها سنتي

2013 و 2015 بنسبة 4.7 % ، مقارنة بنسبة نمو 7.4 و 6.6 % في 2010 و 2014 كما توسع الطلب

<sup>1</sup> محمد غزال : دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق رأس المال ، مذكرة لنيل شهادة ماجستير ، جامعة فرحات عباس -سطيف- ، الجزائر ، سنة 2012/2012 ، ص : 158 .

<sup>2</sup> إبتسام ساعد : مرجع سبق ذكره ، ص ص: 187-188 .

المحلى بنسبة 7.9% في 2015، وقد أشار البنك المركزي الماليزي إلى أن هذه الزيادة كانت بسبب توسع الاستهلاك الخاص الذي بلغ معدل 8.8% (مقارنة بـ 7.6% سنة 2014)، بالإضافة إلى الاستقرار في سوق العمل والزيادة الملحوظة في الأجور، وهذا ما تعكسه معدلات البطالة المنخفضة<sup>1</sup>.

### **المطلب الثاني: هيكل النظام المصرفي في ماليزيا:**

مثل نظام المصارف في ماليزيا المحرك الرئيسي للموارد المالية والمصدر الرئيسي للتمويل من أجل دعم النشاطات الاقتصادية، ويقوم الوسطاء الماليون من غير المصارف - المؤسسات المالية للتنمية وشركات التأمين وصناديق الادخار والمعاشات والقائمين على التكافل - بدور مكمل للمؤسسات المصرفية في تحريك المدخرات وتلبية الاحتياجات المالية للاقتصاد ويتكون النظام المصرفي الماليزي من المصرف المركزي الماليزي، والمصارف التجارية، والمصارف الإسلامية وشركات التمويل، ويشمل فروع المصارف الأجنبية والبنوك الخارجية.

#### **أولاً : المصرف المركزي:**

يمثل بنك نيغارا ماليزيا - البنك المركزي - قمة الهيكل المالي والبنكي في الدولة، تأسس بتاريخ 26 جانفي 1959 وفقاً لقانون "المصرف المركزي 1958"، وتتمثل الأهداف الرئيسية حسب تعريفها في قانون بنك ماليزيا المركزي لعام 2009 في<sup>2</sup>:

1. تعزيز الاستقرار النقدي والمالي بما يخدم استدامة النمو للاقتصاد الماليزي.
2. تتمثل المهام الرئيسية للمصرف فيما يلي:
  - وضع وإدارة السياسة النقدية في ماليزيا.
  - إصدار العملة.
  - التنظيم والإشراف على المؤسسات المالية الخاضعة للقوانين المطبقة من قبل المصرف.
  - ممارسة الرقابة على أنظمة الدفع، والنقد وأسواق الصرف الأجنبي.
  - إدارة الاحتياطات الأجنبية.
  - القيام بدور المستشار المالي، والوكيل المالي والمصرفي للحكومة.
3. يتمتع المصرف بجميع الصلاحيات اللازمة لتنفيذ أغراضه والقيام بوظائفه.

<sup>1</sup> إبتسام ساعد : مرجع سبق ذكره ، ص: 188 .

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق ، ص : 189 .

4. تم تخويله سلطات قانونية طبقا لعدة قوانين للتنظيم والإشراف على المؤسسات المالية والوسطاء الماليين الآخرين من غير المصارف، كما يدير المصرف أيضا لوائح التحكم في تبادل النقد الأجنبي في الدولة ويقوم بدور الملجأ الأخير كمقرض في نظام المصارف.

### ثانيا: المصارف التجارية:

تعد المصارف التجارية المكون الرئيسي للنظام المصرفي الماليزي وقد لعبت المصارف الأجنبية دورا هاما في النظام المصرفي في الوقت الذي لم تكن فيه البنوك المحلية مكتملة النمو بعد، ففي سنة 1957 شكلت البنوك المحلية ما يقل عن 10 % من مجموع ودائع وقروض البنوك التجارية ومع ذلك منعت البنوك الأجنبية من فتح فروع جديدة في ماليزيا بدءا من سنة 1966، ولم يسمح لها بفتح فروع إضافية إلا بعد أربعين سنة من هذا التاريخ وتعمل البنوك التجارية حاليا - ماعدا المصارف الإسلامية- من خلال 27 مصرفا وشبكة مكونة من 2048 فرعا منتشرة في أنحاء الدولة<sup>1</sup>.

وحسب قانون الخدمات المالية سنة 2013 يسمح للمصارف التجارية القيام بجميع الأنشطة والخدمات

المصرفية التقليدية، حيث تمارس النشاطات التالية<sup>2</sup>:

- تلقي الودائع بأنواعها (الحساب الجاري، حساب الوديعة، أو حساب التوفير).

- جمع أو دفع الشيكات المسحوبة أو المدفوعة من قبل العملاء.

- توفير التمويل وأعمال أخرى قد ينص عليها المصرف المركزي.

كما يسمح للمصارف التجارية الماليزية أيضا الانخراط في أنشطة صرف العملات الأجنبية.

### ثالثا: المصارف الاستثمارية:

يحتوي إطار عمل المصارف الاستثمارية الموضوع في عام 2005 على نصوص تسمح بإنشاء

مصارف استثمارية عالية المستوى عبر التضامن والتنسيق بين المصارف التجارية وشركات تجارة الأسهم

وبيوت الخصم، وتشمل نشاطات المصارف الاستثمارية بشكل رئيسي نشاطات جمع رؤوس الأموال مثل

الاكتتاب والاشتراك في القروض وتمويل الشركات والخدمات الاستشارية والادارية لإصدار الأسهم وإدراجها

إلى جانب إدارة حقائب الاستثمار، وتلعب المصارف الاستثمارية دورا هاما في تحسين قدرة المؤسسات المالية

في ماليزيا على تقديم خدمات أفضل لعملائها من الشركات من خلال مجموعة أوسع من النشاطات المالية

والاستشارية على نفس مستوى الخدمات التي توفرها البنوك الاستثمارية الدولية.

<sup>1</sup> محمد غزال : مرجع سبق ذكره ، ص: 161.

<sup>2</sup> إبتسام ساعد : مرجع سبق ذكره ، ص : 190 .

رابعاً: المصارف الإسلامية:

تملك ماليزيا نظام مصرفي إسلامي شامل، حيث يوجد في ماليزيا حالياً 16 مصرفاً ماليزياً عالي المستوى - تأتي ثلاثة منها من الشرق الأوسط - وتوفر نطاقاً عريضاً من المنتجات والخدمات المالية على أساس مبادئ الشريعة وهناك في نفس الوقت خمسة بنوك تقليدية - ثلاثة منها تعتبر مصارف أجنبية كبيرة - تقدم منتجات وخدمات مصرفية إسلامية عبر النافذة القائمة للأعمال المصرفية الإسلامية، وقد أدى دخول المصارف الإسلامية الأجنبية الثلاثة إلى تحسين التنافس وتحفيز الابتكار بين المشاركين في الأعمال المصرفية الإسلامية، ويتكامل في نفس الوقت مع المشاركين الماليزيين للدخول في مناطق نمو استراتيجية مثل أعمال البنوك الاستثمارية وإدارة الثروة<sup>1</sup>.

خامساً: المؤسسات المالية للتنمية:

هي المؤسسات المالية المتخصصة التي وضعتها الحكومة مع ولاية محددة لتطوير وتعزيز القطاعات الرئيسية التي تعتبر ذات أهمية استراتيجية في تحقيق أهداف التنمية الاجتماعية والاقتصادية للبلاد وتشمل هذه القطاعات الاستراتيجية الزراعة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والبنية التحتية، والنقل البحري، والقطاعات الموجهة للتصدير وكذلك الصناعات كثيفة رأس المال والتكنولوجيا العالية<sup>2</sup>. والجدول رقم (2) الموالي يعطي نظرة عامة على عدد المؤسسات المالية المتواجدة بماليزيا بحلول نهاية سنة 2015 .

الجدول رقم (2) : عدد المؤسسات المالية الماليزية نهاية 2015 .

المؤسسات المالية	المحلية	الأجنبية	الإجمالي
البنوك التجارية	8	19	27
البنوك الاستثمارية	11	-	11
البنوك الإسلامية	10	6	16
البنوك الإسلامية الدولية	-	3	3
شركات التأمين	16	17	33
شركات إعادة التأمين	3	4	7
شركات التأمين الإسلامية (التكافل)	9	2	11
شركات إعادة التكافل الإسلامي	1	3	4

المصدر: الموقع الإلكتروني للبنك المركزي الماليزي <http://www.bnm.gov.my>، بتاريخ 2017/04/01، على الساعة 20:25

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز : مرجع سبق ذكره ، ص: 269 .

<sup>2</sup> إبتسام ساعد : مرجع سبق ذكره ، ص : 191 .

### المطلب الثالث: تجربة المصارف الإسلامية في ماليزيا :

اجتمعت العديد من العوامل التي دفعت بالحكومة الماليزية إلى العمل على تبني النظام المالي الإسلامي في البلاد ولعل أهم تلك العوامل كان الاضطرابات العرقية في أواخر سنة 1969 من طرف الملايو المسلمين احتجاجا على الهيمنة الصينية على القطاع التجاري و التفاوت في الدخل والثروة رغم أن الملايو يشكلون غالبية سكان البلاد، ولاقت هذه التجربة منذ بدايتها دعما حكوميا كبيرا في كل جوانبها جعلها من أنجح التجارب التي زوجت بين النظامين الإسلامي والتقليدي، وسيتم من خلال هذا المطلب التعرف على المراحل التي مرت بها المصرفية الإسلامية في ماليزيا وواقعها الحالي في النظام المالي للبلاد.

#### الفرع الأول : نشأة المصارف الإسلامية في ماليزيا:

بدأ الحديث عن المصارف الإسلامية في ماليزيا عام 1963 عندما بدأ الماليزيين المسلمين يهتمون بعمل آلية تقوم بادخار المال لتمكينهم من الحج حيث قاموا بتأسيس منظمة اسمها تابونغ حجي تأسست في نوفمبر عام 1962، وبدأت العمل رسميا عام 1963<sup>1</sup>.

وتعود فكرة إنشاء الصندوق إلى الاقتصادي "إنكو عزيز " حينما دعا إلى انشاء مؤسسة غير ربوية تقوم على ادخار أموال الماليزيين الراغبين في الحج واستثمارها في طرق تتوافق مع الشريعة الإسلامية ولا تدخل فيها الفوائد التي يتم الحصول عليها من المصارف التقليدية، وقد حققت هذه الهيئة نظاما ادخاريا خدميا إسلاميا بعيدا عن مشكلات المصارف الربوية.

بعد نجاح هذا النموذج للدخار الإسلامي بدأ الاهتمام الحكومي بإنشاء مصارف إسلامية مستقلة ترجم ذلك في عام 1981 بتأسيس هيئة عامة تتكون من عشرين خبيرا مصرفيا لدراسة إمكانية عمل مصارف إسلامية في ماليزيا ورفع النتائج للحكومة وكانت النتائج إيجابية أي أنه يجب عمل قانون مستقل لعمل المصارف الإسلامية.

وهو ما تم تجسيده فعليا في 07 أبريل 1983 من خلال إصدار قانون المصارف الإسلامية والذي أعطى الصلاحية التامة لبنك نيغارا للإشراف على المصارف الإسلامية وتنظيمها.

تلاه في 01 جويلية 1983 إقامة مصرف إسلامي مستقل تحت اسم " بنك الإسلام" حيث سطرت أهدافه وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية، وذلك في ظل استراتيجية الحكومة الماليزية لدعم المسلمين الملايو<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز: مرجع سبق ذكره ، ص: 261 .

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق ، ص: 263 .

وبعد الأداء المشجع " لبنك إسلام " رسمت الحكومة الماليزية هدفها في أن تكون ماليزيا من أهم المراكز العالمية للصيرفة الإسلامية، ففي عام 1993، قدم بنك نيغارا ماليزيا (البنك المركزي الماليزي) نظام مصرفي ثنائي سمي " نظام المصرفية الإسلامية " أو نظام الفروع الإسلامية للمصارف التقليدية من أجل تسريع نشر المنتجات المصرفية الإسلامية للعملاء المحليين في أقصر فترة ممكنة، ونتيجة لذلك سمح للبنوك التقليدية المشاركة في تقديم المنتجات المصرفية الإسلامية من خلال مرافقها الموجودة، فاستجاب 24 بنك تقليدي لتقديم منتجات وخدمات مصرفية إسلامية من خلال فروعها البالغة 1663 فرعاً<sup>1</sup>.

وبعد الأزمة المالية لعام 1997، وتغير البيئة الحاضنة للخدمات المصرفية الإسلامية في ماليزيا، سمحت الحكومة بإنشاء مصرف إسلامي ثاني، وهو مصرف " معاملات ماليزيا " في عام 1999 لتسريع التقدم في الصناعة المصرفية الإسلامية، متبوعاً بمخطط القطاع المالي الذي تم تقديمه في عام 2001، وبدأ البنك المركزي الماليزي بإغلاق الفروع الإسلامية وتشجيعها للتحويل إلى كيانات مصرفية إسلامية كاملة، حيث هدف هذا التحويل إلى زيادة تعزيز القطاع المصرفي الإسلامي نحو تحقيق 20 % من إجمالي حصة السوق المصرفي في عام 2010، كما عرفت هذه الفترة السماح بإعطاء رخص للمصارف الإسلامية الأجنبية، فبدأ كل من مصرف الراجحي السعودي ومصرف التمويل الكويتي وغيرها من المصارف في فتح فروع والعمل في ماليزيا<sup>2</sup>.

من جهة أخرى أدى التطور التدريجي للنظام المالي الإسلامي في ماليزيا في السنوات الأولى والاهتمام المتزايد من قبل المجتمع الدولي بالتمويل الإسلامي نظراً لارتباطه الوثيق بالأنشطة الاقتصادية وركائزه الأساسية كالنزاهة والشفافية وتقاسم المخاطر وحظر التجاوزات والمضاربة، لإطلاق برنامج في عام 2006 لجعل ماليزيا كمركز مالي إسلامي دولي ، ووفر هذا البرنامج لماليزيا منصة لتوسيع نطاق وصول الخدمات المالية الإسلامية إلى الأسواق الدولية وفتح المجال للمؤسسات المالية لتوسيع الأنشطة المالية الإسلامية من خلال الاستفادة من وجود النظام المالي الإسلامي الشامل والبيئة الداعمة. تعزز ذلك أيضاً سنة 2010 بوضع مخطط ثاني طويل المدى للنظام المالي سمي " مخطط القطاع المالي 2011-2020 في إطار رؤية 2020 وهو خطة استراتيجية ترسم الاتجاه المستقبلي للنظام المالي ومن الأهداف الرئيسية التي جاءت في هاته الخطة مسألة " تدويل التمويل الإسلامي"<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> إبتسام ساعد : مرجع سبق ذكره ، ص : 192 .

<sup>2</sup> محمد غزال : مرجع سبق ذكره ، ص: 161.

<sup>3</sup> إبتسام ساعد : مرجع سبق ذكره ، ص : 194 .

وعرفت سنة 2013 تطورا مهما في تعزيز الإطار التنظيمي والرقابي للصناعة المالية الإسلامية في ماليزيا باعتماد قانون الخدمات المالية الإسلامية الذي دخل حيز التنفيذ في 30 جوان 2013، وكان الهدف من هذا القانون تمهيد الطريق لوضع إطار للامتثال الشرعي المتكامل لعمل المؤسسات المالية الإسلامية في ماليزيا، ومع بدء تطبيق هذا القانون، ألغيت عدة تشريعات منفصلة أخرى وهي قانون المصارف البنوك الإسلامية لعام 1983، وقانون التكافل عام 1983، وقانون أنظمة الدفع عام 2003 وقانون الرقابة على النقد عام 1953، ومن بين السمات البارزة لهذا القانون الشامل هو فرض الامتثال لأحكام الشريعة الإسلامية، على المؤسسات المالية الإسلامية لضمان أن تكون أهدافها وأنشطتها متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية كجزء من الحوكمة الشرعية للنظام المالي الإسلامي في ماليزيا<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: مكانة التمويل الإسلامي في النظام المالي الماليزي:

أعطى مشروع " المصرفية الإسلامية" دفعا قويا للتمويل الإسلامي في ماليزيا، حيث عرفت حركة العمل المصرفي الإسلامي اتجاها تصاعديا، وسجل نموا سنويا متوسطا قدره 49 % من حيث الأصول خلال الفترة 1995-1999، وخلال عام 2000 واصل القطاع المصرفي الإسلامي تسجيل نمو قوي للأصول بنسبة 30 % لتصل إلى 47.1 مليار رينغيت ، بينما ارتفع حجم الودائع والتمويل إلى 35.9 مليار رينغيت و 20.9 مليار رينغيت على الترتيب<sup>2</sup>.

وتعتبر ماليزيا اليوم رائدة في الصناعة العالمية للتمويل الإسلامي من حيث التنظيم والتوحيد وصدار الصكوك وهو ما يمثل أكثر من نصف الإصدار العالمي في عام 2015، فقد ذكرت وكالة " فيتس " في تقريرها لعام 2015، أن التمويل المصرفي الإسلامي في ماليزيا بلغ 390 مليون رينغيت مع نهاية عام 2015، أي ما يعادل 27% من قروض نظامها المصرفي ( بلغت 25.0% سنة 2014 ) كما بلغت نسبة نمو التمويل الإسلامي 16.2 % في عام 2015 ( نظام المصرفي التقليدي 5.2 % )، وكان معدل نمو سنوي بلغ 18.2 % منذ عام 2011، مقارنة بمتوسط نمو بلغ 7.0 % بالنسبة للمصارف التقليدية، واليوم وبعد حوالي 33 سنة منذ انطلاقه يتمتع التمويل الإسلامي بميزة تنافسية راسخة ومعترف بها وينمو في ظل محيط يتعزز باستمرار بالبيئة التشغيلية والتنظيم والأنظمة الضريبية المواتية، والأهم من ذلك دعم الحكومات المتعاقبة، فعلى مدى السنوات الماضية تضاعف حجم الأصول المصرفية الإسلامية في ماليزيا وتوسع من

<sup>1</sup> إبتسام ساعد : مرجع سبق ذكره ، ص: 194 .

<sup>2</sup> عبد الكريم قننوز: مرجع سبق ذكره ، ص: 268 .

## الفصل الثالث : واقع الصناعة المصرفية الإسلامية في ماليزيا

228 مليار رينغيت في نهاية ديسمبر 2009 إلى 535 مليار رينغيت في نهاية ديسمبر 2015 وهذا ما وضحه الجدول رقم (3) الموالي<sup>1</sup>:

الجدول رقم(3): تطور مجموع الأصول و الودائع و القروض في المصارف الإسلامية الماليزية للفترة : 2015-2008

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	الوحدة بالمليار رينغيت	
526.34	455.41	426.43	367.68	320.51	253.51	219.84	181.36	البنوك الإسلامية	الأصول
9.021	7.027	7.093	8.268	8.131	8.867	8.702	6.740	النوافذ الإسلامية	
535.36	462.43	433.52	375.95	328.64	262.38	228.55	188.09	مجموع الأصول	
399.32	398.04	345.88	301.53	261.54	211.83	181.87	149.93	البنوك الإسلامية	الودائع
3.340	2.639	3.058	4.919	4.845	5.116	6.962	4.770	النوافذ الإسلامية	
402.66	400.68	348.94	306.45	266.38	216.95	188.83	154.70	مجموع الودائع	
383.49	329.64	277.49	227.65	190.93	154.06	128.20	99.857	البنوك الإسلامية	القروض
974	532	428	397	446	508	659	574	النوافذ الإسلامية	
384.46	330.17	277.92	228.05	191.38	154.57	128.86	100.43	مجموع القروض	

المصدر : إبتسام ساعد : مرجع سبق ذكره ، ص:196 .

من جانب آخر يحتل سوق الصكوك جانبا مهما من التمويل المتوافق مع الشريعة الإسلامية في ماليزيا فخلال الفترة ما بين 1996-2014 مثل اصدار الصكوك السيادية في ماليزيا 64 % من إجمالي الصكوك ومعظم الصكوك السيادية تعد بمثابة أدوات للمساعدة في إدارة ومراقبة السيولة في سوق التمويل الإسلامي<sup>2</sup>.

الجدول رقم (4) : الأصول المالية الإسلامية في ماليزيا كنسبة مئوية من مجموع القطاع المالي

الصناديق الاستثمارية	الصكوك	القيمة السوقية للأسهم	الشركات المدرجة	سوق رأس المال	التكافل	البنوك الإسلامية
16.7 %	49.67 %	60.5 %	71 %	56.4 %	10 %	21 %

المصدر : إبتسام ساعد : مرجع سبق ذكره ، ص: 196 .

ففي نهاية 2014 شكلت سوق رأس المال الإسلامية 56.4 % من إجمالي رأس مال السوق في حين شكلت المصرفية الإسلامية 21 % من إجمالي الأصول المصرفية والتكافل قدم فقط 10 % من قطاع التأمين كله<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> إبتسام ساعد : مرجع سبق ذكره ، ص : 196 .

<sup>2</sup> إبتسام ساعد : مرجع سبق ذكره ، ص : 196 .

<sup>3</sup> نفس المرجع السابق ، ص: 197 .



من خلال هذا المبحث تم التعرف على الاقتصاد الماليزي من خلال الأرقام و المعطيات التي حققها ولا يزال حيث يحقق تقدم سريع في مجال المصارف الإسلامية وهذا راجع لعدد من العوامل المساعدة أهمها مجموعة المخططات التي تحاول الدولة من خلالها إلى تحقيق الأفضل في مجال الصيرفة الإسلامية .

### **المبحث الثاني : سوق رأس المال الماليزي ودور آليات التمويل الإسلامي**

تبين من خلال المبحث السابق أن النظام المصرفي في ماليزيا هو نظام مزدوج، حيث تعمل كل من البنوك التقليدية والإسلامية جنبا إلى جنب، وعلى الرغم من أن كل نظام من الناحية النظرية يعمل ضمن نطاقه الخاص، فلا مناص من أن البيئة الاقتصادية المشتركة، تدفع إلى تفاعل النظامين وارتباطهما، ومن خلال هذا المبحث سيتم التطرق إلى ماهية سوق رأس المال الإسلامي الماليزي و كذلك صيغ التمويل ومن ثم الهيئات الرقابية فيه ودورها .

### **المطلب الأول : ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:**

يتكون سوق الأوراق المالية في ماليزيا من سوق الأوراق المالية التقليدي والآخر إسلامي، وكغيرها من البورصات تقسم إلى سوق منظمة وسوق غير منظمة (سوق موازية)، وتعتبر البورصة من أهم مصادر التمويل وسد حاجات الاستثمار في ماليزيا باعتبارها من أهم الدول الرأسمالية في منطقة جنوب شرق آسيا. الفرع الأول: تعريف ونشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية:

قبل التعرف على سوق الأوراق المالية الإسلامية، سيتم توضيح بإيجاز نشأة السوق المالية التقليدية بماليزيا لأنها السبابة في الظهور .

كان الظهور الفعلي لسوق الأوراق المالية في ماليزيا في 09 ماي 1960، حين شكلت سوقا منظمة مشتركة مع سنغافورة، حيث يتم الربط بينهما بواسطة خطوط الهاتف، ولكن هذا الاندماج لم يدم طويلا ففي سنة 1964 انفصلت بورصة سنغافورة عن ماليزيا، وانشأت هذه الأخيرة بورصة خاصة بها في سنة 1976 بكوالالمبور لتداول الأسهم.

وتطورت سوق الأوراق المالية تطورا ملحوظا خاصة بعد سنة 1993، بتأسيس هيئة الأوراق المالية وسوق المشتقات، كما اعتمدت السلطات الماليزية خطط رئيسية لتطوير البورصة الماليزية منذ فيفري 2001 ومن أهداف هذه الخطط<sup>1</sup>:

- جعل سوق الأوراق المالية الماليزية مركزا لتمويل وتطوير الشركات المحلية.

<sup>1</sup> ابو عبد الله علي : أهمية الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية في ماليزيا ، مجلة جامعية ، جامعة المسيلة ، الجزائر ، سنة 2014 ،ص:2.

- إيجاد بيئة استثمارية مثلى للمستثمرين وخلق موقع تنافسي لمؤسسات السوق.
- تطوير خدمات الوساطة وتقوية أنظمة الرقابة.
- اعتبار ماليزيا مركزا دوليا لسوق الأوراق المالية الإسلامية.

### أولاً. تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي "بأنه السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل المتوافقة تماما مع أحكام الشريعة الإسلامية والخالية من الأنشطة المحرمة شرعا كالتعامل بالربا، المقامرة وبيعو الغرر... وغيرها، أي سوق مالي تتوفر فيه فرص تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، ولتجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية<sup>1</sup>. ولضمان التزام أنشطة سوق رأس المال الإسلامي بمبادئ الشريعة الإسلامية، فإن أنشطته تخضع لرقابة وإشراف المستشارين الشرعيين والخبراء المتخصصين في مجال المعاملات الشرعية، وخاصة ما يتعلق بالمعاملات المالية وهذا ما يعزز الثقة بين السوق والمستثمرين<sup>2</sup>.

### ثانياً. نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

كانت أول بداية حقيقية لتطوير نظام العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا تعود إلى سنة 1983 مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي وتم بموجبه استحداث مجموعة من الخدمات والمنتجات المصرفية وفق مبادئ الشريعة الإسلامية<sup>3</sup>، تبعه إنشاء أول بنك إسلامي ماليزي وهو بنك ماليزيا برهارد الذي بدأ عملياته في 01 جويلية 1983، بالإضافة إلى إطلاق مشروع نظام العمليات المصرفية دون فوائد الذي انطلق العمل به في 04 مارس 1993<sup>4</sup>.

أما التطور الحقيقي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا فيعود إلى أوائل التسعينيات من القرن الماضي عندما قامت الشركة (شيل ام.دي.اس) بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي في 1990 تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات المالية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واتساعه<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> ابو عبد الله علي : المرجع السابق ، ص: 3.

<sup>2</sup> سمور طه خليل نبيل: سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق "دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، جامعة غزة الإسلامية ، فلسطين ، 2007سنة 7، ص:98.

<sup>3</sup> سحاسورياني صفير الدين: سوق رأس المال في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته، مذكرة ماجستير، جامعة اليرموك، الأردن ، سنة 2006-2007. ص: 38.

<sup>4</sup> أسامة محمد احمد الفزلي: تقييم التجربة الماليزية في إقامة أول سوق نقدي إسلامي، مجلة المال والصناعة، دون ذكر البلد ، العدد السابع عشر ، سنة 1999، ص: 24.

<sup>5</sup> بن الضيف محمد عدنان: الاستثمار في سوق الأوراق المالية -دراسة في المقومات والأدوات -من وجهة نظر إسلامية، ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر ،سنة 2007/2008، ص:178.

ومع بداية تأسيس هذا السوق، ظهرت تساؤلات عن مدى التزام هذا الأخير بالأحكام الشرعية، مما دفع وزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية إلى اتخاذ إجراءات معينة ومنها تشكيل قسم سوق رأس المال الإسلامي في عام 1994 والذي يعبر عن الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية فيما يتعلق بسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، بالإضافة للجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية في أواخر عام 1994، وبعد عام تحولت إلى اللجنة الاستشارية الشرعية.

وتعد هذه الإجراءات والتطورات خطوة جوهريّة في بناء وتنظيم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، حيث تخضع لرقابة اللجنة الاستشارية بالتعاون مع الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية وهذه الأخيرة تساهم في تطوير هذا السوق من خلال<sup>1</sup>:

- توفير كافة الدراسات والبحوث، وعقد المناقشات والحوارات المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي.
- تطوير فعالية الأدوات المالية وتقويتها.
- تقديم سوق رأس المال الإسلامي على مستوى المحلي والدولي من خلال الندوات والدورات وغيرها من الأساليب التي تعطي صورة كاملة عن هذا السوق.

### الفرع الثاني: أقسام سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية وأدواته :

يتكون سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية من عدة أقسام إضافة إلى استعمال مجموعة واسعة من الأدوات التمويلية .

### أولاً: أقسام سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية :

تعد بورصة ماليزيا سوقاً منظمة وسهلة الوصول إليها، لما تقدمه من منتجات متنوعة ومبتكرة. ولتعزيز المنتجات المقدمة إلى المستثمرين، أنشأت بورصة ماليزيا سوقاً للأوراق المالية الإسلامية، وهذا بغية تطوير أسواق رأس المال المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والمنتجات والأدوات المتداولة فيها. ويمكن تقسيم سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، إلى سوق السلع وسوق الأسهم الإسلامية وسوق الصكوك وسوق المشتقات حيث أن<sup>2</sup> :

**1. سوق السلع :** ويتداول فيها جميع السلع التي يتاجر فيها وفق الأحكام الشرعية، وهذا من أجل تسهيل المعاملات التجارية والمالية وكذلك عمليات الاستثمار .

<sup>1</sup> بو عبد الله علي : مرجع سبق ذكره ، ص : 3 .

<sup>2</sup> محمد غزال : مرجع سبق ذكره ، ص: 172 .

**2. سوق الأسهم الإسلامية:** ويتم تداول جميع الأسهم المتوافقة مع مبادئ الشريعة، والتي تم الموافقة عليها من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية، وتتوفر فيها المعايير والخصائص المحددة من قبلها. وهي ما تمثل نسبة 22 % من إجمالي الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية أو ما نسبته 52 % من القيمة السوقية للبورصة، وهذا حتى 31 ديسمبر 2010.

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

**ثانياً: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:**

يتم التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية بمجموعة من الأدوات هي :

#### **1. أدوات الملكية الإسلامية:**

تمثل الأدوات المالية للملكية الإسلامية ابتكار لعديد الأدوات وذات تنافسية أكبر من الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وما يتعلق بشهادات حق الشراء من الأسهم الجديدة ووحدات صناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق الاستثمار المالي العقاري وصناديق التبادل التجاري والتي يتم إصدارها من طرف الشركات التي تم تصنيف أوراقها المالية على أنها متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية، ما يسمح للمستثمرين في تنويع محفظة استثماراتهم في مختلف القطاعات الاقتصادية<sup>1</sup>.

#### **2. الصكوك الإسلامية:**

تعد التجربة الماليزية السباقة لإصدار الصكوك الإسلامية ، وتعرف بأنها " عبارة عن شهادات متساوية القيمة وغير مجزأة في ملكية الأموال الاستثمارية، تحكمها مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية ومصادق عليها من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية . ويتم إصدار هذه الصكوك من طرف الشركات الخاصة وتخضع لرقابة هذه اللجنة، أما الصكوك الإسلامية الحكومية فتخضع لرقابة البنك المركزي الماليزي<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> محمد غزال : مرجع سبق ذكره ، ص: 173.

<sup>2</sup> مرجع سبق ذكره، ص: 174.

### 3 - الأدوات المالية الإسلامية المركبة:

وهي تلك الأدوات الإسلامية المبتكرة والتي تتوافق مع أحكام الشريعة، وهذا حتى يتمكن المتعاملون من حماية رؤوس أموالهم وهي أدوات استثمارية تعتمد على الأصول، أو تستعمل في معاملات ذات علاقة بالسلع . بالإضافة إلى<sup>1</sup>:

#### \* سمسرة إسلامية للبورصة:

في التجربة الماليزية، توفر بعض شركات السمسرة خدمة السمسرة الإسلامية، والتي تساعد جمهور المسلمين وغيرهم للاستثمار في الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية، والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية فقط .ومن أهم شركات السمسرة الإسلامية المشهورة في ماليزيا: بنك إسلامي برهاد ماليزيا

PTB SECURITIES و SECURITIES SDN BHD BMB

#### ثالثا: عمليات سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

يتم على مستوى سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا إجراء مجموعة من المعاملات تتمثل في ما يلي<sup>2</sup>:

**1. العمليات العاجلة:** وهي العمليات التي يتم فيها تسليم الأوراق المالية المباعة، وتسلم الثمن أثناء العقد أو بعده مباشرة، ومن أهم أنواعها:

- **الشراء بكامل الثمن:** ويقصد به قيام البائع ببيع الأصل الذي يملكه للمشتري ويدفع له المشتري الثمن كاملا وفورا قبل أن يتفرقا من المجلس، وقد يتأخر التسليم ثلاثة أيام أو أكثر .
- **البيع على المكشوف:** وتتمثل هذه العملية في اقتراض مستثمر أوراق مالية وبيعها قبل تملكها عن طريق السمسرة، ثم إعادة شراء نفس الأوراق أو أخرى تماثلها في الكم والنوع وإعادتها إلى المقرض، وقد بررت اللجنة الاستشارية الشرعية للهيئة جواز هذه العمليات بما يلي:
- تحقيق المصلحة العامة.
- توفير السيولة للسوق.
- إن إقراض الأسهم يتوافق مع مفهوم الإجارة.

<sup>1</sup> محمد نور الدين غادمن: تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية، بحث مقدم لندوة الصكوك الإسلامية - التجربة الماليزية - ، مركز الملك فهد للمؤتمرات، السعودية، سنة 2002 ،ص: 2.

<sup>2</sup> سعيدة حرفوش: سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق-دراسة حالة سوق ماليزيا، رسالة ماجستير، جامعة المدية، الجزائر، سنة 2008-2009، ص: 194.

وقد تم التعامل بالبيع على المكشوف وفق نظام إقراض واقتراض الأوراق المالية لأول مرة في نهاية سنة 1995، ولكن عقلت في أعقاب أزمة 1997، وأجريت عليها بعد ذلك دراسات مكثفة وقررت اللجنة الاستشارية جوازها في عام 2006 شرط الخضوع لقواعد الإقراض والاقتراض.

ويلاحظ أن عملية البيع على المكشوف في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لا تختلف كثيرا عما هو معمول به في سوق الأوراق المالية التقليدية أو الوضعية.

**2. المشتقات المالية:** هناك نوعان من العقود المستعملة المتوافقة مع الأحكام الشرعية الإسلامية من أصل تسعة عقود في سوق المشتقات المالية الماليزية وهما المستقبلات لزيت النخيل الخام التي أقر بجوازها في سنة 1997، وأيضا عقود الأسهم الواحدة التي أقرت شرعيتها في افريل 2006 من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية، وكانت أهم حججها ما يلي<sup>1</sup>:

- عقود المستقبلات على السلع والأسهم لا تتضمن عنصر الربا المحرمة شرعا.
  - عقود المستقبلات على السلع ليست من بيع ما ليس عند المتعاملين لان السلعة في الحقيقة موجودة في المخازن كما حددتها البورصة في ماليزيا إلى غير ذلك من الحجج.
- وتجدر الإشارة إلى أن عقود الخيار اعتبرت اللجنة الاستشارية الشرعية غير جائزة ولا يتم التعامل بها في سوق المشتقات المالية الإسلامية.

**3. المؤشرات الإسلامية:** ويوجد نوعان من المؤشرات الإسلامية في سوق ماليزيا وهما:

- **المؤشر الإسلامي لرشيد حسين المحدودة داو جونز:** ورشيد حسين المحدودة هو احد البنوك المشهورة في ماليزيا، وتم طرح هذا المؤشر في سنة 1996، وأصبح خاضعا لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية في 2005 ويقيس هذا المؤشر حركة الأسعار لجميع الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في اللوحة الرئيسية للبورصة، ويحتوي هذا المؤشر على 25 شركة مدرجة<sup>2</sup>.
- **المؤشر الشرعي كوالالمبور:** تم طرح هذا المؤشر في سنة 1999 لتلبية طلبات المستثمرين المحليين والأجانب الذين يريدون الاستثمار في الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وقد أقر بجواز تداول هذه المؤشرات لأن الأسهم المدرجة فيه ممثلة لشركات نشاطها جائز، وأيضا لاعتبار إن المؤشر يعبر عن كمية معلومة وسعر محدد، وبذلك ينفي عنصر الغرر والمقامرة، وترى اللجنة الشرعية بان تداول هذه المؤشرات فيه مصلحة عامة لماليزيا، وكذلك نفس الشيء بالنسبة لتداول عقود المستقبلات للمؤشرات، ولكن كان قرار

<sup>1</sup> نورليامت سعيد جعفر : سوق المشتقات الماليزية ، رسالة ماجستير تخصص مالية وبنوك ، جامعة اليرموك، الأردن، سنة 2006-2007، ص: 194.  
<sup>2</sup> بو عبد الله علي : مرجع سبق ذكره ، ص : 4 .

مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي مخالف لما سبق ذكره لاعتبار أن تداول المؤشرات نوع من المقامرة البحتة<sup>1</sup>.

رابعاً. أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

تظهر أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا في مجموعة من النقاط يتم إيجازها فيما يلي :

### 1. توفير الفرص الاستثمارية والأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية:

تتيح سوق الأوراق المالية الإسلامية فرص الاستثمار الممتازة للمستثمرين المسلمين في القطاعات التي لا تتعامل بالمحرمات، وكما رأينا تشرف على رقابة هذه الأنشطة لجنة شرعية تسهر على ضمان مطابقة أنشطة هذا السوق للأحكام الشرعية الإسلامية وهذا ما يعزز ثقة المستثمرين بالسوق، بالإضافة إلى أنه يتيح للجهات المصدرة إصدار الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية خاصة الأسهم والصكوك الإسلامية القابلة للتداول<sup>2</sup>.

### 2. الرقابة على المعاملات في السوق رأس المال :

أصبحت هيئة الأوراق المالية الجهة الرقابية الرئيسية، وهي المسؤولة عن تطوير وتدعيم سوق رأس المال على المستوى المحلي والدولي، وبذلك طرحت الهيئة هدفاً لجعل ماليزيا مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي، ولتحقيق هذا الهدف عملت على جذب المستثمرين الأجانب من خلال الترويج للأدوات المالية الإسلامية وذلك بمساعدة اللجنة الاستشارية<sup>3</sup>.

### 3. تمويل الاقتصاد الماليزي وتطويره:

يظهر من خلال الجدول الموالي رقم(5) سيطرة السوق المالي الإسلامي في تمويل القطاع العام والخاص في ماليزيا من خلال جميع الأدوات المالية خاصة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية التي فاقت في جميع سنوات الدراسة 71%، ويعزز هذا الطرح مساهمة سوق المال الإسلامي في أكثر من 50% من رسملة السوق ككل في فترة الدراسة، وهذا يدل على دعم هذا السوق للتنمية الاقتصادية الماليزية والنتائج المحلي الإجمالي، وذلك من خلال تعبئة المدخرات وتوجيهها في استثمارات نافعة ومتوافقة مع الشريعة الإسلامية، أي أن هناك أهمية اقتصادية كبيرة لسوق المال الإسلامي في ماليزيا، كل هذا أدى إلى تدعيم

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق ، ص: 4-5 .

<sup>2</sup> محمد غزال : مرجع سبق ذكره ، ص: 172 .

<sup>3</sup> نفس المرجع السابق ، ص: 172 .

## الفصل الثالث : واقع الصناعة المصرفية الإسلامية في ماليزيا

النظام المالي الإسلامي في ماليزيا، وجعلها سوقا مالية إسلامية دولية بجذب رؤوس الأموال الأجنبية خاصة في الدول الإسلامية<sup>1</sup>.

الجدول رقم (5): تطور نسب عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية

رسملة السوق الإسلامية في ماليزيا (2013-2005)

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من إجمالي الأسهم (%)	85	86.1	86	87	88	88	89	89	71
رسملة السوق المالية الإسلامية من إجمالي السوق	63.28	64.56	63.7	64.2	63.8	59.3	63	64.28	60.49

المصدر: بو عبد الله علي : مرجع سبق ذكره ، ص : 5 .

يلاحظ من الجدول الموالي رقم (6) نسبة الصكوك المصدرة خلال الفترة 2005 إلى 2012 التي في

تزايد مستمر متخطية 50% في جميع السنوات ما عدا 2008 فكانت الصكوك اقل من السندات التقليدية الربوية، وهذا يسبب التخوف من الأزمة المالية العالمية 2008، ثم عاودت الصكوك الإسلامية تحقيق أداء جيد مسيطرة على سوق السندات في بورصة ماليزيا خاصة السوق الأولي (سوق الإصدار)، ويعود هذا الأداء إلى الاستراتيجيات التي قامت بها الحكومة الماليزية، حيث بدأت الأولى من سنة 2001 إلى 2004 وتم فيها التركيز على دعم المؤسسات المحلية، والثانية ركزت فيها على تطوير البورصة الماليزية و جعلتها أكثر انفتاحا وهذا ما لاحظناه في سنتي 2005 و 2006، وفي الفترة 2007-2010 والتي اعتمدت فيها السوق المالية الإسلامية على جذب الاستثمارات الأجنبية وهذا ما تجلى من خلال ارتفاع نسبة إصدار هذه الصكوك لولا الأزمة العالمية في هذه الفترة وما بعدها<sup>2</sup>.

الجدول رقم(6):تطور إجمالي الصكوك الإسلامية من إجمالي السندات في بورصة ماليزيا.

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
إجمالي الصكوك الإسلامية (بالمليار RM)	43.32	42.02	121.3	43.2	34	40.33	78.9	71.09
مجموع السندات الكلية (بالمليار RM)	62.66	75.83	158.8	140	57.5	63.58	112.33	103.3
نسبة الصكوك إلى السندات الكلية (%)	69.13	55.41	76.4	30.85	59.13	63.43	70.23	68.81

المصدر: بو عبد الله علي : مرجع سبق ذكره ، ص : 9 .

كما يظهر في الشكل الموالي رقم (2) :

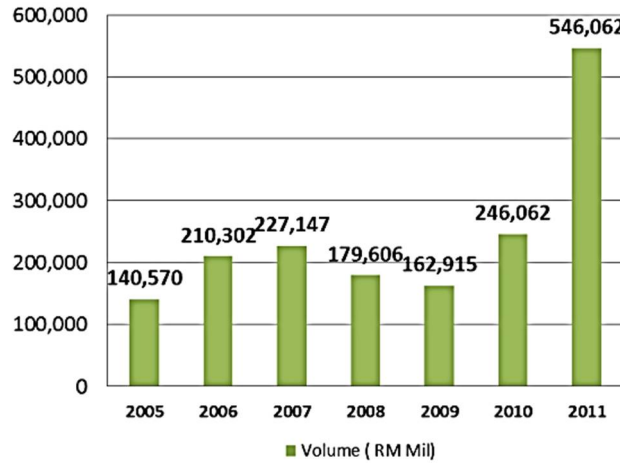
<sup>1</sup> بو عبد الله علي : مرجع سبق ذكره ، ص : 5.

<sup>2</sup> بو عبد الله علي : مرجع سبق ذكره ، ص : 9.



## الفصل الثالث : واقع الصناعة المصرفية الإسلامية في ماليزيا

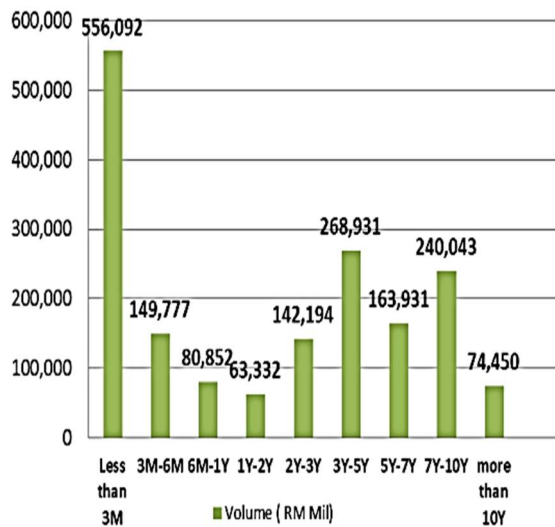
الشكل رقم(2): تطور تداول الصكوك الاستثمارية في السوق المالية الإسلامية في ماليزيا في الفترة (2005-2011).



المصدر: بو عبد الله علي : مرجع سبق ذكره ، ص : 9 .

يلاحظ من الشكل رقم (2) أعلاه ارتفاع كبير جدا لقيمة تداول هذه الصكوك الاستثمارية في السوق الثانوي من 140.570 مليار رينغيت سنة 2005 إلى 546.062 مليار رينغيت سنة 2011، إلا في سنتي الأزمة 2008 و 2009، حيث انخفض أداء هذه الصكوك بانخفاض تداولها، وهذا ما يبين جاذبية هذه الصكوك للمستثمرين سواء محليين أو أجانب، وأيضا يبين زيادة أهمية السوق المالية الإسلامية في الاقتصاد الماليزي كما بيناه سابقا، ويمكن تفسيره بزيادة عمق السوق المالي الإسلامي في ماليزيا بسبب زيادة تنوع الصكوك والأدوات المالية الإسلامية من حيث نوع الأصل وأيضا تنوع في تواريخ الاستحقاق كما يبينه الشكل الموالي رقم (3)<sup>1</sup>:

الشكل رقم(3): تداول الصكوك الإسلامية في ماليزيا في الفترة (2001-2010) حسب تاريخ الاستحقاق.



المصدر: بو عبد الله علي : مرجع سبق ذكره ، ص : 10 .

<sup>1</sup> بو عبد الله علي : مرجع سبق ذكره ، ص : 10 .

وفي الأخير نلاحظ ارتباط بين سوق تداول هذه الصكوك مع سوق الإصدار، حيث من خلال تطور قيم التداول والإصدار يتبين بأنه كلما كان هناك زيادة في حجم التداول أدى إلى زيادة عمليات الإصدار، وهذا يدل على انه كلما تميز السوق المالي الإسلامي بتوفير السيولة (السرعة والسهولة في عمليات البيع والشراء) زاد إقبال المستثمرين على الاكتتاب بهذه الصكوك في سوق الإصدار<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: الإطار التنظيمي ومنتجات النظام المصرفي الماليزي:

يلعب النظام المصرفي الإسلامي الماليزي دورا هاما في تعبئة الودائع وتوفير التمويل لدعم النمو، حيث تقدم المؤسسات المصرفية الإسلامية مجموعة شاملة وواسعة من الخدمات والمنتجات المالية الإسلامية تختلف بين الودائع بأنواعها (الجارية والادخارية والاستثمارية) ومنتجات التمويل وغيرها من المنتجات، وبذلك أصبحت قدرة المصارف الإسلامية على ترتيب وتقديم منتجات ذات ملامح جذابة ومبتكرة بأسعار تنافس منتجات البنوك التقليدية، أصبحت مطلب العملاء من مسلمين وغير مسلمين، مما يعكس قدرة النظام المصرفي الإسلامي كأداة فعالة للوساطة المالية.

### أولا. الإطار التنظيمي للعقود المالية الإسلامية في ماليزيا

وضع قانون الخدمات المالية الإسلامية 2013 الأساس القانوني لإطار تنظيمي شامل لصناعة التمويل الإسلامي في ماليزيا، ومن بين المحاور المهمة في هذا القانون، تطوير المعايير الشرعية والتشغيلية للعقود الإسلامية الرئيسية بهدف تقديم التوجيه اللازم بشأن الممارسات السليمة و الفعالة لكل عقد. كما تهدف هذه المعايير إلى اضعاف الشفافية في تطبيق العقود لتعزيز الثقة والتوافق مع الشريعة من قبل المؤسسات المالية الإسلامية، في سبيل تقديم مجموعة واسعة من المنتجات التمويلية الإسلامية التي يمكن أن تلبي احتياجات العملاء المتنوعة.

وقد وضع القانون نفسه إطارا تنظيميا شاملا للتمويل الإسلامي في ماليزيا، يعكس خصوصيات مختلف أنواع العقود المالية الإسلامية، حيث تتنوع الموجودات والمطلوبات في العمل المصرفي الإسلامي على أساس الميزات التعاقدية الأساسية<sup>2</sup>.

فعلى جانب المطلوبات، تستخدم عقود الضمان مثل القروض والوديعة والتوريق وعقود الاستثمار غير المضمونة مثل المضاربة والوكالة في جذب الودائع، وعلى جانب الموجودات تشمل عقود المشاركة مثل

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق ، ص : 10 .

<sup>2</sup> محمد غزال : مرجع سبق ذكره ، ص ص: 197-198.

المشاركة المتناقصة، وعقود التمويل القائمة على أساس الإجارة المنتهية بالتملك، والأنشطة القائمة على الرسم كعقد الوكالة.

وحتى يتجاوب القطاع المصرفي الإسلامي في ماليزيا مع التطور الحاصل في اقتصاد البلاد، كان عليه أن يوفر منتجات جديدة مبتكرة ليظل قادرا على المنافسة، وليحقق مزيدا من المرونة في هذه الصناعة، وفي هذا الإطار جاءت فلسفة البنك المركزي الماليزي فيما يختص بالمنتجات المصرفية من مبدأ أن كل ما هو غير محرم فهو مسموح به، لقد انتقلت المصارف الإسلامية في ماليزيا من مرحلة رفع أنواع منتجاتها للتصديق عليها من قبل البنك المركزي الماليزي إلى مرحلة إخطار للبنك المركزي الماليزي فقط. ولكن لا يتم العمل بالمنتج الجديد إلا إذا تم هذا الإخطار خلال فترة محددة مع تضمين المفاهيم الشرعية التي تحكم العمل بالمنتج الجديد ومصادقة اللجنة الشرعية بالمصرف الإسلامي.

وضمن المبادئ التوجيهية للبنك المركزي الماليزي عام 2007 بشأن المنتجات الجديدة، عرف هذا المنتج الجديد بأنه "المنتج الذي يتم عرضه لأول مرة من قبل مؤسسة مالية في ماليزيا أو مزيج أو تغيير في منتجات موجودة والذي ينتج عنه تغيير جوهري في مخاطر المنتجات القائمة"، وهو تعريف من شأنه مساعدة المؤسسات المالية في تحديد المنتج الجديد المزمع تقديمه للجمهور عن طريق تحديد ما إذا كان الاختلاف في المنتج الحالي يشكل تغيير جوهري، كما يجب أن يكون أساس تحديد المخاطر موثقا ومتاحا بسهولة للمراجعة.

ورغم ذلك يشير البنك المركزي الماليزي أن المنتج الجديد يجب أن يحتوي أيضا على عنصر الحماية للمستهلك للتأكد من أن الخطر مدار بشكل صحيح من أجل العدالة للجميع، وهذا يتماشى مع التعاليم الإسلامية حيث أن المؤسسات المالية الإسلامية ينبغي أن تبنى على أساس مجتمعي وعلى المبادئ الدينية التي يمكن أن تساعد المؤسسات على إدخال المنتجات المصممة ويستند السعر على مبدأ المساواة المجتمعية<sup>1</sup>.

**ثانيا. المنتجات الإسلامية المستخدمة في النظام المصرفي الإسلامي الماليزي:**

إذا كانت المصارف الإسلامية في ماليزيا قد ركزت في بداياتها على تقديم خدمات التمويل للأفراد والشركات ومعظمها لشراء الأصول أو تمويل المال العامل عن طريق المرابحة والبيع الآجل، إلا أنها أدركت فيما بعد أهمية تنويع المنتجات، فاعتمدت على أشكال أخرى من العقود المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، بما في ذلك العقود المبنية على أساس حقوق الملكية أو تقاسم المخاطر مثل المشاركة، ويمكن

<sup>1</sup> محمد غزال : مرجع سبق ذكره ، ص: 189.

## الفصل الثالث : واقع الصناعة المصرفية الإسلامية في ماليزيا

تصنيف المنتجات المصرفية الحالية المتداولة في المصارف الإسلامية الماليزية كما هو مبين في الجدول رقم (7) أدناه<sup>1</sup>:

الجدول رقم(7): المنتجات المصرفية المقدمة من قبل المصارف الإسلامية في ماليزيا بعد قانون الخدمات

### المالية الإسلامية 2013

تمويل الأفراد	نوع التمويل	العقود المستخدمة
تمويل الأفراد	قروض الإسكان	- البيع بالثمن الآجل - المشاركة المتناقصة
	قروض شخصية	- المرابحة - بيع العينة
تمويل المؤسسات	قروض تجارية	- الوكالة - المرابحة - المضاربة
	التمويل المرتكز على الأصول	- الإجارة (التأجير) - الاستصناع
	الاستثمار	- البيع بالثمن الآجل - المرابحة - الإجارة - المشاركة - المضاربة - الاستصناع

المصدر : ابتسام ساعد : مرجع سبق ذكره ، ص : 200 .

وعلى الرغم من التنوع الذي عرفته المنتجات التمويلية الإسلامية، فإن تركيز المصارف الإسلامية الماليزية مازال منصبا على التمويل بالمداينات، فحجم التمويل بالديون لايزال مرتفعا مقارنة بالأشكال الأخرى من صيغ التمويل الإسلامية، وهذا ما يمكن ملاحظته من خلال الجدول الموالي رقم(8) :

الجدول رقم(8) : مقارنة بين نسبة مساهمة المداينات والمشاركات في إجمالي التمويل الإسلامي في ماليزيا للفترة:

### . 2015-2008

شكل التمويل	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
التمويل بالمداينات %	81.23	81.60	78.16	74.38	74.54	74.81	71.39	70.37
التمويل بالمشاركات %	1.38	2.04	2.66	3.88	5.14	5.80	6.94	7.51

المصدر : ابتسام ساعد : مرجع سبق ذكره ، ص : 200 .

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق ، ص: 200 .

و يظهر الجدول أن التمويل بالديون (أي البيع بالثمن الآجل، المرابحة، بالإضافة إلى الإجارة) يشكل النسبة الأكبر من التمويل المصرفي الإسلامي وهي تمويلات مضمونة نوعا ما لأن ربح المصرف شبه مؤكد.

وبالتالي فالتمويل بهذا الشكل لا يختلف كثيرا عن قروض المصارف التقليدية وإن تناقصت النسبة خلال هذه الفترة حيث بلغت 70.4 % عام 2015 مقارنة بـ 81.2% في عام 2008، إلا أنها تبقى مرتفعة إذا ما قورنت بالتمويل بالمشاركات (المشاركة والمضاربة) الذي بلغ 7.5 % فقط سنة 2015 وهذا يدل على عدم وجود تغيير في هياكل العمل المصرفي الإسلامي على الرغم من وجود العديد من المنتجات الجديدة التي دخلت حيز التعامل، إلا أن هذا التوزيع يختلف بين المصارف الإسلامية والنوافذ الإسلامية التابعة للمصارف التقليدية<sup>1</sup>.

ويعتبر المنتج التمويلي الأكثر انتشارا في المصارف الإسلامية و النوافذ الإسلامية هو المرابحة يليها البيع بالثمن الآجل (البيع المؤجل السداد) بالنسبة للمصارف الإسلامية، في حين تشكل المشاركة نسبة 24 % في النوافذ الإسلامية<sup>2</sup>.

ويتضح من خلال ما سبق أن صيغ الاستثمار القائمة على المضاربة و المشاركة نادرة الاستخدام في المصارف الإسلامية ، وذلك لأنها تتطلب مقومات عديدة يجب توافرها في العملاء كالصدق و الإخلاص والأمانة في العمل وحسن الإدارة و الإفصاح و الشفافية و الحرص على تنمية الأرباح وغيرها من الصفات الأخلاقية التي أصبح عدم توفرها لدى غالبية العملاء يشكل عائقا هاما من العوائق الاستثمار الحقيقي في المصارف الإسلامية .

### المطلب الثالث : الهيئات الرقابية ودورها في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزي:

تعمل البورصة الماليزية كمنظم لسوق الأوراق المالية الماليزية المحدودة، وبورصة المشتقات، كما لديها واجب مراقبة التعاملات، وضمان تسوية المبادلات، بشكل منظم في الأوراق المالية المودعة لبورصة ماليزيا، من خلال مراقبتها المخصصة لهذا الغرض .

#### أولا :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. أنشئت في مارس 1993 تحت

<sup>1</sup> ابتسام ساعد : مرجع سبق ذكره ، ص ص: 198-199 .

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق ، ص: 199 .

قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية ويسند لهذه الهيئة مجموعة من الوظائف والمهام والتي تشمل النقاط الموالية<sup>1</sup>:

- تسجيل نشرة الاكتتاب لكافة الشركات المدرجة في قائمة البورصة الماليزية للأوراق المالية. بالإضافة للإشراف على السجلات وعمليات التبادل ومراقبة أنشطة البورصات وبيت المقاصة والإيداع المركزي.
  - الموافقة على اصدار سندات الشركات.
  - القيام بالمهام الرقابية على المعاملات المتعلقة بالأوراق المالية وعقود المستقبلات، ومراقبة الشؤون المرتبطة بمجال الحيازات والاندماجات للشركات بماليزيا، زيادة على رقابتها للأنظمة المتعلقة بصناديق الاستثمار.
  - الإشراف على كافة عمليات تسريح العمال وكذا التأكد من السير الحسن لعمل مؤسسات السوق وتشجيع التنظيم الذاتي لها.
- والهدف من جميع هذه الوظائف التي تقوم بها الهيئة، هو حماية المستثمرين بالإضافة إلى المهام التنظيمية الموكلة لهذه الهيئة، فهي ملزمة أيضا بموجب القانون على تشجيع وتعزيز تنمية سوق الأوراق المالية وسوق عقود المستقبلات في ماليزيا.

### ثانيا : الهيئات الرقابية الفرعية لسوق الأوراق المالية الماليزية:

تتكون الجهات الفرعية المساندة لعمل هيئة الأوراق المالية الماليزية التي تخضع لرقابة وزارة المالية الماليزية، في مجموعة من الجهات الفرعية تساعد على تأدية وظائفها، وتتكون هذه الجهات من البورصة الماليزية برهاد والمؤسسات التابعة لها، وأهمها<sup>2</sup>:

#### 1. بورصة ماليزيا للأوراق المالية برهاد:

تم إنشاؤها في 4 ديسمبر 2003 وهي عبارة عن مؤسسة منظمة تتداول فيها الأوراق المالية، كما أنها مسؤولة عن كافة الأمور الرقابية المرتبطة بالأوراق المالية، والحرص على تنفيذ القوانين المنظمة للشركات المدرجة في البورصة، وذلك من أجل تحقيق بيئة استثمارية منظمة تتميز بدرجة عالية من الشفافية، وتعمل البورصة الماليزية للأوراق المالية على حظر العمليات المؤدية إلى عدم استقرار السوق المالي، وذلك عن طريق إصدار القوانين والارشادات الخاصة، للرقابة على الأنشطة المزولة في داخل أو خارج البورصة.

<sup>1</sup> محمد غزال : مرجع سبق ذكره ، ص: 176 .

<sup>2</sup> سمور طه و خليل نبيل: مرجع سبق ذكره ، ص ص: 94-96 .

وتشرف وزارة المالية الماليزية على كافة الأنشطة التي تدار في البورصة الماليزية بصفة غير مباشرة، في حين تسند لهيئة الأوراق المالية الماليزية المسؤولية الرقابة المباشرة، وبناء على ذلك فإن بورصة الأوراق المالية الماليزية برهاد، خاضعة لوزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية الماليزية<sup>1</sup>. وتسترشد بورصة الأوراق المالية ببعض المبادئ التنظيمية، والتي لا تتجزأ عن الأطر والقواعد التنظيمية لبورصة ماليزيا، وذلك قصد ضمان أكبر قدر من المساواة في تطبيق الإجراءات التنظيمية، وهذه المبادئ هي<sup>2</sup>:

- قواعد سهلة وواضحة الالتزام بها.
- لا مزيد من التنظيم الزائد عن اللزوم وذلك قصد تحقيق التوازن بين احتياجات التنافسية من التنظيم والفعالية التجارية.
- استخدام السلطة التقديرية للبورصة، لتعديل وتغيير القواعد التنظيمية، وهذا بما يخدم ويسهل الأعمال المالية.
- تجنب القيود والإجراءات الغير معقولة من أجل الحفاظ على الوضع التنافسي للبورصة الماليزية، وذلك بوضع قواعد مبتكرة وتنافسية.

### 2. بورصة المقاصة للأوراق المالية برهاد:

ويقصد بها المقاصة المركزية للأسهم المتداولة بالبورصة الماليزية للأوراق المالية، وهي مختصة بعرض الأسعار والتعاملات المالية الإلكترونية، وتعرض المقاصة المركزية للأسهم خدماتها على أعضاء البورصة وفقا لقانون صناعة الأوراق المالية لسنة 1983 وتؤدي دورها الرئيسي في معالجة العقود المحلية لكل الأوراق المالية المقيدة في قائمة البورصة، والرقابة عن الأمور المتعلقة بمقاصة الأوراق المالية من جهة أخرى.

### 3. بورصة الإيداع برهاد:

وهي البورصة التي يتم من خلالها تجسيد التعاملات على الأوراق المالية بدون تبادل لشهادات، بين المشتري والبائع للأسهم، ويستخدم هذا النظام لتسوية أسعار الأسهم للبورصة الماليزية للأوراق المالية بدون إصدار للشهادة، وتتم التسوية من خلال الأنظمة الإلكترونية. وتتم عملية التسجيل في حساب المستثمرين عبر نظام الإيداع المركزي، وتتولى هذه البورصة إدارة جميع الحسابات، والرقابة على تعاملات الأوراق المالية بدون تبادل الشهادة وفق القوانين المنظمة.

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق، ص: 94.

<sup>2</sup> محمد غزال: مرجع سبق ذكره، ص: 177.

**4. بورصة المشتقات برهاد:**

تم إنشاؤها في 17 أبريل 1993 ويتم تداول في هذه البورصة منتجات المشتقات المالية، من عقود المستقبلات والخيارات، ويشرف على رقابة هذه البورصة كل من هيئة الأوراق المالية والبورصة ذاتها . وتمتلك بورصة الأوراق المالية المحدودة ل 72 % من أصول هذه البورصة كما تسند لها عمليات تسهيل عقود مستقبلات لزيت النخيل الخام في العالم<sup>1</sup> .

**5. بورصة المقاصة للمشتقات برهاد:**

تم إنشاؤها بتاريخ 9 سبتمبر 1995 وهي جهة المقاصة للبورصة الماليزية للمشتقات، وهي مسئولة عن كافة الأمور المتعلقة بإجراءات المقاصة والتسوية عند تبادل عقود المستقبلات والخيارات.

**6. بورصة السندات برهاد:**

تدرج في بورصة السندات، كلا من السندات الحكومية وسندات الشركات، ويقيد عملها كلا من البنك المركزي الماليزي الذي أصدر مدونات وإرشادات وقواعد لضمان حسن سير سوق السندات، في حين أن هيئة الأوراق المالية هي السلطة الأساسية التي تنظم وتطور سوق السندات في ماليزيا<sup>2</sup>.

**7. مركز لبوان للتعاملات المالية الدولية:**

تم إنشاء هذا السوق في 30 جويلية 1999 ومن أهم الأنشطة التي يتم التعامل فيها جميع التعاملات المالية المسعرة بغير العملة المحلية.

**8. بورصة ماليزيا للمعلومات برهاد:**

أُنشئت في 9 ماي 1986 ويتمثل دورها في توفير ونشر المعلومات وأسعار الأوراق المالية المقيدة في البورصة الماليزية.

**9. بورصة ماليزيا للخدمات الإسلامية برهاد:**

تم استحداثها في 15 أبريل 2009 وهذا حتى يتمكن المتعاملين في السوق المالي الإسلامي الماليزي من توفير وتسيير قاعدة التبادلات للأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

**ثالثا: دور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطوير سوق الأوراق المالية**

تعد هيئة الأوراق المالية الماليزية حجر الزاوية في النظام المالي الماليزي، إذ تلعب دورا رئيسا في دفع وتنمية وتطوير سوق الأوراق المالية، ومن الأدوار التي أوكلت لها ما يلي<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> محمد غزال : مرجع سبق ذكره ، ص: 177 .

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق ، ص: 177.

<sup>3</sup> محمد نور الدين غادمن: مرجع سبق ذكره ، ص: 9.



- تنمية و تطوير سوق الأوراق المالية لتتمشى مع التطورات الحاصلة عالميا .  
- الإشراف على المبادلات المالية، وغرفة التصفية، ومركز الودائع حتى تضمن التعامل السلس وتوفير الثقة للمستثمرين .

- منح التصاريح والإشراف على جميع الشركات التي تريد الدخول إلى بورصة الأوراق المالية .  
- تنظيم جميع الشؤون المتعلقة بالأسهم والسندات ا ولصناديق الاستثمارية المالية والأدوات المالية الأخرى .  
وساهم دور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطوير سوق رأس المال الإسلامي، من خلال الخطوات السابقة الذكر، بالإضافة لوجود عوامل ساهمت في دعم السوق هي<sup>1</sup> :

- الالتزام الحكومة الماليزية الكامل في تنشيط وتدعيم وتعزيز هذا السوق .  
- الأثر الإيجابي لنجاح المصارف الإسلامية في ماليزيا، ساهم في التزام المصدرين والمستثمرين بتعليمات السوق .

- وجود خبراء ومتخصصين في المعاملات المالية الإسلامية المعاصرة، ساهم في توضيح الآراء الشرعية بعقد الندوات وإقامة المناقشات الدورية مع الجهات المعنية بغية تطوير هذا السوق .

وفي سعي هيئة الأوراق المالية لتطوير السوق المالية الماليزية، وضعت تطوير سوق مالي إسلامي كأهم الأهداف الواجب تحقيقها ضمن جدول أعمالها، ليتم عرضها ضمن المخطط العام للأسواق المالية الماليزية الذي تم الكشف عنه سنة 2003 .

وكان من بين الأهداف المراد الوصول إليها، هو جعل ماليزيا كمركز للمالية الإسلامية الدولية من

خلال مجموعة من الاستراتيجيات المنتهجة والمتمثلة في :

**1. إعداد البحوث والدراسات بما يتعلق بتطوير سوق رأس المال الإسلامي:** تعمل اللجنة الاستشارية الشرعية بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي، على تقديم الدراسات ومناقشة معاملات هذا السوق بالتشاور مع متعلمي السوق<sup>2</sup> ، وهذا حرصا من اللجنة على سير المعاملات وفق مبادئ الشريعة والتزام المتعاملين بالتشريعات الصادرة عن اللجنة الاستشارية الشرعية .

**2. التخطيط للوصول بماليزيا كمركز دولي لسوق رأس المال الإسلامي:** عرضت هيئة الأوراق المالية الماليزية في عام 2001 خطة لتطوير سوق الأوراق المالية الماليزية، واحتوت الخطة ستة أهداف رئيسية، وأطلق عليها اسم الخطة الشاملة، وكان الهدف الرئيسي المستقبلي لهذه الخطة الاستراتيجية الممتدة لمدة

<sup>1</sup> نبيل خليل طه سمور : مرجع سبق ذكره ، ص: 118 .

<sup>2</sup> سمور طه و خليل نبيل: مرجع سبق ذكره ، ص: 115 .

عشر سنوات من 2001 إلى 2010 الوصول بماليزيا لأن تكون مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي. وحتى يتحقق هذا الهدف كانت الاستراتيجيات المتبعة كالتالي<sup>1</sup>:

- استحداث أدوات تنافسية متعلقة بسوق رأس المال الإسلامي وهذا بصفة دائمة.
- العمل على تحسين فعالية سوق الصناديق الإسلامية.
- التحقق من أن ماليزيا لديها الإمكانيات التنظيمية والضريبية والمحاسبية تتماشى مع سوق رأس المال الإسلامي.

- العمل على نزع اعتراف دولي يثمن ويضع ماليزيا كمركز دولي لسوق رأس المال الإسلامي.

### 3. تعيين هيئة الأوراق المالية الماليزية رئيسا للجنة التنفيذية في المنظمة الدولية لهيئة الأوراق المالية:

من بين أشكال قبول ماليزيا كمركز للمالية الإسلامية في العالم، هو تنصيبها على رأس الهيئة التنفيذية للمنظمة الدولية لهيئة الأوراق المالية ، لما تقوم به من دور في تنشيط والنهوض بسوق رأس المال الإسلامي الماليزي<sup>2</sup>.

### 4. توفير الأطر التنظيمية والقانونية والرقابية للمتعاملين في سوق رأس المال الإسلامي: وفي هذا الصدد،

أصدرت هيئة الأوراق المالية مجموعة من القوانين والتنظيمات تحت القسم 377 و 378 من قانون أسواق المال و الخدمات. وتهدف الهيئة إلى تسهيل تطوير تنافسية السوق المالية بوضع إطار منظم لحماية المستثمرين، وللوصول لذلك دأبت الهيئة على زيادة شفافية قواعدها وتنظيماتها وتمتعها بمستوى من الكفاءة والفعالية في محيط يتميز ب"لا لتنظيمات جديدة بلا سبب"<sup>3</sup>.

### رابعا: خصائص التجربة الماليزية :

وكتقييم للتجربة الماليزية في الصيرفة الإسلامية نجدها تميزت بمجموعة خصائص تتمثل في :

### 1. دور الدولة الرئيسي في دعم الاقتصاد : وتتمثل دور الدولة الرئيسي من خلال التجربة الماليزية فيما يلي<sup>4</sup>:

- لقد حققت الدولة التنمية ، و العدالة الاجتماعية ، تأهيل الموارد البشرية و ترجم هذا اقتصاديا من خلال نظام اقتصاد مزدوج بين النظام الإسلامي و الرأسمالي فكانت سوق مالية متطورة قوية التنظيم والإشراف والإطار القانوني و الحوكمة مما أضفى عليها طابع الكفاءة والشفافية .

<sup>1</sup> محمد غزال : مرجع سبق ذكره ، ص: 181.

<sup>2</sup> محمد غزال : مرجع سبق ذكره ص: 181.

<sup>3</sup> نفس المرجع السابق ، ص: 181.

<sup>4</sup> ساسية جدي : مرجع سبق ذكره ، ص: 207 .

- إن البنك المركزي الماليزي يضع نصب عينيه تطوير النظام المالي الإسلامي منذ ثلاث عقود معتبرا أن هذا النظام جزء لا يتجزأ من النظام المالي الدولي ، وهذا ما جعله يتبوأ المركز الدولي للزعامة المالية والتربوي في المالية الإسلامية .

- الهياكل التنظيمية نجدها في ماليزيا تقريبا مكتملة مقارنة بالدول الأخرى وكل ذلك قد تحقق عبر الخبرات و المهارات التي اكتسبها الماليزيون في مجال المصارف الإسلامية وأسواق المال الإسلامي .

### 2. ريادة في مجال المالية الإسلامية : و تتمثل الريادة في التجربة الماليزية في النقاط الموالية<sup>1</sup> :

- يحسب لها إقامة أول سوق نقدي إسلامي بين البنوك وإدارة السيولة .
- لديها سوق أولية عميقة و سوق ثانوية نشطة و نظام تسوية فعال .
- يمتاز النظام الاقتصادي الماليزي ببعض التطبيقات و المؤسسات المالية كنظام التكافل كنهج إسلامي لشركات التأمين وصندوق الزكاة وكذلك صندوق الحج .

### 3. عالمية التجربة : و يمكن تحديدها في النقاط الموالية<sup>2</sup> :

- التجربة الماليزية في الأوراق المالية الإسلامية هي الوحيدة التي عبرت الحدود إلى أسواق مالية خارجية بنسبة تراوحت بين 12% إلى 15% وهي أكبر سوق سندات إسلامي حيث تم فيه إصدار ثلاثة أرباع الصكوك الإسلامية العالمية على مدى العقد الماضي ومنتجاتها مرنة وجذابة للمستثمرين والمصدرين العالميين .

- أضحى النظام المالي الإسلامي في ماليزيا النموذج الأمثل للاقتصاد الإسلامي المتطور وساعده على هذا التنامي الاقتصادي الكبير وجوده في بيئة تتصف بالمزيد من الحرية والتنافس ،وذلك تماشيا مع الاندماج المتزايد بين النظام المالي الإسلامي والساحة المالية الإسلامية العالمية .

- إن النظام المالي الإسلامي استطاع التأثير في النظام التقليدي في المعاملات الإسلامية وتفق عليه من ناحية الصلاحية والسلامة في ظل الأزمة المالية وساهم إدراج المشتقات المالية كمنتج من منتجات الهندسة المالية في سوق الأوراق المالية بشكل ايجابي في نمو وفاعلية هذه الأخيرة وجذب الاستثمار الأجنبي .

### خامسا : ايجابيات وسلبيات التجربة الماليزية :

تعد تجربة التنمية في ماليزيا على أنها تجربة ناجحة وأنها وازنت بين الأهداف الكمية والأهداف النوعية، كما اهتمت التنمية الماليزية بالمبدأ الإسلامي الذي يجعل الإنسان محور النشاط التنموي وأداته، كما

<sup>1</sup> ساسية جدي : مرجع سبق ذكره ،ص: 207 .

<sup>2</sup> عبد الكريم قننوز: مرجع سبق ذكره ، ص: 286 .

التزمت الحكومة الماليزية بالأسلوب الإسلامي السليم في ممارسة مختلف الأنشطة الاقتصادية وتوجيه الموارد، ففي حين عملت على تحويل ملكية مختلف المشروعات الاقتصادية إلى القطاع الخاص، فقد نمت مسؤولية الأفراد واشتراكاتهم عمليا في تحقيق الأهداف القومية واحتفظت بسهم خاص في إدارة المؤسسات ذات الأهمية الاجتماعية و الاستراتيجية، لعدم التخلي عن دورها في ممارسة الرقابة والإشراف والحوكمة لهذا سوف يتم التطرق للدروس المستفادة من تجربتها و الاعتراضات الموجهة لها<sup>1</sup>.

### 1. الدروس المستفادة من التجربة الماليزية :

من الدراسة الخاصة بالتجربة يمكن لبلدان العالم الإسلامي الاستفادة من مجموعة من الدروس منها<sup>2</sup> :  
- الاهتمام بجوهر الإسلام وتفعيل منظومة القيم التي حث عليها الإسلام في المجال الاقتصادي وغيره ولا داعي لرفع لافتات إسلامية دون وجود مضمون حقيقي لقيم الإسلام وتطبيق مبادئ الشورى التي حث عليها الإسلام من خلال نظم ديمقراطية تحترم حقوق الأفراد في حال وجود عرقيات مختلفة يمكن. التوصل إلى اتفاقات تتقاطع فيها دوائر المصالح المختلفة وبذلك يكون التنوع مصدر إنما لا هدم والاستفادة من الظروف العالمية السياسية لبناء الاقتصاديات الوطنية .

- الاعتماد على الذات في بناء التجارب التنموية ولن يتحقق هذا إلا في ظل استقرار سياسي واجتماعي .  
- الاستفادة من التكتلات الإقليمية بتقوية الاقتصاديات المشاركة بما يؤدي إلى قوة واستقلال هذه الكيانات في المحيط الدولي والتنمية البشرية ورفع كفاءة رأس المال البشري فالإنسان هو عماد التنمية تقوم به ويجني ثمارها .

- أهمية تفعيل الأدوات الاقتصادية والمالية الإسلامية في مجال التنمية مثل الزكاة والوقف من خلال وجود مؤسسات تنظم عملها والرقابة على أدائها .

- أن تتوزع التنمية على جميع مكونات القطر دون القصور على مناطق وإهمال مناطق أخرى، مما يترتب عليه الكثير من المشكلات مثل التكدس السكاني والهجرة إلى المناطق المعنية بالتنمية وتكريس الشعور بالطبقية وسوء توزيع الدخل .

- اعتبار البعد الزمني من حيث استيعاب التقدم التكنولوجي ، وأن المعرفة تراكمية ، وأن المشكلات مع الوقت سوف تزول في وجود أداء منضبط بالخطط المرسومة أما بخصوص التطبيق لمبادئ وأسس الاقتصادي الإسلامي قد تكون هناك فترات انتقالية لتهيئة المجتمع للتطبيق الكامل ولكن لا يعني ذلك التوقف

<sup>1</sup> سناء عبد الكريم الخناق: حوكمة المؤسسات المالية ودورها في التصدي للأزمات المالية التجربة الماليزية ، مداخلة ، جامعة ملايا - ماليزيا - بدون تحديد تاريخ ، ص: 12 .

<sup>2</sup> ساسية جدي : مرجع سبق ذكره ، ص ص: 208-209 .

عن البدء في التطبيق ، فما لا يدرك جله لا يترك كله ويفضل البدء بما تتوافر له الشروط والظروف الملائمة.

## **2. بعض الاعتراضات على التجربة الماليزية :**

بالرغم من ايجابيات النموذج الماليزي والدروس المستفادة منه إلا أنه تعرض للانتقادات منها<sup>1</sup> :

- إشكالية تعميم النموذج الماليزي في الصناعة المالية الإسلامية : تعد أحد أهم المعوقات لتعميم النموذج الماليزي وهي أن ماليزيا تجيز توريق الديون أو بيع الدين بالدين وبيع العينة وبيع المرابحة للأمر بأشراء وهذه الأمور لا تجيزها دول الخليج العربي، غير أنه هنا لابد من توضيح أمر في غاية الأهمية وهو أن ماليزيا تتبع المذهب الشافعي وهو المذهب الوحيد الذي يجيز بيع العينة وتوريق الديون كما أن نسبة سكان ماليزيا حوالي 40% لا يدينون بالإسلام و يشككون في النظام الإسلامي لهذا فهي تتدرج في التطبيق العلمي بالبرهان ولا تكتفي بكلمة يجوز ولا يجوز فقط والدليل على ذلك أنها تملك جامعات ومعاهد وهيئات من أجل تطبيق المنتجات المتوافقة مع الشريعة.

- إشكالية تطبيق المشتقات المالية في الصناعة المصرفية الإسلامية : مازال النقاش و الجدل حول جواز المشتقات الإسلامية غير أن ماليزيا تطبق المشتقات الإسلامية على المؤشرات والمعاملات في إدارة المخاطر بعد موافقة الهيئة الشرعية الإسلامية على ذلك.

## **المبحث الثالث : دور الهندسة المالية في الصناعة المصرفية الإسلامية**

من خلال هذا المبحث سيتم التعرف على دور الهندسة المالية في إدارة مخاطر الصناعة المصرفية الإسلامية وكذلك دورها في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية .

### **المطلب الأول : دور الهندسة المالية في إدارة مخاطر الصناعة المصرفية الإسلامية :**

تعتبر المخاطر التي تهدد استقرار الاقتصاد بصفة عامة أمر دائم الحدوث يتطور مع التقدم العلمي والتكنولوجي الذي عرفته الأنظمة الاقتصادية المختلفة من خلال هذا المطلب سيتم التعرف على المخاطر المتعلقة بالصناعة المصرفية الإسلامية و كذلك التطرق إلى إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية وكيف يمكن للهندسة المالية التقليل من حدتها وآثارها .

<sup>1</sup> عبد الكريم قننوز: مرجع سبق ذكره ، ص: 289 .

الفرع الأول : المخاطر المتعلقة بالصناعة المصرفية الإسلامية:

وتتمثل المخاطر المتعلقة بطرق التمويل المعتمدة في الصناعة المصرفية الإسلامية في العناصر

المالية :

أولاً: مخاطر فقدان الثقة في العمل المصرفي الإسلامي :

تنشأ هذه المخاطر من انتقاد الفهم السليم لرسالة المصارف الإسلامية ومضامين القاعدتين الأساسيتين وهما : الغنم بالغرم والخراج بالضمان سواء تعلق الأمر بالعاملين في المصرف أو المتعاملين معه وهذا يؤدي إلى اهتزاز الثقة في مكانة المصرف الإسلامي وبالتالي عدم التعامل معه بسبب تشابه الأسلوب وانخفاض العائد أو زيادة الهامش كما هو الحال في صيغة المضاربة<sup>1</sup>.

ثانياً: مخاطر تتعلق بصيغ التمويل الإسلامي:

تصنف هذه المخاطر حسب صيغة التمويل و تتمثل فيما يلي :

### 1. مخاطر التمويل بالمرابحة :

تكاد عملية المرابحة تكون النشاط الرئيسي للاستثمار بالمصارف الإسلامية إذ بلغت في بعض المصارف 90% من مجموع الصيغ، فالتجربة العملية تظهر تدني نسبة صيغة المشاركة والتي لا تتعدى نسبتها في مصرف مصر والخليج والأردن 3% باستثناء السودان التي تصل النسبة فيها إلى 28%<sup>2</sup> وإن التمويل بالمرابحة لا يخلو من المخاطر التي يمكن تلخيصها فيما يلي<sup>3</sup>:

- تعرض أموال المصرف للخطر في حالة عجز العميل عن السداد وعدم الحصول على ضمانات كافية حتى مع اللجوء إلى القضاء ووجود رهن عقاري على سبيل المثال إذ أن التنفيذ على هذه الضمانات يحتاج إلى مدة طويلة تصل لأكثر من سنة في بعض الأحيان، وهذا يعني أن المصرف يفقد عائداً على هذه الأموال طيلة فترة اتخاذ الإجراءات القانونية اللازمة حتى يتم تحصيل حقوق المصرف .
- ثبات أرباح المصرف طوال مدة المرابحة، ففي بيوع المرابحة للأمر بالشراء يتم تحديد نسبة المرابحة وتضاف إلى رأس المال (التمويل)، ويتم توزيع المبلغ على مدة التسديد المتفق عليها مسبقاً، وكما هو معروف قيمة العقد ثابتة لا تتغير سواء تقدم العميل بالتسديد أم تأخر.

<sup>1</sup> مفتاح صالح: إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية ، ملتقى دولي حول الازمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية ، جامعة فرحات عباس - سطيف - الجزائر ، أيام 20-21 أكتوبر 2009 ، ص: 6 .

<sup>2</sup> مفتاح صالح : مرجع سبق ذكره ، ص: 6.

<sup>3</sup> غالب عوض الرفاعي و فيصل صادق عارضة: إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، المؤتمر العلمي الدولي السنوي السابع: إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، جامعة الزيتونة، الأردن، أيام 16-18 أبريل 2007 ، ص: 16 .

- تحمل المصرف المسؤولية تجاه البضاعة: سواء هلك السلعة المشتراة أو غير ذلك، فمن الناحية الشرعية يجب على المصرف تملك السلعة التي سيشتريها للعميل وحيازتها، ومن ثم التنازل عليها للعميل، فإذا ما حصل أن حدثت موانع تحول دون تحويل ملكية السلعة المشتراة للعميل، فتبقى ملكيتها للمصرف الذي قد لا يستطيع بيعها ثانية ويتحمل خسارة قيمة هذه البضاعة أو في حالة تلفها أثناء هذه العملية .

## **2. مخاطر التمويل بالمضاربة :**

تعتبر صيغة التمويل بالمضاربة من أهم الصيغ التي كان منتظر منها الكثير وذلك كونها بعيدة عن شبهة الربا ، كما أنها عملية استثمارية مدرة للأرباح بنسبة كبيرة للطرفين وتقضي على تلك السلبية التي ينتظرها أصحاب الودائع من فوائد هزيلة كما أنها تساعد المصرف على تنمية المجتمع بإنشاء مؤسسات صغيرة ومتوسطة ، إلا أن ذلك لم يدفع المصارف الإسلامية من الاعتماد على هذه الصيغة إلا قليلا وهذا يعود إلى تعدد مخاطرها منها: مخاطر عجز السيولة وخطر الصرف إنا تم التعامل بالعملة الأجنبية ومخاطر ترتب ط بالنشاط التجاري مثل كساد النشاط<sup>1</sup>.

## **3. مخاطر التمويل بالمشاركة :**

يصاحب التمويل بالمشاركة في رأس المال المخاطر التالية<sup>2</sup>:

- احتمال فقدان رأس المال ذاته، إذ أن المصرف الإسلامية يدخل كشريك أو مساهم يقدم حصته في رأس مال الشركة مقابل عدد من الأسهم، وتنتقل ملكية الحصة إلى الشركة ويقتصر حق المؤسسة على نصيب محتمل في الربح أو الخسارة، فمبلغ التمويل يأخذ سمات ما يعرف في النظم الأوروبية برأس المال المخاطر حيث يكون معرضا للخسارة في حالة إخفاق المشروع أو الشركة الحاصلة على التمويل، ولذلك تنص الوثائق المنشئة للمصارف الإسلامية على أنه عند الاستثمار بطريق المشاركة في رأس المال، يجب أن تتأكد المصارف الإسلامية الممولة من أن الشركة أو النشاط الذي يتم تمويله من شأنه أن يحقق عائدا مناسباً حالياً أو مستقبلياً وأنه يدار بطريقة سليمة وإذا كان التأكيد المطلوب لا يتم إلا بإجراء تقسيم الشركات والأنشطة المطلوب تمويلها قبل اتخاذ قرار التمويل، وفي متابعتها عن كثب بعد ذلك حتى تمام تصفية المشروع، فإن هذا يثير صعوبة أخرى هي احتياج التقييم والمتابعة إلى عناصر فنية تجمع بين الخبرة في التخصص موضوع النشاط والنواحي المالية والمحاسبية والإدارية والتسويقية ... الخ، وفضلا عن ندرة هذا النوع من

<sup>1</sup> مفتاح صالح : مرجع سبق ذكره ، ص: 7 .

<sup>2</sup> عاشور عبد الجواد عبد الحميد: التمويل بالمشاركة في المؤسسات الإسلامية، مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل، جامعة الإمارات العربية المتحدة، الإمارات العربية المتحدة، أيام 15-17 ماي 2005 ، ص ص : 1164- 1167 .

الخبرات، وبسبب هذه الندرة كذلك، فإنه عالي التكلفة مما لا يتيح للبنوك الإسلامية الحصول عليه بالعدد الكافي للدخول في استثمارات كثيرة بأسلوب المشاركة في رأس المال.

- الاستثمار بطريقة المشاركة في رأس المال هو نوع من الاستثمار الدائم، والذي لا يتيسر تحويله إلى سيولة إلا ببيع الأسهم إلى طرف آخر، الأمر الذي يصعب تحقيقه ما لم تكن الأسهم مسجلة في البورصة، وحركة التعامل عليها نشطة، لكن في الواقع العملي فإن المصارف الإسلامية تشكو من زيادة السيولة لديها أكثر من قدرتها الاستيعابية، إلا أن ذلك لا يصح أن يدفعها إلى المخاطرة غير المحسوبة في استثمارات طويلة الأجل، إذ أن أي ظرف طارئ عام أساسي أو اقتصادي سيدفع بالمودين إلى سحب ودائعهم.

- تشتت قوانين كثير من الدول أن يكون رأس مال الشركات المنشأة على أرضها بعملتها الوطنية، وكذلك إذا كان سعر صرفها غير ثابت بالنسبة للعملة الأجنبية، ففي هاتين الحالتين تتعرض المصارف الإسلامية المشاركة في التمويل إلى تقلبات سعر الصرف من ناحية، ولعدم سهولة تحويل استثماراتها إلى الخارج عند نهاية المدة من ناحية أخرى، ويخضع لهذين الخطرين كل من أصل مبلغ الاستثمار وعوائده، فقد حدث في أكثر من بلد وفي أكثر من نظام سياسي واقتصادي أن غيرت الحكومات قوانينها، فتتغير نتائج الاستثمارات في معظم الأحوال من ربح متوقع إلى خسارة مؤكدة، ثم يأتي خطر تخفيض قيمة العملة المحلية أو انخفاضها كعقبة أساسية في طريق الاستثمار متوسط وطويل الأجل.

#### 4. مخاطر التمويل بعقد السلم:

هناك مخاطر تمس التمويل بصيغة السلم ومصدرها الطرف الآخر وتتمثل مخاطر الطرف الآخر في عدم تسليم السلعة في الوقت المحدد أو عدم تسليمها تماما أو تسليم نوعية مختلفة عن العقد وتزداد هذه المخاطر إذا كان العقد قائما على بيع منتجات زراعية كونها تحتاج إلى تخزين وهي تكلفة إضافية على المصرف بالإضافة إلى مخاطر انخفاض الأسعار الذي يقع على المصرف<sup>1</sup>.

#### 5. مخاطر التمويل بالإجارة :

هذه الصيغة لا تخلو من المخاطر و يمكن أن إجازها فما يلي<sup>2</sup> :

- **مخاطر تسويقية:** وتتمثل في أن شراء الأجهزة والمعدات من قبل البنك يحتاج إلى حملة تسويقية منظمة من قبل البنك لجذب انتباه العملاء للتعاون مع البنك في هذا الشأن، لذلك لابد من الأخذ بعين الاعتبار عند

<sup>1</sup> عاشور عبد الجواد وعبد الحميد: مرجع سبق ذكره ، ص: 1168 .

<sup>2</sup> غالب عوض الرفاعي وفيصل صادق عارضة: مرجع سبق ذكره ، ص: 17.



شراء مثل هذه الأجهزة لاحتياجات السوق والطلب على هذه المعدات، والا تعرض المصرف إلى مخاطر كبيرة تتمثل في تجميد رأس المال وقد يتسبب بخسارة كبيرة .

- مخاطر عدم انتظام دفع الأجرة: ويعني عدم دفع الأجرة بانتظام تعطيل رأس المال العامل للمصرف سواء من حيث تشغيل رأس المال أو من حيث إعادة استثمار الأموال السائلة لديه.

- مخاطر التغير في الأساليب التكنولوجية: خاصة في العصر الحالي الذي يشهد تسارعا متزايداً في التقدم التكنولوجي والعلمي، الأمر الذي يستوجب أن يتم اختيار مواد التأجير بعناية فائقة وبحرص شديد خوفاً من تعرض المصرف لمخاطر كبيرة.

#### 6- مخاطر التمويل بالإستصناع :

عندما يقدم المصرف التمويل وفق عقد الاستصناع، فإنه يعرض رأس ماله لعدد من المخاطر الخاصة بالطرف الآخر وهذه المخاطر تشمل الآتي<sup>1</sup>:

- مخاطر الطرف الآخر في عقد الاستصناع التي تواجهها المصارف والخاصة بتسليم السلع المباعة استصناعاً تشبه مخاطر عقد السلم حيث يمكن أن يفشل الطرف الآخر في تسليم السلعة في موعدها أو أنها سلعة رديئة غير أن السلعة موضع العقد في حالة الاستصناع تكون تحت سيطرة العميل وأقل تعرضاً للظواهر الطبيعية مقارنة بالسلع المباعة في عقد السلم. ولأجل ذلك من المتوقع أن تكون مخاطر الطرف الآخر في الاستصناع أقل خطورة بكثير مقارنة بمخاطر العميل في عقد السلم .

- مخاطر العجز عن السداد في جانب المشتري ذات طبيعة عامة، بمعنى فشله في السداد بالكامل في الموعد المتفق عليه مع المصرف .

- إذا اعتبر عقد الاستصناع عقداً جائزاً غير ملزم وفق بعض الآراء الفقهية فقد تكون هنالك مخاطر الطرف الآخر الذي قد يعتمد على عدم إلزامية العقد فيتراجع عنه.

- وإن تمت معاملة العميل في عقد الاستصناع معاملة العميل في عقد المرابحة، وإن تمتع بخيار التراجع عن العقد ورفض تسليم السلعة في موعدها، فهناك مخاطر إضافية يواجهها المصرف الإسلامي عند التعامل بعقد الاستصناع . وقد تكون هذه المخاطر لأن المصارف الإسلامي، أخذ دور الصانع والمنشئ والبناء والمورد، وبما أن المصرف لم يتخصص في هذه المهن، فإنه يعتمد على المقاولين بالباطن.

<sup>1</sup> مفتاح صالح : مرجع سبق ذكره ، ص ص : 6-7 .

ثالثا: مخاطر الدخل الحلال والدخل الحرام :

تنشأ هذه المخاطر في المصارف التقليدية التي تقدم خدمات إسلامية أو تمتلك فروعاً إسلامية فإذا لم يكن لهذه المصارف رقابة صارمة حتى تمنع الخلط بين المال الناشئ من حلال والمال الآخر الناشئ من عمليات بالفائدة ، وقد ينشأ هذا الخلط في بداية إنشاء الفرع الإسلامي إذا لم يتم التحري في البداية من هيئة رقابية شرعية<sup>1</sup>.

رابعا: تحدي عدم جواز استخدام تغطية المخاطر بالمشتقات المالية :

تستخدم المصارف التقليدية العديد من المشتقات المالية مثل عقود الخيارات المالية والعقود المستقبلية والمقايضات للتغطية ضد المخاطر التي يتعرض لها في المستقبل بسبب تغيرات أسعار الفائدة وبهذا لا يمكن للمصارف الإسلامية أن تستخدمها وهذا ما يجبرها على البحث على بدائل شرعية لاستخدامها في التغطية ضد المخاطر<sup>2</sup>.

خامسا: تحديات منع انتقال المخاطر :

يتم استخدام أموال حسابات الاستثمار (الودائع الاستثمارية هي أموال المضاربة) جنبا إلى جنب مع الموارد المالية من الحسابات الجارية (الودائع الجارية، الودائع تحت الطلب هي أموال أخذها البنك على سبيل القرض الحسن) وهذا يعتبر ظاهرة فريدة تفرض تحديا على المصارف الإسلامية ، في حين تجب الحماية لأصحاب الودائع الجارية أما أصحاب الاستثمار فيجب عليهم المشاركة في مخاطر العمل، ولكن في الواقع لا يتم التمييز بين الأصول المختلفة (حقوق أصحاب المصرف والودائع الجارية والودائع الاستثمارية) وهذا يخلق للمصرف مشاكل السحب في حالة عدم وجود الضمان لأصحاب الودائع الجارية وفي حالة حدوث أزمة لا يمكن فصل مخاطر الودائع الجارية عن ودائع الاستثمار . وتعتبر مخاطر سحب الودائع التحدي الأهم في المصارف الإسلامية وهي أكثر خطورة فيها مقارنة بالمصارف التقليدية وذلك أن القيمة الاسمية للوديعة والعائد غير مضمونين لأصحاب الودائع حسب شروط عقد وديعة الاستثمار . ولذلك يجب منع انتقال مخاطر ودائع الاستثمار إلى الودائع الجارية كما يجب منع انتقال مخاطر رأس المال إلى الودائع الجارية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> مفتاح صالح : مرجع سبق ذكره ، ص: 6 .

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق ، ص: 6.

<sup>3</sup> نفس المرجع السابق ، ص: 6-7 .

الفرع الثاني : إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية:

هناك متطلبات ضرورية في أي مؤسسة مصرفية وخاصة الإسلامية منها حتى يمكن من خلالها للهندسة المالية الإدارة الجيدة للمخاطر وهي:

أولاً: وضوح محتوى إدارة المخاطر:

إن حسن إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية يعد نظاما شاملا وتشترك فيه جميع المستويات الإدارية بالمصرف ويتطلب المرور بأربع مراحل أساسية<sup>1</sup> :

- 1- تعريف المخاطر التي يتعرض لها نشاط الصيرفة الإسلامية.
- 2- قياس المخاطر بصفة مستمرة من خلال نظم معلومات ملائمة.
- 3- اختيار المخاطر التي يرغب المصرف في التعرض لها، والتي يمكن لرأس المال تحملها.
- 4- مراقبة الإدارة لتلك المخاطر وقياسها بمعايير مناسبة واتخاذ القرارات الصحيحة في الوقت المناسب لتعظيم العائد مقابل تخفيض انعكاسات المخاطر.

ثانياً: توظيف الكفاءات المؤهلة والمؤمنة برسالة المصرف الإسلامي :

قد لا يولي بعض القائمين على المصارف الإسلامية هذا العنصر أهمية كبيرة ويكتفون بتوظيف عاملين قد يحملون مؤهلات ولكنها غير مؤمنة برسالة المصرف الإسلامي وليست متحمسة لإنجاحه ، وهو ما يضعف الاكتشاف المبكر للمخاطر وبالتالي التحوط ضدها أيضا بوسائل شرعية مما يخلق انسجاما بين العاملين بالمصرف ورسالته ويخلق تقاليد متميزة عن المصارف التقليدية في جذب أصحاب الودائع ، كما أن التوظيف يجب أن يخضع لمعايير الكفاءة ويمر بمراحل الاكتساب للكفاءات ثم تقويتها بالتدريب والتكوين وأخيرا يجب المحافظة عليها بالتحفيز<sup>2</sup>.

ثالثاً: إنشاء إدارة مستقلة لإدارة المخاطر:

فرض تطور لنشاط المصرفي توفير إدارة مستقلة لإدارة المخاطر عن الإدارات الأخرى للتعرف المبكر على مصادر المخاطر وتوقع حدوثها للاحتياط وتحديد حجم تأثيرها والتخطيط المسبق للسيطرة عليها وبوجود إدارة مدرية في هذا المجال سيقوي من فعاليتها ، كما يجب أن تتوفر لديه المعلومات بشكل دائم . ونشير في هذا الصدد أن حسن إدارة المخاطر بالمصارف يستوجب الالتزام بالمبادئ الأساسية التالية<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> مفتاح صالح : مرجع سبق ذكره ، ص: 7 .

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق ، ص: 7- 8 .

<sup>3</sup> حسين بلعجوز: " إدارة المخاطر البنكية والتحكم فيها " مداخلة مقدمة إلى الملتقى الوطني حول المنظومة المصرفية في الألفية الثالثة: منافسة- مخاطر تقنيات ، جامعة جيجل-الجزائر ، يومي 6-7 جوان 2005 ، ص: 9 .

- أن يكون لدى كل مصرف لجنة مستقلة تسمى " لجنة إدارة المخاطر " تهتم بإعداد السياسة العامة، أما الإدارة المتخصصة لإدارة المخاطر فتتولى تنفيذ تلك السياسات، كما تقوم بمراقبة وقياس المخاطر بشكل دوري.

- تعيين " مسؤول مخاطر " لكل نوع من المخاطر الرئيسية تكون لديه خبرة كافية في المجال المصرفي .
- وضع نظام محدد لقياس ومراقبة المخاطر في كل مصرف وتحديد الأسقف الاحترازية للانتماء والسيولة.
- تقييم أصول كل مصرف وخاصة الاستثمارية كمبدأ أساسي لقياس المخاطر والربحية .
- استخدام أنظمة معلومات حديثة لإدارة المخاطر ووضع ضوابط أمان ملائمة لها .
- ضرورة وجود وحدة مراجعة داخلية مستقلة بالمصارف تتبع مجلس الإدارة بالمصرف مباشرة وتقوم بالمراجعة لجميع أعمال المصرف بما فيها إدارة المخاطر .

### رابعا: بناء العلاقة الشرعية مع المصارف المركزية:

لا تستطيع أن تستفيد المصارف الإسلامية من وظيفة المقرض الأخير التقليدية للمصرف المركزي لأنه لا يفرق بين عمل المصارف الإسلامية وغيرها وهذا يجعلها في رواق غير متكافئ مع نظيرتها المصارف التقليدية في حالة تعرضها لعجز في السيولة ، ولهذا يجب أن تعمل المصارف الإسلامية جاهدة لإيجاد مخرج لهذه الوضعية وإيجاد بديل جديد شرعي حتى تتمكن المصارف المركزية من مساعدتها لتوفير السيولة عند الحاجة<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني : واقع الصكوك الإسلامية :

من خلال ما سبق يتضح مدى أهمية الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية، وسيتم في هذا المطلب التعرف على حجم الصكوك الإسلامية المصدرة و كذلك التطرق إلى إصدار الصكوك حسب الدول لمعرفة مدى التطور الذي عرفته هذه الصناعة .

### الفرع الأول : حجم إصدار الصكوك الإسلامية :

طرحَت الهندسة المالية منتجات إسلامية ، نالت حصة كبيرة من رؤوس الأموال وذلك بعد اكتشاف عدم مقدرة المنتجات التقليدية على الصمود أمام الأزمة المالية العالمية سنة 2008 ، حيث كانت المنتجات التقليدية مثل المشتقات المالية من مسببات الأزمة وقد كانت الصكوك الإسلامية أحسن بديل إذ أثبتت الدراسات نموها بشكل كبير ومتسارع ، خاصة بعدما تبنت دول غربية غير إسلامية هذه الأدوات .

<sup>1</sup> مفتاح صالح : مرجع سبق ذكره ، ص : 8 .

## الفصل الثالث : واقع الصناعة المصرفية الإسلامية في ماليزيا

خلال الفترة ما بين 2005 - 2013 تنامت السوق العالمية للصكوك الإسلامية ، ووصل الحجم السوقي لهذه الإصدارات إلى ما يزيد عن 400 مليار دولار أمريكي كما يوضح الجدول رقم (9) الموالي الذي يظهر وتيرة إصدار الصكوك عالمياً<sup>1</sup> .

الجدول رقم (9) : حجم إصدارات الصكوك عالمياً : خلال الفترة (2005 - 2013)

السنوات	قيمة الإصدار (بالمليون دولار امريكي)
2005	13150.97
2006	24816.71
2007	41350.41
2008	24546.66
2009	37632.68
2010	57821.95
2011	91357.48
2012	130849.26
2013	119633.51

المصدر : سليمان ناصر وربيعه بن زيد : مرجع سبق ذكره ،ص : 55.

يظهر من خلال الجدول أعلاه أن القيمة الإجمالية (أزيد من 500 مليار دولار أمريكي) توزعت على سنوات الفترة (2005 - 2013) بوتيرة وأحجام إصدارات مختلفة ومتفاوتة ، حيث لوحظ :

- تميزت سنة 2007 بزيادة قيمة إصدارات الصكوك الإسلامية حيث حققت الرقم القياسي في إصداراتها آنذاك حيث وصل الحجم السوقي للصكوك المصدرة في تلك السنة إلى ما يزيد عن 41 مليار دولار .
- أما في عام 2008 تراجع إصدار الصكوك الإسلامية بمقدار حوالي 40 % أي بقيمة 24.5 مليار دولار بعد الأزمة الاقتصادية العالمية .

- في عام 2009 تعافى إصدار الصكوك الإسلامية وأصبحت حوالي 38 مليار دولار أمريكي .
- سجل عام 2010 انطلاقة غير مسبوق في سوق الإصدار بقيمة 57.8 مليار دولار أمريكي .
- استمر نمو و انتعاش سوق إصدار الصكوك في عام 2011 بقيمة 91.3 مليار دولار أمريكي .
- واصلت هذه الصناعة نموها عام 2012 و حققت رقم قياسي جديد قدر ب 130.3 مليار دولار .

<sup>1</sup> سليمان ناصر و ربيعة بن زيد : "الصكوك الإسلامية الواقع و التحديات" ،مجلة الدراسات المالية والمصرفية ،العدد الأول ، الجزائر ،سنة 2013 ،ص : 55 .

## الفصل الثالث : واقع الصناعة المصرفية الإسلامية في ماليزيا

- أما عام 2013 تراجعت الإصدارات ب 8.9% عن سنة 2012 حيث قدرت ب 119.7 مليار دولار.

**الفرع الثاني : إصدار الصكوك الإسلامية حسب الدول خلال الفترة (2005 - 2012) :**

وصل عدد الدول المصدرة للصكوك الإسلامية خلال هذه الفترة 18 دولة في حين لا تزال هذه الصناعة

تتركز في ماليزيا ودول الخليج بالإضافة إلى السودان وهذا ما يمكن توضيحه من خلال الجدول رقم(10) الموالي<sup>1</sup>:

**الجدول رقم (10) : حجم إصدارات الصكوك عالميا حسب البلدان .**

ترتيب	البلد المصدر	قيمة الإصدارات بمليون \$	ترتيب	البلد المصدر	قيمة الإصدارات بمليون \$
1	ماليزيا	250953.90	7	البحرين	6806.42
2	الإمارات المتحدة	38781.96	8	باكستان	6182.00
3	المملكة العربية السعودية	27300.85	9	الكويت	2538.00
4	السودان	27072.45	10	تركيا	2511.00
5	قطر	18407.50	12	الو ، م ، أ	765.67
6	اندونيسيا	16136.44	13	المملكة المتحدة	265.42

المصدر: سليمان ناصر و ربيعة بن زيد : مرجع سبق ذكره ، ص: 56 .

حيث تظهر ماليزيا دولة رائدة وتتصدر دول العالم في صناعة الصكوك الإسلامية فقد صدر منها ما نسبته

63.2% من القيمة الإجمالية لإصدارات الصكوك حسب الدول بقيمة مقدارها 260 مليار دولار أمريكي

(2012/2005) ولقد شهدت أسواق الصكوك الإسلامية العالمية تطورات هائلة و نمو كبيرا حسب

القطاعات و كذلك أنواع الصكوك و الأدوات إذ أصدرت الصكوك في أكثر من 9 أنواع في أكثر من 21

قطاع . وهذا ما سيوضحه الجدول رقم (11) الموالي :

<sup>1</sup> ساسية جدي ، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية دراسة حالة ماليزيا و السودان ، مذكرة لنيل شهادة الماجستير ، تخصص علوم اقتصادية ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، 2015/2014 ، ص: 117 .

## الفصل الثالث : واقع الصناعة المصرفية الإسلامية في ماليزيا

الجدول رقم (11) : الحجم الإجمالي العالمي لإصدارات الصكوك الإسلامية حسب النوع خلال الفترة (2005 - 2012)

نوع (صيغة) الإصدار	قيمة الإصدار (بالمليون \$ أمريكي )
مرايحة	142662.30
إجار	85251.00
مشاركة	74071.05
البيع بثمن آجل	48253.88
هجينة	15970.32
مضاربة	18741.43
وكالة	13339.59
إستصناع	3074.65
أنواع أخرى (بيع العينة والدين)	3164.02
سلم	1996.35

المصدر : سليمان ناصر وريبعة بن زيد :مرجع سبق ذكره ،ص:57.

يظهر الجدول رقم (11) أن أغلب المعاملات التي تقوم عليها الصكوك الإسلامية تستخدم الإجارة والمرابحة بغرض تجنب المخاطر العالية التي قد تحدث من جراء المشاركة والمضاربة، كما تبين بأن ماليزيا الدولة التي راجت فيها الصناعة المصرفية الإسلامية، لا شك أن الخبرة وتطور قطاعها المالي قد ساعداها كثيرا في الحصول على هذه الرتبة وخاصة خصوبة وتطور سوق رأس المال (السوق الثانوي) وهذا ما يؤكد أيضا تقرير<sup>1</sup> Financial Market Series, UK .

ومن خلال هذا المبحث تم التعرف على دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية التي شهدت نمو متزايد وانتشار واسع وهذا لتلبيتها احتياجات التمويل لمختلف الشرائح مما جعل منتجاتها المصرفية ذات قدرة على منافسة النماذج التقليدية .

<sup>1</sup> سليمان ناصر و ربيعة بن زيد : مرجع سبق ذكره ، ص: 57 .

## خلاصة الفصل :

في هذا الفصل تم إلقاء الضوء على الاقتصاد الماليزي والمراحل التي مرى بها خلال فترات مختلفة وظهر فكرة المصارف الإسلامية لتكون ماليزيا من أوائل وأنجح التجارب في مجال الصيرفة الإسلامية ، حيث استطاعت التنسيق بين النظام التقليدي و النظام الإسلامي ، حيث صمدت المنتجات المالية الإسلامية خلال الأزمة العالمية و اتسمت بالتطور والتجديد و كذلك تميزت بالانتشار المحلي و الدولي ، كما تميزت بالدعم من قبل الحكومة والسلطات النقدية والمؤسسات المالية حيث أصبح العديد من الدول مثل السودان ودول الخليج العربي وبعض الدول الإسلامية تحاول الاقتداء بالتجربة الماليزية الناجحة ، ومع ذلك تم انتقادها في بعض المنتجات لتسهيلها ، وهذا من أجل تكييف المنتجات مع الفقه الإسلامي وبعدها تم التطرق إلى دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية حيث التطور التكنولوجي ساعد في تسهيل وانتشار المعلومات وهذا ما ساهم في دعم ثقة المستثمرين في المنتجات الإسلامية كما أن النسب والأرقام المتعلقة بحجم إصدار الصكوك الإسلامية في مختلف الدول والتي تعتبر هي من أهم منتجات الصناعة المالية الإسلامية التي تلقى رواج وقابلية لدى مختلف الشرائح .



## الخاتمة العامة

## الخاتمة :

يعتبر الخبراء الماليين أن للهندسة المالية أهمية بالغة ، وذلك لدورها الأساسي في ابتكار وتطوير المنتجات المالية التي تحتاجها المؤسسات، لكي تحافظ على ديمومة نموها وزيادة تنافسيتها وربحيتها، فضلا عن ضمان بقاءها في السوق. لكن الأزمة المالية العالمية 2008 م غيرت المفاهيم وأظهرت فشل الهندسة المالية التقليدية ليس فقط في المحافظة على نمو المؤسسات المالية وزيادة ربحيتها، بل حتى في المحافظة على كيانها. وهذا ما أدى إلى زيادة الاهتمام الصناعة المصرفية الإسلامية، باعتبارها أداة مناسبة لإيجاد منتجات وأدوات مالية مبتكرة تجمع بين المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية وهدف لحل مشاكل التمويل، ومن هنا فالصناعة المصرفية الإسلامية تعتبر الوسيلة الأنسب للمحافظة على استقرار المؤسسات المالية الإسلامية بصفة خاصة، واستقرار النظام المالي العالمي بصفة عامة.

حاولنا من خلال هذه الدراسة تسليط الضوء على دور الصناعة المصرفية الإسلامية في تطوير منتجات المؤسسات المالية الإسلامية، وذلك من خلال التعرض لمفهوم الصناعة المصرفية الإسلامية وإبراز دورها الأساسي في ابتكار وتطوير منتجات مالية تتلاءم مع الضوابط الشرعية، مما يجعل هذه المنتجات ترقى لأن تصبح نماذج قابلة للتعميم والتطبيق بالمؤسسات المالية الإسلامية، وبالتالي المساهمة في تحقيق أهداف هذه المؤسسات من المحافظة على استمرارية نموها وزيادة ربحيتها .

## نتائج اختبار فرضيات الدراسة :

- تعد الهندسة المالية منهاجاً لنظام التمويل ، يهدف إلى تحقيق الكفاءة في المنتجات والعمليات المالية وتطويرها في ظل الاحتياجات التي تتصف بأنها متجددة ومتنوعة ، وتكمن حقيقتها في أهمية دور الموازنة بين عدة أهداف ومن ثم تصميم أدوات وآليات مبتكرة تستوعب كل هذه الأهداف كإدارة مختلف المخاطر المالية التي تواجه المؤسسات وكذلك زاد دور الهندسة المالية في ابتكار أدوات مالية جديدة وتطوير أوراق مالية تقليدية واستحداث عمليات تمويل و تعتبر المشتقات المالية أهم منتج لمساهمته في تنشيط وتفعيل أسواق المالية فزاد حجم الاستثمار لنسب عالية جدا وهذا أيضا يثبت صحة الفرضية الأولى .

- تساهم الصناعة المصرفية الإسلامية في ابتكار و تطوير أدوات مالية مبدأها المشاركة أي تقاسم الربح والخسارة بين المؤسسة المالية والمتعامل عكس نظيرتها التقليدية ، فالصكوك الإسلامية تمثل أهم منتج إسلامي لتوفرها على خصائص تجمع بين السند والسهم هذا ما جعل منها بديل فاعل في الاقتصاد المعاصر هذا أيضا يثبت صحة الفرضية الثانية .

- يتوقع خبراء اقتصاديون أن يتسارع نمو الاقتصاد الماليزي بنسبة تتراوح بين 4.5% و 5.5% خلال العام 2017 مدفوعا بقوة الطلب المحلي وانتعاش الصادرات، وفقا لتقرير صادر عن المعهد الماليزي للبحوث الاقتصادية ، حيث يعتبر من أنجح الاقتصادات في جنوب شرق آسيا ويرجع هذا لقدرته على المزج بين النظام التقليدي و الإسلامي هذا يدل على صحة الفرضية الثالثة .

### نتائج الدراسة :

تم التوصل من خلال هذه الدراسة إلى العديد من النتائج الموائية :

- ساهمت الهندسة المالية في تحقيق تطور سريع في المعاملات الاقتصادية العالمية لكن بعض الثغرات سببت أزمات .

- منظور الصناعة المصرفية الإسلامية يمثل بديل يساهم في تغطية الثغرات التي ظهرت من خلال الهندسة المالية التقليدية المعتمدة على الفكر الرأسمالي .

- تمكنت الصناعة المصرفية الإسلامية من تجاوز مرحلة الانطلاق بنجاح لكنها تواجه مجموعة من التحديات .

- تتبنى الصناعة المصرفية الإسلامية مفهوم الهندسة المالية وفق منظورها الإسلامي، التي تقوم على أساس المحاكاة والتحوير والأصالة ، للوصول إلى منتجات مالية تتماشى مع الشريعة الإسلامية .

- ساهمت الإجراءات التي اتخذتها ماليزيا في تشجيع إصدار الصكوك الإسلامية ومن أهمها إعفاءات ضريبية وأخرى تنظيمية .

- انعكس أثر إصدار الصكوك بالإيجاب على مؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزي حيث كلما كان إصدار الصكوك كبيرا أدى بالمقابل إلى تحريك وتفعيل سوق الأوراق المالية الماليزية .

- وجود جهات رقابية تعمل على مراقبة وتطوير الأدوات المالية في السوق الماليزي ، وتتمثل في هيئة الأوراق المالية الماليزية واللجنة الاستشارية، التي أوكل لها مراقبة عمليات سوق الأوراق المالية الإسلامية واستشارتها في المسائل الفقهية .

- تستخدم ماليزيا المشتقات الإسلامية رغم الجدل حول جوازها وعدم جواز المشتقات الإسلامية في إدارة المخاطر بعد موافقة الهيئة الشرعية الإسلامية على ذلك .

- رغم كل الصعوبات والانتقادات الموجهة للتجربة الماليزية فهي تبقى ناجحة إذا ما قورنت بما تم معاشته بعد الأزمة المالية العالمية حيث أن الكثير من الدول الإسلامية والأجنبية تحاول خوض هذه التجربة من أجل توفير وتلبية احتياجات جميع الشرائح .

### التوصيات العامة للدراسة :

تبعاً للنتائج التي تم التوصل إليها فإننا نقترح مجموعة من التوصيات يمكن عرضها كالاتي:

- يجب على المؤسسات المالية الإسلامية اختيار الكفاءات البشرية التي تجمع بين الفقه في المعاملات المالية الإسلامية والكفاءة المهنية، أما الموارد البشرية غير المؤهلة فمن الضروري إتاحة دورات فقهية في المعاملات المالية الإسلامية وغيرها .

- منح الثقة في منتجات الصناعة المصرفية الإسلامية وإعطاءها الشرعية والمصادقية، عن طريق توحيد الفتاوى الشرعية التي تتعلق بها والزام المؤسسات المصرفية الإسلامية بالقرارات الصادرة عن المجامع الفقهية.

- توجيه المصارف نحو الاستثمار في الأدوات التمويلية القائمة على الملكية مثل: المضاربة والمشاركة، وعدم التركيز على الأدوات القائمة على المديونية مثل: المرابحة، التوريق بدعوى التقليل من المخاطر .

- الأخذ بالنماذج والمنتجات المالية المبتكرة التي تتمتع بالمصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، لأنها تمثل فرص نمو كبيرة بالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية بصفة عامة، وهذه الأخيرة تكتسب من خلال هذه النماذج

مزايا تنافسية تمكنها من منافسة منتجات نظيرتها التقليدية .

- التركيز على المنتجات المالية التي تتميز بالأصالة والابتعاد عن محاكاة منتجات المؤسسات المالية التقليدية، فالقيمة المضافة التي تخلقها المؤسسات المالية الإسلامية تكمن في منتجاتها الأصيلة، وليس في منتجاتها المؤسلة .

- يجب على المؤسسات المالية الإسلامية الاستثمار في الأزمة المالية العالمية، من خلال التعريف بمختلف منتجاتها وأدواتها المالية، خاصة تلك التي تختص بإدارة المخاطر، وذلك لأنها أظهرت مناعة قوية اتجاه هذه الأزمة .

### آفاق الدراسة :

بعد التعمق في دراسة الصناعة المصرفية الإسلامية تبين أن هذا الموضوع يتضمن جوانب عدة لم تستوف حقها من البحث والدراسة، وهي جوانب مهمة لا زالت بحاجة إلى المزيد من الدراسة والتحليل، وعلى هذا الأساس يمكن أن نتقدم بمجموعة من المقترحات التي من الممكن أن ترقى إلى مواضيع بحث مستقبلية، نذكر منها على سبيل المثال لا الحصر ما يلي:

- الهندسة المالية الإسلامية و سبل إدارة المخاطر .
- سبل تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية في الجزائر .

## قائمة المصادر

## والمراجع

قائمة المصادر والمراجع

أولاً : المصادر :

1. القرآن الكريم .

2. السنة النبوية الشريفة .

ثانياً: المراجع :

1. الكتب :

1. أحمد فهد الرشيد : عمليات التوريق ، دار النفائس ، الطبعة الأولى ، الاردن ،سنة 2005 .

2. أسامة عزمي سلام وشقيري نوري موسى: إدارة الخطر والتأمين، دار ومكتبة الحامد، عمان، الطبعة الأولى، سنة 2007 .

3. أشرف محمد دوابه : دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية ، دار السلام ، القاهرة ، مصر ، الطبعة الأولى ،سنة 2002 .

4. بلعوز بن علي ومحمدي الطيب أمحمد: دليلك في الاقتصاد، دار الخلدونية، الجزائر،سنة 2008 .

5. حسين بلعوز : مخاطر صيغ التمويل في البنوك الإسلامية و البنوك الكلاسيكية (دراسة مقارنة) ، مؤسسة الثقافة الجامعية ، الاسكندرية مصر ، سنة 2009 .

6. خالد وهيب الراوي: إدارة المخاطر المالية، دار الميسرة، عمان، الطبعة الأولى، سنة 1999 .

7. زياد رمضان سليم ومحفوظ جودة أحمد: الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك، دار وائل، عمان، الطبعة الثانية، سنة 2003 .

8. سامي سويلم : صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الاسلامي ، مركز البحوث شركة الراجحي المصرفية للاستثمار ، بيت المشورة للتدريب ، الكويت أبريل 2004 .

9. طارق عبد العال حماد: إدارة المخاطر "بنوك وقروض"، جامعة عين الشمس، الدار الجامعية،2003 .

10. طارق عبد العال حماد: المشتقات المالية: المفاهيم -إدارة المخاطر -المحاسبة، كلية التجارة، جامعة عين الشمس، الدار الجامعية، سنة 2001 .
11. عاطف جابر طه عبد الرحيم: تنظيم وإدارة البنوك"منهج وصفي تحليلي"، الدار الجامعية، الإسكندرية، سنة 2008 .
12. عبد الكريم قندوز : الهندسة المالية الاسلامية بين النظرية و التطبيق ، مؤسسة الرسالة ناشرون ، الطبعة الاولى ، سورية ، سنة 2007 .
13. فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، سنة 2009.
14. محسن أحمد الخضيرى: البنوك الإسلامية، إيترك للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية ، القاهرة مصر، سنة 1995 .
15. محمد عمر شابرا وأحمد حبيب: الإدارة المؤسسية في المؤسسات المالية الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب(البنك الإسلامي للتنمية)، جدة السعودية، الطبعة الأولى ، سنة 2006 .
16. محمد صالح الحناوي: تقييم الأسهم والسندات، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، الطبعة الأولى، سنة 2007 .
17. منير إبراهيم هندي: الإدارة المالية "مدخل تحليلي معاصر"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، الطبعة الرابعة، 2000 .
18. هاشم فوزي دباس العبادي: الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الورق للنشر ، والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، سنة 2008 .

## II. الأطروحات والمذكرات :

1. ابتسام ساعد : دور آليات التمويل الإسلامي في رفع الكفاءة التمويلية للنظام المصرفي ، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه ، جامعة محمد خيضر -بسكرة- ، الجزائر ، سنة 2017/2016 .
2. المناسيع رابح امين : الهندسة المالية و آثارها في الازمة المالية العالمية لسنة 2008 ، مذكرة لنيل شهادة الماجستير ، قسم علوم الاقتصاد جامعة الجزائر ،سنة 2011/2010 .



3. أمال لعمش : دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير تخصص دراسات مالية ومحاسبة معمقة، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر ، 2012/2011.
4. بن الضيف محمد عدنان: الاستثمار في سوق الأوراق المالية -دراسة في المقومات والأدوات- من وجهة نظر إسلامية، ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر ،سنة 2008/2007.
5. بن عيسى عبد القادر : أثر استخدام المشتقات المالية و مساهمتها في احداث الأزمة المالية العالمية ، دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية ، مذكرة ماجستير ، علوم التسيير ، تخصص مالية السوق ، جامعة قاصدي مرياح ورقلة 2011-2012.
6. ساسية جدي : دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية دراسة حالة ماليزيا و السودان، مذكرة لنيل شهادة الماجستير ، تخصص علوم اقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة ، 2015/2014 .
7. سحاسورياني صقر الدين: سوق رأس المال في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته، جامعة اليرموك، ماجستير، سنة 2006-2007.
8. سعيدة حرفوش: سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق -دراسة حالة سوق ماليزيا، رسالة ماجستير، جامعة المدية، الجزائر، سنة 2008-2009.
9. سمور طه و خليل نبيل: سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق "دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، جامعة غزة الإسلامية، فلسطين ، سنة 2007.
10. عبد الكريم قندوز: صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية فرع:نقود ومالية، جامعة حسيبة بن بوعلي شلف ، الجزائر ، سنة 2006/2007.
12. علام عبد النور : دور الصكوك الإسلامية كبديل للسندات التقليدية في تطوير التمويل المستدام ، دراسة حالة مقارنة بين التجربة الماليزية والخليجية،رسالة لنيل شهادة ماجستير ، جامعة فرحات عباس سطيف ، الجزائر ، 2012/2011 .
12. فتحي شوكت ومصطفى عرفات :بطاقات الائتمان البنكية في الفقه الإسلامي، مذكرة ماجستير ، كلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية، نابلس ، فلسطين ، 2007 .

13. محمد غزال : دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق رأس المال ، مذكرة لنيل شهادة ماجستير ، جامعة فرحات عباس -سطيف- ، الجزائر ، سنة 2012/2012 .
14. نوال بوعكاز : حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الازمة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية ، جامعة فرحات عباس سطيف ، الجزائر سنة 2011/2010 .
15. نورليامت سعيد جعفر: سوق المشتقات المالية -تقدير شرعي-رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، الأردن، سنة 2006-2007.
16. مختار بونقاب ، دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير منتجات المؤسسات المالية الإسلامية ، مذكرة استلام شهادة ماستر مالية مؤسسة ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، سنة 2012/2011 .
- III. المجلات والدوريات :**
1. أبو عبد الله علي : أهمية الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية في ماليزيا ،مجلة، جامعية، جامعة -المسلة- ، الجزائر ، سنة 2014 .
2. إبراهيم محمد شاشو: بطاقة الائتمان حقيقتها وتكييفها الشرعي ، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 27 ، العدد: 03 ، سنة 2011 .
3. أسامة محمد احمد الفزلي: تقييم التجربة الماليزية في إقامة أول سوق نقدي إسلامي، مجلة المال والصناعة، العدد السابع عشر، سنة 1999.
4. سليمان ناصر و ربيعة بن زيد : "الصكوك الإسلامية الواقع و التحديات" ،مجلة الدراسات المالية والمصرفية ،العدد الأول ، الجزائر ،سنة 2013 .
5. نغم حسين نعمة و رغد محمد نجم : المصارف و المؤسسات المالية الإسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي : الواقع و التحديات ، مجلة القادسية للعلوم الإدارية و الاقتصادية ، المجلد 12 العدد2، بغداد العراق ، سنة 2010 .

6. نوال بن عمارة : الصكوك الإسلامية و دورها في تطوير السوق المالية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية -البحرين - ، مجلة ، عدد 09، جامعة ورقلة ، الجزائر ، سنة 2011 .

7. يسرى حسين خليفة : العوامل المؤثرة على قرار تبني استخدام المشتقات المالية ، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية ، جامعة الإسكندرية ، العدد 1 ، مصر ، سنة 2009 .

#### IV. الملتقيات :

1. إبراهيم محمد شاشو: بطاقة الائتمان حقيقتها وتكييفها الشرعي ، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 27 ، العدد: 03 ، سنة 2011.

2. أمال حاج عيسى وفضيلة حويو: المشتقات المالية من منظور النظام المالي الإسلامي، مداخلة ضمن فعاليات الملتقى الدولي. الثاني حول " الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية"، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بخميس مليانة، أيام 5-6 ماي 2009 .

3. حسين بلعجوز: " إدارة المخاطر البنكية والتحكم فيها " مداخلة مقدمة إلى الملتقى الوطني حول المنظومة المصرفية في الألفية الثالثة :منافسة-مخاطر-تقنيات ،جامعة جيجل-الجزائر، يومي 6-7 جوان 2005 .

4. حنان علي موسى و خنيوة محمد الأمين : منتجات الهندسة المالية الإسلامية ، الواقع و التحديات ومناهج التطوير ، مداخلة ، جامعة منتوري ، قسنطينة ، الجزائر، دون تحديد تاريخ .

5. خالدية بوجحيش وآخرون :دور الأدوات الاستثمارية الإسلامية في حل مشكلة السيولة في المصارف الإسلامية، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، جامعة غرداية، الجزائر، 23-24 فيفري 2011 .

6. سحنون محمود و محسن سميرة : الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية ،مداخلة، الملتقى العلمي الدولي ،جامعة فرحات عباس سطيف ، الجزائر ، أيام 20-22 أكتوبر 2009.

7. سناء عبد الكريم الخناق: حوكمة المؤسسات المالية ودورها في التصدي للأزمات المالية التجربة الماليزية، مداخلة ، جامعة ملايا - ماليزيا - بدون تحديد تاريخ .

8. صالح مفتاح و ريمة عمري : الهندسة المالية الاسلامية و دورها في تحقيق التنمية المستدامة ، ملتقى دولي ، جامعة قلمة ، الجزائر ، 03 - 04 ديسمبر 2012 .
9. صهيب حسن :المعاملات المالية للمسلمين في أوروبا، الدورة الثامنة عشرة للمجلس الأوروبي للإفتاء والبحوث، دبلن إيرلندا، سنة 2008 .
10. طارق خاطر ولحسن دردوري: دور الأدوات المالية الحديثة في الصناعة المصرفية وانعكاسها على النظام المصرفي، مداخلة ، ضمن فعاليات الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية ، جامعة فرحات عباس ، سطيف ، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
11. عاشور عبد الجواد عبد الحميد: التمويل بالمشاركة في المؤسسات الإسلامية، مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل، جامعة الإمارات العربية المتحدة، الإمارات العربية المتحدة، أيام 15-17 ماي 2005 .
12. فؤاد محمد محيسن : المصارف الإسلامية الواقع و الآفاق ، المؤتمر الأول للمصارف و المؤسسات المالية الإسلامية في سورية تحت شعار : آفاق الصيرفة الإسلامية ، دمشق سورية ، بدون تحديد تاريخ.
13. قندوز عبد الكريم و مداني أحمد : الأزمة المالية واستراتيجيات تطوير المنتجات المالية الإسلامية، ورقة بحثية ، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية ، المركز الجامعي بخميس مليانة عين الدفلة ، الجزائر ،سنة 2010 .
14. علي محيي الدين القره داغي : الصكوك الإسلامية "التوريق" و تطبيقاتها المعاصرة - دراسة فقهية اقتصادية تطبيقية - ، ملتقى الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة دولة الإمارات العربية المتحدة ،منشور بدون تحديد تاريخ.
15. غالب عوض الرفاعي فيصل صادق عارضة: إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، المؤتمر العلمي الدولي السنوي السابع :إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، جامعة الزيتونة، الأردن، أيام 16-18 أبريل 2007.
16. محمد نور الدين غادمن: تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية، بحث مقدم لندوة الصكوك الاسلامية - التجربة الماليزية - ، مركز الملك فهد للمؤتمرات، السعودية ،سنة 2002 .

## قائمة المصادر والمراجع

17. مصطفى كامل خليل الحجازي: "المشتقات المالية وتداعيات الأزمة المالية العالمية." ، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول "الجوانب القانونية والاقتصادية للازمة المالية ، العالمية"، لكلية الحقوق، جامعة المنصورة ، أيام 1-2 أبريل 2009 .

18. مفتاح صالح :إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية ، ملتقى دولي حول الازمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية ، جامعة فرحات عباس -سطيف- الجزائر ، أيام 20-21 أكتوبر 2009 .

### **.V المواقع الإلكترونية :**

1. <http://www.iefpedia.com/vb/showthread.php?t=273>
2. <http://www.aljazeera.net/news/ebusiness/2015/8/25/>
3. <http://www.s7aby.com/t52265.html>
4. [http://mawdoo3.com /](http://mawdoo3.com/)
5. <http://www.bnm.gov.my>