

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة العربي بن مهدي، أم البوachi
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير



قسم: علوم التسيير
تخصص: إدارة مالية
الرقم التسلسلي:/2020

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي
عنوان:

**منتجات الهندسة المالية الإسلامية كبديل لمنتجات
الهندسة المالية التقليدية
- دراسة لنماذج مالية إسلامية مبتكرة -**

إعداد الطالبة: مروى بحار

نوقشت بتاريخ: 2020/.../...

لجنة المناقشة:

رئيسا
مشروفا ومقررا
مناقشها

جامعة أم البوachi
جامعة أم البوachi
جامعة أم البوachi

د. حمزة بوكتة
د. نور الهدى عمارة
د. هندة مدفونى

السنة الجامعية: 2019/2020

تعتبر الهندسة المالية الإسلامية من المواقب المثيرة للجدل في المالية الحديثة لاسيما من ناحية مشر وعيتها وتتنوع منتجاتها، فبعد ظهور الإبتكارات المتعددة والمتطرفة في الهندسة المالية، إستوجب على علماء التمويل الإسلامي السعي للتخلص من الأوراق المالية الربوية واستبدالها بأخرى تتماشى مع المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، حتى تكون بديلاً للمنتجات التقليدية وليس تقليداً لها، من خلال مجموعة من الإستراتيجيات والمناهج. ويتبين ذلك من خلال التجربة العملية التي أثبتت نجاحها في كثير من البلدان الإسلامية منها ماليزيا والسودان... خاصة فيما يتعلق بالصكوك الإسلامية.

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز المفاهيم الأساسية للهندسة المالية التقليدية والإسلامية، وتناول مختلف المنتجات المالية الحديثة التقليدية منها والإسلامية وكذا موقف الشرع من المنتجات التقليدية، والتعرف كذلك على مدى مساهمة الهندسة المالية الإسلامية في الحد من الأزمات لضمان استقرار النظام المالي الدولي، لتصبح منتجاتها ذات مكانة كبيرة في السوق المالية الدولية، حيث تم الاعتماد على المنهج الوصفي والتحليلي والإستعانة بقاعدة البيانات لمؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزية والسودانية.

وقد تبين من خلال هذه الدراسة أن الأساس المبني عليها السوق المالية التقليدية هي السبب في حدة الأزمات المالية وهذا ما بينه موقف الشرع، فقد عملت ماليزيا على هذه الناحية وقدمت بداخل لمنتجات السوق المالية التقليدية من خلال توفير صكوك إسلامية مبنية على أسس الشريعة الإسلامية، وكذلك السودان التي أقامت نظاماً مالياً أساسه المشاركة في الربح بدلاً من السندات المدرجة، مما جعل البلدين في منأى عن مواجهة الإنهيارات التي اجتاحت الأسواق المالية العالمية.

الكلمات المفتاحية: هندسة مالية تقليدية، هندسة مالية إسلامية، منتجات مالية، مصداقية شرعية، كفاءة إقتصادية.

Abstract

Islamic financial engineering is considered one of the controversial topics in modern finance, especially in terms of its legitimacy and the diversity of its products. Traditional products, not imitations of them, through a combination of strategies and approaches. This is evidenced by practical experience that has proven successful in many Islamic countries, including Malaysia and Sudan ... especially with regard to Islamic instruments.

This study aims to highlight the basic concepts of traditional and Islamic financial engineering, and deal with various modern financial products, both traditional and Islamic, as well as the Sharia's position on traditional products, and to identify as well the extent of the contribution of Islamic financial engineering in reducing crises to ensure the stability of the international financial system, so that its products become of great prestige In the international financial market, as it relied on the descriptive and analytical approach and using the database of the Malaysian and Sudanese stock market indicators.

It has been found through this study that the foundations on which the traditional financial market is based are the cause of the severity of the financial crises, and this is what the position of Sharia has shown. Malaysia has worked on this aspect and provided alternatives to traditional financial market products by providing Islamic instruments based on the foundations of Islamic law, as well as Sudan. Which established a financial system based on profit sharing instead of listed bonds, making the two countries immune to the collapses that swept the global financial markets.

Keywords: Traditional financial engineering, Islamic financial engineering, financial products, legal credibility, economic efficiency.

شُكْر وَدَقَّهُ شُكْر

بعد رحلة بحث وجهد واجتهاد تكللت
بإنجاز هذه المذكرة

أحمد الله عز وجل على النعمة التي
من بها على فهو العلي القدير.
كما لا يسعني إلا أن أخص بأسمى
عبارات الشكر والتقدير

"لدكتورة " عمارنة نور الهدى "

لما قدمته لي من نصح ومعرفة طيلة
إنجاز هذه المذكرة .

كما أتقدم بالشكر والامتنان إلى
السادة الأساتذة أعضاء لجنة
التقييم على قبولهم تقييم هذه
المذكرة ، وصرفهم جزء من وقتهم
الثمين لأجل قراءتها وتقييمها .

إِهْدَاءٌ

أهدي ثمرة تخرجني
إلى من جرعا الكأس فارغا
ليسياني قطرة حب
إلى من حصدوا الأشواك عن دربي
ليمهدوا لي طريق العلم
أمي وأبي
إلى من هم سندني في حياتي إخوتي
الكرام
إلى كل العائلة الكريمة وزملاء
الدراسة متمنية لهم كل التوفيق
إلى كل من أحمل لهم محبة وتقدير



إقرار وتعهد

أنا، الطالبة بـ _____ روى ، أقر أن مذكرة الماستر
الموسومة بعنون:

منتجات الهندسة المالية الإسلامية كبدائل لمنتجات الهندسة المالية التقليدية

- دراسة لنماذج مالية إسلامية مبتكرة -

والعمل المقدم فيها، هما نتاج بحثي الأصلي، ولا تحتوى على عمل شخص أو أشخاص آخرين إلا في حالة الإشارة الصريحة إلى ذلك.

كما أقر أن مذكرة الماستر هذه لم يتم تقديمها في أي مكان آخر للوفاء بأي مؤهلات أخرى.
أدلي بهذا الإقرار وأنا على دراية تامة أنه في حال تبين عدم صِحَّة ما ذكره، فلن أحصل على درجة الماستر، وقد أواجه إجراءات تأديبية.

الإمضاء

التاريخ: 2020/10/15

قائمة المحتويات

الصفحة	العنوان
.I	الملخص
.II	الشكر والتقدير
.III	الإهداء
.IV	إقرار وتعهد
.V	قائمة المحتويات
.VI	قائمة الجداول
.VII	قائمة الأشكال
1	I المقدمة
1	1 خلفية الدراسة
1	2 مشكلة الدراسة
2	3 الغرض من الدراسة
3	4 بناء فرضيات الدراسة
3	5 أهمية ونطاق الدراسة
3	6 المفاهيم الأساسية للدراسة
4	7 هيكل الدراسة
5	II مراجعة الأدبيات
5	1 الخلفية التاريخية
13	2 الهندسة المالية التقليدية
30	3 الهندسة المالية الإسلامية
44	4 توظيف الأدبيات
46	III الإطار المنهجي للبحث
46	1 المنهجية
46	2 البيانات
46	3 الأدوات المستخدمة
46	4 طريقة تحليل البيانات
47	IV النتائج ومناقشتها
81	V الخاتمة
85	المراجع

قائمة الجداول

عنوان الجدول	الصفحة
الجدول 01 أنواع المنتجات التمويلية المركبة	38
الجدول 02 تطور أنواع الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال المالي خلال الفترة (2010-2015)	54
الجدول 03 تطور عدد الصكوك الإسلامية والسنادات التقليدية في سوق الأوراق المالية الماليزية	55
الجدول 04 تطور حجم الصكوك الإسلامية والسنادات التقليدية في سوق الأوراق المالية الماليزية	56
الجدول 05 تطور القيمة السوقية لسوق رأس المال الإسلامية الماليزية	59
الجدول 06 موارد شهامة وصراح منسوبة للناتج المحلي الإجمالي للفترة (2010-2018)	68
الجدول 07 تدفق صيغ التمويل الإسلامية في النظام المالي السوداني (2009-2018)	75
الجدول 08 تطور الصكوك المتداولة حسب القطاعات في الفترة (2013-2018)	77

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل
26	الشكل 01 منتجات الهندسة المالية التقليدية
29	الشكل 02 الهرم المقلوب
41	الشكل 03 منتجات الهندسة المالية الإسلامية
49	الشكل 04 مراحل تطور السوق المالية الإسلامية في ماليزيا
50	الشكل 05 تطور حجم السوق المالية الإسلامية الماليزية وحصتها النسبية من السوق المالية الماليزية خلال الفترة (2015 - 2018)
50	الشكل 06 تطور حجم السوق المالية الإسلامية الماليزية وحصتها النسبية من السوق المالية الماليزية خلال الفترة (2017-2020)
51	الشكل 07 تطور حجم السوق المالية الإسلامية بالنسبة لتطور حجم السوق المالية التقليدية
52	الشكل 08 توزيع إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية في العالم
53	الشكل 09 تطور حجم إصدار الصكوك الإسلامية في السوق المالية الإسلامية الماليزية
54	الشكل 10 تطور أنواع الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الماليزية خلال الفترة (2010-2015)
56	الشكل 11 تطور عدد الصكوك الإسلامية والسنادات التقليدية في السوق المالية الماليزية
57	الشكل 12 تطور قيمة الصكوك الإسلامية والسنادات التقليدية في السوق المالية الماليزية
60	الشكل 13 تطور القيمة السوقية لسوق رأس المال الإسلامي الماليزي
62	الشكل 14 البنوك العاملة في السودان في عام 2010
63	الشكل 15 تطور حصيلة شهادات شم خلال الفترة (1998-2004)
64	الشكل 16 عدد شهادات مشاركة الحكومة (شهامة) المباعة خلال الفترة (2010-2018)
65	الشكل 17 تطور متوسط عائد شهادات مشاركة الحكومة للفترة (2010 – 2018)
65	الشكل 18 تطور نسبة مساهمة البنك المركزي في شهادات مشاركة الحكومة (شهامة) خلال الفترة (2010 – 2018)
67	الشكل 19 تطور عدد شهادات الاستثمار الحكومية (صرح) المباعة للفترة (2010 – 2018)
69	الشكل 20 عدد شهادات إجارة البنك المركزي (شهاب) المصدرة للفترة (2010-2014)
71	الشكل 21 عدد شهادات إجارة أصول مصفاة الخرطوم للبترول (شامة) المصدرة خلال الفترة (2010-2018)
71	الشكل 22 متوسط عدد إصدار شهادات إجارة أصول مصفاة الخرطوم للبترول (شامة) خلال الفترة (2010-2018)
72	الشكل 23 مبيعات شهادات شركة (نور) للفترة (2012-2015)
73	الشكل 24 مساهمة الأفراد ووزارة المالية والصناديق في حجم إصدار شهادات نور للفترة (2012-2014)
73	الشكل 25 تقسيم شهادات إجارة أصول الشركة السودانية لتوزيع الكهرباء 2017 و 2018
74	الشكل 26 مبيعات شهادات صندوق الذهب (بريق) لسنة 2018
75	الشكل 27 تدفق صيغ التمويل الإسلامية في النظام المالي السوداني (2009-2018)
76	الشكل 28 تطور المؤشر السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (2010-2018)

I. مقدمة

1. خلفية الدراسة

عرف العالم في السنوات الأخيرة الكثير من التغيرات على المستويات الاقتصادية والمالية، تمثلت في ترابط الأسواق التمويلية الدولية كنتيجة لتأثيرات العولمة المالية، التي صاحبتها تطورات على مستوى تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، مما شهد تأثيرات كبيرة وانعكاسات واضحة على مستوى القطاع المالي والبنكي، ويبين ذلك من خلال النمو الكبير الذي شمل البنوك والمؤسسات المالية وزيادة حدة المنافسة بينهما، الذي دفعها إلى العمل على تحسين مستوى الخدمات لعملائها ودعمها بأساليب وتكنولوجيات حديثة ومنظورة.

بيد أن هذه التطورات والتوسعات في الأنشطة الاقتصادية والمالية أدت بدورها لاتساع دائرة المخاطرة وارتفاع تكاليفها، هذا ما دفع المؤسسات المالية في تطوير وابتكار أدوات ومنتجات مالية تمكنها من إدارة المخاطر أو التحوط منها وتحقيق الكفاءة الاقتصادية.

حيث عُرف هذا النشاط الناتج عن التطور والإبتكار للأدوات والمنتجات المالية والعمليات التمويلية بالهندسة المالية، التي تعتبر تقنية حديثة في تنشيط البورصات المالية العالمية انتلافاً من الأثر الذي تؤديه في تلبية حاجة المؤسسات المالية، إذ أن إستعمال أدوات الهندسة المالية، يكون ذا فائدة كبيرة كونها تدعم بشكل فعال تنوع المحافظ الاستثمارية وتزيد من عوائدها.

وترجع سهولة استخدامها إلى تكنولوجيا الإعلام والاتصال، التي ساعدت في تسريع المعاملات وتخفيف تكاليفها، فقد تم تأسيسها وفق قواعد النظام الرأسمالي الذي تقوم معاملاته المالية على أساس الفائدة الربوية والمجازفات غير المضبوطة في السوق المالية، مما جعلها عبارة عن أدوات تقود إلى المخاطرة بدل التحوط منها أو التخفيف من حدتها، إذ كانت في غالب الأحيان السبب المباشر أو غير المباشر في الكثير من الأزمات المالية المعاصرة، مما فتح الباب أمام ظهور المعاملات المالية الإسلامية التي أثبتت مثانتها وقوتها في معالجة الأزمات. فقد أفرزت الهندسة المالية الإسلامية مجموعة من المنتجات المالية التي تلبي العديد من الاحتياجات التمويلية والاستثمارية، حيث تعددت تلك المنتجات بين أصلية وبين تقليد ومحاكاة للمنتجات المالية التقليدية بصبغة شرعية متواقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

2. مشكلة الدراسة

إن التطور في التعامل بمنتجات الهندسة المالية التقليدية أدى بالإقتصاد العالمي إلى الواقع في العديد من الأزمات المالية، التي تسببت في إفلاس الكثير من المؤسسات المالية، وانهيار عدة أسواق مالية والإخلال باستقرار وتوازن الاقتصاد العالمي.

مما أدى إلى لفت الإنتماء لمبادئ النظام المالي الإسلامي، القائم على توظيف الأموال في استثمارات حقيقة وبصورة مباشرة وفق مبدأ المشاركة في المخاطر وتحمل التكاليف، ما ينتج عنه زيادة في رصيد المجتمع من رأس ماله، على عكس النظام المالي التقليدي الذي يقوم على قرض المال مقابل فائدة معلومة ثابتة . وهذا ما أكد أنه البديل المالي الشرعي للمعاملات المالية وفقدان الثقة في النظام المالي التقليدي، كل هذا أدى لظهور مجموعة من التطورات المتتسعة التي شهدتها الهندسة المالية الإسلامية سواء في حجم سوقها، أو من حيث إنتشارها التي امتدت حتى في الدول غير الإسلامية.

وبالرغم من التطورات التي عرفتها الهندسة المالية الإسلامية إلا أنها ما زالت تواجه الكثير من التحديات التي تمكنتها من القدرة على منافسة المنتجات المالية التقليدية، وذلك من خلال الحرص على ابتكار منتجات مالية تتضمن خصوصية الاقتصاد الإسلامي، وهذا ما يبرز أهمية الهندسة المالية الإسلامية التي أنتجت مجموعة من الأدوات المالية المبتكرة والصيغ التمويلية الخاصة بها، والتي تجمع بين المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية متجنبة المعاملات التي تقوم على أساس الربا وغيرها من المحاذير الشرعية، تهدف لتحقيق مصلحة عملائها والأطراف المشاركة في عمليات الاستثمار وتحقيق التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والإقتصاد المالي، هذا ما يؤدي إلى تحقيق الاستقرار والنمو الاقتصادي.

وبناءً على التحديات التي تواجه منتجات الهندسة المالية الإسلامية، في منافسة نظيرتها التقليدية لتوفير أساليب تمويلية ذات عائد وكفاءة اقتصادية، نتبين الإشكالية التالية:

ما مدى تنوع وأصالة منتجات الهندسة المالية الإسلامية لتكون بديلاً لمنتجات الهندسة المالية التقليدية؟

يندرج تحت هذا التساؤل مجموعة من التساؤلات الفرعية وهي:

- ما المقصود بالهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية الإسلامية؟ وفيما تمثل أهم منتجاتها؟
- ما هي مزايا تطبيق الهندسة المالية الإسلامية داخل المؤسسات المالية الإسلامية؟
- كيف ساهمت أدوات الهندسة المالية الإسلامية في الحد من الأزمات المالية؟
- ما طبيعة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا والسودان؟ وما هي أهم منتجاتها؟
- فيما تمثل مختلف الدروس المستفادة من تجربتي دولتي ماليزيا والسودان في الهندسة المالية الإسلامية؟

3. الغرض من الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف تمثل فيما يلي:

- التعريف بالهندسة المالية التقليدية والإسلامية وخصائصهما وأهميتها، وأهم الفروقات بينهما؛
- التعرف على مختلف المخاطر التي تشكلها منتجات الهندسة المالية التقليدية؛
- معرفة كيفية مساهمة منتجات الهندسة المالية التقليدية في زيادة حدة الأزمات المالية؟
- التعريف بمختلف منتجات الهندسة المالية الإسلامية ومدى تنوعها؛
- دراسة المناهج التي تقوم عليها الهندسة الإسلامية في إبتكار منتجاتها؛
- إبراز دور الصكوك الإسلامية في إنشاء وتطوير سوق مالية إسلامية؛
- كيف ساهمت منتجات الهندسة المالية الإسلامية في الحد من أزمة 2008 ؟
- التعرف على تجارب عملية للدول (تجربة ماليزيا والسودان) في مجال صناعة المنتجات المالية الإسلامية؛
- استخلاص الدروس من تجربة دولتي ماليزيا والسودان في استخدام منتجات الهندسة المالية الإسلامية.

4. بناء فرضيات الدراسة

- إكنته الهندسة المالية الإسلامية بإدخال تعديلات على المنتجات التقليدية لتصبح أكثر إبقاء بالمقاصد الشرعية، وتتمثل أهم منتجات الهندسة المالية التقليدية في المشتقات المالية، بينما تتمثل منتجات الهندسة المالية الإسلامية في الصكوك الإسلامية ؟

- إن من أهم المزايا التي تكتسبها المؤسسات المالية الإسلامية من تطبيق الهندسة المالية الإسلامية مقارنة بنظيرتها التقليدية، هي تلبية الاحتياجات لطالبي التمويل بطرق أكفاً تمكناً من إدارة المخاطر بطرق أفضل وأقل تكلفة وبأقل مخاطرة ؟

- عملت أدوات الهندسة المالية الإسلامية في منع المعاملات القائمة على الغرر وبيع الدين والتي بدورها تعمل على خلق أزمات مالية تهدد استقرار النظام المالي العالمي ؟

- أهم ما يتميز به سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية في مجال المنتجات الهندسة الإسلامية هو إجماع الكل على نجاحها وخلوها من أي تجاوز يخالف الشريعة، بينما السوق الإسلامية للسودان فأسلمة نظامها المالي ككل .

5. أهمية ونطاق الدراسة

تكمن أهمية هذه الدراسة في إبراز الدور الذي من الممكن أن تلعبه منتجات الهندسة المالية الإسلامية في دعم الأسواق المالية وإقتصاديات البلدان، بالإعتماد على توافق المؤسسات المالية الإسلامية وزيادة قدرتها التنافسية لنظيرتها، خاصة إذا ما تم تطوير وابتكار منتجات مالية إسلامية أصيلة متنوعة وقدرة على تلبية الاحتياجات الاقتصادية .

وما زاد من أهمية هذه الدراسة إقبال العديد من الباحثين لدراستها نظرياً وعملياً، وتعامل العديد من الدول الإسلامية وغير الإسلامية بمنتجات الهندسة المالية الإسلامية، خاصة بعدما تأكد لدى العديد من الجهات أن النظام المالي الإسلامي هو البديل الأفضل للنظام المالي التقليدي بعد أزمة 2008 ولما لها من آثار على تزعزع استقرار النظام المالي العالمي .

6. المفاهيم الأساسية للدراسة

الهندسة المالية: هي مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة وصياغة الحلول الإبداعية لمشاكل التمويل.

الهندسة المالية الإسلامية: عُرفت بأنها عمليات مبتكرة ذات طبيعة فعالة للتتعامل بالمال من حيث الإداره والت التنمية وفق ما تقتضيه الشريعة الإسلامية.

الأسواق المالية الإسلامية: هي الإطار القانوني المنظم للسوق التي يتم فيها تحويل أو انتقال الأموال من الجهات أو الأشخاص الذين لديهم فوائض مالية، إلى الجهات أو الأشخاص الذين لديهم نقص أو حاجة إلى الأموال. يتولى إدارتها والإشراف عليها هيئة لها نظامها الخاص، تحكمه لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد يتعامل فيها الراغبون في الاستثمار بوسائل وأدوات إسلامية مشروعة، و بما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد والنظام المالي الإسلامي .

منتجات مالية: تعرف أيضاً بالأدوات المالية أو التمويلية، ويمكن تعريفها بأنها محررات مكتوبة تثبت حق مقدم التمويل لدى طالبه، هذا الحق الذي يحدد حسب نوع العلاقة التمويلية .

الصكوك : وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أو نشاط استثماري مباح شرعاً، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية مع الإلتزام بالضوابط الشرعية.

7. هيكل الدراسة

تطرقنا في دراستنا الموسومة بعنوان **منتجات الهندسة المالية الإسلامية كبديل لمنتجات الهندسة المالية التقليدية**، أولاً إلى الإطار المفاهيمي العام، حيث تناولنا فيه المفاهيم العامة للهندسة المالية التقليدية، أهميتها، أهدافها، بالإضافة إلى منتجاتها، وكما تطرقنا إلى دور هذه الأخيرة في التحوط وإدارة المخاطر بالسوق المالية، وأشارنا في الأخير إلى علاقة منتجات الهندسة المالية التقليدية بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008 التي كانت من أهم مسبباتها، وكما أشرنا إلى موقف الشرع الحنيف من هذه المنتجات التقليدية، والذي كان بوابة للدخول إلى عالم البديل الشرعي لهذه المنتجات التقليدية والذي عرف بالهندسة المالية الإسلامية، حيث تناولنا فيه مفهوم الهندسة المالية الإسلامية، مبادئها وخصائصها التي تميزها عن نظيرتها التقليدية، بالإضافة إلى دور منتجات الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية للحد من الواقع في الأزمات المالية .

بينما تعرضنا في الجانب التطبيقي لدراسة نماذج مالية إسلامية مبتكرة تتمثل في تجربة دولتي ماليزيا والسودان، حاولين إسقاط ما تعرضنا له من مفاهيم عامة نظرية ومناقشة نتائجه على سوقي البلدين لإبراز مدى كفاءة المنتجات الإسلامية ومصادفيتها الشرعية في الواقع كمقارنة ومحاولة إيجاد معوقات تطبيقها في الجزائر، من خلال الاستفادة من الدروس المستخلصة من تجربة ماليزيا والسودان في مجال الهندسة المالية الإسلامية.

II. مراجعة الأدبيات

1. الخلفية التاريخية

هناك العديد من الدراسات التي تطرقت لموضوع الهندسة المالية الإسلامية والهندسة المالية التقليدية من زوايا مختلفة، وقد تنوّعت هذه الدراسات بين العربية والأجنبية، أما فيما يخص الدراسات التي تناولت موضوع منتجات الهندسة المالية الإسلامية كبديل لمنتجات الهندسة المالية التقليدية؛ فهي قليلة، وإن وجدت فيتم التطرق لها بصورة سطحية وربطها بمنتجات محددة دون التوسيع في دراستهما؛

ولإعداد هذه الدراسة تم الاعتماد على مصادر مختلفة من الأدبيات العربية والأجنبية تمثلت معظمها في المعاجم، الكتب، الأوراق البحثية، المقالات، التقارير الرسمية التي نشرت في المجالات المحكمة الدولية والوطنية، أو نوقشت في الملقيات والندوات والتي تناولت من قريب أو بعيد موضوع دارستنا. كما تم الاستعانة بمصادر من الواقع الرسمي ومراجع كتب الفقه وكتب المعاملات المالية الإسلامية دون أن ننسى الاستعانة بالقرآن الكريم والسنة لإثبات المشروعية أو العكس، من المراجع أيضاً للواقع الرسمي للأسواق المالية للدول ذات تجارب منتجات إسلامية عملية (مالزريا والسودان) والهيئات الرسمية للأسوق للاستعانة بالإحصائيات المعلومات، البيانات والتقارير المتعلقة بنشاطها. وقد حولنا فيما يلي عرض بعض الدراسات السابقة في حدود ما توفر لدينا من مراجع والتي تطرقت لموضوع دراستنا:

الدراسات العربية:

- دراسة عماري صليحة و سعدان آسيا بعنوان (**المنتجات المالية الإسلامية بين التقليد والإبتكار**). وهي عبارة عن ورقة بحثية في الملتقى الدولي الثاني الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية: **النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً**، يومي 5 و 6 ماي 2009.

حيث هدفت هذه الدراسة إلى إبراز الدور الذي من الممكن أن تلعبه الهندسة المالية الإسلامية في دعم تواجد المؤسسات المالية الإسلامية وزيادة قدرتها التنافسية، فاعتبرت أن العلاقة طردية، فزيادة أهمية الهندسة المالية الإسلامية بزيادة حجم الأموال من جهة وزيادة احتياجات المتعاملين لمنتجات إسلامية من جهة ثانية، وقد اعتمد الباحث المنهج الوصفي لمعالجة الإشكالية هل يمكن اعتبار أن التقليد ل المنتجات المالية التقليدية بعد إكتسابها الصفة الشرعية هو البديل الوحيد لعملية الهندسة المالية الإسلامية، في الجانب النظري، بينما اعتمد على تجارب بعض الدول في استخدام الهندسة المالية الإسلامية وتقارير الإصدارات الإسلامية في هذه البلدان في الجانب التطبيقي، ليتم التوصل في آخر هذه الدراسة إلى أن الهندسة المالية الإسلامية لم تقم بالدور المنوط بها على أكمل وجه، والمتمثل أساساً في خلق منتجات مالية إسلامية أصلية، فاكتفت بإدخال تعديلات على المنتجات المالية التقليدية لتفي بالمقاصد والضوابط الشرعية. وحسب الباحث فإن السبب يعود إلى أن تطبيق الهندسة المالية الإسلامية وعملية تبنيتها أقيمت على عائق البنوك الأمر الذي انجر عنه تجاهل كلي لحقيقة مفادها بأن عمل البنوك لا يتم إلا بتوفير إطار متكامل تفاعل ضمنه كل من البنوك، المؤسسات المالية، السوق المالية، البنك المركزي والمتعاملين الاقتصاديين. وعليه إعتبر أن إخراج المنتجات الإسلامية من التقليد للابتكار مرهون بتكافف جهود كل الأطراف المتداخلة في المنظومة السابقة، خاصة عندما توضح أن تقييد هذه المنتجات بالرابط الديني لا يشكل عائقاً

على العكس يشكل ميزة لجذب رؤوس الأموال لدى العلماء المسلمين وغيرهم بعد فقدانهم الثقة في النظام المالي التقليدي و مختلف منتجاته التقليدية في ظل الأزمة المالية العالمية .

• دراسة نورين بومدين بعنوان (**منتجات الهندسة المالية كدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية**) لسنة 2013. عبارة عن بحث مستنـد من أطروحة دكتوراه، بجامعة حسـيبة بن بو علي، بالشـفـلـ، الجزائـر .

تهدف هذه الدراسة بشكل رئيس إلى إبراز أهمية منتجات الهندسة المالية التقليدية، في تفعيل وتطوير سوق الأوراق المالية، بإعتباره مصدرًا مهمًا من مصادر تمويل الاقتصاد، حيث يعد تعدد وتنوع المنتجات المالية المتداولة في سوق الأوراق ركيزة أساسية لكتفته وتطوره. فتنوع المنتجات المالية يتمكن المستثمر من تقليل المخاطر وزيادة عوائده، الأمر الذي سيؤدي إلى زيادة حجم الاستثمار في سوق الأوراق المالية. وبناءً على ذلك اعتمد الباحث في إنجاز دراسته على المنهج الوصفي عند التطرق إلى مختلف الجوانب النظرية المتعلقة بالهندسة المالية ووظائف سوق الأوراق المالية، بينما يستخدم المنهج التحليلي عند إبراز أهمية المنتجات الهندسة المالية في تفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية، ومؤشرات نمو سوق الأوراق المالية الماليـزـية. إلى أن خلصت دراسته للنتائج أن الإحصاءات تشير إلى تزايد أهمية المشتقـاتـ المـالـيـةـ فيـ السـنـوـاتـ الـأـخـيـرـةـ وإـرـفـاعـ حـجمـ التـداـولـ بـهـاـ عـلـىـ إـخـلـافـ أـنـوـاعـهـ،ـ وـهـوـ مـاـ يـعـدـ خـطـوـةـ مـهـمـةـ لـلـتـعـامـلـ فـيـ سـوقـ الـأـورـاقـ الـمـالـيـةـ،ـ لـجـلـهـ يـنـكـيفـ مـعـ رـغـبـاتـ الـمـسـتـثـمـرـيـنـ،ـ وـالـوـفـاءـ بـمـتـطـلـبـاتـ كـفـاءـةـ سـوقـ الـأـورـاقـ الـمـالـيـةـ.

• دراسة شافية كتاف بعنوان (**دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية: دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية**، أطروحة دكتوراه، جامعة فرحت عباس، سطيف، 2013-2014).

تهدف هذه الدراسة إلى توضيح أهمية ومكانة السوق المالية في الحياة الاقتصادية بشكل عام، مع محاولة الوقوف على آثارها الإنـماـئـيـةـ فيـ الإـقـتصـادـ الإـسـلامـيـ بشـكـلـ خـاصـ،ـ وإـبـراـزـ المعـالـمـ الـأسـاسـيـةـ لـلـسـوقـ المـالـيـةـ وـفـقـ الـمـنـظـورـ الإـسـلامـيـ،ـ وـذـلـكـ اـنـطـلـاقـاـ مـنـ تـقـوـيمـ نـمـوذـجـ سـوقـ الـمـالـ الـقـلـيـدـيـ،ـ وـالتـعـرـفـ عـلـىـ مـخـلـقـاتـ الـأـدـوـاتـ الـمـالـيـةـ الإـسـلامـيـةـ الـتـيـ يـمـكـنـ إـصـدـارـهـ وـتـداـولـهـ فـيـ السـوقـ الـمـالـيـةـ الإـسـلامـيـةـ،ـ وـالـوـقـوفـ عـلـىـ مـدـىـ مـسـاـهـمـةـ هـذـهـ الـأـدـوـاتـ فـيـ تـفـعـيلـ وـتـنـشـيـطـ السـوقـ الـمـالـيـةـ الإـسـلامـيـةـ،ـ وـلـدـرـاسـةـ كـلـ ذـلـكـ إـعـتمـدـ الـبـاحـثـ عـلـىـ الـمـنـهـجـ الـوـصـفـيـ التـحـلـيليـ،ـ الـذـيـ يـعـتمـدـ عـلـىـ جـمـعـ مـخـلـقـاتـ الـبـيـانـاتـ وـالـمـعـلـومـاتـ لـوـصـفـ الـمـفـرـدـاتـ وـالـحـقـائـقـ الـمـرـتـبـةـ بـمـوـضـوـعـ الـبـحـثـ وـدـرـاسـتـهـ وـتـحـلـيـلـاهـ إـلـىـ نـتـائـجـ يـمـكـنـ تـعـمـيمـهـاـ،ـ وـهـذـاـ مـاـ إـعـتمـدـ عـلـيـ الـبـاحـثـ لـإـبـراـزـ أـهـمـيـةـ الـأـدـوـاتـ الإـسـلامـيـةـ الـتـيـ يـمـكـنـ إـصـدـارـهـ وـتـداـولـهـ فـيـ السـوقـ الـمـالـيـةـ الإـسـلامـيـةـ،ـ حـيثـ تـمـ عـرـضـ وـتـوـضـيـحـ طـبـيـعـةـ عـمـلـ السـوقـ الـمـالـيـةـ الإـسـلامـيـةـ،ـ وـأـهـمـ الـأـدـوـاتـ الـمـالـيـةـ الإـسـلامـيـةـ الـتـيـ يـمـكـنـ أـنـ تـضـمـنـهـاـ،ـ إـضـافـةـ إـلـىـ الـدـرـاسـةـ الـتـطـبـيـقـيـةـ الـتـيـ تـنـاوـلـتـ بـعـضـ الـمـحاـواـلـاتـ وـالـتـجـارـبـ الـقـائـمـةـ لـإـنـشـاءـ سـوقـ مـالـيـةـ إـسـلامـيـةـ فـيـ بـعـضـ الدـوـلـ الإـسـلامـيـةـ،ـ مـعـ مـحاـوـلـةـ عـرـضـ وـتـقـيـيمـ لـلـأـدـوـاتـ الـمـالـيـةـ الإـسـلامـيـةـ محلـ الـدـرـاسـةـ الـمـدـرـجـةـ حـالـيـاـ فـيـ بـعـضـ الـأـسـوـاقـ الـمـالـيـةـ الـتـقـلـيـدـيـةـ كـلـهـاـ بـالـإـعـتمـادـ عـلـىـ تـقـارـيرـ إـحـصـائـيـةـ سنـوـيـةـ حـيثـ تـبـيـنـ فـيـ الـأـخـيـرـ أـنـ نـجـاحـ هـذـهـ السـوقـ وـتـطـوـيرـهـاـ يـعـتمـدـ عـلـىـ مـدـىـ تـنـوعـ وـتـطـوـرـ الـأـدـوـاتـ الـمـالـيـةـ الإـسـلامـيـةـ الـمـتـداـولـةـ فـيـهـاـ،ـ فـقـدـ أـتـاحـةـ أـكـثـرـ مـنـ بـدـيـلـ أـمـامـ الـمـسـتـثـمـرـيـنـ يـضـفـيـ النـجـاحـ وـالـتـمـيـزـ عـلـىـ أـدـاءـ السـوقـ الـمـالـيـةـ وـيـعـتـبـرـ مـنـ أـبـرـزـ عـوـاـمـلـ نـمـوـهـاـ وـتـمـاسـكـهـاـ،ـ كـمـاـ تـبـيـنـ أـيـضـاـ أـنـهـ وـمـنـ خـلـالـ الـهـنـدـسـةـ الـمـالـيـةـ إـسـلامـيـةـ يـمـكـنـ تـطـوـيرـ وـابـتـكـارـ أـدـوـاتـ مـالـيـةـ إـسـلامـيـةـ مـنـ شـأنـهـاـ توـسيـعـ وـتـنـشـيـطـ السـوقـ الـمـالـيـةـ إـسـلامـيـةـ،ـ الـتـيـ تـكـمـلـ وـتـسـاـهـمـ فـيـ تـطـوـيرـ الـعـلـمـ الـمـصـرـفـيـ إـلـاسـلامـيـ منـ جـهـةـ وـتـعـمـلـ عـلـىـ تـدـعـيمـ النـمـوـ الـاـقـتصـاديـ فـيـ الدـوـلـ إـسـلامـيـةـ مـنـ جـهـةـ أـخـرـىـ .

• دراسة أمال لعمش وسارة شرفي بعنوان (أهمية منتجات الهندسة المالية في الصناعة المصرفية الإسلامية: تجربة مصرف الإمارات الإسلامي في إصدار صكوك الإجارة)، وهي ورقة بحثية مقدمة في المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الإبتكار والهندسة المالية بين الصناعة التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرhat عباس، سطيف، يومي 5 و6 ماي 2014.

تهدف هذه الدراسة لإبراز الدور الذي تلعبه منتجات الهندسة المالية الإسلامية في تطوير عمل المؤسسات المصرفية الإسلامية، فقد استعرضت تجربة مصرف الإمارات الإسلامي في إصدار صكوك الإجارة، من خلال إعتمادها على المنهج الوصفي لمعرفة التحديات التي تواجه الهندسة المالية الإسلامية خاصة المتعلقة بتطوير وإبتكار منتجات مالية إسلامية قادرة على منافسة المنتجات التقليدية وتوفير أساليب تمويلية وإستثمارية ذات عائد وكفاءة اقتصادية عالية، وذلك بناءً على تقارير وبيانات للحجم السنوي من إصدارات الصكوك الإسلامية ومقارنة حجم إصدارات صكوك الإجارة بأنواع الصكوك الأخرى، فقد اتضح حسب هذه الورقة البحثية أن صكوك الإجارة من أكثر أنواع الصكوك الإسلامية انتشاراً في الأسواق المحلية والدولية ذلك من خلال تطور حجم إصداراتها السنوية، وفسر الباحث ذلك راجع لزيادة حجم السيولة لدى المستثمرين والرغبة المتزايدة في الإستثمار في هذا النوع من الصكوك كون أن أدوات التمويل الإسلامي المعاصرة الآلية المناسبة محلياً ودولياً لتمويل المشاريع الضخمة.

• دراسة هاجر سعدي ولامية لعلام بعنوان (دور الهندسة المالية الإسلامية في إبتكار منتجات مالية إسلامية: العقود المالية المركبة نموذجاً). وهي عبارة عن ورقة بحثية مقدمة في المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الإبتكار والهندسة المالية بين الصناعة التقليدية والصناعة المالية الإسلامية جامعة فرhat عباس، سطيف، يومي 5 و6 ماي 2014.

هدفت هذه الورقة البحثية إلى دراسة الواقع لإبتكار منتجات مالية إسلامية توأكب النمو المتتسارع في الصناعة المالية الإسلامية وتلبى الحاجيات المالية المتنوعة والمتعددة، أين تناولت دور الهندسة المالية الإسلامية في إبتكار منتجات مالية إسلامية توأكب التغيرات والمستجدات في شتى مجالات التمويل والإستثمار، مع التركيز على العقود المالية المركبة، وقد استُخدم المنهج الوصفي للتعریف بالهندسة المالية الإسلامية، ومزايا تطبيقها في المؤسسات المالية الإسلامية وأهم الأسس التي تقوم عليها ومناهج تطويرها، ومن خلال عرض التقارير السنوية للبنك الإسلامي الأردني ومقارنتها بالتقارير السنوية لبنك البركة الجزائري، إتضح أن بنك البركة الجزائري يعتمد على مجموعة من صيغ الصناعة المصرفية الإسلامية وبدرجات متفاوتة أهمها صيغة المرابحة، كما تم التوصل إلى أن أهم ميزة تتميز بها منتجات الهندسة المالية الإسلامية أنها تجمع بين المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، وأهم العقود في الهندسة الإسلامية هي العقود المالية المركبة كونها أهم منتج للتحوط من المخاطر، بينما منهج المحاكاة هو الأسلوب الأكثر ممارسة في واقع الصناعة المالية الإسلامية، كما أوصى الباحث في الأخير إلى التوسيع في استخدام العقود المالية المركبة وتطويرها لما لها من دور في مواكبة مستجدات التمويل والإستثمار.

• دراسة ليلى بوشنين بعنوان (دور منتجات الهندسة المالية في استقرار الأسواق المالية: حالة صناديق استثمار السوق المالي السعودي) في سنة 2014. ورقة بحثية في المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الإبتكار والهندسة المالية بين الصناعة التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرhat عباس، سطيف 1، يومي 5 و6 ماي 2014.

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز مدى أهمية منتجات الهندسة المالية التقليدية في استقرار الأسواق المالية التقليدية، بالتركيز على صناديق الاستثمار التي تعتبر أحد أهم منتجات الهندسة المالية، وإسهامها في الحفاظ على توازن التداول في السوق المالية مع تقليل الإنفاق لتسهيل الأصول المالية بإعتمادها على الإدارة المحترفة ومعرفة متخصصين، وذلك باستخدام المنهج الوصفي في التعرف على المفاهيم الخاصة بالهندسة المالية وأهم منتجاتها. وبالإعتماد على تقارير سنوية لهيئة السوق المالية السعودية، وإحصائيات

التداول فيه، تم التوصل بأن منتجات الهندسة المالية لا تكفي أن تكون جديدة فقط بقدر ما تكون مفيدة فإذا استخدمت بغرض تحفيز الحوالات والتشريعات التي تفرضها السلطات لزيادة الربحية فسوف تؤثر على استقرار الأسواق المالية، بينما توصل الباحث بأن صناديق الاستثمار في السوق السعودية تتمتع بتاريخ قوي تساهم في زياد فعالية السوق المالية بدرجة تفوق مساهمة الاستثمار الفردي، لكنها تظل صغيرة الحجم نسبة لإجمالي عمليات السوق، وفي الأخير إقترح الباحث جملة من التوصيات أهمها الحرص على زيادة الوعي معرفي في أوساط المستثمرين بأهمية الاستثمار في الصناديق بدلاً من الاستثمار المباشر، وتطوير قاعد المتداولين لملاعنة ظروف السوق بما يتواافق ومتطلبات الصناديق .

- دراسة ناصر بوشارب وحسناوي بليل بعنوان (**الهندسة المالية بين الواقع التقليدي والبديل الإسلامي**)، مقالة علمية في مجلة التكامل الاقتصادي، بجامعة أحمد دراية، أدرار، 2015.

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز أهم المفاهيم المتعلقة بالهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية الإسلامية، مع تحديد مختلف أهدافها وأهميتها بالنسبة للبنوك والمؤسسات المالية وكل ما يرتبط بها من ناحية الفروقات، وتبيان دور الهندسة المالية الإسلامية في تقديم منتجات مالية وفق ما تمليه مبادئ الشريعة الإسلامية، ومدى مساحتها في تجنب المخاطر الناتجة عن استخدام المنتجات التقليدية، بالإضافة إلى المزايا التي تقدمها الهندسة الإسلامية مقارنة بنظيرتها التقليدية، وذلك بإعتماد الباحث على المنهج الوصفي عند التطرق إلى مختلف الجوانب النظرية المتعلقة بمفاهيم الدراسة، إلى أن توصل الباحث من خلال دراسته إلى أن الهندسة المالية الإسلامية تعتبر البديل الأمثل لتطوير و توفير منتجات مالية مبتكرة تلبي مختلف الاحتياجات المالية للمستثمرين، مع ضمان عدم وجود أية مخاطر أو غرر أثناء إبرام عقودها وهذا ما يميزها أنه ما لم تنتهي المؤسسات المالية طریقاً واضح المعالم لتطوير الهندسة المالية الإسلامية فإنها ستبقى أسيرة التقليد والمحاكاة للمنتجات المالية التقليدية ما قد يؤدي بها إلى الانحراف عن الطريق السليم، إلا أن توفر مجموعة من منتجات إسلامية تجنب مختلف الأزمات الاقتصادية والمالية .

- دراسة أحمد رشاد مرداسي وحسين بن الطاهر تحت عنوان (**أثر تطبيق منتجات الهندسة المالية الإسلامية في الأسواق المالية الإسلامية**). وهي مقالة علمية نشرت في مجلة التنمية الاقتصادية، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، 2017.

هافت هذه الدراسة إلى إبراز أثر تطبيق منتجات الهندسة المالية الإسلامية في الأسواق المالية الإسلامية، بالإعتماد على المنهج الوصفي في تحديد أهم مفاهيم الخاصة بالهندسة المالية الإسلامية وبعض منتجاتها، إلى أن خلصت أن الهندسة المالية الإسلامية لها أثر كبير في تطوير الأسواق المالية الإسلامية من خلال توفير منتجات مالية إسلامية تجمع ما بين المصداقية الشرعية والكافحة الاقتصادية، كما إقترح الباحث مجموعة من التوصيات من تكوين وتأهيل كادر بشري للعمل في المؤسسات الإسلامية وعقد إتفاقيات بين الجامعات والمؤسسات المالية الإسلامية، وإدخال علوم الاقتصاد الإسلامي في المناهج التدريسية للجامعات الوطنية، والقيام بالملتقيات دولية ووطنية في موضوع الهندسة المالية الإسلامية نظراً لإهميتها القصوى خاصة في ظل الأوضاع الاقتصادية الراهنة .

- دراسة لطيفة بلهول و حكيمة صيفاوي بعنوان (**أهمية منتجات الهندسة المالية الإسلامية في السوق المالي الماليزي ومحاولة الاستفادة منها في الجزائر**) بسنة 2018. وهي مقالة علمية في مجلة دفاتر إقتصادية بجامعة زيان عاشور الجلفة .

هافت الدراسة إلى تقديم التجربة الناجحة في منتجات الهندسة المالية، وهذا من خلال عرض مفهوم الهندسة المالية الإسلامية وتحديد أهم أدواتها وإبراز أهميتها في السوق المالية، محاولة الاستفادة من أدوات الهندسة المالية الإسلامية خاصة الصكوك الإسلامية في السوق المالية الجزائرية. وذلك بالإعتماد على المنهج الوصفي في عرض المفاهيم النظرية لكل من الأوراق المالية الإسلامية والمنتجات الإسلامية

المستخدمة في الأسواق المالية خاصة الصكوك، بينما اعتمد على تقارير البنوك الإسلامية الماليزية في ملاحظة وتحليل إصدارات السوق المالية الإسلامية الماليزية منها الصكوك الإسلامية، وتقديرها لتجربتها للإستفادة منها في الجزائر. وخلصت الدراسة إلى أنه رغم نجاعة منتجات الهندسة المالية الإسلامية في السوق المالية الماليزية، إلا أنه في الجزائر لو تم تطبيقها لن تلقى المناخ الملائم وستتعرض لصعوبات كبيرة في ظل طبيعة السوق المالية الجزائرية التي تعاني ضعفاً كبيراً من نواحي عديدة سواء كان في حجم السوق أو التشريعات والقوانين التي تحكمها... وتم وضع مقتراحات منها إضافة بند في قانون النقد والقرض للإعتراف بعقود التمويل الإسلامية، إدراج مادة في قانون الضرائب تتصل على تعامل عمليات البيع والشراء للصكوك الإسلامية المصدرة ضربياً، كعمليات الإنتمان ومجموعة من الحلول والتنظيمات على المستوى الكلي للاقتصاد الدولة ومجلس النقد والقرض خاصه، كضرورة ملحة للنهوض بهذه السوق في ظل التطورات التي يشهدها العالم وللإستفادة الكاملة من الصكوك الإسلامية في الجزائر.

• دراسة زهرة سعدية و محمد زيدان بعنوان (**المنتجات المالية الإسلامية وإستراتيجيات تطويرها**). وهي عبارة عن مقالة في مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، جامعة حسيبة بن بو علي، الشلف، 2018.

هدفت الدراسة إلى اعتبار المنتجات المالية الإسلامية بمثابة المفاتيح للمؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية، وأسنان تلك المفاتيح هو مصاديقها الشرعية وكفاءتها الاقتصادية، التي تمكنتها من فتح أبواب العديد من الأسواق المالية وجذب المتعاملين الاقتصاديين سواء كانوا مستثمرين أو مدخرين، ولا بد من الإهتمام كثيراً بإستراتيجية وكيفية صنع تلك المفاتيح وتطويرها، فاعتمد الباحث على المنهج الوصفي لطرح إشكالية أهم الإستراتيجيات المعتمدة من قبل المؤسسات المالية في تطوير منتجات مالية تتوافق مع مبادئ المعاملات المالية الإسلامية من جهة وتلبية احتياجات العملاء بكفاءة وفعالية من جهة أخرى، إلى أن توصل في الأخير أن إستراتيجية الإبتكار من خلال تبع الاحتياجات الفعلية للعملاء يتطلب تكوين موارد بشرية ملمة بالجانب الفقهي، الاقتصادي والمالي، كما أوجب أن تُتبع مختلف مراحل الإبتكار والتطوير بالتقدير والتقويم للوصول للغاية والهدف من المنتج وكذا الإجراءات التعاقدية للتأكد من شرعيتها كما اقترح في الأخير مجموعة من الإقتراحات التي تساعده في تفعيل إستراتيجية الإبتكار في المؤسسات المالية منها البحث في الموروث الفقهي في باب المعاملات المالية الإسلامية لإيجاد منتجات مالية أصلية، والعمل بالفتاوي المجتمعية والجماعية كفتاوي مجمع الفقه الإسلامي، وتفعيل دور هيئات الرقابة الشرعية على مستوى البنوك، وصولاً إلى تخصيص أرباح المنتجات المالية الإسلامية للبحث وتأهيل الموارد البشرية شرعاً ومالياً.

• دراسة سارة بکوش بعنوان (**دور المنتجات المالية المركبة في تنشيط الأسواق المالية: حالة السوق المالية التركية**). وهي مقالة علمية في مجلة أبعاد اقتصادية، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، 2019.

تهدف هذه الدراسة لتوضيح مختلف جوانب المنتجات المالية التقليدية التركية ودورها في تنشيط الأسواق المالية، مع دراسة حالة السوق المالية التقليدية التركية، فحسب هذه الدراسة نجد المنتجات المالية المركبة (وتسمى أيضاً بالمنتجات المهيكلة)، والتي يعتبرها العديد من الاقتصاديين من أهم المنتجات المالية التي سيكون لها دور كبير في تفعيل وتطوير الأسواق المالية، ومن أجل الوصول إلى إجابات واضحة على الإشكالية المطروحة، استخدام الباحث المنهج الوصفي التحليلي للإلمام بكل جوانب الموضوع، من تعاريفات ومفاهيم، كما يستخدم مجموعة من المؤشرات في التقارير السنوية لمجلس أسواق المال التركية وبيانات بورصة إسطنبول. ليتم التوصل إلى مجموعة من النتائج تمثل في أن المنتجات المالية التقليدية المركبة، مزيج من السندات الخالية من المخاطر وخيار أو عقد آجل، حيث أن الجزء المتعلق بالسندات يضمن حماية رأس المال، بينما الجزء المتعلق بالخيار أو الآجل يوفر إمكانية الحصول

على عائد، وهذه المنتجات مناسبة لأولئك المستثمرين الذين يريدون حماية جزء أو كل استثماراتهم، لهذا فقد جذبت إهتمام العديد من المتعاملين في الأسواق المالية، مما لعب دور كبير في توسيع قاعدة الأسواق الأولية. وتعتبر الأسواق الأوروبية هي الأكثر تعاملًا بهذه المنتجات مقارنة بالأسواق العالمية الأخرى.

الدراسات الأجنبية

- Sami Al-Suwailem , « Financial Engineering: An Islamic Perspective » Islamic Development Bank, Jeddah, Saudi Arabia, 2007.

هدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى معالجة مختلف القضايا الأساسية المتعلقة بالمنتجات المالية الإسلامية، كما ناقش مبادئ وخطط الهندسة المالية الإسلامية، وقام بحصر مبادئ الهندسة المالية في التوازن والتكامل والقبول والاتساق لتنفيذ الاستراتيجيات، وذلك من خلال الموازنة بين الأنشطة الربحية وغير الربحية وخلق حلول طوعية وتكامل الأنشطة الربحية مع الأنشطة الحقيقة، كما فرض أن جميع المعاملات الاقتصادية مقبولة ما لم يتم النص على غير ذلك، وخرج الباحث بتوصيات أهمها وجوب التفكير خارج الصندوق والحفاظ على روح التمويل الإسلامي وتقديم حلول للاقتصاد العالمي.

- Khalaf AL-Taani « Challenges facing financial engineering with Islamic rules » International Journal of Economics, Finance and Management Sciences. Vol. 1, No. 5, 2013.

هدفت هذه الدراسة إلى توضيح صلاحيات المشتقات المالية وفقاً للمبادئ القانونية الأساسية للشريعة وتلخص الإعترافات الرئيسية للعلماء، التي تتحدى جواز المشتقات بموجب الشريعة الإسلامية. كما تقدم المقالة اقتراحات لتوافق المشتقات مع الشريعة الإسلامية، فقد اعتبر أن المنتجات المالية الإسلامية ولدت المشتقات المالية التقليدية، إلا أن هذه الأخيرة لديها مناهج مختلفة في التعامل مع الفائدة، وبناءً على الأحداث الأخيرة في الاقتصاد العالمي والتي أثارت جدلاً واسعاً حول أضرار المشتقات المالية والأزمات التي تسبيبت فيها، وجدوا أن قواعد الشريعة الصارمة أنقذت مؤسسات التمويل الإسلامي من أسوأ الأزمات. من ناحية أخرى عالجت الدراسة سبب عدم وجود أدوات كافية للحماية من التقلبات في أسعار العملات وأسعار الفائدة والسلع وقدرة مؤسسات التمويل الإسلامي على النجاة من الصدمات المستقبلية مكافحة البنوك الإسلامية لتطوير أدواتها والتحوط دون الوقوع في الإختلافات الدينية. وكل ذلك بالإعتماد على دراسة تحليلية لعدة بنوك إسلامية وتقليدية والمقارنة بينهم، وقد تم التوصل إلى أن إنشاء بورصات العقود الآجلة سوقاً خاصاً لمشاركة مؤسسة التمويل الإسلامي فقط واستبعاد المضاربة والبيع على المكشوف من السوق، ستزيل العديد من النقاط القابلة للجدل في العقود الآجلة لكنها ستثير تساؤلات بين الممولين عما إذا كانت هذه العقود هي عقود مالية حقاً .

- Sebastian von Boetticher & Boris Lamotte « Financial Engineering in the U.S », 2013.

هدفت هذه المقالة إلى دراسة حالات الهندسة المالية بالماضي، الحاضر والمستقبل في الولايات المتحدة، وبالإعتماد على المنهج الوصفي، تم التعرف على المنظور التاريخي للهندسة المالية والإطار التنظيمي الحالي والمستقبلبي المتعلق بالمهندسين الماليين، ومختلف الاحتياجات الحالية والمستقبلية للمهندسين الماليين، ومن خلال البيانات ومجموعة من التحاليل للمعطيات وتقارير إحصائية، تم التوصل

في الأخير لمجموعة من العوامل المتحكمة في الهندسة المالية ومنتجاتها، أهمها إرتفاع التداول في الأسواق المالية .

• مقالة للأكاديمية العربية للعلوم والتكنولوجيا والنقل البحري بعنوان :

« Financial Engineering and Islamic Banks' contribution to economic development » - Empirical evidence from countries' experiences, Electronic Copy, 2017.

حاولت هذه الورقة البحثية صياغة حلول إبداعية للمشكلات المالية التقليدية ودراسة التفاعلات الديناميكية بين الهندسة المالية التقليدية والتنمية الاقتصادية، من خلال دور البنوك الإسلامية في تمويل عملية التنمية، بالإضافة بالدراسات التحليلية من تجارب بعض البلدان، وتم استخراج مجموعة البيانات من قاعدة بيانات معلومات تمويل التنمية العالمية والمصارف الإسلامية والمؤسسات المالية. أيضاً تم استخدام الطريقة الإستقرائية والمعيارية من خلال فحص أسئلة البحث والفرضية باستخدام المقابلات الفردية مع عدد من مراكز المسؤولية والموظفين في بنك فيصل الإسلامي المصري ودراسة المنشورات ذات الصلة، وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن النظام البنكي الإسلامي نما بسرعة في العقود الماضيين وأكتسب مكانة أقوى في أكثر من 60 دولة. ونظراً لكونه بدون فوائد يعتبر أكثر تفوقاً لتحقيق هذه الأهداف وتأثير كبير للحد من التضخم، من خلال ضمان زيادة العرض الكلي وتقليل تدهور المنتجات الغذائية . وفي الأخير اعتبر الباحث أن البنوك الإسلامية تعمل جنباً إلى جنب مع البنوك التقليدية فهي أيضاً عرضة للمخاطر. بينما على صعيد الأصول، اعتبر أنه يمكن تنفيذ الاستثمارات التي تستند أموالها إلى الشريعة في شكل طرق تمويل مشاركة الأرباح، وأنماط تمويل ذات دخل ثابت مثل المرابحة .

• Samir Almad « Financial Innovation and Engineering in Islamic Finance », United Kingdom, 2017.

كان الهدف والدافع وراء هذا الكتاب والدراسة التي قام بها الباحث، هو الرغبة في تعزيز تطور التمويل والبنوك الإسلامية في مجال العلوم الاجتماعية. حيث غطى هذا المشروع ممارسات وعمليات وهياكل تطوير المنتجات المالية للتمويل الإسلامي عبر خمس فارات. وقد اعتمد الباحث في إجابته عن ما هو التمويل الإسلامي، بأن التمويل الإسلامي ليس كما تعتقد، كما وضح أنه إذا كنت تعتقد أن التمويل الإسلامي يتعلق فقط بتوفير المنتجات المالية القائمة على مبادئ التمويل الإسلامي وتجنب المنتجات القائمة على الفائدة التي تقدمها البنوك التقليدية فهو ليس كذلك. بل هناك الكثير من الخطوات التي يجب أن يتبعها التمويل الإسلامي لتحقيق تطلعاته والوصول إلى إمكاناته للوفاء بتعاليم الإسلام ومتطلبات القانون التجاري الإسلامي، بدلاً من مجرد تلبية الحد الأدنى من متطلبات الشريعة ووصفها بأنها متوافقة مع الشريعة . وهناك بالفعل العديد من الخروقات والإثناءات والتحويلات من قبل الصناعة المصرفية الإسلامية لتقدير الأعمال المصرفية التقليدية، بإستثناء بعض الذين يطبقون الشريعة بحزم.

فجد أن هذا البحث يجمع بين نظريات الابتكار التقليدية ونظريات الفكر الاقتصادي في الإسلام من أجل استكشاف دور الدين في عمليات الابتكار المالي في التمويل الإسلامي. وفي الأخير وبناءً على النتائج النظرية والنتائج التجريبية، وضع الكاتب الآثار العملية للتعاون بوضع إطاراً تحليلياً جديداً لفهم الابتكار المالي في التمويل الإسلامي.

- Aza ALHASADI & Iman ILHUSADI, « Financial engineering and its importance for Islamic Banks » Electronic Copy available at: <https://www.asstudies.com>, 2019.

تهدف هذه الدراسة إلى توضيح أهمية الهندسة المالية للمصارف الإسلامية ومعرفة المعوقات التي واجهتها بالنظر إلى الدراسات السابقة ومعرفة النتائج وتفسيرها، حيث توصلت إلى أن الهندسة المالية تلعب دوراً في تطوير البنوك الإسلامية من خلال ابتكار منتجات مالية ذات كفاءة اقتصادية تتوافق مع الشريعة الإسلامية، كما أن نجاح المصرفية الإسلامية في تلبية احتياجات العملاء ورغباتهم وتحقيق الأهداف المرجوة التي لن تتحقق إلا من خلال التطوير المستمر لأدوات التمويل للمصارف الإسلامية، حيث لجأت البنوك الإسلامية إلى استخدام الهندسة المالية الإسلامية على الرغم من حداثتها واعتبرتها صناعة ناشئة مقارنة مع نظيراتها التقليدية، و لكي تكون البنوك الإسلامية قادرة على المنافسة، فإنها تحتاج إلى مجموعة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية القادرة على الإستجابة للمتغيرات الاقتصادية المحلية والعالمية دون المساس بشرعيتها.

2. الهندسة المالية التقليدية

إن زيادة إنفتاح الأسواق المالية وإرتباطها ببعضها البعض وبالتالي زيادة المتعاملين فيها، ولد مجموعة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية المبتكرة، التي تمكنتها من إدارة سيولتها بصورة مربحة فضلاً عن مساهمتها في تطورها، لكن المشكل المطروح في هذه الأخيرة ليس في توفرها وكفاءتها الاقتصادية، بل في مدى توافقها مع الشريعة الإسلامية، ومن هنا تبرز أهمية الهندسة المالية الإسلامية كأداة مناسبة لإيجاد منتجات وأدوات مالية مبتكرة تجمع بين المصداقية الشرعية والكافأة الاقتصادية.

ظهرت الهندسة المالية (Financial Engineering) للوجود في نهاية عقد السبعينيات من القرن الماضي، بهدف خدمة المؤسسات المالية في مواجهة المخاطر والتخلص من القيود التشريعية والضغوط التي يفرضها السوق وبيئة تلك المؤسسات، ومن خلال هذا العنصر سناحول التطرق إلى مفهوم الهندسة المالية التقليدية، عوامل ظهورها، أهميتها، أهدافها وصولاً إلى أهم منتجاتها.

2.1. مفهوم الهندسة المالية التقليدية

نتعرف من خلال هذا العنصر على مفهوم الهندسة المالية التقليدية والعوامل التي ساعدت على ظهورها.

2.1.1. تعريف الهندسة المالية التقليدية

لتحديد مفهوم الهندسة المالية هناك عدة تعاريف تختلف حسب وجهات نظر الباحثين أو مصممي المنتجات المالية في المؤسسات المالية، وفيما يلي نستعرض مجموعة من التعريفات:

- عرفت الجمعية الدولية للمهندسين الماليين¹ (IAFE): الهندسة المالية بأنها تطبيق الطرق الرياضية لإيجاد حلول للمهندسين الماليين لمشاكل التمويل. حيث أنها تعرف أيضاً بالرياضيات المالية، التمويل الرياضي والتمويل الحسابي. تعتمد الهندسة المالية على أدوات الرياضيات التطبيقية والإعلام الآلي والإحصاءات والنظرية الاقتصادية. يتم توظيف المهندسون الماليون في كل من بنوك الاستثمار والمصارف التجارية وشركات التأمين...، لتطبيق أساليب الهندسة المالية وحل مشاكل مثل: تطوير المنتجات الجديدة وتقييم مشتقات الأوراق المالية وهيكلة المحافظ الاستثمارية وإدارة المخاطر.
(international association of financial engineers, 2013)

- وعرفت الهندسة المالية بمعناها الواسع بأنها التصميم، التطوير، التنفيذ لأدوات وآليات مالية مبتكرة والصياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل التي تواجه منشآت الأعمال، وأما وظيفياً وأكاديمياً، فإن كل قطاع في المجال المالي هندسة مالية خاصة به. (فندورز، 2017، صفحة 145)

- كما يمكن تعريف الهندسة المالية على نطاق واسع بأنها التطوير والتطبيق الإبداعي للتكنولوجيا المالية المبتكرة. فعلى مستوى الاقتصاد الجزائري، يتمثل الدافع وراء الهندسة المالية في تحقيق أرباح للمبتكر، من خلال إيجاد طرق أفضل لتلبية احتياجات المجتمع، أما على مستوى الاقتصاد الكلي تساعد على تحسين وتحسين الموارد، وهو الهدف الأساسي لأي نظام اقتصادي. (Tanya S, Cara M, & Robert W, 2011, p. 35)

- وتعرف الهندسة المالية أيضاً بأنها مجال متعدد التخصصات يسعى إلى توفير حلول مبتكرة تعمل على تلبية مجموعة متنوعة من الأهداف أهمها التحوط، التخمين والتحكيم. فمنتجات الهندسة المالية

¹ - (IAFE) International Association of Financial Engineers.

مصممة خصيصاً لتناسب المتطلبات المحددة للعميل بتوليف عدد كبير من الأدوات. كما أنها تهدف إلى تلبية الإحتياجات المالية المتخصصة للشركات والمستثمرين والدائنين، في الحالات التي لا تكفي فيها الأوراق المالية التقليدية. (Sebastian & Boris, 2013, p. 5)

وبناءً على ما سبق يتضح لنا أن الهندسة المالية تهتم بإدارة الأدوات المالية من خلال إبتكار وتصميم منتجات مالية جديدة أو تطوير أدوات مالية موجودة، بالإعتماد على مجموعة من الوسائل والأساليب الرياضية والإحصائية، وذلك لصياغة حلول إبداعية وخاصة إدارة المخاطر التمويلية.

2.1.2 عوامل ظهور الهندسة المالية التقليدية

بعد التعرف على مفهوم الهندسة المالية إستنتجنا بأن الهندسة المالية جاءت من أجل تقديم العون لطالبي التمويل وتخليص المتعاملين من القيود التشريعية المفروضة عليهم، لأن لهذه القيود تكلفة تحد من نشاط المنشآت وتعرقل توسعاتهم وتقلل أرباحهم، وهذا ما لخصه سيلبر (SILBER) في تحليل متميز لهضبة الهندسة المالية بقوله "الحاجة أم الإختراع" وما ساعد على إنزال مفهوم الهندسة المالية إلى أرض الواقع عوامل عديدة (جدي، 2015، صفحة 20).

وبحسب (Finnerty) فإن العوامل المحفزة للهندسة المالية هي:

- إنهيار إتفاقية بروتون ووذ، الأمر الذي ترتب عنه حدوث تقلبات عنيفة في أسعار الصرف فكانت السبب في تطور عقود الصرف الآجل والبحث عن آلية للتحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف. (جبار و مریمت، 2010، صفحة 24)
- الاستفادة من المزايا الضريبية، فأي مؤسسة مهما كان نوعها تحاول إخضاع أرباحها لأقل قدر من الضرائب، من خلال وضع صيغ تمويلية لمشاريعها تهدف إلى الاستفادة من تخفيضات في الضرائب؛
- مصادر الإبتكارات ليست موحدة عبر المشاريع والصناعات، فطبيعة المشروع يمكن أن تكون حافزا قويا، ومن أمثلة ذلك تطور الهندسة المالية إرتبط بشكل وثيق بالمؤسسات المالية وخاصة المصارف نظرا لطبيعة عملها؛
- قوة وحجم السوق، حجم المشروع، الملائمة ومتطلبات السوق، الشروط الاقتصادية الكلية كل هذا أدى إلى الرغبة في إدارة المخاطر والتحوط منها؛ (حيرش، 2018، الصفحتان 9-10)
- اتساع وتعدد أدوات الاستثمار المتاحة في أسواق المال، وقد أدى ذلك إلى زيادة سيولة السوق وإتاحة مزيد من التمويل عن طريق جذب مستثمرين جدد وتقديم فرص جديدة للباحثين عن التمويل؛
- تعدد وتنوع إستراتيجيات الاستثمار نتيجة لتعدد وتعدد أدوات الاستثمار خاصة المشتقات المالية. (أوصالح، 2014، الصفحتان 11-12)

2.2 أهمية الهندسة المالية التقليدية وأهدافها

للهندسة المالية أهمية بالغة تكمن فيما يلي:

2.2.1. أهمية الهندسة المالية التقليدية

إن أهمية الهندسة المالية تأتي أساساً من الركيزة الأساسية التي تقوم عليها والتي تتمثل في تحفيز عمليات الإبداع المالي (Financial Innovation) لإيجاد الحلول الملائمة لمشاكل التمويل، وتركز الهندسة المالية على تحقيق الأضلاع الثلاثة لمثلث الإبداع المالي، والتي تتمثل في خلق منتجات جديدة وتطوير الاستراتيجيات القائمة وبناء المحافظ الاستثمارية.

وقد ساهم في تحفيز عمليات الإبداع المالي عوامل متنوعة من بينها، تزايد التقلبات في أسعار الفائدة تحرير صناعة الخدمات المالية، وزيادة المنافسة بين مصارف الاستثمار، إن كل ذلك أدى إلى زيادة التركيز على العمل لبناء، تصميم وتطوير منتجات جديدة وتنفيذ حلول أكثر فعالية للمشاكل المالية التي أصبحت أكثر تعقيداً، فالهندسة المالية هي التي تمثل شريان الحياة لتحقيق كل ذلك. (عبد الحي، 2014، الصفحات 11-12)

2.2.2. أهداف الهندسة المالية

بما أن الهندسة المالية تعد بمثابة شريان الحياة للإبداع المالي، ولديها العديد من الأهداف، لعل أهم أهداف المتعاملين بها هم :

- **الهدف الأول: التحوط (Hedging):** هو أحد الأدوات المستخدمة في التقليل من المخاطر السوقية، ويعرف على أنه: توفير الحماية من الخسائر المحتملة. وفي الأسواق المالية يرتكز التحوط على النشاط المتخذ لحد من المخاطر السوقية أو تقليلها، للتخلص من الخسائر الناشئة من تقلبات الأسعار. فالتحوط إذن هو إتخاذ مركزين مختلفين (متعاكسين) في وقت واحد، أي بإتخاذ مركز طويل وأخر قصير في أصل ما.

وفي هذا المجال، عمدت الهندسة المالية من خلال ما وفرته من أدوات مالية مشتقة حديثة؛ كعقود المبادلات والخيارات والعقود الآجلة، إلى مساعدة المؤسسات (خاصة البنوك)، في التحوط من المخاطر. (بوطكوك، 2018، صفحة 13)

- **الهدف الثاني: المراجحة (Arbitrage) :** تعد المراجحة من بين أكثر العمليات ربحية بالنسبة للمستثمرين، فيمكنهم الحصول على أرباح كبيرة وبدون خسائر في أغلب الأحيان، من خلال الإستفادة من عدم التوازن بين الأسواق، ومفادها أن المستثمر يقوم بشراء أصل ما من سوق ما بسعر أقل ويقوم ببيعه في سوق آخر يكون فيه سعر هذا الأصل مرتفع، وبذلك يستفيد من الفرق بين السعرين المختلفين في السوقين، لكن في أغلب الأحيان هذه العملية كفيلة بإرجاع السوق إلى حالة التوازن بسبب حدوث ارتفاع في الأسعار المنخفضة بسبب زيادة الطلب، وإنخفاض في الأسعار المرتفعة بسبب زيادة العرض. (بوشلاغم، 2019، صفحة 24)

- **الهدف الثالث: المضاربة (Speculation):** تعتبر المضاربة عملية تداول الأوراق المالية بهدف تحقيق الربح من توقع الأسعار في المستقبل للقيمة السوقية وذلك في أجل قصير جداً، إذ ينخفض بشدةً معدل الإرتباط بين القيمة السوقية للأوراق المالية من ناحية وبين القيمة الحقيقية من الناحية الأخرى، وهذا يكون إعتماداً على المعلومات التي يجمعها المضارب ويحللها، أو في بعض الأحيان يصنعها. (العمش، 2012، صفحة 72)

فإذا ما توقع المضارب ارتفاع الأسعار، سيتخذ مركزاً طويلاً لتوقعه تحقيق الربح (يعرف بالمضارب على الصعود (Bullish)، أما إذا كان توقعه إنخفاض السعر فإنه سيتخذ مركزاً قصيراً لتوقعه، وذلك في حالة السلع (يعرف بالمضارب على الهبوط (Bearish)).

ويمكن كذلك للمضارب الحصول على الأرباح من الإرتفاع أو الإنخفاض الحاصل في أسعار الفائدة وأسعار السوق، أو مؤشرات أسواق الأسهم، فعندما يشعر المضارب أنه من المحتمل أن ترتفع أسعار الفائدة أو تنخفض قيمة العملة فسيتخذ مركزاً قصيراً في موجودات مناسبة من خلال بيع عقود مستقبلية. (الربيعي، ميثاق، علي، و جوان، 2011، صفحة 56)

إضافة إلى ما سبق تسعى الهندسة المالية بشكل عام إلى تحقيق جملة من الأهداف، تتمثل في:

- إعادة توزيع الطاقات الإنتاجية بما يتناسب ومتطلبات العولمة، وخلق الكيانات الكبيرة، التي تستطيع الصمود أمام المنافسة الشرسة لهيمنة الشركات متعددة الجنسيات على الاقتصاد العالمي؛
(البيوبي، 2010، صفحة 11)

- خفض حجم المخاطرة المالية وذلك يكون بإيجاد وتطوير مجموعة متنوعة من الأدوات المالية المستحدثة التي يمكن عن طريق هندستها بتوليفات معينة أو بناء مراكز التعرض للمخاطرة، وإدارة هذه المخاطر بأفضل صورة ممكنة؛

- إعادة هيكلة التدفقات النقدية لإدارة مالية أفضل، مثل استخدام المقايسة لتغيير المعدلات المتغيرة للعروض إلى معدلات ثابتة لأغراض ضريبية أو لقدرة أفضل على التنبيه بالتدفق المالي؛

- تقليل تكاليف المعاملات من خلال إمكانية الدخول بمعاملات معينة وخلق مراكز كبيرة الحجم بتكلفة قليلة نسبياً، إذ أن تكاليف التعامل من خلال أدوات الهندسة المالية تكون غالباً أقل من تكاليف التعامل بالطرق التقليدية؛ (طروبيا، 2014، الصفحات 66-67)

تحسين سيولة السوق المالية بصورة عامة وال intervenants بـ أدوات الهندسة المالية بصورة خاصة، من خلال إفساح المجال للتعامل مع مجموعة واسعة من الأدوات الجديدة، والتي تميز بالسيولة العالمية نسبياً.
(العارضي و عبود، 2016)

3.2. منتجات الهندسة المالية التقليدية

نقصد بمنتجات الهندسة المالية كل ما يستخدمه المدير أو المهندس في تحقيق أهداف الهندسة المالية وقد يعتبر الاقتصاديون أن أدوات المهندس المالي في الأسواق المالية عديدة، في حين ذهب البعض إلى اعتبار أن أدوات الهندسة المالية هي المشتقات المالية بالدرجة الأولى .

1.3.2. الأدوات المالية: التي تتضمن مجموعة من المنتجات ووسائل الاستثمار التي تقدمها الهندسة المالية للعملاء والمؤسسات، حيث أن هذه المنتجات تتنوع ما بين التقليدية ذات الإنتشار الواسع والإستخدامات اليومية، (مثل: الحسابات المصرفية، صناديق الاستثمار)، وما بين المنتجات المالية والأدوات غير التقليدية. (الحصادي و الصهيبي، 2018، صفحة 92)، والتي نتطرق لها في هذا العنصر.

1.1.3.2. المنتجات التقليدية: ظهرت بظهور الهندسة المالية والتي حصرها العلماء، منها:

أ- شهادات الإيداع القابلة للتداول (*Negotiable Certificates of Deposit*): وهي شهادات تصدرها البنوك التقليدية، حيث تُمكن حامليها التصرف فيها بالبيع أو الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق. وتعتبر من أدوات الدين التي تقوم البنوك التقليدية ببيعها إلى المدخرين، وتدفع عليها فوائد محددة وعلى فترات دورية وعند الاستحقاق يتم دفع قيمتها بالكامل. إن معدلات الفائدة المدفوعة على شهادات الإيداع أعلى بقليل من تلك المدفوعة على أدونات الخزانة، ويرجع ذلك إلى أن درجة المخاطرة في شهادات الإيداع أكبر والقدرة على تسويقها أقل مقارنة بأدونات الخزينة . وهي من المجالات المناسبة للبنوك التقليدية حيث أن الاستثمار فيها يحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة وفي فترات زمنية قصيرة تتناسب مع حاجة هذه البنوك إلى السيولة.
(المغربي، 2015)

ب- إتفاقيات إعادة الشراء (*Repo*) : هي إتفاق بين طرفين على بيع كمية معينة من الأوراق المالية مع تعهد البائع بإعادة شراء هذه الأوراق بعد مدة محددة، بسعر أعلى من سعر البيع المتفق عليه. وعلى العكس من ذلك قد يتم الإتفاق بين طرفين على شراء المقرض كمية معينة من السندات وأن يتلزم بإعادة بيعها للمقرض بعد مدة معينة بسعر أعلى من سعر الشراء وهو ما يسمى إعادة الشراء العكسي أو الريبو العكسي . (بومدين، 2012، صفحة 132)

جـ- اليورو دولار (Euro dollars): اليورو دولار هي ودائع في البنوك الأجنبية معظمها بالدولار الأمريكي، يعتبر اليورو دولار مبالغ بالدولار الأمريكي، يتم إيداعها في أي بلد وخاصة البنوك الأوروبية (بداية نموه ولذلك سمى بهذا الإسم)، وذلك لفترة زمنية عادة ما تكون ستة أشهر أو أقل، تدفع عليها فائدة محددة، بعد أن تستلم البنوك ودائع اليورو دولار تستخدمها بشكل قروض غالبيتها بالدولار الأمريكي تمنحك للمؤسسات الأخرى. فسهولة بيع هذه الودائع وشرائها أعطتها أهمية بالغة، إضافة لكونها خالية من مخاطر عدم السداد، وعدم خصوصيتها لمجموعة الإجراءات والقوانين التي تفرضها الولايات المتحدة الأمريكية على الودائع المحفوظة في بنوكها المحلية. (الراوي، 2009، صفحة 118)

دـ- بطاقات الائتمان (Credit Card): تعتبر بطاقة الائتمان وسيلة من وسائل الدفع الإلكتروني الحديثة بإعتبارها أداة مصرافية تقوم مقام النقود في الوفاء بالإلتزامات القانونية الناشئة عن التعامل بها . (دواجي، 2018، صفحة 220)

حيث تعد من وسائل الدفع الحديثة والتي حققت الكثير من المزايا لجميع أطرافها فهي بالنسبة للعميل أداة ائتمان تمكّنه من الحصول على السيولة النقدية ضمن سقف محدد مسبقاً، كما تمكّنه من الحصول على الكثير من السلع والخدمات التي يحتاج إليها مقابل دفع ثمنها على شكل أقساط، كما تجنبه مخاطر حمل النقود . (مرتضى، 2017، صفحة 27)، بينما تعتبر بالنسبة للناجر وسيلة لزيادة حجم مبيعاته دون أن يتحمل المخاطر التي تترجم عن إنشائه نظاماً ائتمانياً خاصاً به، أي أنها توفر عليه كلفة الائتمان الخاصة وتجنبه متابعة الديون الصعبة مع العملاء. (العطير، 1995، صفحة 39)

وبالنسبة للمصدر لبطاقة الائتمان تعد إحدى وسائل زيادة الربحية، حيث يتلقى المُصدر فوائد مقابل الائتمان المنوع للعميل بالإضافة إلى عمولة التجديد السنوية هذا إضافة إلى العمولات التي يتلقاها من الناجر بحسب قيمة الفاتورة، كما أن البنوك المصدرة للبطاقات الائتمانية تهدف إلى الحصول على فوائد غير مباشر من جراء ارتفاع عدد العملاء الذين يتعاملون باسمه ويترددون عليه ومن ثم يلجؤون إليها في إنحصار أعمالهم المصرافية، الأمر الذي سيؤدي في النتيجة إلى زيادة ربحية البنك وبالتالي تعظيم ثروة المالك . (مرتضى، 2017، صفحة 27)

2.3.2 المنتجات الحديثة: أدى التغير المستمر في البيئة الاقتصادية والمالية والإستثمارية إلى ضرورة البحث عن أدوات ومنتجات مالية جديدة، فالتغير في أسعار الفائدة والتضخم وأسعار العملات، تطلب البحث عن أدوات مالية جديدة أقل تكلفة ومخاطر وأعلى عائد، وهذه الأدوات (الحصادي و الصهيبي، 2018، صفحة 93)، تتمثل في :

أـ- رأس المال المخاطر (Venture capital): كان مفهوم رأس المال المخاطر موجود منذ الأزل وإن لم يحمل هذا المسمى الحالي، ومع بداية الثروة الصناعية وظهور القطارات والسكك الحديدية والصناعات الثقيلة؛ كانت البداية الحديثة لمفهوم رأس المال المخاطر .

ففي العقد السادس من القرن التاسع عشر، قام مجموعة من أصحاب البنوك والعائلات الثرية في فرنسا وبريطانيا وأمريكا بتمويل صناعات الصلب والسكك الحديدية والمشاريع التي لها أصول ملموسة والتي يمكن حيازتها والإستلاء عليها عند فشل المشروع، وتعد طريقة لتحصيل جزء من رأس المال الذي صرف على المشروع.

وفي عام 1854 قام ثلات أثرياء أمريكيين لإنشاء سكة حديدية تعبر القارة الأمريكية من المحيط الأطلسي إلى المحيط الباسيفي، بعدها توالت فكرة التمويل المشترك للمشاريع ذات رأس المال الكبير والتي لها خطورة في كونها صناعات غير مألفة جدًا في ذلك الحين فتحمل هؤلاء المستثمرين الخطورة لإقامة مثل هذه الصناعات والمشاريع وأدى ذلك لبداية ظهور رأس المال المخاطر بشكل رسمي، حيث تأسست أول شركة متخصصة لرأس المال المخاطر عام 1946 برأس مال حكومي تحت مسمى شركة البحث والتطوير الأمريكية (ARD²). (محمد ب.، 2020، الصفحات 62-64)

ثم تطورت تعريفاته وتسمياته إلى أن أصبح حسب معرفته الجمعية الأوروبية لمهنيي رأس المال المخاطر³ (EVCA) بأنه كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة تتميز بإحتمال نمو قوي، لكنها لا تضمن في الحال يقيناً بالحصول على الدخل والتأكد من إسترداد رأس المال في التاريخ المحدد أملًا في الحصول على فائض قيمة مرتفع في المستقبل البعيد نسبيًا حال إعادة بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات كتعويض للمخاطر. (بريش، 2007، ص 7-8)، أما تعريف الجمعية الفرنسية للمستثمرين برأس المال⁴ (AFIC) فيقول بأن رأس المال المخاطر هو إستثمار محقق من طرف مستثمرين برأس المال، بواسطة الأموال الخاصة وشبيه الخاصة في منشآت شابة أو في طور الإنشاء تتضمن محتوى تكنولوجي كبير. (خلفة، 2018، صفحة 229)

ب- اليورو (Euro): إن الأورو بالإضافة إلى كونه عملة فهو في نفس الوقت أداة مالية مستحدثة ساعدت على تقديم حلول لكثير من المشكلات المالية والاقتصادية. حيث يشير بعض الاقتصاديين إلى أن العملة الأوروبية الموحدة اليورو كأحد الابتكارات المالية العالمية الأكثر أهمية في السنوات الأخيرة أدت إلى:

- تخفيض تكلفة المعاملات؛
- خفض مخاطر أسعار الصرف؛
- خلق نظاماً مالياً كفء في المنطقة الأوروبية.

وبالتالي يرى هؤلاء أن معظم شروط الازمة لنجاح الهندسة المالية قد تحققت في عملة اليورو.

²ARD : American Research and Development Corporation

³ EVCA : European Venture Capital Association

⁴ AFIC : Association française des investisseurs en capital

3.1.3.2 المنتجات المالية المركبة: تعرف بأنها مجموع المنتجات المالية المتعددة التي يشتمل عليها المنتوج الجديد، بحيث تعامل جميع الحقوق والأعباء المترتبة على تلك المنتجات وكأنها منتوج واحد. ومنه فهي منتجات مالية مكونة من منتجين أو أكثر، وهنالك ربط وإندماج فيما بينها، بحيث تعطي لنا منتوج واحد، كما تترتب عليها آثار وتكليف المنتوج الواحد. (دربال و ميلود، 2014، ص 1)

A- تعريف العقود المالية المركبة: عرف الدكتور نزيه حماد العقود المركبة بشكل عام بأنها إتفاق الطرفان على إبرام معاقدة (إتفاقية) تشتمل على عقدين أو أكثر... بحيث تعد موجبات تلك العقود المجتمعة أو المقابلة، وجميع الحقوق والإلتزامات المترتبة عليها جملة واحدة، لا تقبل التفريق والتجزئة، بمثابة آثار العقد الواحد . وهذا التعريف يعم جميع العقود المركبة، سواء كانت عقوداً مالية، أو غير مالية، ومن أمثلته التي ذكرها الدكتور: البيع، والهبة، والزواج، والزواج عقد غير مالي . (حماد، 2001، صفحة 249) .

بينما عرفاها الدكتور عبد الله العمراني بأنها مجموع العقود المالية المتعددة التي يشتمل عليها العقد – على سبيل الجمع أو التقابل – بحيث تعتبر جميع الحقوق والإلتزامات المترتبة عليها بمثابة آثار العقد الواحد . (العمراني، 2006، صفحة 46)

B- أنواع العقود المالية المركبة: تنقسم هذه العقود كما تطرقنا إليها في التعريف إلى نوعين رئيسيين : هما :

- **العقود المقابلة :** هي العقود المركبة التي يكون فيها العقد الثاني في مقابلة العقد الأول، وذلك بأن يكون تمام العقد الأول متوقفاً على تمام العقد الثاني على وجه التقابل، بحيث يعلق أحد العقدين بالآخر؛ ومثال ذلك أن يقول: بعترك داري بكذا على أن تبيعني دارك بكذا، أو على أن تؤجرني دارك بكذا، أو على أن تصرف لي بكذا، ونحو ذلك. (العمراني، 2010، صفحة 57)

- **أما العقود المجتمعة:** أو المجموعة هي العقود المركبة في عقد واحد، وذلك بأن يجتمع عقدان أو أكثر في عقد واحد؛ ومثال العقود المجتمعة : أن يقول بعترك هذه الدار وأجرتك الأخرى بألف، أو يقول : بعترك داري هذه وأجرتكها شهراً بألف. (العمراني، 2010، صفحة 58)

4.1.3.2 أنواع المنتجات المالية المركبة: هناك ثلاثة أنواع من المنتجات المالية المركبة والتي ذكر منها مايلي :

A- منتجات مالية مركبة لأسعار الفائدة: تتمثل أهم هذه العقود في :

- **السندات ذات الكوبون الصفرى (Zero-coupon Bond):** هي سندات تباع بخصم على قيمتها الإسمية، ويمكن لحامليها أن يسترد قيمتها الإسمية في تاريخ إستحقاقها، أو بيعها في السوق بالسعر السائد إذا رغب في التخلص منها قبل تاريخ إستحقاقها، ويمثل الفرق بين القيمة المدفوعة لشراء السند وبين القيمة الإسمية أو سعر البيع مقدار الفائدة التي يحققها حامل السند . (قندوز، 2017، صفحة 64)

- **قسیمات بأسعار فائدة متغيرة (Floating Rate Notes)**: على عكس السندات بكوبونات عادية، هذه القسیمات بأسعار فائدة متغيرة لا تمنح فائدة ثابتة كنسبة محددة من قيمتها الإسمية، حيث أن الإيرادات هذه القسیمات مرتبطة بحركة سعر فائدة مرجعي (حركة السعر السائد في السوق النقدية⁵ EURIBOR) وتعدل هذه الإيرادات خلال فترات معينة ويؤخذ هذا التعديل بعين الاعتبار عند تسديد القسیمة القادمة، وهكذا تعاد العملية كل فترة خلال حياة القسیمة، كما تمتاز القسیمات بأسعار فائدة متغيرة تستطيع أن تنظر إليها كسندات بكوبونات صفرية بقيمة ظاهرية تعادل مجموع مبلغ دفعات القسیمة القادمة والمبلغ الأساسي للقسیمة بسعر فائدة متغيرة، لأن سعر فائدتها المتغير يضمن فائدة مدفوعة مرتبطة بحالة السوق وبما أنه يمكن تكيف هذا المنتج على شكل محفظة من السندات بكوبونات صفرية تُقيم على أساس نسبة الفائدة الحالية (SPOT RATE)، فهو جد دقيق، لكن تجدر الإشارة أن التقييم يكون أكثر صعوبة في حالة ما كان سعر الفائدة المرجعي لا يعكس مخاطر عدم قدرة المصدرين على التسديد. (عبد الرزاق و برارمة، 2015، صفحة 140).

بـ- منتجات مالية مركبة لمشتقات الملكية: تمثل في مايلي:

- **السندات القابلة للتحويل (convertible bonds)** : هي تلك السندات القابلة للتحويل إلى سندات أخرى من الأوراق المالية، كأن تتحول إلى أسهم ممتازة، أو أسهم عادية، أو إلى سندات أخرى، خلال فترات زمنية معينة، (أحمد ع.، 2020، صفحة 363)، وتتصدر بنص صريح في عقد الإصدار يعطي لحامها في فترة محددة الحق في تحويل سنداته بسعر محدد للسهم الواحد، فمثلاً إذا صدر سند بقيمة إسمية مقدارها 1000 دينار وكان قابلاً للتحويل إلى أسهم عادية بسعر 40 دينار للسهم الواحد خلال مدة ثلاثة سنوات من تاريخ إصداره، فإن كامل هذا السند الحق في تحويله في آية لحظة خلال الفترة المسموحة بها للتحويل (3 سنوات) إلى 25 سهماً عاديًّا. (شريط، 2019، صفحة 89)، وما يميز هذه الأوراق المالية أنها تقع بين أوراق الملكية وأوراق الدين، لذا تعرف بالأوراق الهجينية (Hibride) التي تسمح بتحول القيم من وضعية الدين إلى وضعية الملكية. (مبكري، 2004، صفحة 52)

- **السندات المسددة نقداً أو أسهم (cash-or-share_bonds-same currency)**: وتعرف أيضاً بـ (reverse convertibles) هي من الأدوات المالية ذات العائد المرتفع ونظراً لما تمتاز به من مخاطر التوقف عن التسديد (default risk) المرتفعة نسبياً في تاريخ الاستحقاق للمصدر الحق في تسليم عدد من الأسهم من تسديد السند بقيمة إسمية، كما يمكنه تسديد جزء منه بأسهم والجزء الآخر نقداً، تتميز هذه السندات بأن العملة التي تم إصدارها بها هي نفسها العملة التي تقييد بها الأسهم في السوق المالية. (عبد الرزاق و برارمة، 2015، صفحة 141)

- **سندات السلة المرتفعة العائد (High-yield basket bonds)**: هي أدوات مالية تعطي الحق للمصدر تسديدها بسلة من الأسهم المختلفة أو المؤشرات بدلاً من تسديدها بالقيمة الإسمية نقداً في تاريخ الاستحقاق، هذه الأدوات خطيرة حيث يرتكز عائداتها على منتجات مالية متعددة كالأسهم و المؤشرات وغيرها، ولها يعوض المستثمر فيها بنسبة فائدة عالية نسبياً، أو بكوبون مرتفع. (عبد الرزاق و برارمة، 2015، صفحة 142)

⁵ أو مختصر ل EURIBOR هو سعر الفائدة على إيداعات البنوك الكبرى داخل منطقة اليورو.

- **منتجات ذات العوائد المرتفعة:** السندات ذات العائد المرتفع هي سندات دين تصدرها شركات الاستثمار، وكانت هذه الأدوات مصدراً رئيسياً للسيولة في مجال عمليات الإنداخت والشراء، ولا سيما كمصدر لتمويل عمليات الإستحواذ على الأسهم الخاصة . ويكافأ المستثرون في هذه الأدوات بقائمة للتعويض عن المخاطر الكبيرة المرتبطة بالجهات المصدرة، أي مخاطر التخلف عن السداد والخسارة المحتملة لاستثماراتهم بالكامل. غير أنها لا تكفي لجذب المستثمرين إلى سندات الدين هذه .

وبالإضافة إلى ذلك، تشمل السندات ذات العائد المرتفع مجموعة من الأسهم والمؤشرات مصممة وفقاً لاحتياجات العمل والوضع المحددين للمصدر. توفر حماية إضافية لحاملي السندات من خلال تقييد الجهات المصدرة للإنخراط في مجموعة واسعة من المعاملات والأنشطة. (Rod, et al., p. 57)

ج- منتجات مالية مركبة للعملات الأجنبية: المنتجات المالية المركبة للعملات الأجنبية هي الأخرى كثيرة، لكن نتناول أحد أنواع تلك السندات والتي تعرف بـ **سندات العملات الأجنبية** والتي تعتبر أهم منتجاتها، حيث تعتبر هذه السندات، سندات تقليدية بكونيات صادرة بعملة أخرى غير العملة المحلية، وتسدد الكوبونات ومبلغ التعويض بالعملة المصدر بها في تاريخ الاستحقاق، وبالتالي فإن الكوبونات وكذا الأصل يخضعون لقلبات معدلات الصرف، والمستثمر في هذه السندات يتحمل المخاطر الناجمة عن هذه التقلبات. (بكوش، 2019، صفحة 338)

2.3.2. العمليات المالية : عملت الهندسة المالية على تحسين الأداء كدور فعال ومهم في ذلك، من خلال سرعة تنفيذ العمليات وتخفيف التكاليف، وفي مقابل كل ذلك تحقق مكاسب لكافة الأطراف المتعاملين الذي أدى إلى صمود وإستمرار تلك العمليات المبتكرة، ومن بعض تلك العمليات مايلي :

1.2.3.2. الشراء الهامشي (Trading Margin): يمكن التفرقة بين أسلوبين لسداد قيمة الصفقات هما: الأسلوب النقدي الكامل والأسلوب النقدي الجزئي؛ يقصد بالأسلوب الكامل (منير، 1993، صفحة 135) قيام المستثمر بشراء الأوراق المالية من خلال شركات السمسرة بسداد إجمالي ثمن الشراء فوراً إلى الشركة لذا يعرف بالشراء النقدي، بينما يمكنه أيضاً أن يبرم اتفاقاً مع شركة السمسرة أو أحد البنوك أو الشركات المرخص لها بالعمل بنشاط أمانة الحفظ على سداد جزء من ثمن الأوراق المالية عند الشراء وتأجيل سداد باقي الثمن، على أن تقوم شركة السمسرة (أو أمين الحفظ) بتدبير الأموال اللازمة لتسوية عملية الشراء في المواعيد المقررة مقابل حصولها من المستثمر على تكلفة التمويل، وهو ما يعرف بالشراء بالهامش . أي أنه يمكن للمستثمر الحصول على خدمة الشراء بالهامش إما من خلال شركة السمسرة أو أمين الحفظ . ويقوم بتحديد نسبة القسط النقدي المفروض أو نسبة الهامش وبتغييرها عند اللزوم البنك المركزي . (قدوز، 2017، صفحة 57)

الشراء الهامشي يعتبر صورة من صور الرفع المالي (Financial Leverage) الذي يصحبه زيادة في العائد، وزيادة في المخاطر التي تكتنف هذا العائد (منير، 1993، صفحة 135)، هذا ما أدى إلى جملة من المخاطر المتمثلة في :

مخاطر الشراء الهامشي : تتمثل مخاطر الشراء على الهامش في ما يلي:

- أن خسارة قد تزيد عن قيمة إستثماره المبدئي ؛
- لابد أن يكون مستعداً دائماً لإيداع نقوده أو أوراق مالية في حسابه في حالة مطالبة شركة السمسرة له بذلك لكي تقوم الشركة ببيع أسهمه لديها ويفقد فرصة إستردادها مرة أخرى ؛
- أن يضع في حسابه أن شركة السمسرة ستقوم ببيع أسهمه على الفور إذا لم يتمكن الوفاء بحقوقها تجاهه، ودون أن تستشيره ؛
- أن الشراء الهامشي يزيد من حجم التعاملات في السوق بشكل عام وبالتالي فقد يهتز السوق = أسعار الأسهم إذا هبطت الأسعار هبوطاً حاداً ؛
- لابد أن يضع المستثمر في اعتباره أن شركة السمسرة ستقوم بتحصيل فوائد منه على المبلغ الذي أقرضته له، سواء حقق هو مكاسبأً أم خسارة (أي إنفتحت أسعار الأوراق التي إشتراها أم هبطت) ولذا فلابد له من أن يستشير سمسارة ليرى إن كان هذا النوع من الشراء يتاسب مع إمكاناته وأهدافه وطموحاته بعض رجال السياسة والإقتصاد خاصة. (أشرف، 2008، صفحة 195)

2.2.3.2. البيع على المكشوف أو البيع القصير (Short Selling): يعتبر أحد منتجات الهندسة المالية هو الآخر، حيث إن الأصل في المعاملات المالية أن تشتري الورقة المالية أولاً، ثم تباع فيما بعد. غير أن الهندسة المالية فاجأتنا بنمط آخر من المعاملات تباع فيه الورقة أولاً، ثم تشتري فيما بعد، عندما تنخفض قيمتها السوقية عن القيمة التي سبق أن بيعت بها، إنه البيع على المكشوف (منير، 2000، صفحة 250).

إذاً هو بيع الأوراق المالية المقترضة (المملوكة للغير)، وهو أحد الآليات التي يلجأ إليها المستثمرون في أسواق الأوراق المالية لتحقيق الأرباح في حالة إتجاه أسعار الأوراق المالية نحو الإنخفاض، حيث يلجأ المضاربون إلى استخدام هذا الأسلوب إذا متوقعوا إنخفاض أسعار الأوراق المالية في السوق بهدف تحقيق مكاسب رأسمالية من حركة الهبوط في الأسعار. (فنوز، 2017، صفحة 48)

ومن أهم مميزاته أنه نوع من المعاملات التي تتم في وقت لا يملك فيه المستثمر الأوراق المالية محل الصفقة، وهي الأسهم العادي في هذه الحالة، والتي يقترضها من السمسار، وبالتحديد من مخزون الأسهم المسجلة باسمه، كما يمكن أن يقتضيها السمسار لحساب العميل من أحد تجار الأوراق المالية، أما حصيلة بيع الأسهم فتودع لدى مقرض الأسهم، على اعتبار أنها رهن مقابل الأسهم المقترضة. (منير، 2000، ص 250)

ولهذا يعتبره المستخدمون من وجهة نظرهم دليلاً على قوة السوق أو ضعفها فنياً، فزيادة المبيعات على المكشوف تشير إلى قوة السوق وإنخفاض حجمها دليل على ضعف السوق؛ إذ أن إتجاهه نحو الصعود دليل قوة عندهم لسبعين :

- الأول : إستعمال السوق لكميات إضافية من الأسهم ؛
- الثاني : أنه إذا بدأت أسعار السوق في الهبوط إثر زيادة المعروض فـ، المضاربين يقومون بالشراء مرة أخرى وبأسعار منخفضة محقفين بذلك هامشاً من الربح ومؤازرين للسوق . (سمير، 1996، ص 87)

3.2.3.2 التسجيل على الرف: قد يكون من الملائم في البداية أن تتناول عملية التسجيل أو قيد ورقة مالية معينة بهدف طرحه للإكتتاب العام، وذلك حتى يمكن تقدير قيمة الإبتكار الذي توصلت إليه الهندسة المالية في هذا الشأن . لكي تبدأ المنشأة في طرح أوراقاً مالية للإكتتاب العام، عليها أن تتقدم بطلب تسجيل لدى الهيئة الأوراق المالية والبورصة التي يقع عليها مسؤولية التأكيد من أنَّ البيانات الموضحة في طلب التسجيل كافية للحكم على مدى جودة الورقة المالية المقرر طرحها للتداول. (منير، 2000، صفحة 223)

3.2.4. التداول الإلكتروني: عرفه بشر محمد موفق لطفي بأنه تعاقب بيع العملات والأدوات المالية وانتقالها من ذمة إلى أخرى تبعاً لعمليات البيع والشراء المتتالية، أي هو المبادلات والتداولات التجارية التي تتم عن طريق الوسائل الإلكترونية والرقمية. فهذا المفهوم يندرج تحت ما يسمى بالإقتصاد الرقمي، ويشمل في ذلك جميع المبادلات والصفقات والتدفقات المعلوماتية الخاصة بالأدوات المالية بإستخدام الأشكال المتعددة للإرسال والإتصال الإلكتروني . (بشر، 2008، الصفحات 42-43).

كما يمكن اعتبار مفهومه الواسع الشامل بأنه : التداول الإلكتروني للأوراق المالية نظام يمكن المستثمر من إدارة إستثماراته في الأوراق المالية وبيعها وشرائها وتنفيذ أوامره في أي مكان موجود فيه من خلال شبكة الإنترنت عن طريق الإشتراك لدى شركة وساطة (سمسرة) مخصص لها بمزاولة هذا النشاط . (عبد الله، 2018، صفحة 261)

3.3.2 المشتقات المالية (Financial Derivatives): نظراً لمختلف التغيرات التي تشهدها البيئة الإقتصادية والمالية والإستثمارية لاسيما في وقتنا الراهن أصبح من الضروري البحث المستمر على أدوات ومنتجات مالية تواكبها، وقد أتاحت الهندسة المالية للمتعاملين في مجال الإستثمار المالي، أدوات مالية جديدة تعمل على خلق حلول إبداعية لمشاكل التمويل فضلاً عن التحوط من المخاطر التي تزداد في بيئة الإستثمار، حيث تمثلت مجموعة هذه الأدوات في مختلف أنواع المشتقات المالية .

1.3.3.2 تعريف المشتقات المالية: لقد عرف بنك التسوية الدولية (Bank Of International Settlements) التابع لصندوق النقد الدولي المشتقات المالية على أنها أداة مالية مرتبطة بأداة مالية أخرى أو مؤشر أو سلعة معينة، تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تقتضي أو تتطلب إستثماراً لأصل المال في هذه الأصول، ويمكن من خلالها تداول مخاطر مالية معينة في الأسواق المالية على أساس مستقل دون ضرورة إنتقال الملكية. وتستخدم المشتقات المالية في عدة أغراض تشمل على سبيل المثال إدارة المخاطر وتغطية مخاطر السوق والمراجعة بين الأسواق والمضاربة. (صندوق النقد الدولي، 1993، صفحة 9)

كما عُرفت عقود المشتقات المالية على أنها أداة مالية مرتبطة بأداة مالية أخرى، والتي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية (مثل مخاطر أسعار الفائدة، مخاطر الصرف الأجنبي، مخاطر الأسهم وأسعار السلع ...) التي يمكن تداولها في الأسواق المالية، حيث تكون قيمتها من قيمة الأداة الأساسية محل التعاقد، ولكن التعامل منفصل. فالمشتقات المالية على خلاف أدوات الدين لا يتم دفع أي مبلغ رئيسي مطلوب لإسترداده ، ولا يتراكم أي دخل إستثماري مستحق. (Eduardo, 2010, p. 32)

وُعرفت أيضاً المشتققات المالية بأنها عبارة عن عقود فرعية تبني أو تشقق من عقود أساسية لأدوات إستثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع... الخ) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات إستثمارية مشتقة وذلك في نطاق ما يُطلق عليه بالهندسة المالية. فالمشتققات ليست أصولاً مالية، وليس لها أصولاً عينية وإنما هي عقود كسائر أنواع العقود المترابطة عليها وترتبط بها طرف وإلتزاماً على الطرف الآخر، وتتعلق بفترات خارج الميزانية وتتنوع وفقاً لطبيعتها ومخاطرها وأجالها. (معهد الدراسات المصرفية، 2009، صفحة 2)

وعلى ذلك فيمكن إختلاص أن المشتققات المالية هي عبارة عن عقود تتم تسويتها مستقبلاً قيمتها تُحدَّد على حسب الأصل موضوع العقد الذي إشتقت منه، وتنتهي بتسوية نقدية وإنفاق الملكية.

3.2.3.3.2. أنواع المشتققات المالية: تضم المشتققات المالية مجموعة واسعة من الأنواع يمكن عرضها في النقاط التالية :

أ- عقود الخيارات (options): هو اتفاق ما بين طرفين في السوق المالية للتعامل بسعر محدد لأصل مالي في تاريخ لاحق دون إلزام بالتنفيذ للطرف الذي تحمل تكالفة قيام العقد، (الداعر، 2018 ، صفحة 126) مقابل دفع ثمن محدد يطلق عليه علاوة (premium) إلى البائع لحق الخيار مقابل تحمله الخسائر التي قد يتتحملها المشتري من أثناء ممارسته لهذا الحق وتشمل عقود الخيارات الأسهم والسنادات ومؤشرات الأسهم والعملات الأجنبية والسلع ومعدلات الفائدة في المستقبل. (بومدين، 2012، صفحة 129) بهذا فإن عقد الخيار هو أداة إستثمارية تعطي لحائزها الحق في أن يشتري أو يبيع شيئاً ما بسعر ثابت محدد إما في تاريخ العقد أو خلال فترة سريان العقد (العجلوني، 2008، صفحة 232). ويمكن تقسيمه حسب طبيعة وشروط العقد إلى ما يلي:

- خيار الشراء أو الطلب (Call Option): يعطي هذا النوع من الخيارات الحق لمالكه لشراء موجود معين بسعر ثابت خلال مدة محددة من الزمن، ويستلم بائع الخيار دفعة مالية علاوة من مشتري الخيار ويعطي للمشتري حق الخيار لشراء سلعة معينة من البائع بسعر معين. (الربيعي، ميثاق، علي، وجوان، 2011، صفحة 19).

- خيار البيع أو الدفع (Put Option): فهو الخيار الذي يسمح لحامله ببيع موجود معين بسعر محدد وفي موعد محدد في المستقبل، كما أنه عقد أو إتفاقية يتيح لحامله (مشتري حق الخيار) ببيع عدد من الموجودات أو الأوراق المالية بسعر محدد يتفق عليه بين مشتري خيار البيع ومحرره، إما في تاريخ أو يوم محدد عادة آخر يوم (الخيار الأوروبي) أو قبل إنتهاء التاريخ المحدد في المستقبل(الخيار الأمريكي) ولمشتري خيار البيع الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد، لكن على محرر العقد التنفيذ إذا رغب مشتري خيار البيع بذلك، و يكون اتفاق خيار البيع قابل للتداول في سوق الأوراق المالية. (العارضي، 2008، صفحة 20)

ب- عقود المستقبلات (future contracts): هي عقود قانونية أو رسمية يجري ترتيبها في أسواق منظمة لتوكل تعهداً بالتسليم إلى المشتري أو بالتسليم من البائع، وذلك لكمية ونوعية تم الإتفاق عليها من أصل إستثماري معين في وقت ومكان محددين مسبقاً (هوشيار، 2015، صفحة 15)، ويلتزم كل من الطرفين بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه، وذلك إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية لحماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته. (بومدين، 2012، الصفحتان 131-132).

ومن أهم ما يميز العقود المستقبلية أنها تجري في سوق رسمية منظمة وكونها عقود نمطية في بنودها وشروطها، وأن أغلب ما يجري عليها من تعاملات ليس بهدف الحصول على أصول بل لغرض المضاربة على فروق الأسعار بين من يتوقعون إرتفاع الأسعار ومن يتوقعون إنخفاضها، وكذا التحوط ونقل المخاطر إلى الغير. (نجاح و عبد الوهاب، 2014، صفحة 233)

ج- العقود الآجلة (**forwards contract**) : العقود الآجلة هي إتفاقية بين طرفين لشراء أو بيع الورقة المالية الأساسية بسعر متفق عليه وفي تاريخ محدد مسبقاً في المستقبل. وبعبارة أخرى، فإن العقد الآجل هو عقد ثانوي مخصص، حيث تتم التسوية في مكان معين على أن يكون الموعد في المستقبل بسعر متفق عليه اليوم . (Yogesh, 2008, p. 78)

كما يعرف العقد الآجل بأنه عقد غير نمطي بين طرفين فالذي يبيع العقد يقوم بتبادل السلع المادية أو المالية بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد، على عكس العقود المستقبلية. لا يتم تداول العقود الآجلة في البورصة والعقد الآجل لا يخضع لشروط العقود الموحدة. (Glantz & Robert, 2013, p. 211)

د- عقود المبادلات (**SWAPS**) : إن المبادلة هي إتفاق تعاوني بين طرفين نظيرين يوافقان على تبادل تدفقات المدفوعات مع مرور الوقت، فإذا كانت عملية الدفع ككل تتم بنفس العملة، فإن العملية تعرف بمبادلة أسعار الفائدة، إذا تم إنشاء الجداول بعملتين مختلفتين، فإن المبادلة يشار إليها على أنها مبادلة العملات . (corb, 2012, pp. 3-4) يتم ذلك دائمًا في الأسواق المالية مثل سوق العملات وسوق القروض وما إلى ذلك، يتم إدخال معظم المعاملات من خلال البنوك، وتكون معاملات المبادلة من الأنواع التالية: تبادل العملات الأجنبية، مبادلة أسعار الفائدة، تبادل العملات. (dhanesh, 2016, p. 48)

الشكل (01) : منتجات الهندسة المالية التقليدية



المصدر: من إعداد الطالبة .

3.3.3.2 مخاطر المشتقات المالية: بالرغم من أن التعامل في المشتقات يستهدف الحد من مخاطر التقلبات في العائد، أسعار الصرف وأسعار السلع، إلا أنه وبحكم طبيعة هذه الأدوات وإرتباطها بالتوقعات جعلها مخاطر في حد ذاتها (القاضي، العرادة، عبد الغاني، 2015، ص 41) فإن التطبيق الخاطئ لأدوات الهندسة المالية أدى إلى مخاطر جسيمة وإفلاس للشركات وتدور الأسواق المالية، بسبب حالة الأكادemia المحيطة بأسعارها كونها لا تتعامل مع الحاضر وإنما مع المستقبل . (معنوق، 2016، ص 86)

ويمكن تقسيم المخاطر التي يتعرض لها مستخدمو المشتقات المالية إلى ما يلي:

أ- المخاطر الإنتمانية (Credit Risks): تسمى أيضاً بمخاطر النكول أو مخاطر عدم الوفاء، والتي تتمثل في الخسارة الناشئة عن نكول أحد الطرفين بالوفاء بالتزاماته. وخسارة المتعاملين مبالغ كبيرة جداً عندما يفشل الطرف المقابل في الإيفاء بالتزاماته، وقد أصبح محل إهتمام كبير من المديرين الماليين خاصةً في الأسواق الموازية، إذ لا توجد غرف مقاصة ولا هوامش أولية في التعاقد. (قدوز، 2018، صفحة 178)

ب- المخاطر السوقية (Market Risks) : تتمثل بوجه عام في إحتمال التعرض لخسارة مالية تنتج عن التقلبات في أسعار (السلع، الأسهم، معدلات الفائدة، ومعدلات الصرف) فالمخاطر السوقية للمشتقات المالية تعتمد على السلوك السعري (price behaviour) للأصول محل التعاقد. (فاطمة، 2017، ص 28)

ج- مخاطر السيولة (Liquidity Risks): تتمتع أسواق المشتقات المالية في الأساس بسيولة عالية، لكن مع ذلك تواجه في بعض الحالات مخاطر سيولة عالية مثل حالات عدم القدرة على سداد الإلتزامات من قبل المتعاملين في هذه الأسواق، وحالة عدم القدرة على تسليم العقود بالسرعة الممكنة، وذلك بسبب عوامل متعددة قد تتعلق بطبيعة هذه العقود أو بسبب ظروف السوق من العرض والطلب وغيرها من العوامل، مما يؤدي حدوث خسائر للأطراف التي ترغب بتسهيل مراكزها بسرعة. (قدوز، 2018، صفحة 179)

د- مخاطر التسوية (Settlement Risks) : أي مخاطر تنفيذ المعاملات المتفق عليها، ففي الأسواق المالية الأمريكية مثلاً تمتد مدة تسوية الأسهم إلى خمسة أيام، من تاريخ البيع حتى تاريخ التسوية الفعلية فإن أحد الأطراف قد يتعرض للخسارة إذا تحرك السعر خلال هذه الأيام في غير صالحه قبل التسوية النهائية خاصةً عندما لا يتوافق زمن تسليم الثمن مع زمن تسليم الأصل المتفق عليه. (كافي، 2009، صفحة 178) .

هـ- المخاطر التشغيلية والإدارية (Operation and Management Risks) : يرى (Basel) أن المخاطر التشغيلية هي المخاطر الناتجة عن قصور في نظم المعلومات أو الرقابة الداخلية، بشكل ينبع عن تحقيق خسائر غير متوقعة، وتنشأ هذه المخاطر من خلال عمليات التسوية والمقاصة نتيجة عدم كفاءة نظم المعلومات أو الرقابة الداخلية، والإخفاق في إجراء عمليات التسوية والمقاصة بكفاءة عالية، الأمر الذي يترتب عليه خسائر للمشاركين في السوق لم يكن في وسع أحد التنبيء بها نتيجة التأخير في التسوية أو الأخطاء أو الغش . (النافي، 2019، الصفحتان 102-103)

و- المخاطر القانونية (Legal Risks): ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الراجعة لتصريف قانوني أو تنظيمي، يبطل صلاحية العقد أو يحول دون أداء المستخدم النهائي أو الطرف المقابل له وفقاً لشروط العقد أو الترتيبات التصفية ذات الصلة. (بن شريف، 2013، صفحة 102)

4.3.2 التوريق (Securitization): لقد تطورت عملية التوريق كمصطلح مالي على مر العقود بتطور الطرق والمنتجات التمويلية المختلفة، فالالتوريق هو عملية أخذ أصل ذو سيولة عالية أو مجموعة من الأصول المتاجسة نسبياً، وباستخدام أدوات الهندسة المالية يتم تحويلها إلى أصول تم تجميعها معًا في ورقة مالية واحدة وإعادة بيعها للمستثمرين بعد ذلك. (IMinds, 2009, p. 01) وبالتالي فالالتوريق هو آلية تسمح بنقل المخاطر من وكيل اقتصادي (بنك أو مؤسسة مالية)، يحمل ذم مدينة قابلة للتأمين، إلى المستثمرين من خلال المعاملات في السوق المالية؛ يتم التحويل بإصدار أوراق مالية مدعة برهون سكنية أو رهن تجاري.

فهو في الواقع هندسة مالية جديدة تحل محل طرق الائتمان والصيغ المصرفية التقليدية التي يتم من خلالها تحويل الذمم المدينة غير السائلة والاحتفاظ بها من قبل حامليها حتى تاريخ الاستحقاق إلى أوراق مالية قابلة للتداول في السوق من قبل المؤسسات الاستثمارية في الأوراق المالية القابلة للتحويل .
(BELTAS, 2007, p. 03)

بهذا فإن التوريق عبارة عن تحويل الحقوق المالية التي تمثل مجموعة من الديون عقارية ومنقوله، إلى أوراق مالية مضمونة بذلك الديون قابلة للتداول . فهي في الحقيقة بيع للديون لغير من هي عليهم.
(عجيل، 2020)

4.2 دور منتجات الهندسة المالية في بروز الأزمة العالمية 2008

حاجة المتعاملين الإقتصاديين لأهداف الهندسة المالية التقليدية وأهميتها الكبيرة، لم يجعلها أبداً خالية من المخاطر، فقد ساهمت أدوات ومنتجات الهندسة المالية التقليدية بشكل كبير في زيادة حدة الأزمة المالية العالمية، وذلك بسبب الإبتكارات الجديدة في الميدان المالي والإقتصادي التي تقدمها هذه الأخيرة حيث إن الخبراء الإقتصاديين أعتبروا أن المشتقات المالية والتوريق أهم الأدوات المتساوية في الأزمة وذلك للأسباب:

1.4.2 المشتقات المالية: منذ ظهور المشتقات المالية أثارت جدلاً واسعاً حول مشروعاتها سواء من الناحية القانونية أو الإقتصادية لقد كانت المشتقات المالية بشكل أو بآخر متاحة خلال العديد من السنين الماضية، كما أن المهندسين الماليين دابوا 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 موضوعاً يجهله الناس قدر المشتقات، غير أنه لسوء الحظ فإن فقدان التفهم العام لهذه الأدوات لم يحل دون تورط المستعملين في معاملات المضاربة بالمشتقات، وبالتالي التعرض لمستويات من المخاطر لا يمكن تحملها. (سحنون و محسن، 2009، الصفحات 7-6)

فالمشتقات المالية تعتبر قنابل زمنية موقوتة بالنسبة للمتعاملين بها، وبالنسبة للاقتصاد ككل وقد ساهمت هذه المشتقات المالية مساهمة كبيرة في وقوع أزمة 2008 وفي الزيادة من شدتها، حيث أدت إلى تفاقم خطر التركيز في الإقراض على قطاع واحد - العقارات - وأدت أيضاً إلى زيادة أحجام الإقراض) القروض العقارية (بغاية تحقيق الربح السريع، والتي تعتبر أصل مالي يدر عائد للبنك، وبذلك فإن الرهون العقارية تعتبر أصول مشتقة، ونظرًا لارتفاع أسعار العقارات فقد أدى إلى زيادة الطلب على هذه المنتجات أو (RMBS) 6 الجديدة فارتعد أسعارها، فمثلاً تطور سوق قروض الرهن العقاري للعائلات "وارتفعت قيمتها من 640 إلى 2000 مليار دولار بين سنتي 2007 و 2000 كما ارتفع نصيب

⁶ RMBS : Residential Mortage Backed Securities.

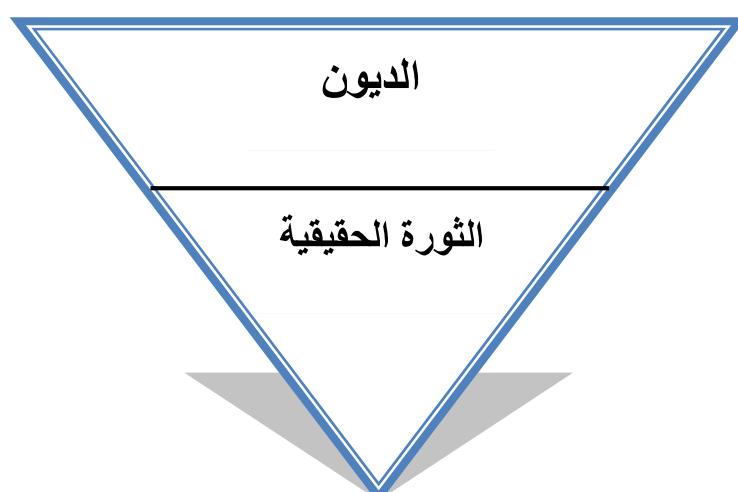
القروض العقارية الأقل جودة من 8% إلى 20% وبعد انهيار الأسهم والسنادات الصادرة عن المؤسسات المالية تبعها انهيار هذه المشتقات المالية، أدى ذلك إلى حدوث إفلاس معظم البنوك والمؤسسات وبالتالي حدوث الأزمة المالية. (جباري و خملي، 2010، صفحة 8)

2.4.2. التوريق : بالرغم من تعدد أسباب هذه الأزمة، إلا أن التوريق يعتبر سبباً رئيسياً في تفجيرها وهو عامل لا يمكن فصله عن المشتقات المالية، و سنحاول توضيح العلاقة بينهما وبين الأزمة المالية العالمية فيما يلي:

يعتبر التوريق أحد الآليات المرتبطة بأسواق الأوراق المالية الثانوية، وأداة مهمة من المشتقات المالية، وهو وسيلة تمكن المؤسسات المالية المتخصصة في التمويل من توليد مصادر تمويل جديدة من خلال تسهيل أصولها المالية بما فيها القروض بجميع أنواعها و تحويل مخاطرها أو التقليل منها، كما تمكنتها من تحقيق أرباح أكبر. ولتحقيق هذا يجب على المؤسسات المالية أن تلتزم بقواعد الإحتراس ولا تتمادي في منح القروض ولا في توريقها، لأن توسيع المؤسسات في هذه العملية بأكثر من حاجة الاقتصاد إليها، سيؤدي إلى انهيارها و انهيار الأسواق المالية معها والوقوع في الأزمة.

و ما حدث في الأزمة المالية العالمية 2008 كان خير دليل على ذلك، حيث أن مغالاة المؤسسات المالية في منح القروض، خاصة العقارية، وتوريقها بأكثر من حاجة الاقتصاد العيني لها، إضافة إلى تلاعبها بهذه التقنية، جعل الأصول المالية المورقة، بعدما كانت أداة لتعبير عما تمثله من أصول عينية لتسهيل التعامل بها، تصبح أداة يتم تداولها بمعزل عن أصولها العينية، مما جعل قيمة الأصول المالية أكبر بكثير من قيمة الأصول العينية الممثلة لها، وهذا راجع للإستخدام المفرط لتقنية التوريق و إرتباط هذه الأخيرة بالمشتقات المالية التي تقوم أساساً على تعاملات وهمية أو إفتراضية، و به ذا انقطعت الصلة بين الاقتصاد المالي و الاقتصاد العيني ونشأ الاقتصاد الوهمي الذي لا يتعامل في الأصول العينية. وقد تم التعبير عن هذا الإنفصال من خلال من يعرف بالهرم المقلوب (سرارمة، 2012، الصفحتان 152-153)، والذي يمكن توضيحه فيما يلي:

الشكل (02) : الهرم المقلوب



المصدر: (سرارمة، 2012، صفحة 153)

3. الهندسة المالية الإسلامية

تختلف الهندسة المالية الإسلامية عن الهندسة المالية التقليدية نظراً لخصوصيتها لضوابط الشريعة الإسلامية وهو الاختلاف الجوهرى بينهما والباحث في مجال الإبتكار والهندسة المالية الإسلامية يجد أنها غنية بالتطبيقات التي تساعد الأسواق المالية على التقدم ومواجهة الأزمات التي قد يتعرض لها وستنعرض في هذا المبحث إلى مفهوم الهندسة المالية الإسلامية، أهميتها وأهدافها، أهم منتجاتها وصولاً إلى سياساتها في الحد من الأزمات المالية.

1.3. مفهوم الهندسة الإسلامية : إنطلاقاً من تعاريف الهندسة المالية التي تطرقنا لها سابقاً، فإنه يمكن تعريف الهندسة المالية الإسلامية

1.1.3. تعريف الهندسة الإسلامية: هي مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم، التطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، إضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار توجيهات الشرع الإسلامي.

ويلاحظ على هذا التعريف أنه مطابق لتعريف الهندسة المالية (المشار إليه سابقاً)، إلا أنه أضاف عنصراً جديداً ألا وهو الأخذ بعين الاعتبار ضرورة أن يكون موافقاً للشريعة الإسلامية.

وهذا التعريف يشير إلى أن الهندسة المالية الإسلامية تتضمن العناصر التالية:

- إبتكار أدوات مالية جديدة؛

- إبتكار آليات تمويلية جديدة؛

- إبتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع؛

- أن تكون الإبتكارات المشار إليها سابقاً، سواء في الأدوات أو العمليات التمويلية موافقة للشرع مع الإبتعاد بأكبر قدر ممكن عن الاختلافات الفقهية، مما سيميزها بالمصداقية الشرعية. (قدوز، 2007، ص 19-20).

2.1.3. مزايا تطبيق الهندسة المالية الإسلامية : ينتج عن تطبيق سياسة التجديد والإبتكار من خلال إدارة الهندسة المالية الإسلامية في البنوك الإسلامية العديد من مزايا منها:

- توفير البديل للمنتجات المالية التقليدية: بإعتبار أن الهندسة المالية الإسلامية هي وسيلة للإبداع والتطوير وإيجاد منتجات إسلامية بديلة للمنتجات التقليدية، وبالتالي يزيد من القدرة التمويلية، خاصة إذا كان المودعين مطمئنين على أن معاملاتهم خالية من الربا. (خنوسة و زيدان، 2017، ص 78) ويطلب ذلك الحاجة إلى ثقافة المؤسسات المالية الإسلامية وتضمنها للإبداع فضلاً عن ندرة الأفراد المبدعين، ومدى إلمام المبدعين المتخصصين بالمفاهيم الشرعية التي من شأنها تعزيز الإبداع الأصيل، إلى جانب توفير مخصصات تنفقها تلك المؤسسات على البحث والتطوير؛ (مردادي و بوطبة، 2017، ص 42)

- تجنب التقليد لمنتجات البنوك التقليدية : إن التقليد هو الخيار الوحيد للتطوير في غياب الهندسة المالية الإسلامية وعجز المؤسسات المالية عن الإبتكار وتطوير منتجات مالية إسلامية تنافس نظيراتها التقليدية، لذلك فإن الأمر يفرض عدداً من التحديات أمام استخدام بعض المنتجات المالية الإسلامية الأصلية. (خروبي و حجاج، 2019، صفحة 50) يمكن اعتبار توفير البديل للمنتجات المالية التقليدية وتجنب

التقليد لمنتجات البنوك التقليدية أهم ما يميز الهندسة المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية، إلا أن بعض العلماء أجمعوا إلى إضافة بعض المميزات منها:

- دراسة المنتجات القائمة، وتقويم نتائج وأثار تطبيقها وإستخدامها على المستوى الفردي والكلي، ووضع معايير وآليات محددة لتصنيف هذه المنتجات وتسجيلها؛
- تنميـت عـقود الـمـنـتجـات الـمـالـيـة وـتقـنيـهـا بـما يـحـقـقـ الـمـعـيـارـيـة وـالـشـفـافـيـة وـالـقـبـولـ الـعـام لـهـا إـقـلـيـمـيـاً وـدـوـلـيـاً؛
(سعدي و لعلام، 2014، صفحة 3)
- المـسـاـهـمـة فـي التـنـمـيـة الـإـقـتـصـادـيـة وـالـإـجـتـمـاعـيـة عـلـى حدـ السـوـاء، وـذـلـكـ مـنـ خـلـالـ دـعـمـ المـرـكـزـ التـنـافـسـيـ للـبـنـكـ الـإـسـلـامـيـ فـي السـوقـ الـمـصـرـفـيـ. (خـنوـسـةـ وـزـيـدانـ، 2017، صـفـحةـ 78)

2.3. أهمية وأهداف الهندسة المالية الإسلامية

بعد ظهور النظام المالي الإسلامي، أصبحت الهندسة المالية الإسلامية تحظى بأهمية بالغة من طرف العلماء والباحثين وتكمـنـ هـذـهـ الأـهـمـيـةـ فـيـ :

1.2.3. أهمية الهندسة المالية الإسلامية: تحتاج المؤسسات المالية الإسلامية دوماً للاحتفاظ بتشكيلـةـ مـتـنـوـعةـ مـنـ الأـدـوـاتـ وـالـمـنـتـجـاتـ الـمـالـيـةـ لـإـدـارـةـ سـيـولـتـهـاـ بـصـورـةـ مـرـبـحةـ،ـ بـإـضـافـةـ إـلـىـ توـفـيرـهـاـ لـلـمـرـوـنـةـ الـمـنـاسـبـةـ لـلـاستـجـابـةـ لـمـتـغـيرـاتـ الـبـيـئةـ الـإـقـتـصـادـيـةـ.

ومن هنا تبرز أهمية الهندسة المالية الإسلامية كأداة مناسبة لإيجاد حلول مبتكرة وأدوات مالية جديدة تجمع بين موجهات الشرع الحنيف وإعتبارات الكفاءة الإقتصادية . وفي هذه الفترة بالذات والتي شهد فيها العالم تغيرات Haut du formulaire Bas du formulaire إلى حذرة هائلة تمثلت في تغيير أسلوب إدارة الموارد الإقتصادية إلى النمط الاقتصادي الحر، إلى جانب ترابط أسواق التمويل الدولية بفعل ثورة الإتصالات وتكنولوجيا المعلومات، فإن ذلك يفرض ضغوطاً تنافسية حادة تكون غير متكافئة بالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، وبالذات في أسواق التمويل والخدمات البنكية والمالية . ويستدعي ذلك إلزامية تطوير منتجات مالية إسلامية مستحدثة تضمن للمؤسسات قدرًا من المرونة ونصيبًا سوقياً وافرًا يساعدها على الإستمرار بفعالية.

وتكمـنـ أـهـمـيـةـ الـهـنـدـسـةـ الـمـالـيـةـ وـخـصـوصـاـ فـيـ عـالـمـاـ الـمـعاـصـرـ الـيـوـمـ بـأـنـهـاـ تـقـوـمـ بـالـمـواـزـنـةـ بـيـنـ عـدـةـ أـهـدـافـ وـمـنـ ثـمـ تـصـمـيمـ أـدـوـاتـ مـبـتـكـرـةـ تـسـتوـعـ بـكـلـ هـذـهـ الـأـهـدـافـ مـعـاـ،ـ وـهـذـهـ الـمـهـمـةـ لـيـسـ بـالـيـسـيرـةـ حـيـثـ تـحـتـاجـ إـلـىـ تـضـافـرـ جـهـودـ عـلـىـ شـكـلـ تـنـظـيمـيـ بـيـنـ الشـرـعـيـنـ وـالـإـقـتـصـادـيـنـ وـالـمـصـرـفـيـنـ وـالـمـحـاسـبـيـنـ لـلـخـرـوجـ بـمـبـتـكـرـاتـ فـعـالـةـ.

إن هذا التصور لأهمية الهندسة المالية لهو أحوج للبنوك الإسلامية من البنوك الربوبية، لأن البنوك الإسلامية تتعامل بالعديد من العقود الحساسة في إجراءاتها، وتعامل أيضًا في ظل نظام بنكي غير ملائم لطبيعتها وهو ما يجعلها أشد حاجة للهندسة المالية، ويزيد في أهمية الهندسة المالية بالنسبة للبنوك الإسلامية في أنها تتعامل ضمن الضوابط والقيود الشرعية التي تنظم آلية أعمالها التمويلية والإستثمارية، ولهذا يتوجب على المهندس المالي في البنوك الإسلامية مراعاة هذه الضوابط وعدم اللجوء إلى الحيل، لأن الأحكام والضوابط الشرعية جاءت لتحقيق مصلحة للفرد والمجتمع معًا. (قروف، 2011، صفحة 11)

2.2.3. أهداف الهندسة المالية الإسلامية: تتفق أهداف الهندسة المالية الإسلامية مع أهداف الهندسة المالية التقليدية في كل شيء سوى أن حلولها وابتكاراتها يشترط فيها أن تكون مضبوطة بالضوابط الشرعية، منها:

- توفير منتجات مالية إسلامية ذات جودة عالية تعتبر كبديل شرعي للمنتجات المالية التقليدية تمتاز بالمصداقية الشرعية؛
- تحقيق الكفاءة الاقتصادية، يمكن لمنتجات الهندسة المالية الإسلامية زيادة الكفاءة الاقتصادية عن طريق توسيع الفرص الاستثمارية في مشاركة المخاطر، وتخفيض تكاليف المعاملات وتتوسيع مصادر الربحية؛
- الإسهام في إنعاش الاقتصاد، وذلك بالإستفادة من رؤوس الأموال التي تعزف عن المشاركة في المشاريع التي تمول ربويا؛ (الحصادي و الصهبي، 2018، صفحة 102)
- المساعدة في إدارة وتحقيق الملاعنة بين العوائد والمخاطر والسيولة لدى الشركات والمؤسسات المالية؛
- تقليل مخاطر الاستثمار بتنويع صيغه، توفير تمويل مستقر و حقيقي ومن موارد موجودة أصلا في الدورة الاقتصادية مما يقلل من الآثار التضخمية؛
- توفير حلول شرعية مبتكرة لمشاكل التمويل؛
- كما أن من أهداف الهندسة المالية الإسلامية مساعدة المؤسسات المالية الإسلامية على المنافسة في سوق هائل يغلب عليه عدم الالتزام بالضوابط الشرعية؛
- إن الهندسة المالية الإسلامية متى قدمت البادئ الشرعية للمعاملات المالية المحرمة، وقامت الأنظمة الإسلامية بتطبيقها والإلتزام بها فستكون من أعظم الأسباب لحماية اقتصادياتها من التأثر بالأزمات الاقتصادية الخانقة المتتابعة. (حي، 2014، الصفحتان 13-14)

3.3. مناهج تطوير الهندسة الإسلامية

ما لا شك فيه أن الهندسة المالية الإسلامية منذ إنطلاقتها تهدف إلى تعزيز ودعم الرفاهة الإنسانية بتلبية رغبات وحاجات العملاء المشروعة وليس مجرد الربحية، لذا تعتبر مهمتها أكبر وأصعب بكثير من مهمة الهندسة المالية التقليدية، هذا ما يعني لها أن تتخذ منهج بحث يتناسب مع المهمة الملقاة على عاتقها. وعليه فقد يكون من غير المجيدي البحث لها عن منهج وحيد تقوم من خلاله بقبول أو رفض الفرضيات . (رائد، 2016، صفحة 79)

يمكن أن يكون لصناعة الهندسة المالية الإسلامية عدة مناهج، حيث تتعدد تبعاً للطرق الممكن استخدامها من طرف المؤسسات المالية الإسلامية في إقامة هذه الصناعة . لكنها في الغالب لا تخرج عن إحدى المقاربتين التاليتين: (براضية و هني، 2016، صفحة 128)

1.3.3. المنهج الأول: المحاكاة والتقليد: والذي يعني أن يتم مسبقاً التعرف على النتيجة المراد الوصول إليها من خلال تحويل منتج تم إبتكاره وفق أسس الهندسة المالية للبنوك التقليدية وجعله يتماشى مع متطلبات البنوك الإسلامية، وفي الغالب عملية المحاكاة والتقليد تتم على أدوات المالية التقليدية التي لا تكون محل خلاف أو شك من الناحية الشرعية، وإن كانت محل خلاف يمكن تحويل الشبهة لتصبح مقبولة إسلامياً. (الغالى، 2015، صفحة 59)

وإذا كان من أبرز مزاياها السهولة والسرعة في تطوير المنتجات، إذ أنها لا تتطلب الكثير من الجهد والوقت في البحث والتطوير، بل مجرد متابعة المنتجات الرائجة في السوق وتقليدها من خلال توسيط السلع، فإن سلبياتها كثيرة منها : (خنيوة و حنان، 2011، صفحة 658)

- أن الضوابط الشرعية تصبح مجرد قيود شكلية، وهذا ما يضعف قناعة العملاء بالمنتجات الإسلامية، ويجعل التمويل الإسلامي محل شك ؟

- إن المنتجات التقليدية تناسب الصناعة التقليدية وتحاول معالجة مشكلاتها، ومحاكاة هذه المنتجات يستلزم التعرض لنفس المشكلات، وهذا بدوره يستلزم محاكاة من نف الأزمات التي تعاني منها الصناعة التقليدية؛

- في ظل المحاكاة تصبح الضوابط الشرعية عبئاً أمام المؤسسات المالية، إذ هي لا تحقق أي قيمة مضافة، بل مجرد تكلفة يتحملها العميل لتكون المنتجات الإسلامية المقلدة في النهاية أكثر كلفة من المنتجات الربوية، مع أنها تتحقق في النهاية النتيجة نفسها؛(الغالي، 2015، الصفحات 59-60)

2.3.3. المنهج الثاني: الأصالة الإبتكار: الطريق الثاني لتطوير المنتجات الإسلامية هو البحث عن الاحتياجات الفعلية للعملاء والعمل على تصميم المنتجات المناسبة لها. والمختصون في التسويق يعلمون تماماً الفرق بين التقليد وبين الإستجابة لاحتياجات العملاء، فال الأول مجرد محاكاة، أما الثاني فهو مصدر الإبداع والإبتكار. وهذا المنهج يتطلب دراسة مستمرة لاحتياجات العملاء والعمل على تطوير الأساليب التقنية والفنية اللازمة لها .

ولا ريب أن هذا المنهج أكثر كلفة من التقليد والمحاكاة، لكنه في المقابل أكثر جدوى وأكثر إنتاجية والتكلفة غالباً تكون مرتفعة في بداية تطبيق المنتج، ثم بعد ذلك تنخفض التكاليف إلى مستوى التكلفة الحدية المعتادة في المنتجات المالية. لكن المؤسسة التي تبادر أولاً تنجح في استقطاب نسبة أكبر من السوق ومن ثم تضمن جدوى طرح المنتجات الجديدة إبتداء، (السويلم، 2006، صفحة 25) من جهة؛ ومن جهة أخرى فإن هذا المنهج يحافظ على أصالة المؤسسات المالية الإسلامية، كما يسمح لها بالإستفادة من منتجات الصناعة المالية التقليدية ما دامت تفي بمتطلبات المصداقية الشرعية، كما يساعد ذلك على إستكمال المنظومة المعرفية للصناعة المالية الإسلامية. (براضية و هني، 2016، صفحة 131).

4. منتجات الهندسة المالية الإسلامية

على الرغم من أن منتجات الهندسة المالية الإسلامية ليست بنفس تنوع وإختلاف منتجات الهندسة التقليدية، إلا أن الإمام بها يعتبر كذلك أمراً صعباً على أي باحث في المجال، وفيما يلي عرض بعض منتجات الهندسة المالية الإسلامية، التي تعتبر من أهم ما أنتجت الهندسة المالية الإسلامية.

1.4.3. المنتجات المالية المستحدثة : تمثل أهم منتجات الهندسة المالية الإسلامية المستحدثة في:

1.1.4.3. المنتجات التمويلية : هناك العديد من الطرق تستعين بها المؤسسات المالية للحصول على سيولة مالية منها :

أ- التورق البنكي (التوريق المصرفي الإسلامي) : التورق لغة مشتق من الورق (بكسر الراء)، وهي الدرارم المضروبة من الفضة، لقوله تعالى: (فَابْتَغُوا أَحَدَكُمْ بِوْرَقَمْ هُذِهِ إِلَى الْمَدِينَةِ ... إِلَى نَهَايَةِ الْآيَةِ) (سورة الكهف، الآية 19)، فالتورق هو طلب الورق أي طلب النقد، والمتورق هو طالب النقد. أما إصطلاحا فهو لفظ خاص بالحنابلة ويقصد به عندهم : أن يشتري المتورق سلعة لأجل بيعها نقدا لغير البائع الأول بأقل مما إشتراها به، ليحصل بذلك على النقد. ولم يرد هذا المصطلح إلا عند متأخري الحنابلة، أما المذاهب الفقهية الأخرى فتدرج عندهم هذه الصورة أحد بيوع العينة، ولذا فإن حقيقة التورق موجودة في المذاهب كلها إلا أنه مصطلح خاص بالحنابلة. (خزنة، 2012، صفحة 67)

بينما عرف المجمع الفقهي الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي على أنه : قيام البنك بعمل نمطي يتم فيه بيع سلع (ليست من الذهب والفضة) من أسواق السلع العالمية أو غيرها، على المتورق بثمن آجل على أن يتلزم البنك إما بشرط مكتوب في العقد صراحة أو بحكم العرف والعادة، بأن ينوب عنه في بيعها إلى مشتري آخر بثمن حاضر وتسلیم ثمنها للمتورق. (السبوسي، 2019، صفحة 29)

ب- صناديق الاستثمار الإسلامية: عرف أحمد حسن أحmed الحسني صناديق الاستثمار الإسلامية بأنها ليست مجرد وسيط مالي كما هو الحال في صناديق الاستثمار التي تنشئها شركات الاستثمارية والمصارف التجارية التقليدية وشركات التأمين ... إنما هي صناديق تعتمد على منهج الاستثمار الإسلامي الذي يمزج بين رأس المال والعمل فهو عقد شركة مضاربة بين إدارة الصندوق التي تقوم بالعمل ومكتبيين فيه الذين يمثلون رب المال بدفع مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق، والتي تلعب دور المضارب فتجمع حصيلة الإكتتاب التي تمثل رأس المال المضاربة، وتدفع للمكتبيين سوكا بقيمة معينة تمثل حصة لكل منهم شائعة في رأس المال الذي تستثمره بطريقة مباشرة في مشروعات حقيقة، أو بطريقة غير مباشرة كبيع وشراء أصول مالية وأوراق مالية كأسهم الشركات الإسلامية وتوزع الأرباح المحققة حسب نشرة الإكتتاب الملزם بها من كلا الطرفين، وفي حالة الخسارة تقع على المكتبيين بصفتهم رب المال، ما لم تفرط إدارة الصندوق (المضارب)، فإن فرطت يقع الغرم عليها.(أحمد، 1999، ص21)

ج- شهادة الإيداع القابلة للتداول: هي شهادات غير شخصية تصدرها البنوك التجارية ويمكن لحامليها التصرف فيها بالبيع أو التنازل، كما يمكنه الإنتظار حتى تاريخ الإستحقاق الديون على الشهادة. وعادة ما تكون القيمة الإسمية ومعدل الفائدة لتلك الشهادات تعد بمثابة ودائع لأجل لا يجوز إسترداد قيمتها من البنك المصدر لها قبل تاريخ الإستحقاق فإن السبيل الوحيد للتصرف قبل ذلك التاريخ هو عرضها للبيع في السوق الثاني. (نjar و بورمة، 2017، صفحة 205)

د- الإجارة الموصوفة في الذمة: الإجارة الموصوفة في الذمة (الواردة في الذمة) هي التي يكون محلها غير معين بل موصوف بصفات يتفق عليها مع إلتزامها في الذمة، لا يقتضي قيام المؤجر بتسلیم نفسه أو تسلیم عين معينة للمستأجر، ويكون الحق في المنفعة المعقود عليها متعلقا بذمة المؤجر. أو هي (إجارة الذمة) لأن المنفعة المستوفاة متعلقة بذمة المؤجر وليس معينة، أو الإجارة الواردة على منفعة مضمونة لأن المنفعة فيها يضمن المؤجر تقديمها في كل الحالات وهي متعلقة بذمته. وأما فيما يتعلق بالأجرة فيشترط في صحة إجارة الذمة تسلیم الأجرة في المجلس، وأن تكون حالة كرأس مال السلم لأنها سلم في المنافع، فلا يجوز فيها تأخير الأجرة، ولا تأجيلها، ولا الإستبدال عنها، ولا الحوالة بها ولا عليها، ولا الإبراء منها. (رديف و مراد، 2016، الصفحتان 157-158)

هـ- المؤشرات المالية الإسلامية: يعطي داو جونز لأسواق المال، مثلا رائعا لهندسة مالية متقدمة لكن التعامل بالمؤشر بشكله الحالي صورة من صور القمار، لكن الهندسة المالية الإسلامية قدمت بديلا مناسبا حيث أنشئت مؤشرات تسير على خطى الأسهم الخاصة للشريعة الإسلامية في كل أنحاء العالم . وبالتالي فهي تتيح ويتماشى مع مبادئ الشريعة، أدى وجود المؤشر إلى إجذاب جزء من الأموال العربية المستثمرة بالخارج، ليتم إستثمارها داخل المنطقة العربية في الشركات التي تدرج ضمن المؤشر، ويعطي المؤشر كذلك ميزة لنظام الإستثمار المالي الإسلامي عبر الأنترنت، إذ سيكون بمثابة الحل الأمثل للمؤسسات المالية والبنوك الإسلامية، حيث يجعل لها ميزة تنافسية، كما يتيح النظام الجديد لهذه المؤسسات إمكانية الإستجابة للطلبات المتزايدة لعملائها على الإستثمارات المالية الإسلامية، وذلك من خلال ما يقدمه النظام من فرصة كبيرة للدخول إلى كبريات أسواق المال العالمية. (جدي، 2015، الصفحتان 159-160)

و- بطاقة الائتمان الإسلامية (Credit Card) : من بين صور الترابط للكفاءة الاقتصادية والمصداقية الشرعية في الهندسة المالية الإسلامية بطاقة الائتمان، حيث من بين الحلول التي يمكن استخدامها بإستخدام الهندسة المالية الإسلامية ما يلي:

- يدخل البنك شريكا للتاجر من خلال شراء 97% من السلعة (بافتراض أن البنك يفرض 3% رسمًا من سعر السلعة)؛

- يبيع التاجر السلعة، بحكم كونه شريكا، لحساب المشاركة بثمن مؤجل على العميل، مثلا بزيادة 10% على السعر الحال، مع تحديد وقت السداد؛

- يتولى التاجر تسليم السلعة للمشتري وتقديم الخدمة الفنية المتصلة بها، بينما يتوفّل البنك التحصيل ومتابعة السداد؛ عند اكتمال السداد، تم إقسام الأرباح بين البنك والتاجر بحسب الإتفاق. بهذه الطريقة تصبح النسبة التي يخصّها البنك على التاجر حصة في السلعة المباعة، ويصبح التاجر من ثم شريكا للبنك في الأرباح...؟

- وهناك الكثير منها، نكتفي بهذا المثال، ويمكن النظر إلى استخدام الهندسة المالية الإسلامية في التحوط وإدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية في ما بعد، حيث تتأكد لنا إرتباط المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية. (بوشlagum، 2019، صفحة 144)

2.1.4.3 المشتقات المالية الإسلامية:

أـ- الموقف الشرعي في عقود المشتقات المالية والتوريق: يعد الغرض الأساسي من ظهور المشتقات المالية والتوريق هو التغطية ضد المخاطر، لكنها في الحقيقة أدت إلى تصاعدها وزيادة موجة الإضطرابات المالية، الأمر الذي جعل العديد من الفقهاء يرفضونها لأنها تؤدي إلى عدم الاستقرار بالإضافة إلى ما تحمله هذه المنتجات من غرر وربا وغيرها من الأمور المخالفة لقواعد الشريعة الإسلامية.

المشتقات المالية التقليدية : منذ أن ظهرت أدوات الهندسة المالية في الغرب قبل قرابة القرنين، أثارت ولا تزال الكثير من الجدل حول مشروعيتها، سواء من الناحية الشرعية أو القانونية أو الاقتصادية، مما يمكن قوله حسب ما جاء به العلماء المعاصرون أن العقود المالية كما يجري التعامل بها اليوم في الأسواق المالية العالمية غير جائز شرعاً.

وهي عقود فاسدة لأنها عقود مستحدثة لا تنطوي تحت أي عقد من العقود الشرعية لما فيها من مخالفات شرعية رغم محاولة بعض المجيزين تكييف هذه العقود فقها لكي تتفق مع الشريعة الإسلامية من خلال إضافة بعض الشروط والمحددات للتعامل بها وكذلك محاولة إيجاد نقاط اشتراك وتشابه مع العقود الشرعية الجائز التعامل بها شرعا.

ويمكن تلخيص الأسباب الرئيسية التي ذكرها العلماء المعاصرون في التمويل الإسلامي الذين اعتربوا، فيما يلي: (عتروس و عتروس، 2015، صفة 100)

- تتعارض مع قاعدة العدل التي تمثل الأصل في العقود، والتي أمر بها الله تعالى في قوله عز وجل : {إِنَّ اللَّهَ يَأْمُرُ بِالْعُدْلِ...إِلَى نِهَايَةِ الْآيَةِ}. (آلية 90 من سورة النحل)، حيث إنه في هذا النوع من العقود تتعارض مصلحة المتعاقدين تعارضًا بيناً فما يمثل منفعة لأحد الأطراف يمثل ضررًا للطرف الآخر؛

- تتعارض عقود الخيار الشرطية مع مقصد الشارع لتحقيق العدل أي الخيار لم يشرع لكي يرى المستفيد منه هل يكون تطور الأسعار لصالحه فينفذ الصفة أو يفسخ العقد إذا كان عكس ذلك أي تحقيق أرباحاً لأحد المتعاقدين على حساب المتعاقد الآخر؛ (فنوز، 2008، صفة 190)

- تنطوي هذه العقود على بيع الإنسان ما ليس عنده، ذلك أن أغلب هذه العقود وبنسبة 98% تجري على المكشوف، أي أن البائع لا يمتلك الأصل المباع وقت إبرام بل يشتري الأصل محل التعاقد في يوم التصفية أو قبله وتسلمه للمشتري؛

- صورية أغلب هذه العقود لا يتم تنفيذها ولا يترتب عليها لا تملك ولا تملك، فلا المشتري يتملك المبيع ولا البائع يتملك الثمن؛ (كتاف و لطرش، 2017، الصفحتان 391-392) إنطواء هذه العقود على المضاربة التي هي من باب القمار والغرر . (عتروس و عتروس، 2015، صفة 392)

- ما فيها تأجيل الثمن والثمن، وهو بيع الدين بالدين المجمع على تحريميه، كما قال ابن المنذر رحمه الله (وأجمعوا على أن بيع الدين بالدين لا يجوز)، وما فيها من إشارة تأجيل تسليم المبيع المعين، وهو هنا الأسمهم وهو حرم بالإجماع كما حكم ابن رشد رحمه الله بقوله : {وأجمعوا على أنه لا يجوز بيع الأعيان إلى أجل، وأن من شرطها تسليم المبيع إلى المباع بأثر عقد الصفة}.

- ما في هذه العقود من الربا المجمع على تحريميه وهو ربا النسبة، وذلك في حالة العقود المستقبلية على الذهب والفضة، حيث إنها تباع بالنقود الورقية، وهذه الأخيرة تتفق مع الذهب والفضة في علة الربا، وهي الثمنية - على الراجح من أقوال أهل العلم - فلا يجوز النساء والتفرق قبل التقادب في مبادلة أحدهما بالأخر، وقد دل على ذلك قوله عليه الصلاة والسلام في الحديث الصحيح الذي برويه عبادة بن الصامت رضي الله عنه : {الذهب بالذهب، والفضة بالفضة، والبر بالبر، والشعير بالشعير، والتمر بالتمر، والملح بالملح، مثلاً بمثل، سواء بسواء، يدأ بيد، فإذا اختلفت هذه الأصناف فبيعوا كيف شئتم إذا كان يدأ بيد}. (مبarak، 2010، صفة 81)

ولكن المدافعون عن المشتقات يرون أنها أدوات لنقل المخاطر من الوحدات المنتجة كالشركات والمؤسسات التي لا ترغب في تحمل مخاطر الأسعار إلى الوحدات القادرة على تحمل هذه المخاطر، وهي المؤسسات المالية وبيوت السمسرة الكبيرة، وبذلك ترتفع إنتاجية الوحدات الاقتصادية ومن ثم مستوى الرخاء الاقتصادي. وهذه العملية هي ما يسمى بالتحوط أي تحوط الشركات والمؤسسات للمخاطر وتجنبها .

لكن المعارضين يقولون إن المشتقات هي نفسها أدوات المجازفة والرهان على تقلبات الأسعار والاسترباح من ذلك، حتى أن البعض أطلق على المشتقات اسم وحش المالية المفترس.

وواقع الأمر أن المجازفة هي الغالبة على المشتقات، حيث تبلغ نسبة العقود المستخدمة بغرض المجازفة وفق الإحصائيات الرسمية أكثر من 95% من إجمالي العقود، بينما تقتصر أغراض التحوط على أقل من 5%.

فالمشتقات أدوات للمجازفة والرهان أكثر منها أدوات للتحوط، وبالتالي فهي غير مشروعة والتعامل بالمشتقات المالية لا تسبب في إحداث تنمية اقتصادية حقيقة بقدر ما هي إلا وسيلة لخلق النقود تتسبب في زيادة التضخم وإرتفاع الأسعار، والمختصين في المشتقات يعتبرونها مبادلة صفرية أي أن ما يربحه طرف هو ما يخسره طرف آخر وبنفس المقدار وهذا هو عين القمار.

ومن هنا تأتي أهمية وضرورة البديل التمويلي الإسلامي، لا سيما في ظل إنتقاد العديد من الاقتصاديين والمفكرين الغربيين للنظام الرأسمالي ويرجعون سبب الأزمة المالية إلى التساهل في الديون وإلى الفائدة الربوية وغيرها من المعاملات الوهمية، ونادوا صراحة بالتوجه نحو الاقتصاد الإسلامي لعلاج الأزمات.
(عتروس و عتروس، 2015، الصفحتان 101-102)

التوريق: يعتبر التوريق المصرفي المنظم من المسائل المعاصرة التي وقع في حكمها خلاف بين أهل العلم مثل المشتقات المالية، فمنهم من يرى جواز التعامل به، ومنهم من يرى التحرير، وقد جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته الحادية عشر، قرار رقم 101 (11/4) ما يلي : لا يجوز بيع الدين المؤجل من سير المدين بنقد مجعل من جنسه أو من سير جنسه، لإفضائه إلى الربا، كما لا يجوز بيعه بنقد مؤجل من جنسه أو غير جنسه، لأنه من باب بيع الكالى بالكالى المنهي عنه شرعاً، ولا فرق في ذلك بين كون الدين ناشئاً عن قرض أو بيع آجل . (مجمع الفقه الإسلامي الدولي، 2002).

بـ- المشتقات المالية الإسلامية كبديل شرعي للمشتقات المالية التقليدية: تهدف الإشارة لهذا النوع من الأدوات تبيان أنواع أخرى من هذه الأخيرة التي يتم تداولها في الأسواق المالية و تعرف باسم المشتقات المالية التي لا يمكن فصلها عن موضوع الهندسة المالية، وبما أن الجدل والخلاف حول حكمها وايجازها الشرعي مازال قائماً بين علماء الاقتصاد الإسلامي فتداوله في السوق المالي الإسلامي يبقى مؤجلاً للبت فيه ومن أمثلتها ذكر العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيارات، وعقود المبادلة، إضافة إلى التوريق الذي يجمع بين الإقراض والمشتقات. (مرغاد، 2013، صفحة 55)

فتطوير مشتقات مالية إسلامية متوافقة مع الشريعة الإسلامية أصبح ضرورة ملحة للتمويل الإسلامي فمن أوجه التكيف الشرعي:

- العقود الآجلة في إطار عقد السلم: عقود يتفق فيه الطرفان على بيع بثمن معلوم يتأجل فيه تسليم السلعة الموصوفة بالذمة وصفاً مضبوطاً إلى أجل معلوم، على أن لا يكون كلاً البذلين مؤجلين (العمش، 2012، صفحة 101)، وقد إنتم الفقهاء على مشروعه من قوله تعالى في الآية: (يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَأْيُتُم بِدِيْنِ إِلَى أَجَلٍ مُسَمًّى... إِلَى نِهَايَةِ الْآيَةِ). الآية 282 من سورة البقرة . وقول ابن عباس: "أشهد أن السلف (السلم) المضمون إلى أجل مسمى قد أحله الله في كتابه وأذن فيه، ثم قرأ هذه الآية على حل المדיانات بعمومها وشملت السلم بإعتباره من أفرادها إذا المسلم فيه ثابت في ذمة المسلم إليه إلى أجله".

وما روي ابن عباس رضي الله عندهما عن النبي صل الله عليه وسلم أنه قدم المدينة والناس يسلفون في التمر السنطين والثلاث فقال عليه الصلاة والسلام : (من سلم في تمر فليس في كيل معلوم وزن معلوم إلى أجل معلوم) وفيه جواز السلم. (عياشي، 2018)

- العقود المستقبلية في إطار عقد الإستصناع: والذي يقصد به إتفاق مع عميل على بيع أو شراء أصل لم يتم إنشاؤه بعد على أن تتم صناعته أو بناؤه وفقاً لمواصفات المشتري النهائي، وتسلمه له في تاريخ مستقبلي محدد بسعر بيع محدد سلفاً، وباعتبار البنك الإسلامي بائعاً فإن له الإختيار في صناعة أو بناء الأصل بنفسه، أو أن يعهد بذلك لطرف آخر غير المشتري النهائي للأصل بصفته مورداً أو مقاولاً عن طريق إبرام عقد إستصناع موازٍ. (العزيزى، 2012، صفحة 34) وقد اعتمد الفقهاء على مشروعيته من القرآن الكريم والسنة، لقوله تبارك وتعالى: (وَلَا يَرَأُ الَّذِينَ كَفَرُوا تُصْبِيْهُمْ بِمَا صَنَعُوا قَارِئَةٌ أَوْ تَحْلُّ قَرِيبًا مِنْ دَارِهِمْ ... إِلَى نِهايَةِ الْآيَةِ). الآية 31 من سورة الرعد. حيث أطلق سبحانه وتعالى على ما يصننه الإنسان لفظ: الصنع. وما رواه البخاري وغيرهم بسندهم عن ابن عمر رضي الله عنهما أن رسول الله صل الله عليه وسلم (اصطنع خاتماً من ذهب...) والمقصود من هذا السرد أنه هذه الكلمة مما شاع إستعمالها في القرآن الكريم والسنة في معانيها اللغوية التي تشمل الحرفة وغيرها من أي عمل، وفي إيجاد الشيء من العدم ونحو ذلك. (عياشى، 2018، صفحة 70)

- خيارات الشراء في إطار بيع العربون : حيث يدخل الشخص في العقد اللازم ويشرط لنفسه حق الفسخ بإراداته خلال مدة معلومة، وهو ما يتيح فرصة للتحوط في الحصول على سلعة يؤمن الربح منها، وله الحق في عرض محل الخيار لطرف آخر خلال مدة العقد دون أن يكون هناك إقتران بالربح لأن ذلك يسقط الخيار ، ويعتبر العربون جزء 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.

- أما عقد خيار البيع فهو التزام أو ضمان أو كفالة: فمالك الأوراق المالية الذي يدفع العمولة مقابل أن يكون له الحق في البيع في الفترة المتفق عليها، يقوم بحماية ممتلكاته (من الأوراق المالية) بشراء التزام من الطرف الآخر بضمان هذه الأوراق بشرائها إذا رغب الطرف الأول. (عزوز، 2019، صفحة 580)

2.1.4.3 المنتجات التمويلية المركبة: هي مجموع العقود المالية المتعددة التي يشتمل عليها العقد بحيث تكون جميع الحقوق والإلتزامات المترتبة عليها بمثابة آثار العقد الواحد، (العمراوى، 2010، صفحة 36) كما هو موضح في الشكل الموالى :

الجدول (01) : أنواع المنتجات التمويلية المركبة

المطلب المالي المركب	المنتج المالي المركب	نوع التركيب	أطراف المنتج
المرابحة لأمر بالشراء	المرابحة	شراء- بيع	البنك- المورد- العميل
المشاركة المتناقضة	المشاركة	مشاركة- بيع	البنك- الشريك- العميل
التورق المنظم	التورق	شراء- بيع بالمرابحة- وكالة بيع	البنك- المورد- المشتري- المستورق
البطاقات الإنتمانية	البطاقات	إراض - وكالة - ضمان	البنك - العميل (حامل البطاقة) - المورد
الاستصناع الموازي	الاستصناع	استصناع- استصناع	البنك- العميل (المستصناع)- المورد (الصانع)

المصدر : (دربال و ميلود، 2014، صفحة 03)

3.4.3. الصكوك الإسلامية: تُعرف حسب هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على أنها وثائق مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الإكتتاب وبهذه إستخدامها فيما أصدرت من أجله. (الصوفي، 2015، صفحة 07)

عُرفت أيضاً حسب مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأنها إصدار وثائق وشهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية الموجودات (أعيان، منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والديون) قائمة فعلاً، أو سيتم إنشاءها من حصيلة الإكتتاب، وتتصدر وفق عقد شرعي. (بوعبد الله، 2015، صفحة 23) كما أشارت الهيئة إلى وجود أكثر من أربعة عشرة نوعاً من الصكوك الإسلامية، غير أن الصكوك الأكثر إنتشاراً يمكن حصرها في الأنواع التالية:

1.2.4.3. صكوك المضاربة: تعتبر صكوك المضاربة عقداً بين طرفين (المضارب) والمستثمر (الموال)، يقدم المستثمر رأس المال للمضارب والذي بدوره يقوم بتوظيفه في مشروع متفق عليه، على أن يتم تقسيم الأرباح المحققة وفقاً لنسبة معينة، أما الخسائر إذا قدر الله فيتحملها أصحاب المال إذا لم يقصر المضارب أو يهمل. (عزوز، 2019، صفحة 581) وهي بذلك تختلف عن الربا لأن العائد غير محدد سلفاً نسبة من رأس المال، وإنما نسبة من الأرباح وبالتالي فهي متغيرة، وقد لا تتحقق، كما أنها قابلة للتداول لأنها تمثل محلاً لأصل يعمل في نشاط معلوم وتطبق عند التداول الأحكام التالية:

- إذا صار مال المقارضة بعد الإكتتاب ما يزال نقوداً، فإن تداول الصكوك يُعد مبادلة نقد بنقد تطبق عليه أحكام الصرف؛

- إذا صار مال المقارضة ديوناً يطبق على الصكوك أحكام التعامل بالديون؛ إذا صار مال المقارضة موجودات بين النقود والمنافع، فيجوز تداول الصكوك على وفق السعر المتفق عليه. (إخلاص، 2019، الصفحتان 130-131)

2.2.4.3. صكوك المشاركة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطويره مشروع قائم أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو أصول النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصتهم، وتدار الصكوك على أساس الشراكة، وذلك بتعيين أحد الشركاء لإدارتها أو غيرهم بصيغة الوكالة بالإستثمار.

والمصدر لهذه الصكوك هو طالب المشاركة معه في مشروع معين أو نشاط محدد، والمكتتبون فيها هم الشركاء في عقد المشاركة وحصيلة الإكتتاب هي حصة المكتتبين في رأس مال المشاركة، ويمتلك حملة الصكوك أصول المشاركة بغضها وغرتها، وتحدد آجال الصكوك بمدة المشروع محل العقد ويبقى عقد المشاركة اليد المتصرفة في المال ويكون لكل إصدار هيئة منتخبة من المكتتبين تتولى الإشراف على المشروع و توزع حصة الإيراد، و متابعة إنتقال ملكية الصك من شخص لآخر. (تبري، 2015، صفحة 319)

3.2.4.3. صكوك السلم : صكوك السلم هي صكوك تمثل بيع سلعة موجلة التسليم بثمن معجل، و السلعة موجلة التسليم هي من قبيل الديون العينية لأنها موصوفة ثبت في الذمة لا تزال في ذمة البائع، لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو التداول في حالة إصدار الصك من قبل أحد الطرفين البائع أو المشتري، وهي من قبيل الإستثمارات المحفظة بها حتى تاريخ الإستحقاق.

4.2.4.3. صكوك الإستصناع: هي في حقيقتها كصكوك السلم، إذ تمثل بيع سلعة موجلة التسليم بثمن معجل، و السلعة هي من قبيل الديون العينية لأنها موصوفة ثبت 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. (خنيوة و حنان، 2010، صفحة 08)

5.2.4.3. صكوك المراقبة : تعتبر من الأدوات التمويلية القائمة على المديونية وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المراقبة، وتصبح سلعة المراقبة مملوكة لحملة الصكوك. (صديقي و عبد الرحمن، 2014، صفحة 142) ، حيث تمثل صكوك المراقبة نقوداً قبل شراء بضاعة المراقبة، ثم تمثل حقوق الملكية بعد شراء بضاعة المراقبة، ثم تمثل ديوناً في ذمة المشتري للبضاعة بعد بيعها فيمنع التداول في الحالة الأخيرة وتظل الصكوك مشروعة.

6.2.4.3. صكوك الإيجار: هي عبارة عن وثائق متساوية القيمة، تمثل حصة شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات في مشروع استثماري يدر دخلاً، تهدف لتحويل الأعيان والمنافع والخدمات التي يتعلّق بها عقد الإيجار إلى أوراق مالية (صكوك) قابلة للتداول في الأسواق الثانوية . فهي سندات تصدر بقيم متساوية لملكية تذر دخل لحملتها . وتكون متوسطة أو طويلة الأجل لأن استثماراتها المملوّلة تكون ضخمة، وفي نهاية العقد تصبح الملكية إلى صاحب الصك . (آيت قاسي، مسيليتي، و بن زيدان، 2019، صفحة 171)

الشكل (03) : منتجات الهندسة المالية الإسلامية



المصدر: من إعداد الطالبة .

5.3 دور الهندسة المالية الإسلامية في الحد من الوقوع في الأزمات المالية

من الجدير بالذكر أنه بعد التفاقم الكبير للأزمة المالية العالمية والتي ضربت العالم وما رافقها من آثار سلبية على إقتصاديات معظم الدول، أدت إلى تحول المستثمرين للبحث عن حلول ومنتجات غير تقليدية لاستثمار ثرواتهم وتمويلهم .

فقد كانت المؤسسات المالية الإسلامية الأقل تأثراً بالأزمة المالية العالمية، وذلك ما لفت النظر إليها وإلى أدواتها المالية المبتكرة كبديل عن المشتقات المالية التقليدية التي كان لها الدور الأكبر في تصعيد آثار هذه الأزمة كما لاحظنا سابقاً، هذا الذي ساعد في تلك الطفرة الإقتصادية التي شهدتها بعض البلدان إلى توجهها لخلق منتجات مالية إسلامية جديدة بديلة ل المنتجات التقليدية والتي جذبت الكثير من المستثمرين المسلمين وغيرهم . كما أن هناك دول أخرى غير إسلامية مثل بريطانيا قد نمى لديهم التمويل الإسلامي بصورة أكبر . (فاطمة، 2017، صفحة 195)

ويعود الدور الكبير الذي تلعبه الهندسة المالية الإسلامية إلى النظام المالي والإقتصادي الذي تقوم عليه، ومبادئها وأسسها المستنبطة من الشريعة الإسلامية، وتحقق هذه المنظومة من القيم التي تقوم عليها الهندسة المالية الإسلامية الأمن والأمان والإستقرار لكافة المتعاملين، وفي نفس الوقت تحرم المعاملات المالية والإقتصادية التي تعتمد على الكذب، المقامرة، التدليس، الغرر، الدهالة ، الإحتكار، الإستغلال الجشع، الظلم وأكل أموال الناس بالباطل ولقد كيف فقهاء الإقتصاد الإسلامي مثل هذه المعاملات على أنها من المقامرات المنهي عنها شرعاً، سواء كان المتعامل بها منتجاً أو مستهلكاً أو مشترياً، وسواء كان في حالة الرواج أو الكساد، الإستقرار أو الأزمات. (الوادي، خريس، و سمحان، 2009، صفحة 5)

كما أن إعتمادها على قاعدة المشاركة في الربح والخسارة والتداول الفعلي للأموال وال موجودات وفق ضوابط الحلال الطيب والأولويات الإسلامية؛ والنفاذ الحقيقي بين أصحاب الأموال وأصحاب الأعمال والخبرة والعمل وفق ضابط العدل والحق وبذل الجهد هذا يقلل من حدة أي أزمة حيث لا يوجد فريق رابح دائمًا، وفريق خاسر دائمًا، بل المشاركة في الربح والخسارة. ولقد أضاف الفقهاء وعلماء الإقتصاد الإسلامي للهندسة المالية الإسلامية مجموعة من عقود الاستثمار والتمويل الإسلامي التي تقوم على ضوابط شرعية من هذه العقود : صيغ التمويل بالمضاربة وبالمشاركة وبالمرابحة وبالاستئصال وبالسلم وبالإجازة والمزارعة والمساقاة ونحو ذلك مما ساعدها على عدم الوقع في الأزمات على عكس نظيرتها. (الوادي، خريس، و سمحان، 2009، الصفحتان 6-5)

كما حرمت الشريعة الإسلامية كافة عقود التمويل بالإستثمار القائمة على التمويل بالقروض بفائدة، والتي تعتبر من الأسباب الرئيسية للأزمة المالية العالمية الحالية، نتيجة إختلال العلاقة بين المديونية بالثروة، فإذا كان نمو المديونية لا يقابلها حصول نمو موازٍ له في الثروة (لا يوجد إستثمار حقيقي للأموال)، سيؤدي ذلك إلى تفاقم الديون على حساب الثروة ومن ثم الانهيار، ومن هنا تبرز خطورة الربا على النظام الإقتصادي، وحكمة الله ورحمته في تحريم الربا في العديد من الآيات (جباري و خميلى، 2010، صفحة 18)، في قوله تعالى: (يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا الرِّبَا أَضْعَافًا مُضَاعَفَةً وَاتَّقُوا اللَّهَ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ). الآية 130 من سورة آل عمران، وقوله سبحانه وتعالى (...وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَمَ الرِّبَا ...إِلَى نِهَايَةِ الْآيَةِ). الآية 275 من سورة البقرة.

لقد حرمت الشريعة الإسلامية كافة صور وصيغ وأشكال بيع الدين بالدين مثل : خصم الأوراق التجارية و خصم الشيكولاتة السداد كما حرمت نظام جدولة الديون مع رفع سعر الفائدة ولقد نهى رسول الله صلَّى الله عليه وسلم عن بيع الكالَّا بِالكالَّا (لا يجوز بيع الدين بالدين). ولقد أكد خبراء

وعلماء الاقتصاد الوضعي أن من أسباب الأزمة المالية المعاصرة هو قيام بعض شركات الوساطة المالية بالتجارة في الديون مما أدى إلى إشتعال الأزمة وهذا حدث فعلاً.

يقوم النظام المالي والإقتصادي الإسلامي على مبدأ التيسير على المقترض الذي لا يستطيع سداد الدين لأسباب قهريّة، يقول الله تبارك وتعالى : (وَإِنْ كَانَ ذُو عُسْرَةٍ فَنَظِرْهُ إِلَى مَيْسَرَةٍ وَأَنْ تَصَدِّقُوا خَيْرُ الْكُمْ إِنْ كُنْتُمْ تَعْلَمُونَ). الآية 280 من سورة البقرة. بينما أكد علماء وخبراء النظام المالي والإقتصادي الوضعي أن من أسباب الأزمة توقف المدين عن السداد، وقيام الدائن برفع سعر الفائدة، أو تدوير القرض بفائدة أعلى أو تنفيذ الرهن على المدين وتشريده وطرد، وهذا يقود إلى أزمة اجتماعية وإنسانية تسبب العديد من المشكلات النفسية والاجتماعية والسياسية والإقتصادية وغير ذلك . (الوادي، خريس، و سمحان، 2009، صفحة 6)

وكاستخلاص لكل ذلك يمكن القول أنه في مرحلة الإنكمash فإن إلغاء الفائدة الربوية يعمل على ضبط التوسع في الإنتمان، فلا تتحول السوق إلى فقاعة تهدد الإقتصاد، وفي مرحلة الرواج فإن إنظار المعسر سوق يقلل من معدل تراجع أسعار الأصول وبالتالي تجنب السوق من الإنهاي، والجمع بين المبادئ التي تقوم عليه الهندسة المالية الإسلامية سوف يعمل على إمتصاص التقلبات الإقتصادية دون منع السوق من تأدية مهامها الأساسية. (جباري و خميلى، 2010، صفحة 19)

خلاصة

يعبر مفهوم الهندسة المالية التقليدية، على أنها عملية التصميم والتطوير للأدوات المالية لإيجاد حلول لمشاكل التمويل، تعمل أيضاً على المساهمة في تحفيز عمليات الإبداع المالي وإعادة توزيع الطاقات الإنتاجية بما يتناسب ومتطلبات العولمة، كما تخفض حجم المخاطرة المالية وذلك بتطوير مجموعة متنوعة من الأدوات المالية المستحدثة، وهذا ما قادنا للتعرف على منتجاتها التقليدية والمستحدثة التي تقوم عليها، إلا أنه توجه الباحثون بأن رغم تنوع منتجاتها وتعدها فإنها السبب في زيادة حدة الأزمة المالية العالمية بإعتبارها مبنية على الإقراض (المشتقات المالية) والتتمادي في منح القروض وتوريقها بأكثر من حاجة الإقتصاد العيني لها (التوريق)، خاصة بعد أزمة 2008 العالمية التي زعزعت إستقرار الإقتصاد العالمي وإنهاي أكبر المؤسسات فيه، ماعدا المؤسسات ذات الطابع الإسلامي والأسس الإسلامية، التي لم تتأثر جميع عملياتها بما يحصل في السوق، هذا ما أدى إلى لفت إنتباه رجال الأعمال وكبار المستثمرين إلى الأسواق المالية الإسلامية والهندسة المالية الإسلامية، لإعتبار الهندسة المالية الإسلامية البديل الشرعي للمنتجات التقليدية فأهم مزاياها إنها تعتمد على منهج التقليد والمحاكاة ومنهج الأصالة والإبتكار، لتوافق جميع منتجاتها مع المصداقية الشرعية والكافحة الإقتصادية، ماأدى بها للحد من التعرض للأزمات المالية في أسواقها دون منعها من تأدية مهامها .

4. توظيف الأدبيات:

بعد استعراض مجموعة البحوث والدراسات التي تم الإطلاع عليها في كل من موضوع منتجات الهندسة المالية الإسلامية، وموضوع منتجات الهندسة المالية التقليدية، فإنّ هذه الدراسة ستكون امتداد للدراسات السابقة وبناءً على استفادتنا من نتائج الدراسات السابقة في توجيهه الدراسة الحالية لإثراء إطارها النظري وبناء أداة الدراسة وتفسير نتائجها، ولعل ما يميز الدراسة الحالية عن باقي الدراسات السابقة، أنّ الإضافة العلمية التي جاءت بها دراستنا تتمثل فيما يلي :

- دراسة تفصيلية لمنتجات الهندسة المالية التقليدية، ومحاولة الإمام بجميع أنواعها الحديثة ؛
- دراسة تفصيلية لأنواع منتجات الهندسة المالية الإسلامية الحديثة ومدى مشروعيتها؛
- محاولة الإمام بجميع المفاهيم المتعلقة بالهندسة المالية الإسلامية وأحكام مشروعيتها؛
- لم تعتمد دراستنا على دراسة تطبيقية لدولة واحدة فقط، بل تعدت لدراسة دولتين اعتمدتا على منتجات الهندسة المالية الإسلامية وتشخيص واقع أسوقهما بدقة ؛
- محاولة دراسة الدولتين ماليزيا والسودان خلال فترة زمنية طويلة نوعاً ما، مررت فيها كل منهما بعدة أزمات، وكيف ساعدت منتجات الهندسة الإسلامية نظامهما المالي في تخطي كل ذلك .

وبالتالي فإنّ دراستنا جاءت لنأكّد و تكون استكمالاً لما جاءت به الدراسات السابقة.

III. الإطار المنهجي للبحث

1. المنهجية

للإجابة على إشكالية الدراسة وتحقيق أهدافها تم اتباع المنهج الوصفي التحليلي لكونه ملائماً لعرض المفاهيم المرتبطة بالدراسة وذلك من أجل تجميع الحقائق والمعلومات المتعلقة بالدراسة، فتحليلها وتبويبها للوصول إلى معرفة دقيقة وتفصيلية وفهم أفضل، وهذا لأننا بصدده توضيح العناصر المرتبطة بالهندسة المالية عامة وتلك المستخدمة من طرف المؤسسات المالية الإسلامية خاصة، مع الاستعانة بالمنهج المقارن لأننا بصدده إجراء مقارنة بين الهندسة المالية الإسلامية ونظيرتها التقليدية.

أما في مناقشة النتائج وتحليلها استخدمنا المنهج الإستباطي أداة للتوصيف، لعرض تجارب الدول محل الدراسة (الماليزيا والسودان)، ثم انتهينا التحليل أو الدراسة المقارنة، لتقدير التجارب والإستفادة منها.

2. البيانات

لجمع بيانات دراستنا، إرتأينا الاعتماد على كل من الموقع الرسمي لبنك السودان المركزي والموقع الرسمي لسوق الخرطوم للأوراق المالية وموقع رسمية لبعض البنوك الماليزية (مثل الموقع الرسمي لبنك نيجرا الماليزي، الموقع الرسمي لبنك السلام، الموقع الرسمي لبنك بر هاد...) إضافة للموقع الرسمي لبورصة ماليزيا، هيئة الأوراق المالية الماليزية، السوق المالية الإسلامية الدولية، صندوق النقد الدولي وسوق التمويل الإسلامي في العالم... وذلك للحصول على بيانات دقيقة ومن مصدرها الرسمي فهذه الموقع تعتبر قاعدة البيانات الإحصائية لموضوع دراستنا، لذلك اعتمدنا عليها بشكل كلي في دراستنا التطبيقية.

3. الأدوات المستخدمة

تم الاعتماد على مجموعة من الأدوات لإثراء دراستنا التطبيقية، منها التقارير السنوية للسوق المالية للبلدين وإسقاطها في جداول إحصائية، الأشكال البيانية والمنحنيات، لأنها تعتبر أفضل أدوات للحصول على هدف الدراسة، في دراسة السوق المالية والإسلامية وكيف ساهمت المنتجات المالية الإسلامية في تغيير منحنى مؤشرات السوق.

4. طريقة تحليل البيانات

بعد جمعنا لمجموعة من البيانات التي تخص دراستنا من الموقع الرسمي للسوقين محل الدراسة إعتمدنا في طريقتنا لتحليل هذه البيانات، على التحليل الإحصائي عن طريق برنامج Excel وتحويلها لأشكال بيانية لتسهيل ملاحظة التغيرات الحاصلة في السوقين خلال فترة الدراسة.

IV. النتائج ومناقشتها

بعدما تطرقنا إلى المفاهيم الأساسية للهندسة المالية، أهم منتجاتها التقليدية والإسلامية والمخاطر التي تشكلها المنتجات التقليدية على الأسواق المالية، لنقدم بعدها وجهة نظر بعض الباحثين في رؤية مستقبل وآفاق الهندسة المالية ألا وهو النظام المالي الإسلامي وكيف ساهمت منتجاته في الحد من الأزمات المالية، ولأن موضوع دراستنا منتجات الهندسة المالية الإسلامية كبديل لمنتجات الهندسة المالية التقليدية سنتناول في هذا العنصر تطبيقياً كيف تم تفعيل منتجات الهندسة الإسلامية بديل لمنتجات التقليدية، في السوق المالية لكل من ماليزيا والسودان، وقد تم اختيارهما كون أن ماليزيا تملك نظاماً مالياً متقدماً وقوياً وهي السباقة في مجال الصناعة المالية الإسلامية، أما السودان فأداؤها متواضع لكنه فريد فهي تمتاز بخصوصية تحويل نظامها المالي ككل من تقليدي إلى إسلامي.

حيث نتطرق إلى تحليل هيكل السوق المالية لدولتي ماليزيا والسودان، من خلال العنصر الأول نعرض فيه تجربة ماليزيا لمنتجات الهندسة المالية الإسلامية، بينما العنصر الثاني نخصه بتجربة السودان في ذلك.

في البداية نقدم نظرة مختصرة حول نشأة السوق المالية وصولاً إلى ظهور السوق المالية الإسلامية في البلدين، ثم نتناول بعض المنتجات المتداولة فيه، ذلك بالإعتماد على التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية والبنك المركزي السوداني وسوق الخرطوم، كذلك نتناول بالتحليل للحصة السوقية للهندسة المالية الإسلامية، ذلك من خلال تحليل عدد الصكوك المصدرة، القيمة الكلية للصكوك وحجم التداول... لنصل في النهاية للدروس المستفادة من التجاربتين لتطبيقها في الجزائر.

1. التجربة الماليزية: إن التجربة الماليزية الخاصة بالبنوك الإسلامية والأدوات الإسلامية المستخدمة في أسواق المال، في تطور مستمر من حيث الهيكل التنظيمي، فنجد أنها في ماليزيا تقريراً مكتملة مقارنة بالدول الأخرى، وكل ذلك قد تحقق عبر الخبرات والمهارات التي اكتسبها الماليزيون في مجال المصارف الإسلامية وأسواق المال الإسلامية، حتى أصبحى النظام المالي الإسلامي في ماليزيا النموذج الأمثل للاقتصاد الإسلامي المنتظر. (مهداوي، صباح، و صباح، 2011، صفحة 7)

1.1 نشأة السوق المالية الإسلامية في ماليزيا: يشكل النظام المالي العصب النابض في الاقتصاد الماليزي وخاصة النظام الإسلامي، حيث يتكون سوق الأوراق المالية في ماليزيا، من سوق الأوراق المالية التقليدي وآخر إسلامي، وقبل التعرف على مفهوم ونشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية سنوضح بإيجاز نشأة السوق المالية التقليدية بماليزيا لأنها السباقة في الظهور وكان الظهور الفعلي لسوق الأوراق المالية في ماليزيا في 09 مايو 1960، حين شكلت سوقاً منظمة مشتركة مع سنغافورة، يتم الرابط بينهما بواسطة خطوط الهاتف، ولكن هذا الاندماج لم يدم حيث في سنة 1964 انفصلت بورصة سنغافورة عن ماليزيا وأنشأت هذه الأخيرة بورصة خاصة بها، وفي سنة 1976 تم تأسيس بورصة كوالالمبور لتداول الأسهم. تطورت سوق الأوراق المالية تطويراً ملحوظاً خاصة بعد سنة 1993، بتأسيس هيئة الأوراق المالية وأيضاً سوق المشتقات، كما اعتمدت السلطات الماليزية خطط رئيسية لتطوير البورصة الماليزية منذ فيفري 2001. (بوعبد الله، 2015، صفحة 19) بمجموعة من الأهداف منها:

- جعل أهداف رأس المال مركزاً للحصول على الموارد التمويلية للشركات المالية؛
- تشجيع إدارة الاستثمار وإنشاء بيئة إستثمارية أمثل للمستثمرين؛
- إيجاد موقع تنافسي وكفاءة لمؤسسات السوق؛
- تطوير بيئة تنافسية لخدمات الوساطة؛
- جعل أنظمة الرقابة قوية ومنظمة؛
- جعل ماليزيا مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي .

وفي 14 سبتمبر 2004 تم تغيير إسمها إلى بورصة ماليزيا برہاد المحدودة (نسبة، 2013، ص 238)

وببدأ الحديث عن المالية الإسلامية في ماليزيا، بعدما بدأ الماليزيون المسلمين، الإهتمام بالية تقوم بإدخار المال لتمكنهم من الحج، فقاموا بتأسيس منظمة إسمها تابونغ حجي (Tabong haji)، (العيashi، LUTH 2018، صفحة 344)، وهي المؤسسة الاقتصادية الأولى لصندوق الحج مختصر لـ (LEMBAGA URUSUN DANTABONG HAJJ) سنة 1963، التي عملت على مساعدة المسلمين في ممارسة شعائرهم الدينية وخاصة فريضة الحج، وتعتبر مؤسسة صندوق الحج، من أكبر التعاونيات الناجحة في ماليزيا. (Wan Razazila, Jamal, & Murray, 2010)

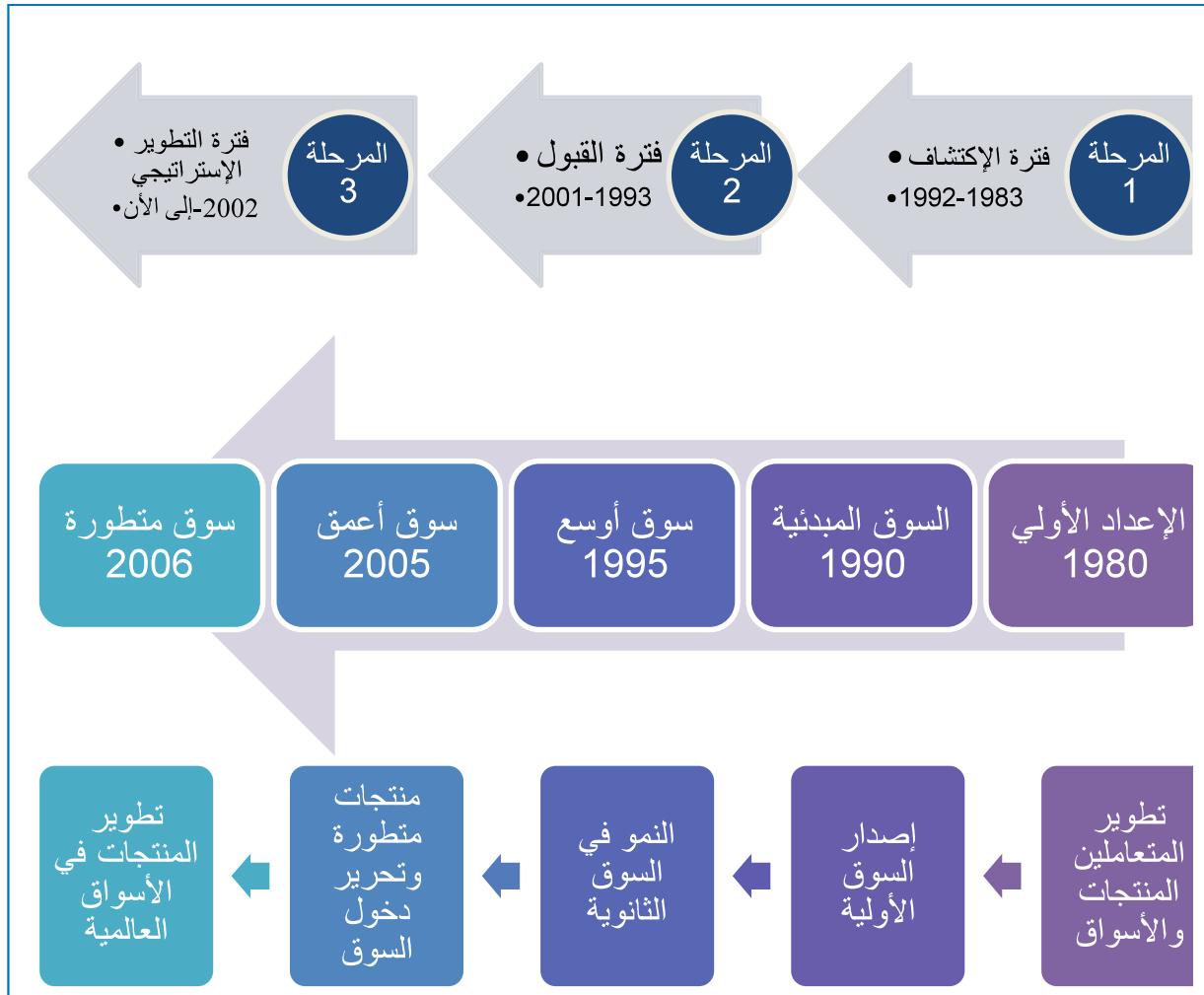
كانت أول بداية حقيقة لتطوير نظام العمل البنك الإسلامي في ماليزيا تعود إلى سنة 1983 مع إصدار قانون العمل البنكي الإسلامي، وتم بموجبه استحداث مجموعة من الخدمات والمنتجات البنكية وفق المبادئ الشرعية الإسلامية، تبعه إنشاء أول بنك إسلامي ماليزي وهو بنك ماليزيا برہاد الذي بدأ عملياته في 01 جويلية 1983، بالإضافة إلى إطلاق مشروع نظام العمليات البنكية دون فوائد الذي انطلق العمل به في 04 مارس 1993. (بوعبد الله، 2015، صفحة 19)

ظهور سوق رأس المال الإسلامي: يعتبر سوق رأس المال الماليزية فريداً من نوعه في العاصمة الماليزية، وقد كان يعمل بالتنافس مع سوق رأس المال التقليدية، حيث يتم تنفيذ أنشطة سوق رأس المال بالطرق التي لا تتعارض مع أخلاق المسلمين ودين الإسلام، ومن تلك العناصر: الفائدة (الربا)، القمار (الميسر) والغموض (الغرر) ...

يمكن تقسيم نمو صناعة التمويل الإسلامي في ماليزيا إلى ثلاثة المراحل:

- المرحلة 1 (1983-1992) المعروفة باسم فترة الاكتشاف؛
- المرحلة 2 (1993-2001) المعترف بها على أنها فترة القبول؛
- والمرحلة 3 (2002 حتى اليوم) وهي المعترف بها باعتبارها فترة التطوير الاستراتيجي (Wan Razazila, Jamal, & Murray, 2010, p. 8)

الشكل (04): مراحل تطور السوق المالية الإسلامية في ماليزيا



Source : (Wan Razazila, Jamal, & Murray, 2010, p. 8)

وبهذا يمكننا القول بأن التطور الحقيقي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا يعود إلى أوائل التسعينيات من القرن الماضي، عندما قامت الشركة «Shell MDS Sdn Bhd» بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلية في 1990، تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الأخرى، مما أدى إلى تعريف وترسيخ العمل بالأدوات المالية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واتساعها، ومع بداية تأسيس هذه السوق ظهرت تساؤلات عن مدى التزام هذه الأخيرة بالأحكام الشرعية، مما دفع وزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية إلى اتخاذ إجراءات معينة ومنها تشكيل قسم سوق رأس المال الإسلامية في عام 1994 والذي يعبر عن الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية فيما تتعلق بسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا (بالإضافة للجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية في أواخر عام 1994، وبعد عام تحولت إلى اللجنة الاستشارية الشرعية).

وتعود هذه الإجراءات والتطورات خطوة جوهرية في بناء وتنظيم سوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا حيث تخضع لرقابة اللجنة الاستشارية بالتعاون مع الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية وهذه الأخيرة في تطوير هذه السوق من خلال:

- توفير كافة الدراسات والبحوث، وعقد المناقشات والحوارات المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامية؛
 - المحاولات الخاصة لتطوير فعالية الأدوات المالية وتنقيتها؛
 - تقديم سوق رأس المال الإسلامية على المستوى المحلي والدولي من خلال الندوات والدورات وغيرها من الأساليب التي تعطي صورة كاملة عن هذه السوق. (بوعبد الله، 2015، صفحة 20)
 - والشكل المولى يوضح تطور السوق المالية الإسلامية في ماليزيا، بشكل أوضح :
- الشكلين (05-06) : تطور حجم السوق المالية الإسلامية الماليزية وحصتها النسبية من السوق المالية الماليزية خلال الفترة (2015 - 2020)**

Islamic Capital Market



Islamic Capital Market

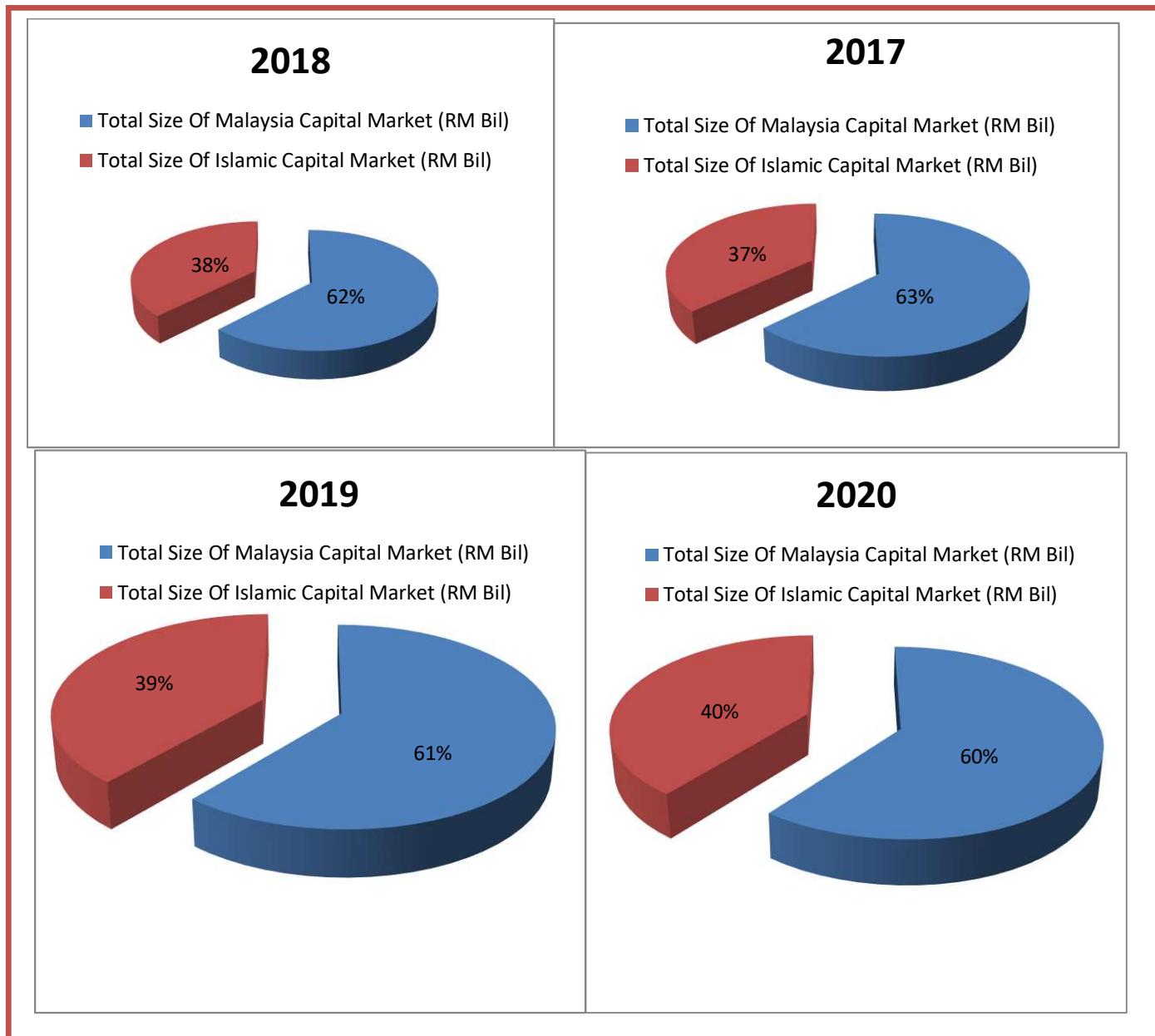


المصدر : (طوالبة و بهلو، 2019، 2020، صفحة 954)
- الموقع الرسمي لهيئة الأوراق المالية الماليزية: <https://www.sc.com.my>

حيث يتضح من خلال الشكلين أن حجم السوق المالية الإسلامية في السوق المالية الماليزية ككل في تزايد مستمر خلال الفترة 2015-2020، حيث أصبحت تشكل سنة 2020 ما نسبته 65.32% وهذا ما يدل على أن حجم السوق المالية الإسلامية الماليزية، يشكل أكبر حصة في السوق المالية

الماليزية، وذلك راجع للأهمية البالغة التي توليهها ماليزيا لهذه السوق، من خلال التدابير التي تتخذها دائماً لتعديل التشريعات، وتقليل العقبات القانونية على المعاملات المالية الإسلامية، حيث أن هذه الأخيرة تلعب دوراً مهماً في دعم مشاريع البنى التحتية في ماليزيا وتحقيق التنمية. الأمر الذي نتج عنه زيادة الطلب على المنتجات المالية الإسلامية، وكذا تزايد ثقة العملاء بالمالية الإسلامية، فأصبح ينظر لها على أنها تمثل نظاماً مالياً أخلاقياً لاسيما مع الأزمات المتواترة التي يتعرض لها النظام المالي الرأسمالي.

الشكل رقم (07): تطور حجم السوق المالية الإسلامية بالنسبة لتطور حجم السوق المالية التقليدية



المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على بيانات الموقع الرسمي لهيئة الأوراق المالية: <https://www.sc.com.my>

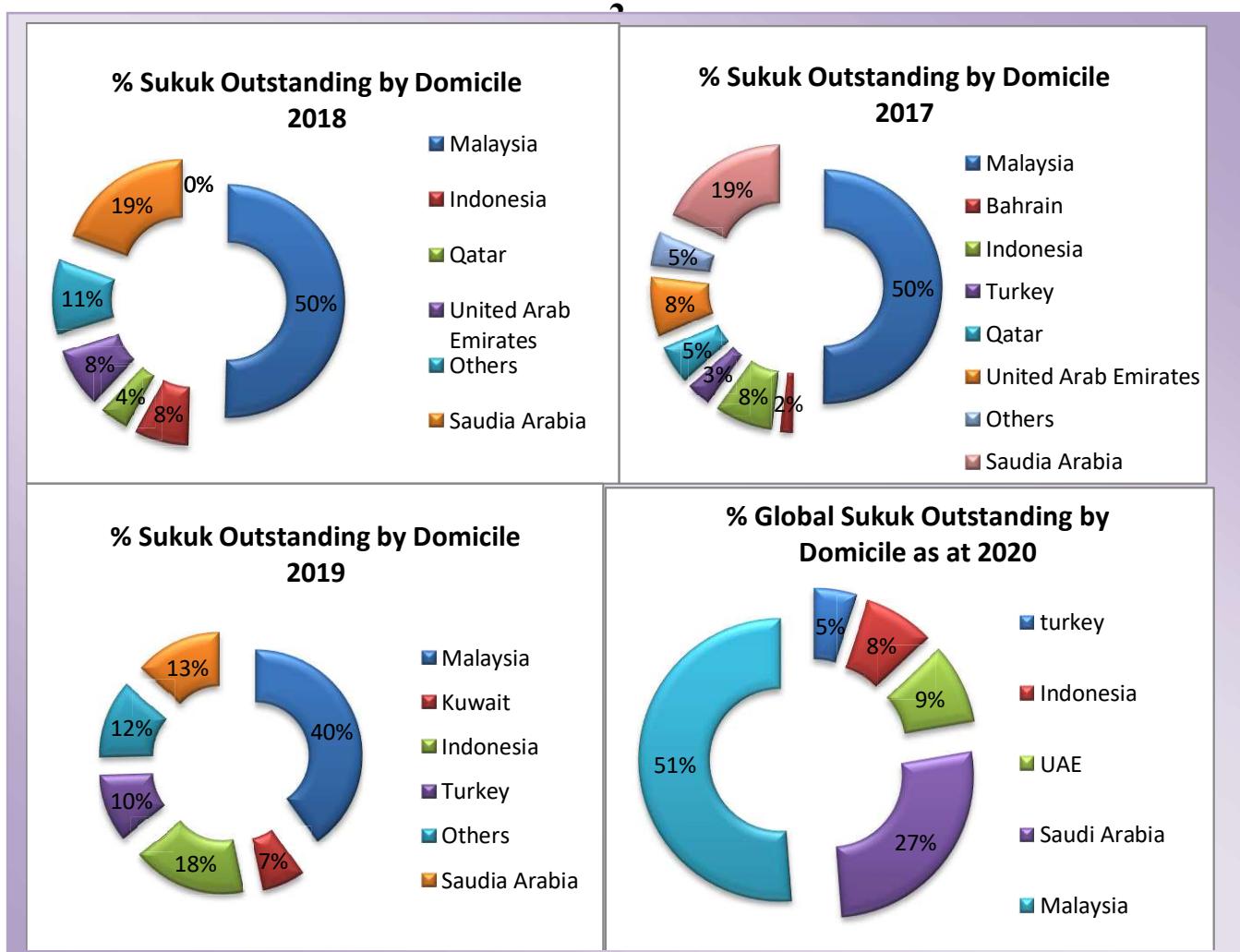
تمثل الأشكال الأربعية أعلاه تطور حجم السوق المالية الإسلامية مقارنة بحجم السوق المالية التقليدية، في دولة ماليزيا، حيث نلاحظ أن السوق المالية الإسلامية في تطور ملحوظ خلال السنوات الأربع 2017-2018-2019-2020، فقد شكلت المالية الإسلامية خلال سنة 2017 مائسة 37% من النظام المالي الإجمالي لدولة ماليزيا، بينما بلغت خلال سنتي 2018 و 2019 مائسته 38% و 39% على

التوالي، لتصل في شهر جوان من سنة 2020 إلى ما نسبته 40%， وهذا يدل على الأهمية التي تمتلكها في البلاد وأنها ركيزة من ركائز النظام المالي الاقتصادي الماليزي .

2.1 منتجات الهندسة المالية الإسلامية في ماليزيا: تتميز سوق رأس المال الماليزية، بالعديد من المنتجات المالية الإسلامية، التي تهدف لتحسين الأداء وكذا لتخفيف تكاليف المعاملات وتسهيلها والتي تكون ذات مصداقية شرعية وكفاءة اقتصادية، نذكر منها :

1.2.1 الصكوك الإسلامية: تعتبر ماليزيا دولة رائدة في صيغ التمويل الإسلامي، فقد عملت على تكيف أنظمتها المالية والتشريعية بما يسمح بخلق وتداول الأدوات المالية الإسلامية ومن بينها الصكوك ونتيجة لذلك أصبحت تمثل ماليزيا أكبر مصدر للصكوك في العالم. (قسول و حراق، 2019، صفحة 153) والشكل المعاوبي يوضح التوزيع الإقليمي لإجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية في العالم خلال الفترة (2020-2017)

الشكل (08): توزيع إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية في العالم

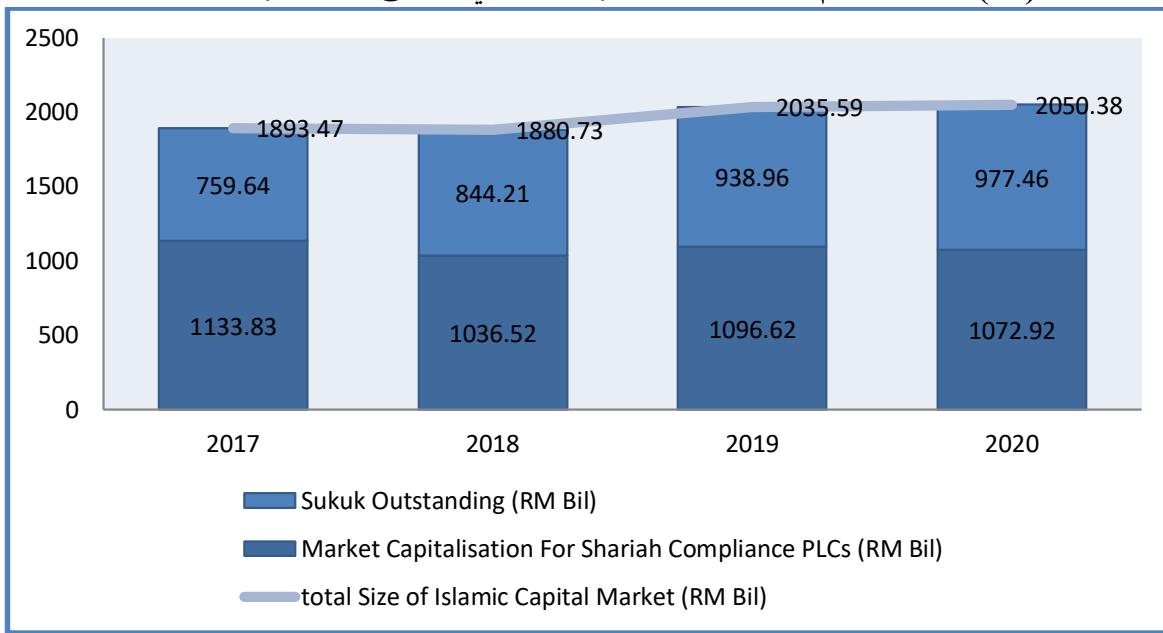


المصدر: من إعداد الطالبة، بالإعتماد على بيانات الموقع الرسمي <http://www.mifc.com/>

يوضح لنا الشكل أعلاه، تطورات حجم إصدار الصكوك الإسلامية في العالم خلال الفترة (2017-2020)، حيث نلاحظ أن ماليزيا تحتل المرتبة الأولى في حجم إصدار الصكوك، بنسبة تقارب 50% أو

أكثر، خلال السنوات الأربع، وهذا يعني أن أكثر من نصف إصدارات العالم من الصكوك الإسلامية تصدرها السوق المالية الإسلامية الماليزية، وذلك راجع لاعتماد النظام المالي الماليزي بشكل كبير على الإصدارات الإسلامية مقارنة بأنظمة وسياسات الدول الأخرى.

ويوضح الشكل المولى تطور إصدارات الصكوك الإسلامية في السوق المالية الإسلامية الماليزية:
الشكل (09) : تطور حجم إصدار الصكوك الإسلامية في السوق المالية الإسلامية الماليزية



المصدر: من إعداد الطالبة، بالإعتماد على بيانات الموقع الرسمي لهيئة الأوراق المالية الماليزية:

<https://www.sc.com.my>

بعد أن تطرقنا لحجم إصدار الصكوك الإسلامية في العالم، يوضح لنا الشكل رقم (09) حجم إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة الزمنية (2017-2020)، حيث نلاحظ أن إصدارات السوق الماليزية من صكوك إسلامية يقارب نصف إصداراتها الإجمالية عبر السنوات الأربع، وهذا يدل على أن الصكوك الإسلامية في دولة ماليزيا تعتبر من أهم الإصدارات التي يصدرها السوق الإسلامية الماليزية .

1.1.2.1 أنواع الصكوك بماليزيا: شهدت ماليزيا أول ظهور للسند الإسلامي عام 1990، الذي أصدرته الشركة (Shell MDS Sdn Bhd)، للتداول في السوق المحلي، ثم تلتها شركة (Khazanah) الوطنية أطلقت مرابحة سندات (Khazanah)، سنة 1997 ، وكان على صفر كوبون على أساس المرباحية، وبيع الدين أصدر من قبل الحكومة من أجل إيجاد سند بديل لسوق السندات المحلية، وفي سنة 2002 أصدرت شركة (Kumpulan Guthrie Bhd) أول صكوك الإجارة بمبلغ US\$150 million ، وهو أول الصكوك الإسلامية التابعة لشركة إعتبارية في التاريخ، ثم أطلقت الحكومة الماليزية صكوك الإجارة المشهورة (الصكوك الماليزية الدولية) بمبلغ US\$600 million ، حيث أصبحت بهذا الإصدار أول دولة في العالم تصدر الصكوك الحكومية الدولية، ثم تلتها إصدارات من صكوك (Sarawak) الإعتبارية (التي تم بوجبها إنشاء الكيان ذات الأغراض الخاصة)، صكوك المرباحية، الإجارة، المضاربة والمشاركة... (أنجيمون، 2008، الصفحتان 6-7)

وبهذا يمكننا القول بأن الصكوك في ماليزيا تصنف حسب الجهة المصدرة لها، والتي قد تكون جهات خاصة (التي تصدرها الشركات الخاصة)، أو حكومية (تستخد لتمويل المشاريع العامة، مثل: شهادات الاستثمار الحكومي GIC)، فإن كان إصدارها من جهات خاصة كالبنوك أو الشركات خاصة، فإنها تخضع لمراقبة البنك المركزي الماليزي. ويتم إصدار هذه الصكوك على أساس عقود شرعية، وبضوابط

تنظم عملية إصدارها. وتختلف أحكام إصدار الصك تبعاً لاختلاف العقد، أو الصيغة الاستثمارية التي صدر الصك على أساسها، ويُخضع تداولها للشروط الشرعية. (جعفري و لال الدين، 2019، صفحة 89) والجدول الموالي يوضح تطورها خلال الفترة (2010-2015).

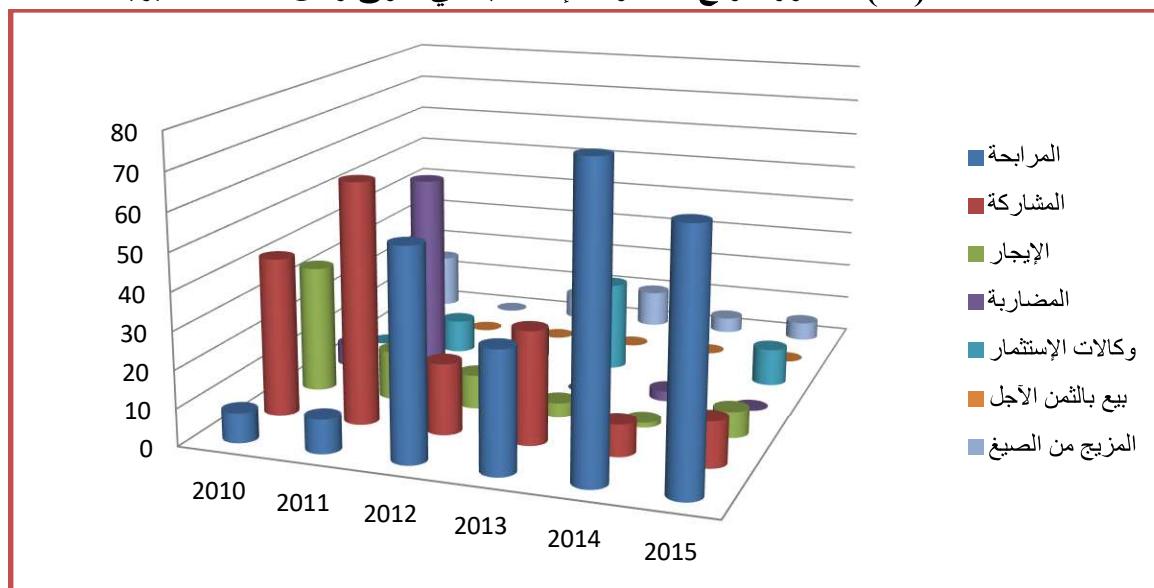
الجدول (02) : تطور أنواع الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الماليزية خلال الفترة (2015-2010)

البيان	المذبح من الصيغ	بيع بالثلمن الأجل	وكالات الاستثمار	المضاربة	الإيجار	المشاركة	المرابحة	المتوسط	الوحدة: %
المرابحة	8.2	-	-	34	13	64	42.1	12	79.49
المشاركة	42.1	-	-	34	13	64	42.1	19	30
الإيجار	-	-	-	2	9	55	-	2.63	1.31
المضاربة	6	-	-	55	9	19	-	24	32
وكالات الاستثمار	-	-	-	8	8	19	-	10	3.94
بيع بالثلمن الأجل	0.2	-	-	-	-	-	-	-	-
المذبح من الصيغ	14.9	-	-	-	-	-	-	5	4.21

Source : securities commission Malaysia "-annual report part 6: statements and statistics » 2010-2011-2012-2013-2014-2015 »

من خلال الجدول رقم (02) نجد أن في سنة 2010 كانت صكوك المشاركة تمثل 42.1% من إجمالي الصكوك المصدرة في سوق الأوراق المالية الماليزية، أي بقيمة اجمالية تقدر بـ 16.11 بليون رينجت من اجمالي القيمة المصدرة للصكوك، أما فيما يخص سنة 2011 فنلاحظ أن الصيغة المسيطرة على التداول في السوق هي صيغة المشاركة، حيث وصلت نسبتها إلى حدود 64%， من اجمالي الصكوك المصدرة بقيمة وصلت إلى حدود 50.49 بليون رينجت، ويعود السبب في ذلك إلى سهولة التعامل مع هذه الصيغة أما سنة 2012 فنجد أن صيغة المرابحة هي المسيطرة بدلًا من صيغة المشاركة، حيث وصلت نسبتها إلى 55% إلى غاية سنة 2015.

الشكل (10) : تطور أنواع الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الماليزية



المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الجدول رقم (02).

نلاحظ من خلال الشكل أن هناك تفاوت من سنة إلى أخرى في نسبة مساهمة كل صيغة استثمارية إسلامية من إجمالي اصدارات الصكوك الإسلامية في السوق المالية الإسلامية الماليزية، وذلك نتيجة

دخول صيغ تمويل اسلامية جديدة لتنماشى مع متطلبات واحتياجات المستثمرين والسوق، بالإضافة إلى وجود سبولة فائضة لدى المستثمرين للبحث عن أدوات مالية متوافقة مع الشريعة وتحقيق رغباتهم وأهدافهم الإستثمارية، وهذا ما أدى في العموم إلى سيطرة الصكوك الإسلامية بمختلف صيغها على السندات التقليدية المتداولة في السوق المالية الماليزية.

حيث نجد سنة 2010 و2011 تراجع إستخدام الحكومة لصيغة المرابحة وإنتمادها بشكل كبير على صيغة المشاركة، فوصلت نسبتها إلى 64% سنة 2011، وفي نفس السنة نلاحظ إنعدامها أيضاً على صيغة المضاربة بنسبة 55%， بينما في السنوات القادمة 2012-2013-2014-2015، لجأت الدولة إلى صيغة المرابحة فارتفعت نسبتها إلى 79.49% سنة 2014، وهذا ما يدل على أن الحكومة إستغنت عن جميع الصيغ الأخرى وصبت جل إهتمامها على صكوك المرابحة.

يمكن تفسير الملاحظات السابقة من الشكل (10) كما يلي:

- تسيطر صكوك المرابحة والمشاركة على سوق الصكوك الماليزية بسبب سهولة إصدارهما وقدرتهم على خلق السيولة للمصدر، وكذلك انخفاض المخاطر فيما؛
- إن تراجع ترتيب صكوك الإيجارة والوكالة من حيث الإصدار ونموه المتباطئ راجع إلى عدم المعرفة الكافية والاستيعاب الكامل لآلية تداولها، غير أنه من الملاحظ تسجيل صكوك الإيجارة ارتفاعاً غير مسبوق في 2010 نتيجة التوسع في مشاريع شبكة التنمية المستدامة، بالإضافة إلى صكوك الوكالة التي عرفت ارتفاعاً في 2015، وذلك لزيادة الوعي لدى المستثمرين بآلية إصدارها؛
- ترجع أسباب عدم الاعتماد الكبير على صكوك بيع العينة إلى الاختلاف حول شرعية تداولها وضعف قابليتها في وسط المستثمرين وهذا ما يفسر بقائها في المركز الأخير. (سود، بولسعل، و بن سعيد، 2018، صفحة 67)

وبعد توسيع السوق المالية الإسلامية والصكوك الإسلامية، أصبحت محل إستقطاب للمستثمرين ورجال الأعمال، مما أدى لتراجع السوق المالية التقليدية، بينما نمو الإسلامية بشكل أفضل وهذا ما يوضحه الجدول رقم (03):

الجدول (03): تطور عدد الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية في سوق الأوراق المالية الماليزية

السنوات	الصكوك الإسلامية	السندات التقليدية	إجمالي حجم التداول	نسبة (%) الصكوك الإسلامية من إجمالي حجم التداول
2019	2018	2017	2016	2015
36	32	47	32	25
33	24	33	25	21
69	56	80	57	46
52.17	57.14	58.75	56.14	54.35

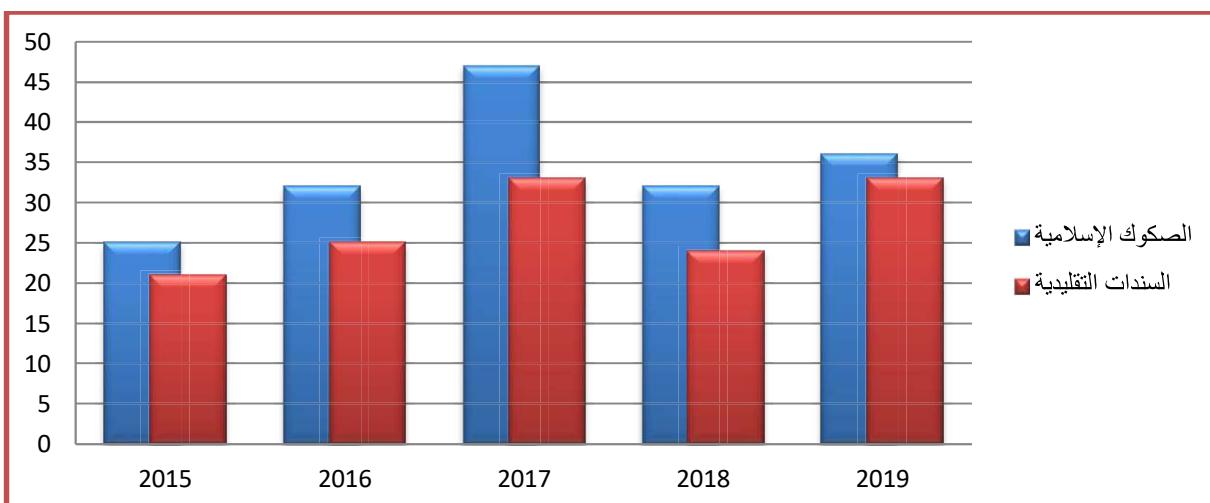
المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على بيانات:

securities commission Malaysia" - annual report part 6: statements and statistics « 2015-2016-2017-2018-2019»

من خلال الجدول رقم (03) نلاحظ أن عدد الصكوك المتداولة في سوق الأوراق المالية الماليزية في تزايد مستمر، حيث نجد أن هناك 25 صك مدرج في السوق خلال سنة 2015 أي بنسبة 54.35% من إجمالي الصكوك والسندات في السوق، كما أنه خلال سنة 2017 نجد هناك تطور في عدد الصكوك المدرجة في السوق، حيث وصلت إلى 47 صك أكثر من عدد السندات المدرجة في السوق أي بنسبة 58.75%， وذلك نتيجة التحفيزات والتسهيلات المقدمة من طرف الحكومة الماليزية من أجل تشجيع

المستثمرين بالتوجه إلى هذا النوع من الأدوات المالية الموافقة للشريعة الإسلامية، ثم انخفضت في سنة 2018 إلى 32 صك، وذلك يعود إلى مخاوف المستثمرين من تداعيات انخفاض أسعار البترول من جراء تباطؤ النمو العالمي في أواخر 2018، ثم ارتفعت سنة 2019 لتصل إلى 36 صك، أي بنسبة 53%.

الشكل (11): تطور عدد الصكوك الإسلامية والسنادات التقليدية في سوق الأوراق المالية الماليزية



المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الجدول رقم (03).

الجدول (04): تطور حجم الصكوك الإسلامية والسنادات التقليدية في سوق الأوراق المالية الماليزية

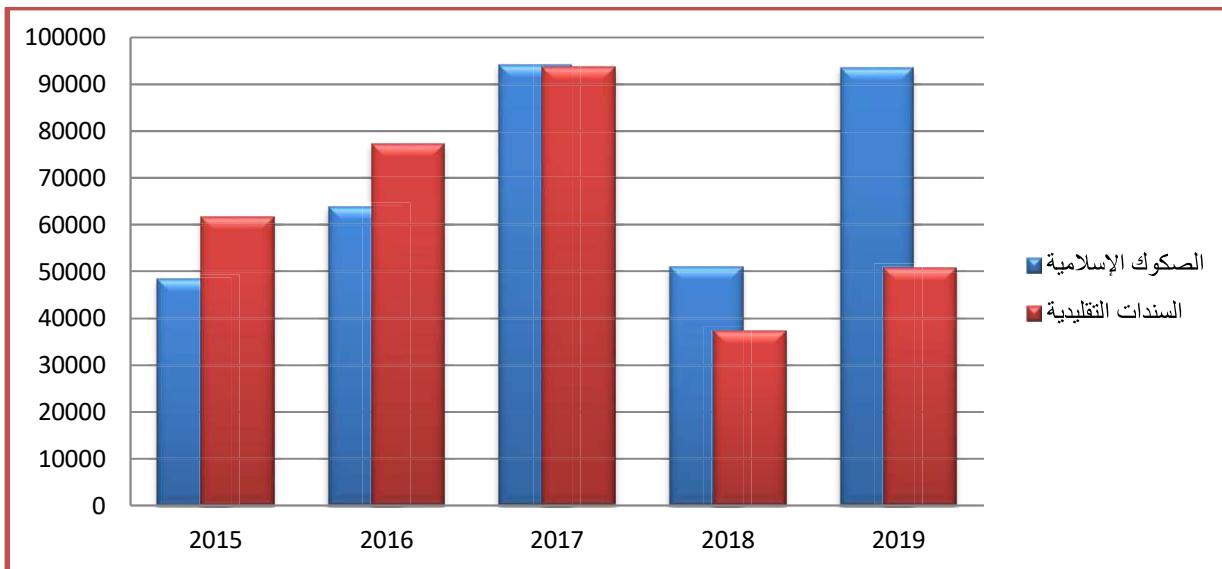
السنوات	الصكوك الإسلامية	السنادات التقليدية	إجمالي حجم التداول	نسبة (%) حجم الصكوك الإسلامية من إجمالي حجم التداول
2019	93643.84	50630.47	144274.31	64.91
2018	50965	37106.88	88071.88	57.87
2017	94154	93758.92	187912.92	50.11
2016	63729	77260	140989	45.20
2015	48334	61630	109964	43.95

المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على بيانات لجنة الأوراق المالية الماليزية:

securities commission Malaysia" - annual report part 6: statements and statistics « 2015-2016-2017-2018-2019».

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن حجم الصكوك الإسلامية بلغ 48.33 بليون رينجت أي بنسبة 43.95% من إجمالي حجم التداول في السوق سنة 2015، و 63.72 بليون رينجت أي نسبة 45.20% سنة 2016، حيث شهد حجمها انخفاضاً في سنة 2015 وتواصلت آثاره لسنة 2016، ويرجع ذلك للمخاوف من انهيار أسعار النفط، والخطوة الإستراتيجية التي اتخذتها ماليزيا لوقف إصدار صكوك الاستثمار قصير الأجل، وفي سنة 2017 أصبح حجم الصكوك الإسلامية المتداولة أكبر من حجم السنادات التقليدية، حيث ارتفعت قيمة الصكوك سنة 2017 لتصل إلى 94.15 بليون رينجت بنسبة 50.11% أي ما يقارب حوالي نصف إصدارات السوق، وواصلت ارتفاعها لغاية سنة 2019 أين بلغت فيها قيمة الصكوك الإسلامية 93.64 بليون رينجت، أي بنسبة 64.91% من إجمالي حجم التداول في السوق، ويعود السبب في ذلك إلى زيادة الوعي لدى المستثمرين الماليزيين، بالإضافة إلى الإعفاءات الضريبية على هذا النوع من الأدوات المالية المتداولة في السوق، وإدراج الحكومة الماليزية في هذه الفترة صكوك حكومية من أجل تمويل عملية التنمية الاقتصادية. والشكل التالي يوضح الفرق أكثر:

الشكل (12): تطور قيمة الصكوك الإسلامية والسنادات التقليدية في سوق الأوراق المالية الماليزية



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الجدول رقم (04).

إضافة إلى الصكوك المذكورة سابقا، تصدر سوق الأوراق المالية الماليزية صكوك أخرى منها:

2.1.2.2 صكوك بنك نيجارا القابلة للتداول (BNNN): وهي صكوك قصيرة الأجل، يصدرها البنك بناءً على مبدأ بيع العينة، وقد صُدرت لأول مرة في عام 2000، ويتم تداولها في السوق الثانوية، كما يتحدد سعرها استناداً إلى مبدأ الخصم وتصل مدة الإنفاق بها إلى عام واحد، وهي إحدى الوسائل التي يستخدمها البنك لإدارة السيولة. (MALAYSIA, IIMM BANK NEGRA)

3.1.2.1 صكوك إجارة البنك المركزي الماليزي (SBNMI): بالنسبة لإدارة السيولة، فقد قدم البنك المركزي الماليزي أداة مالية إسلامية جديدة تعرف باسم "صكوك إجارة البنك المركزي الماليزي"، تم إصدار هذه الصكوك في فيفري 2006 بواسطة شركة لغرض خاص" BNM SUKUK Berhad " وبلغ حجم هذا الإصدار 211 مليون رينجيット ماليزي.

ولقد تم استخدام إيرادات هذه الصكوك لشراء أصول البنك المركزي الماليزي التي تم إيجارها من جديد للبنك مقابل رسوم استئجار ستوزع بين المستثمرين كعوائد على أساس نصف سنة. (فيجل، 2015، صفحة 245)

إضافة إلى الصكوك المالية الإسلامية تستعمل ماليزيا منتجات مالية إسلامية أخرى، ذكر منها:

2.2.1 أدوات الملكية الإسلامية: تمثل الأدوات المالية للملكية الإسلامية في ابتكار العديد الأدوات وذات تنافسية من الأسهم المتواقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وما يتعلق بشهادات حق الشراء من الأسهم الجديدة، وحدات صناديق الاستثمار الإسلامية، صناديق الاستثمار المالي العقاري، وصناديق التبادل التجاري، والتي يتم إصدارها من طرف الشركات التي تم تصنيف أوراقها المالية على أنها متواقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية، ما يسمح للمستثمرين في توسيع محفظة استثماراتهم في مختلف القطاعات الاقتصادية. (Wan Razazila, Jamal, & Murray, 2010, p. 18).

3.2.1 السمسرة الإسلامية في البورصة الماليزية: توفر بعض شركات السمسرة خدمة السمسرة الإسلامية، والتي تساعد جمهور المسلمين وغيرهم للاستثمار في الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية والمتواقة مع أحكام الشريعة الإسلامية فقط، ومن أهم شركات السمسرة الإسلامية المشهورة في ماليزيا: بنك إسلامي برہاد ماليزيا - PTB SECURITIES SDN BHD - BIMB SECURITIES . (غزال، 2013، صفحة 173)

4.2.1 المؤشرات الإسلامية : ويوجد نوعان من المؤشرات الإسلامية في سوق ماليزيا وهما:

- المؤشر الإسلامي لرشيد حسين المحدودة داو جونز: رشيد حسين المحدودة هو أحد البنوك المشهورة في ماليزيا، وتم طرح هذا المؤشر في سنة 1996، وأصبح خاصاً لرئاسة اللجنة الاستشارية الشرعية في 2005، ويقيس هذا المؤشر حركة الأسعار لجميع الأسهم المتواقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في اللوحة الرئيسية للبورصة، وتوجد في هذا المؤشر 25 شركة مدرجة به.

- المؤشر الشرعي كوالالمبور: تم طرح هذا المؤشر في سنة 1999 لتلبية طلبات المستثمرين المحليين والأجانب الذين يريدون الاستثمار في الأسهم المتواقة مع الشريعة الإسلامية، وقد قررت بجواز تداول هذه المؤشرات لأن الأسهم المدرجة فيه ممثلة لشركات نشاطها جائز، وأيضاً لإعتبار أن المؤشر يعبر عن كمية معلومة وسعر محدد، وبذلك ينفي عنصر الغرر والمقامر، وترى اللجنة الشرعية بأن تداول هذه المؤشرات يحقق المصلحة العامة لماليزيا، وكذلك نفس الشيء بالنسبة لتداول عقود المستقبلات للمؤشرات، ولكن كان قرار مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي مخالف لما سبق ذكره لإعتبار أن تداول المؤشرات نوع من المقامرة البحتة. (عبد السلام، أبو بكر، و مرعي، 2015، الصفحتان 82-83)

5.2.1 المشتقات المالية الإسلامية: هناك نوعان من العقود المستعملة المتواقة مع الأحكام الشرعية الإسلامية من أصل تسع عقود في سوق المشتقات المالية الماليزية، وهو المستقبلات لزيت النخيل الخام التي أقر بجوازها في سنة 1997، وأيضاً عقود الأسهم الواحدة التي أقرت شرعاً في أبريل 2006 من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية، وكانت أهم حجتها ما يلي :

- عقود المستقبلات على السلع والأسهم لا تتضمن عنصر الربا المحرم شرعاً؛
- عقود المستقبلات على السلع ليست من بيع ما ليس عند المتعاملين، لأن السلعة في الحقيقة موجودة في المخازن كما حدتها البورصة في ماليزيا إلى غير ذلك من الحجج.

وتتجدر الإشارة إلى أن عقود الخيار اعتبرتها اللجنة الاستشارية الشرعية غير جائزة ولا يتم التعامل بها في سوق المشتقات المالية الإسلامية. (بوعبد الله، 2015، صفحة 21)

6.2.1 الإصدارات الاستثمارية الحكومية (GII): أنشأت ماليزيا مصرفًا متخصصًا لحيازة الأوراق المالية الإسلامية قصيرة الأجل بما يتيح للمصارف الإسلامية الأخرى إدارة سيولتها، ثم تم إصدار

شهادات دون فوائد تعرف باسم شهادات الاستثمار الحكومية (GIC) وتعرف الآن باسم الإصدارات الاستثمارية الحكومية (GII)، وكانت تقوم على مبدأ القرض الحسن، ثم لزيادة كفاءتها الاقتصادية قام بنك ماليزيا المركزي بفتح المجال لتسهيل عمليات بيع وشراء هذه الأوراق على المضاربين. (Rustam, 1994, p. 10)

7.2.1 سندات كاجamas للمضاربة (SMC): هي سندات إسلامية صادرة بموجب المبدأ الإسلامي للمضاربة (تقاسم الأرباح) لتمويل شراء ديون الإسكان الإسلامي للسكان المحليين، تمنح على أساس ثمن آجل وشراء الديون الإسلامية، ويتم بموجب مبدأ المساواة عند الاستحقاق مع شركة كاجamas، وفقاً للنسب المتفق عليها، تمتد الحياة إلى 10 سنوات. (Malaysia Bond Market Guide, p. 6)

8.2.1 الكمبيالات الإسلامية المقبولة: صدرت سندات الكمبيالات الإسلامية التي تعرف باسم الكمبيالات المقبولة بدون فائدة عام 1991، بهدف تشجيع وتعزيز التجارة المحلية والخارجية عن طريق تزويد التجار الماليزيين بخدمة تمويل إسلامية مغربية. وقد جرت صياغة هذه السندات استناداً إلى مبادئ إسلاميين لا وهم المراقبة (قيمة مبلغ البيع الإجمالي المؤجل أو سعر التكلفة مضافةً إليه ربح معين) وبيع الدين.

وبالنسبة لمبدأ المراقبة فيقصد بها بيع البضائع بسعر يشتمل على سعر التكلفة مضافةً إليه هامش ربح يتفق عليه الطرفان، بينما يشير بيع الدين إلى بيع الدين الناتج عن المعاملة التجارية التي تأخذ شكل البيع مع السداد المؤجل. (MALAYSIA, IIMM BANK NEGRA)

9.2.1 إتفاقيات البيع وإعادة الشراء (SBBA): اتفاقيات البيع وإعادة الشراء هي إحدى المعاملات التجارية في السوق المالية الإسلامية، وهي تتم بين طرفين حيث يقوم البائع ببيع بعض الأصول إلى المشتري بالسعر الذي يتم الاتفاق عليه، ثم يبرم الطرفان اتفاقية أخرى منفصلة يتعهد فيها المشتري ببيع الأصول المعنية إلى البائع مرة أخرى بسعر يتم الاتفاق عليه. (MALAYSIA, IIMM BANK NEGRA)

وبهذا يمكننا القول ووفقاً للبيانات والمعلومات المنشورة حول سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، فإن أداء الأدوات المالية المتتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في ماليزيا جعلها تتفوق على أداء الأدوات المالية التقليدية في سوق رأس المال الماليزي والجدول المواري يوضح ذلك :

الجدول (05): تطور القيمة السوقية لسوق رأس المال الإسلامية الماليزية

السنوات	القيمة السوقية لسوق رأس المال الإسلامي الماليزي	إجمالي القيمة السوقية لسوق رأس المال الماليزي	نسبة القيمة السوقية الإسلامية إلى إجمالي القيمة السوقية (%)	2019	2018	2017	2016	2015
1096.62	1036.52	1133.83	1030.56	1086.18				
1711.84	1700.37	1906.84	1667.37	1694.78				
64.06	60.96	59.46	61.81	64.09				

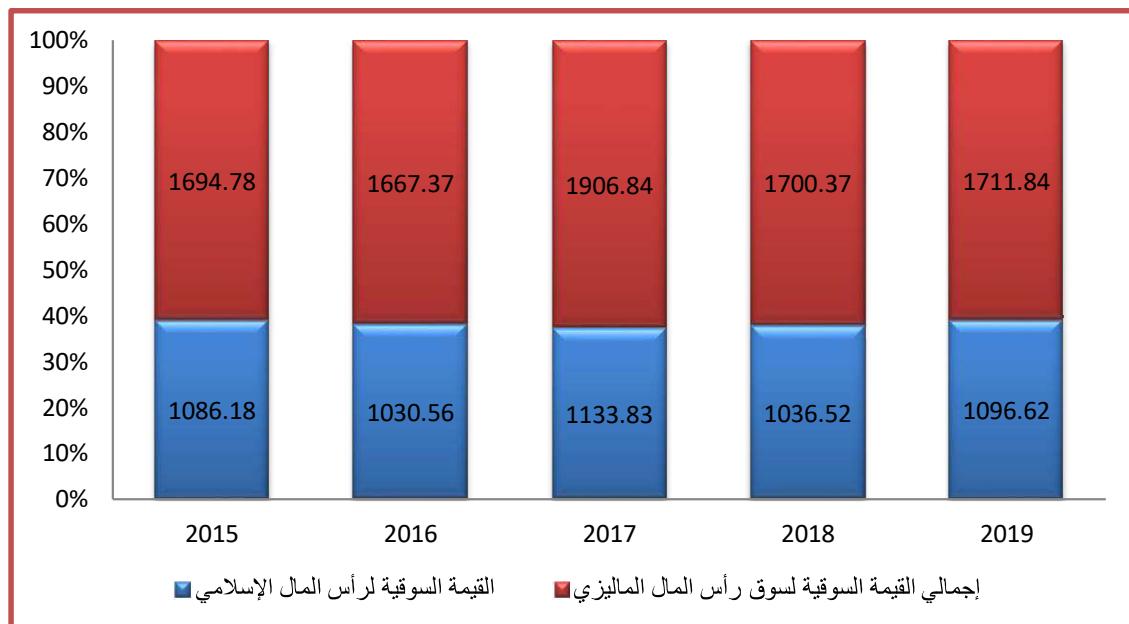
المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على بيانات:

securities commission Malaysia" - annual report part 6: statements and statistics « 2015-2016-2017-2018-2019»

نلاحظ من خلال الجدول رقم (05) أن القيمة السوقية لسوق رأس المال الإسلامية تمثل في المتوسط حوالي 62.076% من إجمالي القيمة السوقية لسوق رأس المال الماليزية، أي ما يقدر بـ 1076.74 بليون رينجت، وبالتالي أكثر من القيمة السوقية لسوق رأس المال التقليدية، وقد استمرت هذه القيمة السوقية لسوق رأس المال الإسلامية السيطرة على السوق، وقد اتخذت العديد من التدابير من طرف الحكومة

الماليزية من أجل جعل سوق الأوراق المالية الماليزية سوقاً جذابة لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية بتوفير القوانين والتشريعات الخاصة بهذه الأدوات المالية، مما أدى إلى إقبال خاص من طرف المستثمرين الماليزيين إلى الاستثمار في هذه الأدوات لأنها أقل مخاطرة من الأدوات المالية الأخرى وأيضاً إلى جعل ماليزيا مركزاً مالياً دولياً للتمويل الإسلامي.

الشكل (13): تطور القيمة السوقية لسوق رأس المال الإسلامية الماليزية



المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على معطيات الجدول رقم (05).

3.1 الدروس المستفادة من التجربة الماليزية: يمكننا القول بأننا من خلال دراستنا للتجربة الماليزية، نستطيع أن نلخص الدروس المستفادة منها فيما يلي:

- إن نجاح ماليزيا يعتمد بشكل كبير على تطبيقها مبادئ الاقتصاد الإسلامي وأفلمتها مع روح العصر الحديث، يعطي دافعاً للعالم الإسلامي بأن يحدو حدودها، وإتباع خطواتها في هذا الاتجاه؛

- تمثل السوق المالية الإسلامية الإطار الشرعي الذي يتم من خلاله نقل الفوائض من الوحدات المدخنة الراغبة في التوظيف اللازمي لمدخراتها إلى الوحدات المستمرة الباحثة عن التمويل اللازمي لمشاريعها، من خلال إصدار أدوات تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية؛ (بوسالم و بخوش، 2019، صفحة 11)

- إن أداء منتجات الهندسة المالية الإسلامية لمختلف الأعمال والأنشطة في بيئه معلومة وتتميز بحدة التنافسية، جعلها تواجه مجموعة من التحديات التي يجب عليها أن تتجاوزها لتتضمن الحفاظ على بقائها واستمرارية عملها في ظل النظام المصرف العالمي.

- تعتبر التجربة الماليزية في الأوراق المالية هي الوحيدة التي عبرت الحدود إلى أسواق مالية خارجية بنسبة تراوحت بين 12% إلى 15%， وان حجم الصكوك الإسلامية موزعة في 6 أقطار بلغت 25 بليون دولار، وتعتبر هذه الدولة أكبر سوق سندات إسلامية، حيث تم فيه إصدار ثلاثة أربع صكوك الإسلامية العالمية على مدى العقد الماضي ؛ (مهداوي، صباح، و صباح، 2011، صفحة 8)

- تعالج الصكوك الإسلامية القصور في التمويل الحكومي؛ فهي كفيلة بتشجيع توجيه فوائض القطاع الخاص نحو تمويل العجز الموارني، إذا تم عرضها للبنوك والأفراد بشكل يجعلها تنافس الاستعمالات الأخرى للموجودات النقدية ؛
- تسمح الصكوك الإسلامية بتطوير السوق المالي المحلي؛ فهي تسجل إقبالاً كبيراً كما هو موضح من التجربة الماليزية، و من قيمة الإصدار العالمي أيضاً، فلها من المزايا والخصائص ما يجعل منها هدفاً حتى لصغار المدخرين؛ (طوالبة و بهلو، 2019، صفحة 964)
- تعد السوق المالية الإسلامية عموماً، وبورصة الأوراق المالية الإسلامية خاصة آلية هامة لكل مستثمر مسلم، تحقق له أهداف التحوط والتتويع، حيث يمكن من تقليل خسائره، ومخاطرها، وزيادة عائداته، وذلك بتتويع محفظته المالية، و اختيار الأدوات الأكثر نجاحاً ومشروعية. (مرعي، أبو بكر، و عبد السلام، 2015، صفحة 93)
- فتحت الصكوك الإسلامية مجالات جديد لتمويل التنمية الاقتصادية بمختلف صيغها (الاستصناع، المزارعة، المسافة، السلم،... الخ)، حيث تعتبر الصكوك أداة تنشيط وتنعيم للأسوق المالية الإسلامية من أجل زيادة حجم وقيمة التداول في السوق.

2.2. تجربة السودان:

تعتبر تجربة السودان في مجال الهندسة المالية فريدة من نوعها وأهم ما ميزها عن مؤسسات النقد العربية والبنوك المركزية الأخرى، هو القطاع المصرفي الإسلامي الذي يعمل بكامله وفق الشريعة الإسلامية، وهذا ما أدى بالضرورة أن أي منتج مالي في السودان هو حتماً هندسة مالية إسلامية، ولذلك من المهم قبل الدخول في إستعراض تجربة السودان للمنتجات الهندسة المالية الإسلامية، أن نشير إلى أهم ملامح نشأة وتطور النظام المالي السوداني، وصولاً في الأخير إلى الدروس المستفادة من تجربة السودان في الهندسة المالية الإسلامية.

1.2 نشأة السوق المالية الإسلامية السودانية:

ظل القطاع البنكي السوداني يعمل بالنظام التقليدي حتى السبعينيات من القرن الماضي حيث قامت بعض البنوك على النظام الإسلامي، بحيث أصبح النظام مزدوجاً بوجود مصارف إسلامية وأخرى تقليدية وحتى عام 1991/1992 م بدأت أولى خطوات تعزيز أسلمة النظام البنكي الإسلامي. إلى أن أصبح حالياً بأكمله يعمل وفق النظام الإسلامي بما في ذلك بنك السودان المركزي. وبذلك يكون النظام البنكي السوداني هو النظام الرائد في تطبيق النظام البنكي الإسلامي في الوطن العربي والدول الإسلامية، وكذلك في مجال إصدار الصكوك الإسلامية والتي بدأت منذ العام 1998 م. (شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، 2015) ومن المراحل التي مر بها :

- مرحلة البنوك الأجنبية التقليدية (1903- 1956): أول بنك فتح كان أجنبياً وربوياً هو فرع البنك الأهلي وتلته بنوك أخرى أجنبية؛
- مرحلة البنوك الوطنية التقليدية (1957- 1976): تم إنشاء البنك الزراعي السوداني عام 1957 كأول بنك وطني تقليدي ثم تبعته بنوك وطنية تقليدية أخرى؛
- مرحلة النظام البنكي المزدوج (1976 - 1983): ظهر فيها أول البنك لا ربوبي عام 1978 هو بنك فيصل الإسلامي إلى جانب البنوك التقليدية، ثم تلاه بنك التضامن وبنوك أخرى، وقد غلب في هذه المرحلة العمل بالسياسات النقدية الربوبية، ولم يكن للبنك المركزي آليات يتعامل بها مع البنوك الالربوبية،

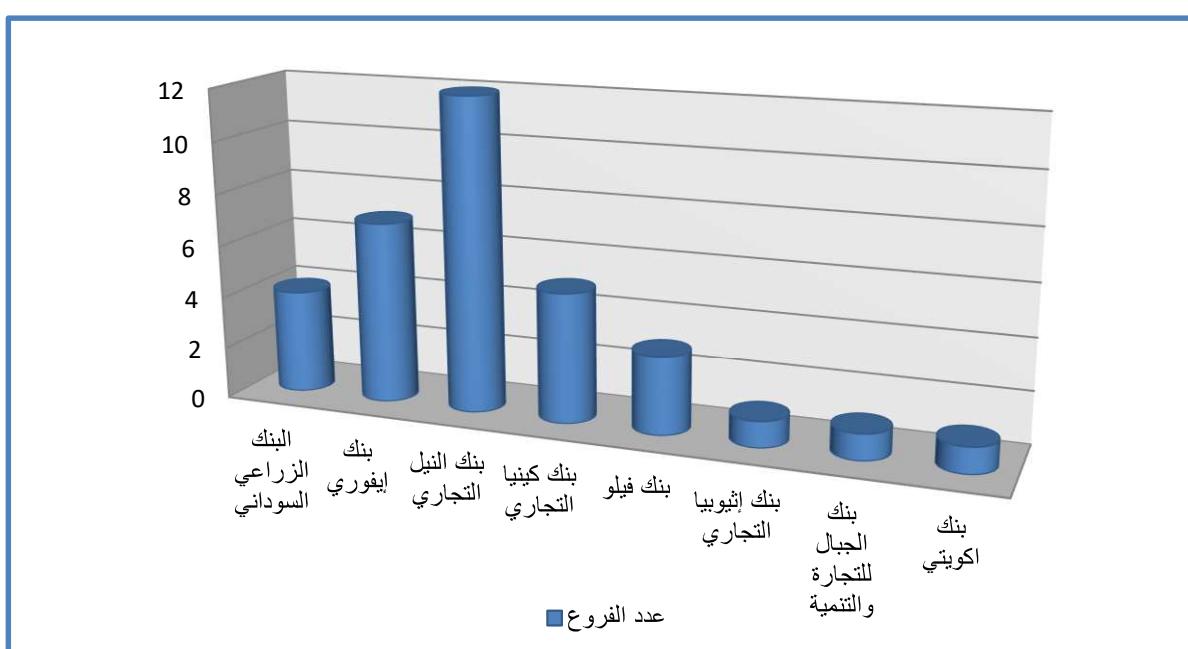
إلا من خلال نسب لإحتياطي النقدي واحتياطي السيولة الداخلية وسياسة التدخل المباشر وسياسة توزيع السقوف الإنتمانية؛

- مرحلة النظام البنكي الاربوي (1983-1990): أصدر قرار حكومي سنة 1983 يلزم بتطبيق الشريعة الإسلامية، يليه قرار آخر عام 1984 يلزم البنوك بعدم التعامل بالفائدة الربوية، وتتجسد أكثر بصدور قانون المعاملات الذي تم على أساسه إصدار بنك السودان منشوراً يلزم فيه البنوك التجارية بالتحول إلى بنوك لاربوية. (بوفاسة و خليل، 2009، صفحة 9)

- وفي فترة (1990-2005): شهد القطاع البنكي إصلاحات وتطورات تتماشى مع متطلبات الجهاز البنكي لاربوي، تمثلت في إنشاء الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز البنكي والمؤسسات المالية وسوق الخرطوم للأوراق المالية، بالإضافة لصندوق ضمان الودائع المصرفي وشركة السودان للخدمات المالية.

وشهد ما بعد 2005 (اتفاقية السلام ما بين الشمال والجنوب) قيام نظامين بنكيين في السودان خلال الفترة الإنقافية، نظام بنكي إسلامي يعمل في شمالي السودان ونظام بنكي تقليدي يعمل جنوب السودان، ليستمر هذا النظام المزدوج في السودان إلى غاية التاسع من جويلية عام 2011، حيث تم إيقاف العمل بالنظام التقليدي بإنسحاب الجنوب، واستمر العمل بالنظام الإسلامي فقط (أسلامة النظام المصرفي). (علام، مولاي، و حملة، 2019، صفحة 52) والشكل المعاوبي يوضح عدد فروع (34 فرعاً) البنوك العاملة في السودان عام 2010.

الشكل (14): البنوك العاملة في السودان في عام 2010



المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على تقارير بنك السودان المركزي في الموقع الرسمي:

<http://www.shahama-sd.com/ar/reports>

يوضح الشكل رقم (14) عدد فروع البنوك التي تعمل في السودان سنة 2010، أي قبل أسلامة نظامها المالي، حيث نلاحظ أن من بين 34 فرعاً تقليدياً ولا وجود لأي مظاهر النظام الإسلامي في البلاد، ماعدا البنك الزراعي السوداني الذي كان يعمل بالنظامين التقليدي والإسلامي، لكن بعد 2011 تطور الجهاز المصرفي السوداني تطوراً كبيراً وتم دمج بنوك ونشوء بنوك جديدة، ودخل رئيس المال العربي ليستثمر في السودان، فصار الجهاز المصرفي في السودان يتكون من 37 مصرفًا تعمل جميعها بالنظام البنكي الإسلامي والتي واصلت عملها إسلامياً إلى غاية الآن .

2.2 منتجات الهندسة المالية الإسلامية في السوق المالية السودانية:

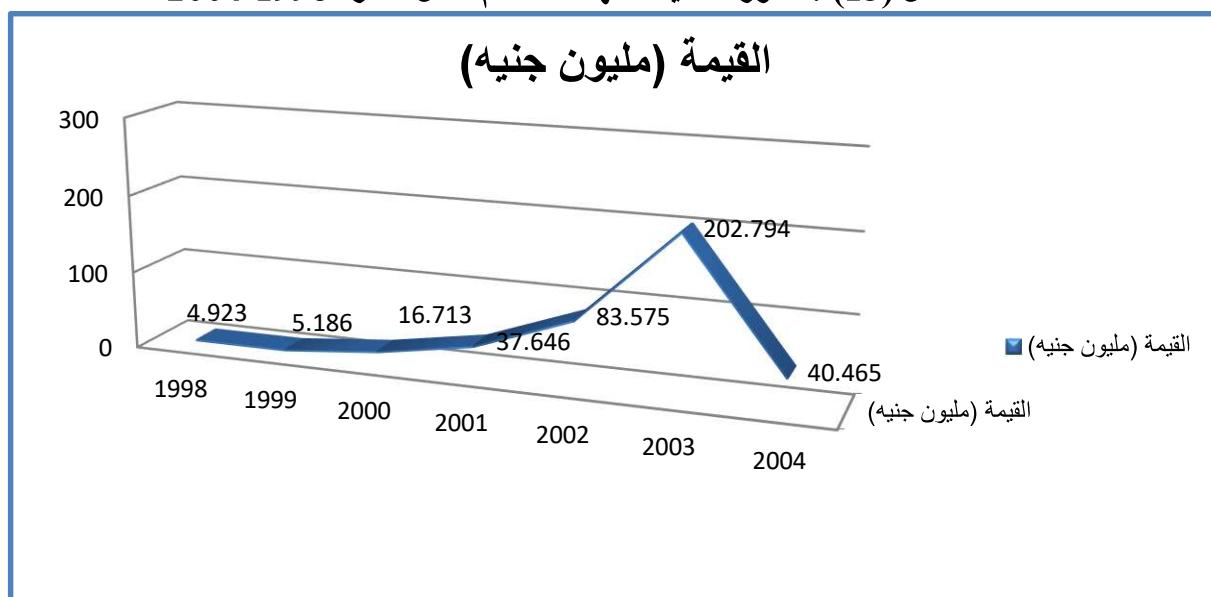
بعد التوجه نحو النظام الإسلامي، أدركت السودان أن الوسائل والآليات للسياسة النقدية وإدارة السيولة وبصفة خاصة الآليات غير المباشرة، غير متاحة لبنك السودان في إطار النظام البنكي الإسلامي، وللتغلب على هذه الإشكالية كان على بنك السودان المركزي ابتكار وسائل وآليات جديدة بديلة للآليات غير المباشرة القائمة على سعر الفائدة.

وبعد بحث وجهد مشترك بين البنك المركزي والهيئة العليا للرقابة الشرعية للمصارف والمؤسسات المالية وخبرير من صندوق النقد الدولي، تم ابتكار نوع جديد من الشهادات التي تتوافق مع الأسس الشرعية وتصلح كآلية لإدارة السيولة بتداولها في عمليات أشبه بعمليات السوق المفتوحة: (علام، مولاي، وحملة، 2019، صفحة 53)

1.2.2 الجيل الأول من الشهادات : وعرف فيه نوعين من الشهادات، منها :

1.1.2.2 شهادات مشاركة البنك المركزي (شم): هذه الشهادات تعرف بأنها شهادات مشاركة تمكن حاملها من مشاركة بنك السودان المركزي في ملكيته لأسهمه بالبنوك التجارية، وتنشأ الشهادة بعد حصر مساهمات بنك السودان المركزي وتحديد قيمتها ومن ثم تجزئها إلى شهادات مشاركة بقيم متساوية. تهدف إلى إدارة السيولة داخل الجهاز البنكي، ومنح البنوك فرصة لاستثمار فوائضها لآجال قصيرة. تبني العلاقة في شهادات شم وفقاً للآتي : المستثمرون (البنوك) ، الشركة (مدير الصندوق)، بنك السودان المركزي (المالك المكون للشركة والجهة المستفيدة من هذه الشهادات في إدارة السيولة) (شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، 2015)، وهي بذلك نوع من تصكيك الأصول مستندة إلى مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، التي تم إصدارها في جوان 1998 م. (جدي، 2015، صفحة 219)

الشكل (15) : تطور حصيلة شهادات شم خلال الفترة 1998-2004



المصدر: (أزهري، 2013، صفحة 3)

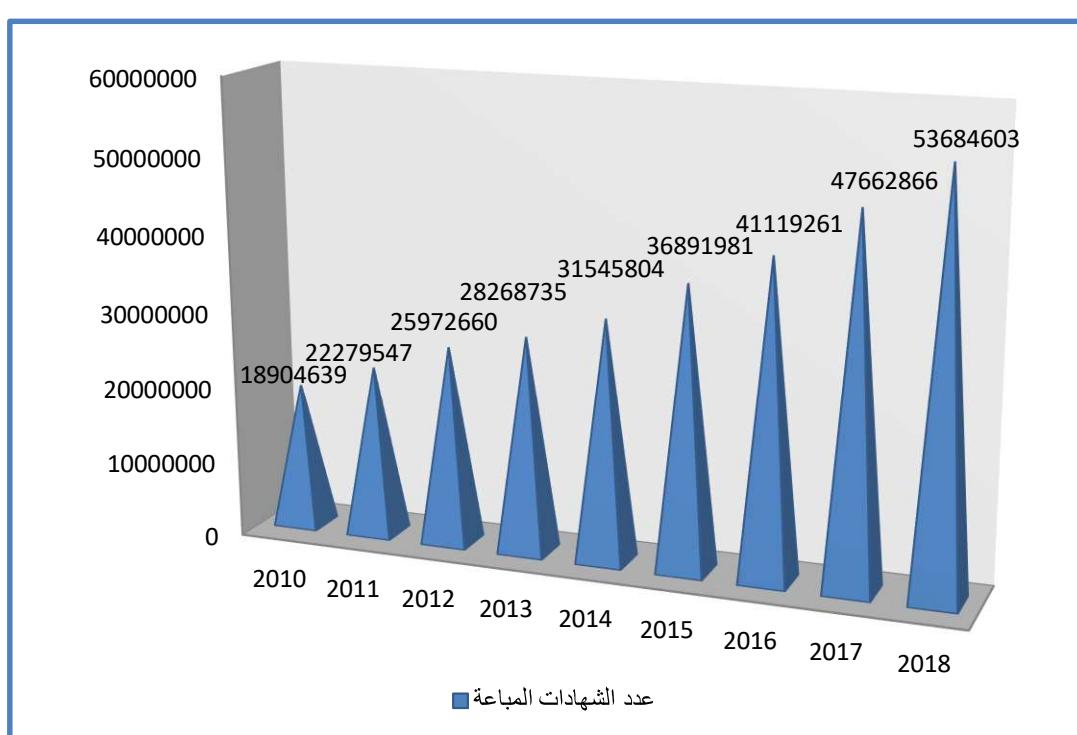
يوضح الشكل البياني أعلاه تطور حجم شهادات شم خلال الفترة (1998 – 2004)، حيث نلاحظ أن شهادات شم مثلت ضربة البداية للسوق في السودان، فبدأت إصداراتها بمبلغ 4.923 مليون جنيه سوداني عام 1998 وبلغت حوالي 40.465 مليون جنيه في عام 2004 وهو آخر إصدار لها أين تم تصفيفتها والبدأ في إصدار شهادات صرح، ومع ذلك فقد شكل عام 2003 أكبر حجم إصدار لشهادات شم

بمبلغ 203 مليون جنيه، أين وصلت نسبة الزيادة قيمة 142 عن العام السابق، بهذا يكون إجمالي حصيلة إصدارات شهادتها تصل إلى 391.302 مليون جنيه سوداني.

2.1.2.2 شهادات مشاركة الحكومة (شهامة): وهي عبارة عن صكوك تقوم على أساس صيغة المشاركة تصدرها وزارة المالية والاقتصاد الوطني نيابة عن حكومة السودان، ويتم تسويقها عبر شركة السودان للخدمات المالية المحدودة وشركات الوكالة المعتمدة، (شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، 2015) ويكون الصندوق المنعش من أصول مملوكة جزئياً أو كلياً للدولة في بعض الهيئات والمؤسسات والشركات المنتقدة مثل: الشركة السودانية للإتصالات (سوداتل)، وشركة النيل للزيوت...، تتيح هذه الشهادات لحاملي المشاركة في الأرباح التي تتحقق من أعمال مجموعة الشركات التي تكون في الصندوق. (يونس، 2015، صفحة 243) وتصدر شهادات شهامة بهدف:

- توفير أداة إسلامية شرعية لبنك السودان المركزي لإدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي، وإنفاذ السياسات المالية وسد عجز الموازنة لاستقطاب المدخرات القومية وتشجيع الاستثمار الإسلامي؛
- تطوير أسواق رأس المال المحلية والإقليمية؛
- تمكين وزارة المالية من الاستدانة من موارد مالية حقيقة، غير تضخمية مما يقلل من اعتمادها على الاستدانة من بنك السودان المركزي. (شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، 2015)

الشكل (16) : عدد شهادات مشاركة الحكومة (شهامة) المباعة خلال الفترة (2018-2010)

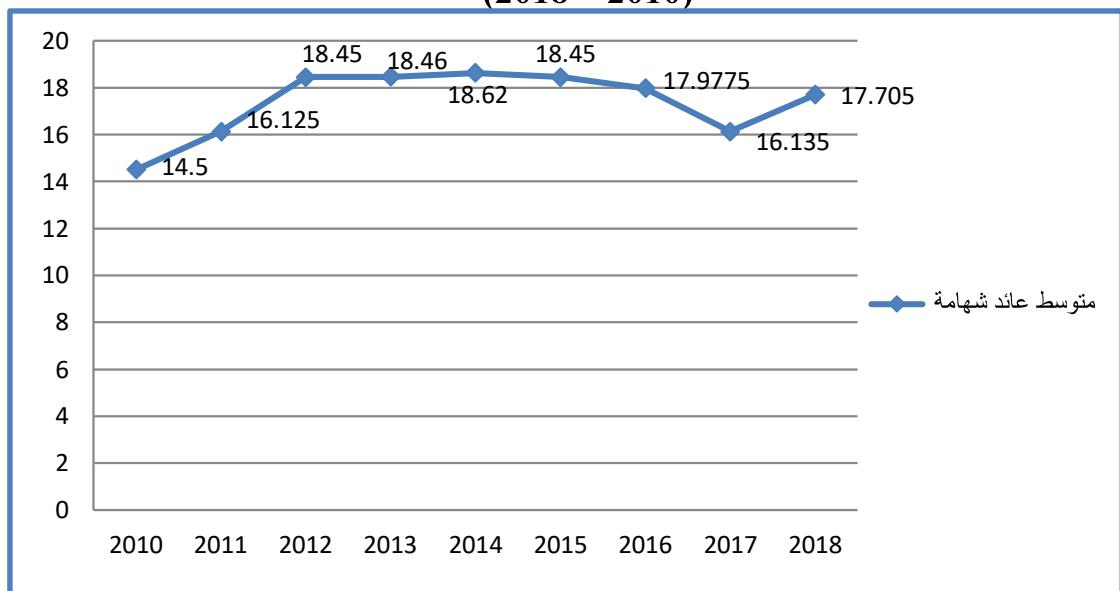


المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على تقارير بنك السودان المركزي في الموقع الرسمي:
<http://www.shahama-sd.com/ar/reports>

يوضح الشكل البياني رقم (16) عدد الشهادات المباعة (شهامة) سنوية خلال الفترة (2018-2010)، حيث عرفت تزايداً كبيراً خلال فترة الدراسة، فمن حوالي 19 مليون عام 2010 بقيمة إسمية 9452.3 مليون جنيه إلى 54 مليون شهادة سنة 2018 بقيمة 26842.3 مليون جنيه وهذا يدل على مدى قبولها من طرف المستثمرين وقناعتهم بربحيتها بناء على عائداتها المرتفع الذي نوضحه في الشكل رقم (17)،

حيث تراوح متوسط العائد بين 14.5% و 18.45% خلال الفترة، وهذا الإرتفاع نتج عنه سحب متزايد للسيولة من خلال الإصدار المتواصل لهذه الشهادات، وذلك بهدف تنظيم السيولة في الاقتصاد. كما نلاحظ في الشكل رقم (18) أن إرتفاع نسبة مساهمة بنك السودان المركزي في هذه الشهادات خلال الفترة يدل على تطبيق البنك المركزي السوداني سياسة نقدية إنكماشية عن طريق شراء شهادات لنقليل عرض النقود في الاقتصاد.

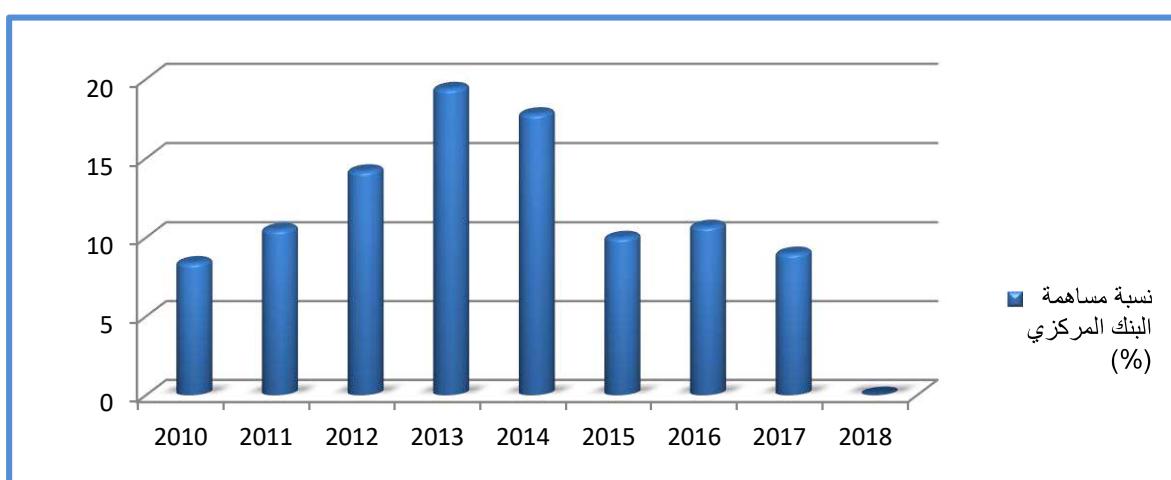
الشكل (17) : تطور متوسط عائد شهادات مشاركة الحكومة (شهامة) خلال الفترة (2018 – 2010)



المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على تقارير بنك السودان المركزي في الموقع الرسمي:
<http://www.shahama-sd.com/ar/reports>

حيث نلاحظ من خلال الشكل، تطور مستمر لعائد شهادات شهامة من سنة 2010 إلى غاية 2018 حيث بلغ الذروة سنة 2013 بنسبة 18.46%， تلتها فترة إنخفاض معتبرة، وعلى العموم إن الإرتفاع في العائد نتيجة سياسة سحب السيولة من خلال إصدار هذه الشهادات.

الشكل (18) : تطور نسبة مساهمة البنك المركزي في شهادات مشاركة الحكومة (شهامة) خلال الفترة (2018 – 2010)



المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على تقارير بنك السودان المركزي في الموقع الرسمي:
<http://www.shahama-sd.com/ar/reports>

وقد كان أمام بنك السودان المركزي آنذاك خيارات لإدارة هذه الشهادات:

- **ال الخيار الأول:** أن تدار هذه الشهادات والصكوك عبر إحدى إدارات البنك المركزي؛
- **ال الخيار الثاني:** أن تؤسس شركة لهذا الغرض.

وقد خُلص إلى تأسيس شركة لإدارة هذه الشهادات والصكوك، فتأسست شركة السودان للخدمات المالية في عام 1998، وقد تحدّدت الأغراض التي من أجلها تم إنشاء الشركة في القيام بأعمال الخدمات المالية المتعلقة بالإدارة والتصرّف الإداري الكامل في الأنصبة والحقّص المملوكة لبنك السودان المركزي ووزارة المالية، مع مساعدة بنك السودان المركزي في تنظيم السيولة العامة بهدف تحقيق أهداف السياسة النقدية العامة والدخول في اتفاقيات وترتيبات مع بنك السودان المركزي أو أي بيئة أو مؤسسة أو شركة أو شخص يبدو فيها ما يحقق أغراض الشركة وإنشاء وإدارة صناديق متخصصة في الخدمات المالية.

باشرت الشركة أعمالها فعلياً اعتباراً من أوت 1998 برأس مال مصري بـ قدره مئة مليون جنيه ورأس مال مدفوع مئة مليون جنيه. يتمثل دور الشركة في القيام بصناعة الأوراق المالية المتعلقة بإصدار وتسيير وإدارة الصكوك الحكومية والسنادات والمساهمة في المشروعات التنموية الاقتصادية والإجتماعية للدولة والمساعدة في إدارة السيولة على المستوى القومي وتمويل عجز الموازنة العامة، حيث قامت الشركة منذ إنشائها وحتى الآن بإصدار العديد من الأوراق المالية. (علام، مولاي، و حملة، 2019، صفحة 54)

2.2.2 الجيل الثاني من الشهادات: بعد النجاح الملحوظ الذي أحرزته شهادات الجيل الأول كآليات غير مباشرة للسياسة النقدية وإدارة السيولة وأنها توفر لـ بنك المركزي بدلاً شرعاً معمولاً للآليات التقليدية للتدخل، من خلال عمليات السوق المفتوح، بدأ البنك المركزي ووزارة المالية في التفكير بجدية للنظر في استخدام صكوك وشهادات أخرى خصوصاً بعد أن ثبت لديهما أن الشهادات أسهمت مع عوامل أخرى في تثبيت سعر الصرف (أزهري، 2013، صفحة 6) ، وتم طرح صكوك الجيل الثاني الذي شمل:

1.2.2.2 صكوك الاستثمار الحكومية (صرح): هي عبارة عن وثيقة ذات قيمة محددة بالجنيه السوداني، تتيح لحاملي المشاركة في أرباح تمويل المشروعات الحكومية، عن طريق عقود الإجارة والمرابحة والإستصناع والسلم بغرض تحقيق ربح، ذات آجال متوسطة وطويلة الأجل نسبياً من 05-07 سنوات (جدي، 2015، صفحة 122) يتم إصدار هذه الصكوك على صيغة المضاربة وهي عبارة عن صكوك مالية تقوم على مبادئ الشرع الإسلامي، تصدرها وزارة المالية والتخطيط الاقتصادي، وتتم إدارتها وتسييقها في السوق الأولية عبر شركة السودان للخدمات المالية وشركات الوساطة المالية المعتمدة وتشتمل إيرادات هذه الصكوك في تمويل مشروعات البنية التحتية وقطاعات الصحة والتعليم والمياه في ولايات السودان المختلفة. (شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، 2015)

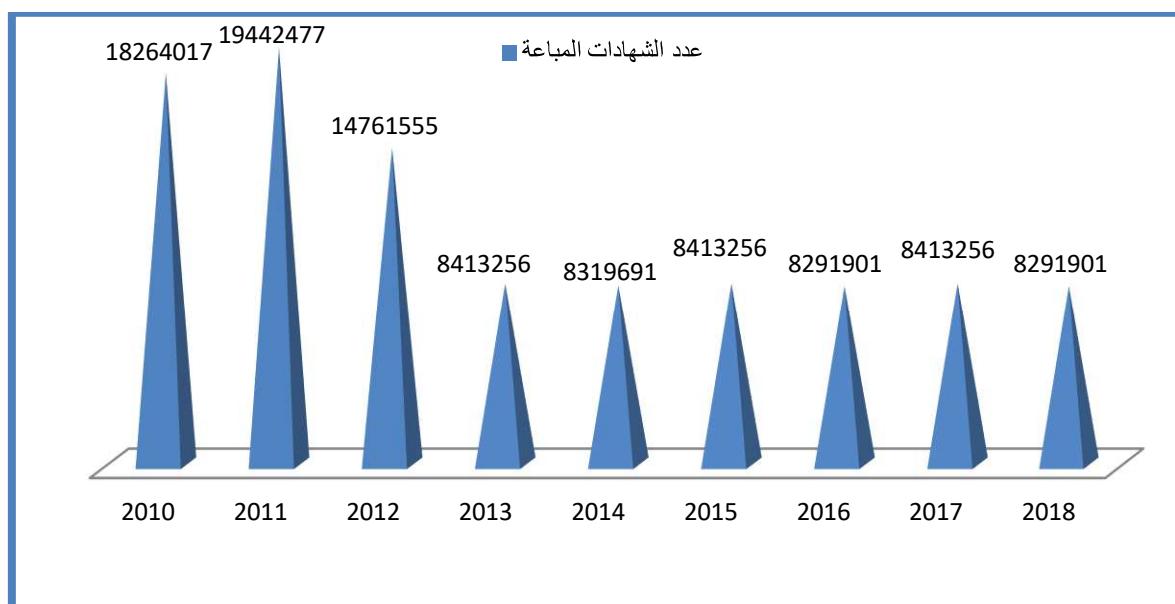
حيث تهدف صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) إلى تجميع المدخرات القومية والإقليمية وتوظيفها في التمويل الحكومي لمقابلة الصرف على المشاريع التنموية ولتشجيع الاستثمار وتهذب لإدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي عبر ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة لتقليل الآثار التضخمية، وذلك بتوفير تمويل مستقر و حقيقي للدولة .

آلية عمل الصكوك:

- المستثمرون (أرباب المال)؛
- شركة السودان للخدمات المالية (مضارب)؛
- وزارة المالية وهي الجهة المستفيدة من التمويل.

تقوم العلاقة بين المستثمرين وشركة السودان علي أساس عقد المضاربة المقيدة، وبين الشركة والوزارة علي أساس صيغ التمويل الإسلامية المختلفة (مراقبة، سلم... إلخ)، وتوزع الأرباح كل 3/6 شهور، بدأ العمل بإصدار صكوك الاستثمار الحكومي (صرح) في العام 2003. (دراسة حول تنشيط السوق الثانوية لصكوك، 2009)

الشكل (19) : تطور عدد شهادات الاستثمار الحكومية (صرح) المباعة للفترة (2010 – 2018)



المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على تقارير بنك السودان المركزي في الموقع الرسمي:

<http://www.shahama-sd.com/ar/reports>

نلاحظ من خلال الشكل البياني أعلاه ارتفاع في عدد شهادات الاستثمار الحكومية (صرح) المباعة خلال الفترة 2010 – 2018، حيث نلاحظ تزايده كبير في عدد الشهادات المباعة في السنوات الأولى وصلت إلى 19 مليون شهادة سنة 2011، ثم بدأت في التراجع إلى أن وصلت 8 مليون شهادة سنة 2018، وذلك نتيجة عدم إصدار أي صكوك خلال هذه الفترة، وإتجاه شركة الخدمات المالية السودانية إلى التركيز على شهادة شهامة، بينما بلغ متوسط العائد على شهادات الاستثمار الحكومية خلال الفترة بين 16% و20%.

كما يدل هذا التطور في حجم شهادات صرح المباعة، خلال الفترة محل الدراسة على إقبال المستثمرين عليها، حيث أصبحت أداة هامة وفعالة في تعبئة المدخرات المحلية، وتوظيفها في التمويل الحكومي للإنفاق على المشاريع التنموية ومشاريع البنية التحتية، فضلاً عن استخدامها من قبل البنك المركزي في إدارة السيولة الكلية في الاقتصاد.

مميزات صكوك (صرح): لهذه الصكوك العديد من السمات تتمثل فيما يلي:

- يمثل الصك بعد استثمار أمواله موجودات قائمة وحقيقة مكونة من مجموعة من العقود (الإجارة والمرابحة والاستصناع والسلم)؛
- يمكن تسليمها عبر سوق الخرطوم للأوراق المالية في السوق الثانوية؛
- يحدد الربح على استثمارات الصندوق بمجموع عوائد عقود استثمارية ويتم توزيع الأرباح بين رب المال (المستثمر) بنسبة 92% والمضارب (الشركة) بنسبة 8%؛
- تدفع الأرباح دوريًا كل ثلاثة أشهر أو ستة أشهر باواقع (20%) سنويًا؛
- يمكن استخدامها كضمان من الدرجة الأولى للحصول على التمويل الممنوح من المصارف التجارية السودانية؛
- يحمل كل صك من صرح قيمة مالية اسمية تحسب بالعملة الوطنية ويمثل نصيبيهاً من استثمارات الصندوق (بدر الدين، 2009، صفحة 22) والجدول الموالي يمثل قيمة شهادات شهامة وصرح من الناتج المحلي خلال الفترة (2015-2018) :

الجدول (06) : موارد شهامة وصرح منسوبة للناتج المحلي الإجمالي للفترة (2010-2018)
الوحدة: مليون جنيه

العام	موارد شهامة	الناتج المحلي الإجمالي	النسبة (%)	موارد صرح	النسبة (%)	النسبة (%)
2010	9452.30	162203.9	5.82	1826.3	1.13	1.13
2011	11139.7	186689.9	5.10	1944.2	1.04	1.04
2012	12986.0	243412.8	5.33	1476.3	0.60	0.60
2013	14134.4	342803.3	4.12	841.3	0.25	0.25
2014	15772.9	475827.7	3.31	831.9	0.17	0.17
2015	18446.0	582936.7	3.16	904.2	0.16	0.16
2016	20559.6	667568.0	3.08	829.2	0.12	0.12
2017	23831.4	773468	3.08	819.5	0.11	0.11
2018	26842.3	1228967	2.18	1052.4	0.09	0.09

المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على تقارير بنك السودان المركزي في الموقع الرسمي:

<http://www.shahama-sd.com/ar/reports>

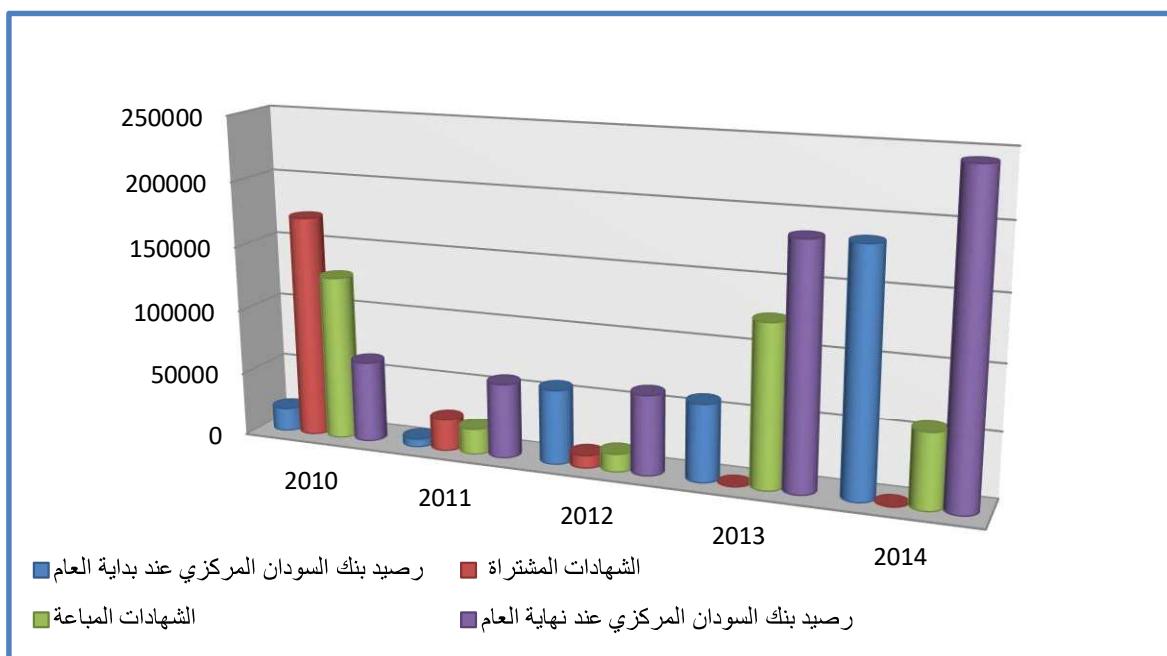
يمثل الجدول أعلاه نسبة كل من شهادات شهامة وصرح إلى الناتج المحلي الإجمالي، حيث نلاحظ أن الحكومة السودانية قد لجأت للصكوك المالية لتمويل عجز الخزانة والمشروعات التنموية الاقتصادية والإجتماعية، بحيث بلغت موارد شهامة لوحدها خلال السنوات الأولى من فترة الدراسة إلى 5.82% من الناتج المحلي الإجمالي لسنة 2010، في حين انخفضت في السنوات القادمة إلى أن وصلت النسبة إلى 2.18%، من الناتج المحلي الإجمالي سنة 2018، كما نلاحظ إنخفاض مستمر في نسبة إعتمادها على موارد صرح في تكوين الناتج المحلي من 1.13% إلى 0.09%.

2.2.2.2 شهادات إجارة بنك السودان المركزي (شهاب): يتم إصدار هذه الشهادات على صيغة الإجارة الإسلامية ويتم تداولها بين بنك السودان المركزي والبنوك التجارية. وتهدف شهادات (شهاب) إلى إصدار أدوات مالية (صكوك) بعرض تمكين بنك السودان المركزي من إدارة السيولة داخل الجهاز البنكي والاقتصاد الوطني، وتوفير فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الصكوك، ويتحقق ذلك بتصنيع أصول البنك وعرضها للمستثمرين.

تهدف العلاقة بين المستثمرين والشركة على أساس عقد الوكالة الشرعي، وبين الشركة (الوكليل/المؤجر) والبنك على أساس شراء الأصل وتأجيره له المجازة من الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز البنكي والمؤسسات المالية.

بدأ العمل في إصدار شهادات إجارة البنك المركزي في العام 2005 م وانتهى العمل بها في العام 2014 م . (شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، 2015)

الشكل (20): عدد شهادات إجارة البنك المركزي (شهاب) المصدرة خلال الفترة (2014-2010)



المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على تقارير بنك السودان المركزي في الموقع الرسمي:

<http://www.shahama-sd.com/ar/reports>

يوضح الشكل البياني رقم (20) عدد شهادات إجارة البنك المركزي (شهاب) للفترة 2010-2014، حيث نلاحظ أن كل من عدد شهادات شهاب المباعة والمشتراء شهدت انخفاض كبير خلال السنوات الأولى، وتوقفت مبيعات شهادات شهاب في بداية عام 2013، في حين ارتفعت شهادات شهاب المشتراء بواسطة البنك المركزي إلى 125221 شهادة في نفس السنة، كما تم أيضاً شراء 58041 شهادة سنة 2014، وهذا رغبة من البنك المركزي في تصفية هذه الشهادات لنهاية العمل بصندوق شهادات الشهاب، كما يلاحظ أن أغلب سنوات الدراسة قد شهدت ارتفاعاً في عدد شهادات نهاية الفترة مقارنة ببدايتها، ما يعني أن النتيجة النهائية لعمليات بيع وشراء هذه الشهادات كانت ذات أثر توسيع عن طريق ضخ السيولة، باستثناء سنة 2011 التي عكست سياسة نقدية انكمashية وذلك من أجل تخفيض حجم السيولة.

3.2.2.2 شهادات الاستثمار الجماعي بالعملات الأجنبية (شموخ) : هي شهادات أجلها عام واحد 2009-2010 تعطي المستثمرين الفرصة في الاستثمار في صندوق تمويل استيراد سلع استراتيجية وفقاً لصيغ التمويل الإسلامي، وتهدف إلى تمكين بنك السودان المركزي من إدارة موارد البلاد من النقد الأجنبي وتحقيق عائد مجزي للمستثمرين بالعملة الأجنبية، إلا أن هذه الشهادة لم تحقق هدفها بتمويل استيراد سلع مباشرة وبقت في حساب طرف بنك السودان المركزي، إلى أن تمت تصفيتها في أبريل عام 2010 دون الدخول في تجربة أخرى، حيث لم يتم بالسوق الثانوية نسبة للصعوبات التي واجهت البنك نتيجة لتأكل الاحتياطي القومي من العملات الصعبة، خصوصاً وأن أرباح هذه الصكوك كانت تتراوح ما بين 5% إلى 7% وتوزع بالدولار الأمريكي. (أزهري ، 2017 ، صفحة 199)

آلية عمل شهادات (شموخ) : تبني العلاقة في شهادات (شموخ) على الأطراف التالية:

أولاً : المستثمون (حملة الشهادات الاستثمارية)؛

ثانياً : الشركة (المضارب)؛

ثالثاً : الوحدات بالجهاز البنكي وهي الجهة المستفيدة من التمويل.

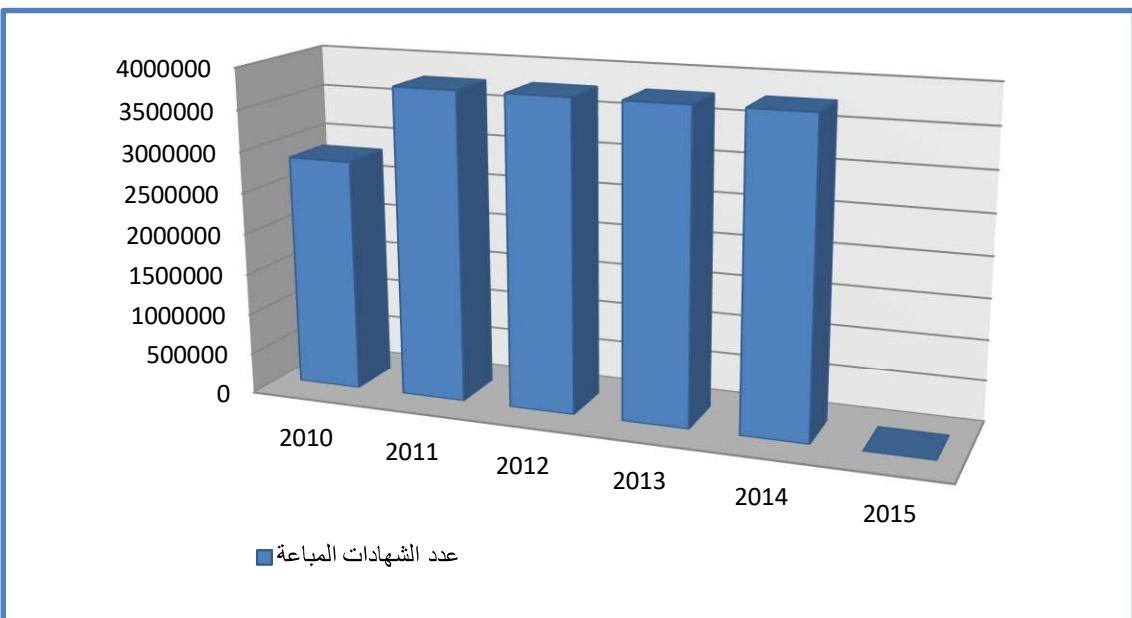
وتقوم العلاقة بن حملة الشهادات الاستثمارية والشركة على أساس عقد المضاربة الشرعي والعلاقة بن الشركة والوحدات بالجهاز البنكي على أساس المضاربة المقيدة بغرض تمويل استيراد سلع وفقاً لاحكام الشريعة الإسلامية. (شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، 2015)

4.2.2.2 شهادات إجارة أصول مصفاة الخرطوم للبترول (شامة) : بدأ العمل بشهادات (شامة) في العام 2010، وهي صكوك يتم إصدارها على صيغة الإجارة الإسلامية، بغرض حشد الموارد من المستثمرين عن طريق عقد الوكالة الشرعية لتوظيفها لشراء أصول المصفاة وتأجيرها لوزارة المالية والتخطيط الاقتصادي كإجارة تشغيلية لتحقيق عائد مجزي للمستثمرين فيها. وبغرض توفير فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الصكوك بتصنيفها أصول المصفاة وعرضها للمستثمرين، وتوسيع (زيادة) عرض الأوراق المالية المسجلة بسوق الخرطوم للأوراق المالية. (شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، 2015)

فهي تقوم على تصفيق نصيب الحكومة في مصفاة تكرير البترول المنشأة بالجبلية شمالي مدينة الخرطوم بحري بشراكة متناقضة مع شركات صينية، وتجاوزت حصة الحكومة آنذاك حوالي 68% من قيمة المصفاة التي تبلغ حوالي مليار جنيه سوداني.

وتمكن هذه الشهادات المستثمرين من الحصول على عائدات سنوية تبلغ مابين 12% و14%， توزع ربع سنوية كأول تجربة لتوزيع عائدات صكوك الإجارة بشكل ربع سنوي. كما أنه لأول مرة تصدر صكوك من وزارة المالية بيلغ أجلها سبعة أعوام، إذ أن الصكوك الأخرى كلها يبلغ أجلها ثلاثة اعوام إلى ستة أعوام، إلا صكوك شهاب الخاصة بالبنك المركزي التي يبلغ أجلها عشرة أعوام. (أزهري ، 2017 ، صفحة 199)

الشكل (21) : عدد شهادات إجارة أصول مصفاة الخرطوم للبترول (شامة) المصدرة خلال الفترة (2018-2010)



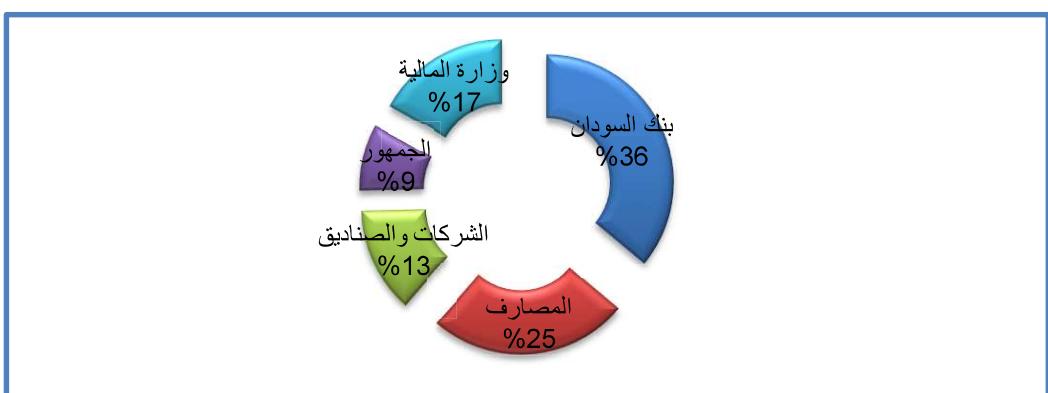
المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على تقارير بنك السودان المركزي في الموقع الرسمي:

<http://www.shahama-sd.com/ar/reports>

نلاحظ من خلال الشكل رقم (21) إرتفاع في إصدار شهادات شامة، من سنة إصدرها 2010، حيث بلغت حوالي 2844345 شهادة بقيمة 1422.2 مليون جنيه، إلى 3784000 شهادة بقيمة 1892 مليون جنيه في عام 2011، لتبقى عند نفس المستوى في السنوات الموالية، حيث تم بيع شهادات إجارة أصول مصفاة الخرطوم للبترول بالكامل في عام 2014، وهذا ما يبينه الشكل رقم (22) في سنة 2015 أين تم تصفية جميع الشهادات (بنك السودان المركزي، صفحة 77)، وهذا نظراً لرجوع قسط معتبر من مصافي النفط بإنفصال الجنوب.

كما يوضح الشكل الموجي نصيب إصدارات كل من البنك المركزي، المصارف، الشركات الصناديق والجمهور لتلك الشهادات:

الشكل (22) : متوسط عدد إصدار شهادات إجارة أصول مصفاة الخرطوم للبترول (شامة) خلال الفترة (2018-2010)



المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على تقارير بنك السودان المركزي في الموقع الرسمي:

<http://www.shahama-sd.com/ar/reports>

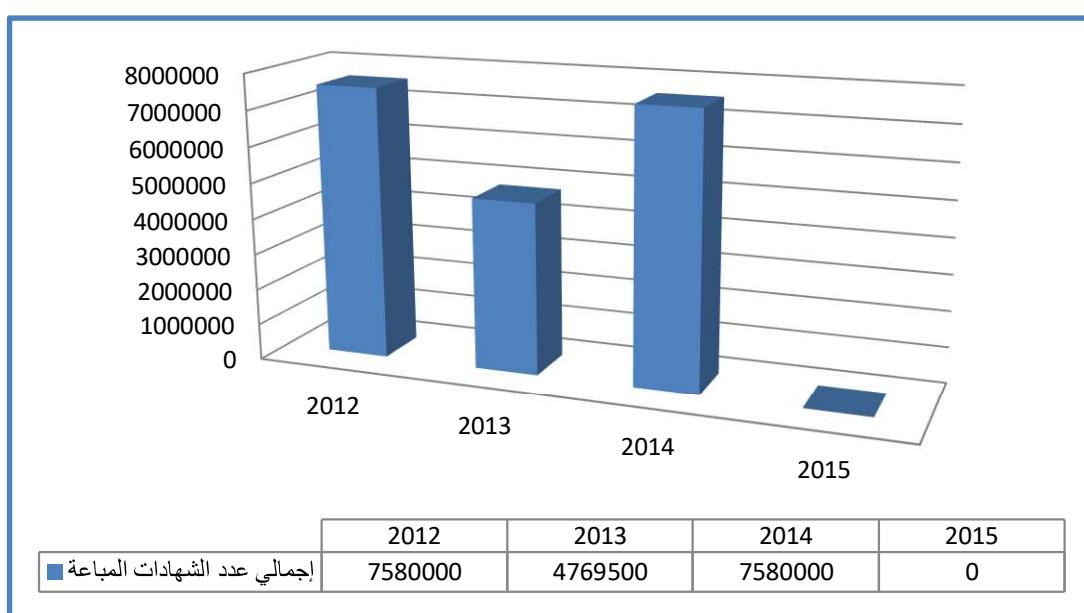
يوضح الشكل رقم (22) أن أكبر نصيب مبيعات كان من طرف بنك السودان، فبنك السودان المركزي خلال الفترة (2010-2018) هو أكثر من قام ببيع شهادات إجارة مصفاة الخرطوم للبترول، تليه البنوك بنسبة 26% ثم وزارة المالية بنسبة 17%， وذلك نظراً لسياسة النقدية التي كان يتبعها.

5.2.2.2 شهادات إجارة أصول الشركة السودانية لنقل الكهرباء (نور):

صندوق إجارة أصول الشركة السودانية لنقل الكهرباء هو عبارة عن صندوق استثماري متوسط الأجل أنشئ بغرض حشد الموارد من المستثمرين عن طريق عقد المضاربة المقيدة لتوظيفها لشراء أصول الشركة السودانية لنقل الكهرباء، وتأجيرها لوزارة المالية إجارة تشغيلية لتحقيق عوائد مجزية للمستثمرين فيه، مع توفير موارد مناسبة للدولة بجانب تطوير صناعة الصناديق الاستثمارية في البلاد، بالإضافة إلى توفير موارد نقد أجنبى مناسبة للدولة .

يبلغ رأس مال الصندوق 758.4 مليون دولار أمريكي تقريباً مقسمة إلى 7,583,527 صك بقيمة اسمية قدرها مائة دولار للصك الواحد، وحدد عمر الصندوق بفترة 36 شهراً من نهاية الإكتتاب 12 الذي بدأ العمل به في شهر يونيو 2012 م، وفي نهاية مدة الإجارة تعرض أصول الشركة السودانية لنقل الكهرباء للبيع في السوق بالسعر الجاري ويكون لوزارة المالية حق الدخول في منافسة الشراء مع الآخرين. إلا أن الظروف لم تكن في صالح هذا الصندوق بعد إنفصال الجنوب وخروج عائدات النفط من موازنة الدولة وتآكل احتياطاتها من النقد الأجنبي وتدهور سعر الصرف، وإرتفاع متوسط معدل التضخم فبقيت المبالغ المكتتب فيها في حساب طرف البنك المركزي . (أزهري، 2013، الصفحتان 11-12)

الشكل (23): مبيعات شهادات شركة (نور) للفترة (2012-2015)



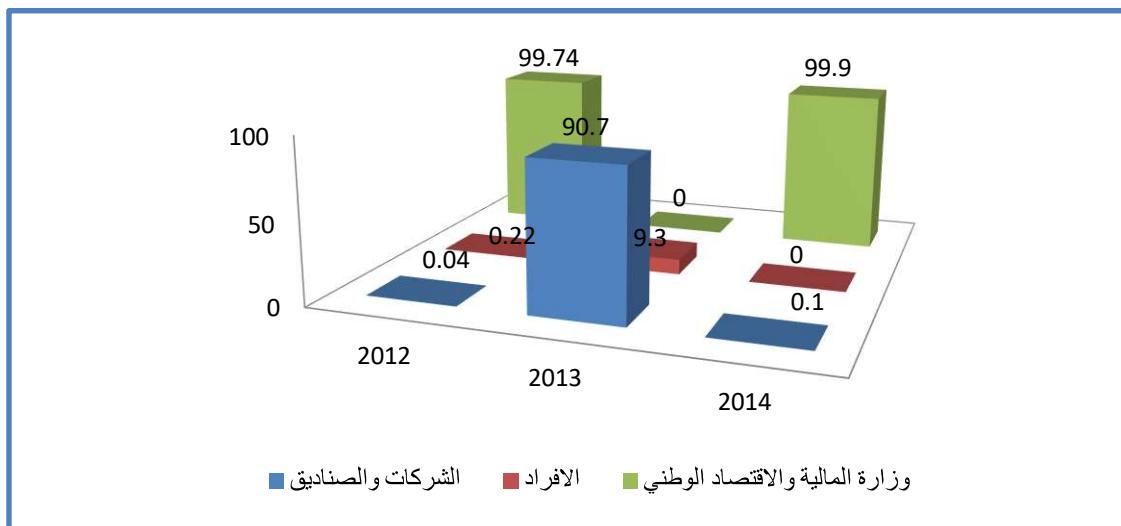
المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على تقارير بنك السودان المركزي في الموقع الرسمي

<http://www.shahama-sd.com/ar/reports>

نلاحظ من خلال الشكل رقم (23) أن شهادات نور تم إصدارها أول مرة سنة 2012، حيث بلغت عدد الشهادات في تلك السنة 7580000 شهادة، ثم شهدت انخفاض في مبيعات في مبيعات سنة 2013 مقارنة بسنة 2012، حيث بلغت سنة 2013 بـ 4769500 شهادة، وثم شهدت إرتفاع بشكل متزايد سنة 2014 لتصل إلى 7580000 وتكون آخر سنة إصدار لها ليتم تصفيتها في نهاية السنة، وقد كانت أكبر نسبة مبيعات من نصيب وزارة المالية والإقتصاد الوطني سنة 2012 و2014، حيث بلغت نسبة المساهمة 99.74%

و 99.9% على التوالي، بينما سنة 2013 كانت الشركات والصناديق لها أكبر نصيب بيع، حيث بلغت 90.7%， تليها نسبة الأفراد التي قدرة بـ 9.3%， وهذا ما يوضحه الشكل الموجي:

الشكل (24): مساهمة الأفراد ووزارة المالية والشركات والصناديق في حجم إصدار شهادات نور للفترة (2014- 2012)



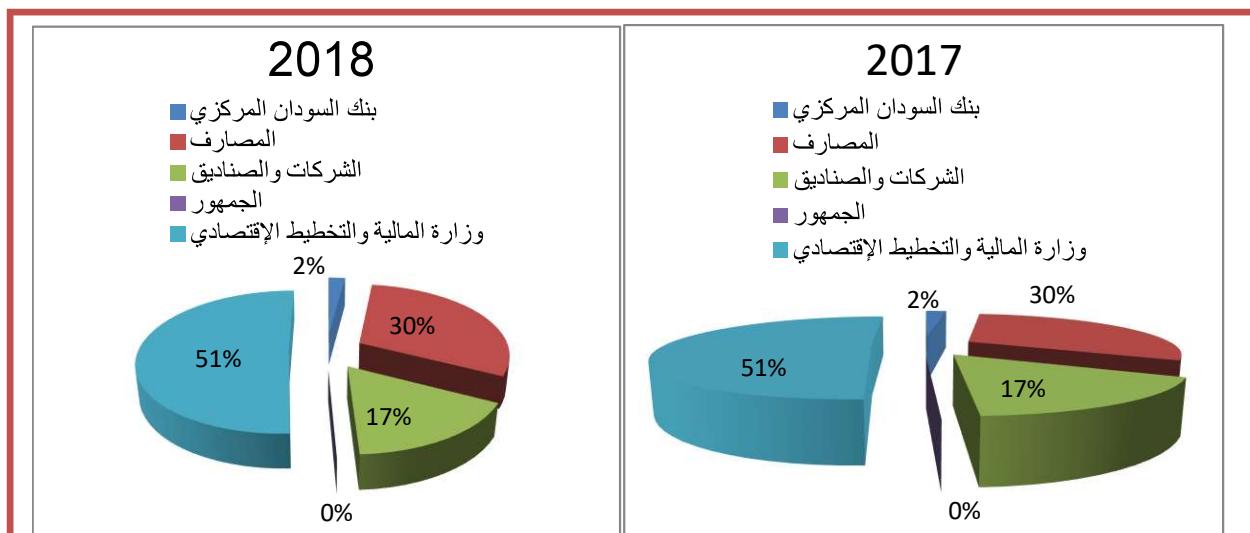
المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على تقارير بنك السودان المركزي في الموقع الرسمي

<http://www.shahama-sd.com/ar/reports>

6.2.2.2 شهادات إجارة أصول الشركة السودانية لتوزيع الكهرباء (شاشة): هذه الشهادات عبارة عن صندوق استثماري متعدد الأجل، أنشئ بغرض حشد الموارد من المستثمرين عن طريق عقد المضاربة لتوظيفها لشراء أصول الشركة السودانية لتوزيع الكهرباء وتأجيرها لوزارة المالية إجارة تشغيلية لتحقيق عوائد مجانية للمستثمرين فيه.

بدأ هذا الصندوق بالعمل في عام 2013 م، بغرض توفير فرص استثمارية تحقق عائدًا لحملة هذه الصكوك، بتckiي أصول الشركة السودانية لتوزيع الكهرباء وعرضها للمستثمرين وتوفير موارد للدولة بجانب تطوير صناعة الصناديق الاستثمارية في البلاد. (المنتجات المالية للشركة، 2016)

الشكل (25): تقسيم شهادات إجارة أصول الشركة السودانية لتوزيع الكهرباء لعامي 2018-2017



المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على تقارير بنك السودان المركزي في الموقع الرسمي:

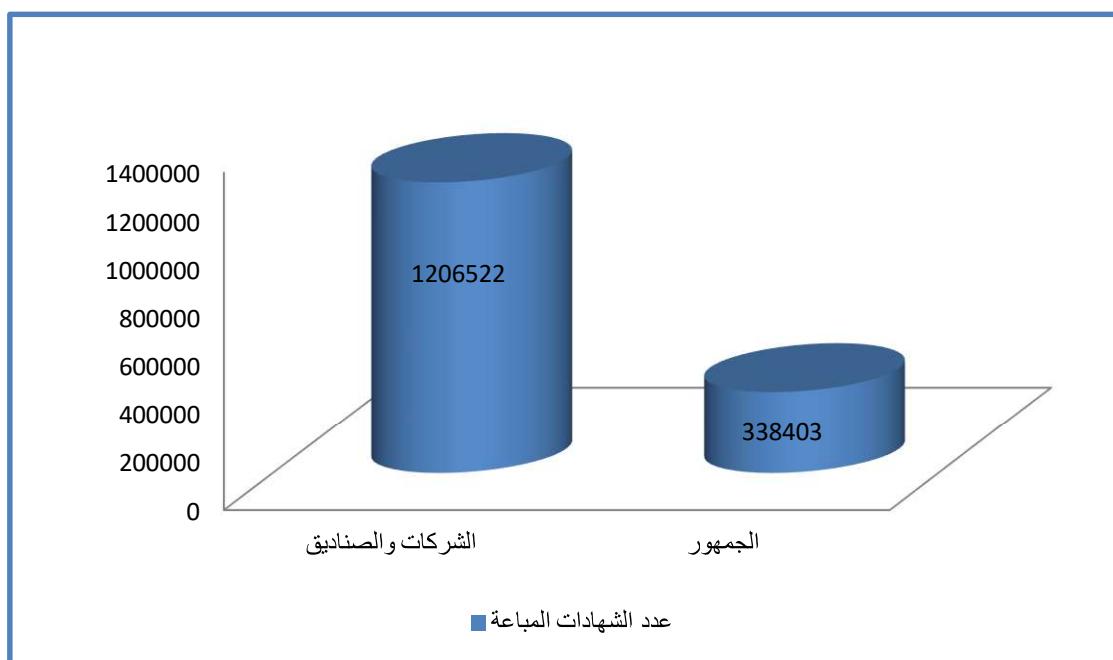
<http://www.shahama-sd.com/ar/reports>

يوضح الشكل أعلاه عدد إصدارات شهادات (شاشة) من طرف كل من بنك السودان المركزي، البنوك ووزارة المالية والجمهور خلال عامي 2017 و 2018، حيث نلاحظ أنه خلال عام 2017 كان أكبر نصيب إصدار للشهادات من طرف البنوك بنسبة 49% بحوالي 2195 مليون شهادة وبقيمة 1154.1 مليون جنيه، تليها وزارة المالية والتخطيط الاقتصادي بـ 2052 مليون شهادة بقيمة 1026.2 مليون جنيه على عكس سنة 2018 أين كان أكبر نصيب إصدار من طرف وزارة المالية والتخطيط الاقتصادي بقيمة 1137.3 مليون جنيه لـ 2274645 شهادة، أي أكثر من نصف الشهادات المصدرة في السوق (51%)، تليها البنوك بنسبة 30%， بقيمة 684.3 مليون جنيه.

7.2.2.2 شهادات صندوق الذهب (بريق): هي عبارة عن صكوك قصيرة الأجل أصدرت في مطلع نوفمبر 2018 بواسطة شركة السودان للخدمات المالية نيابةً عن بنك السودان المركزي، بموجب قانون سلطة تنظيم أسواق المال لسنة 2016 وقانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 2016، وهذا ما يوضحه الشكل رقم (26)، وذلك لأجل عام قابل للتجديد. وهي صكوك استثمارية قائمة على صيغة المضاربة المقيدة (شراء وبيع الذهب).

الغرض من هذه الشهادات حشد المدخرات القومية وتشجيع الاستثمار بتحقيق عوائد مجذبة للمستثمرين توفير أداة لإدارة السيولة، مساعدة بنك السودان المركزي في توفير موارد النقد الأجنبي، بالإضافة إلى تطوير أسواق المال المحلية. (بنك السودان المركزي، 2018)

الشكل (26): مبيعات شهادات صندوق الذهب (بريق) لسنة 2018



المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على تقارير بنك السودان المركزي في الموقع الرسمي:
<http://www.shahama-sd.com/ar/reports>

وتعتبر هذه الصكوك ذات إصدارات خاصة، أي أنها شهادات ذات ملكية سودانية، ونوع جديد من الشهادات التي تتوافق مع الأسس الشرعية، وتصلح كآلية لإدارة السيولة بتداولها في العمليات المالية السودانية، وهذا إضافة للصيغة الإسلامية المتعامل بها في النظام المالي الإسلامي للعالم والشكل الموالي يمثل تدفق تمويل هذه الصيغة في النظام المالي السوداني:

الجدول (07) : تدفق صيغ التمويل الإسلامية في النظام المالي السوداني (2009-2018)

الصيغة	المراحة	المشاركة	المضاربة	السلم	المقاولة	الإجارة	الإستصناع	قرض حسن	أخرى
2009	8186.3	1641.4	956	349.6	1005.6	24.9	0	0	2573.8
2010	11474.1	1981.9	1480	257.6	2295.5	52.2	0	0	3451.5
2011	14312.9	1548.5	1424.7	174.8	1952.2	35.8	0	0	3880.3
2012	12021.9	2636.9	1296.3	459.8	2160.1	89.6	20.1	125.5	5292.7
2013	18012.7	3740.7	1772.9	665.3	3929.5	331.2	32.4	99.6	5238.2
2014	20180.4	3625.3	2086.5	1464.2	5178.3	144.6	43.2	208.7	5747.4
2015	26968.5	8402.2	3822.8	3582.2	1622.9	200.2	120.9	47.2	9426.3
2016	38518.7	17271.5	5594.1	4165.5	2499.7	290.4	240.8	52.3	14722.4
2017	60722.9	8099.3	9740.1	728.5	32364.6	546	442.7	294.1	11658
2018	78705.3	26417.8	7560.3	9196.5	2030.2	1058.2	1114.7	544	16560.7
المتوسط	28910.37	7536.55	8607.96	2104.4	5503.86	277.31	201.48	137.14	7855.13

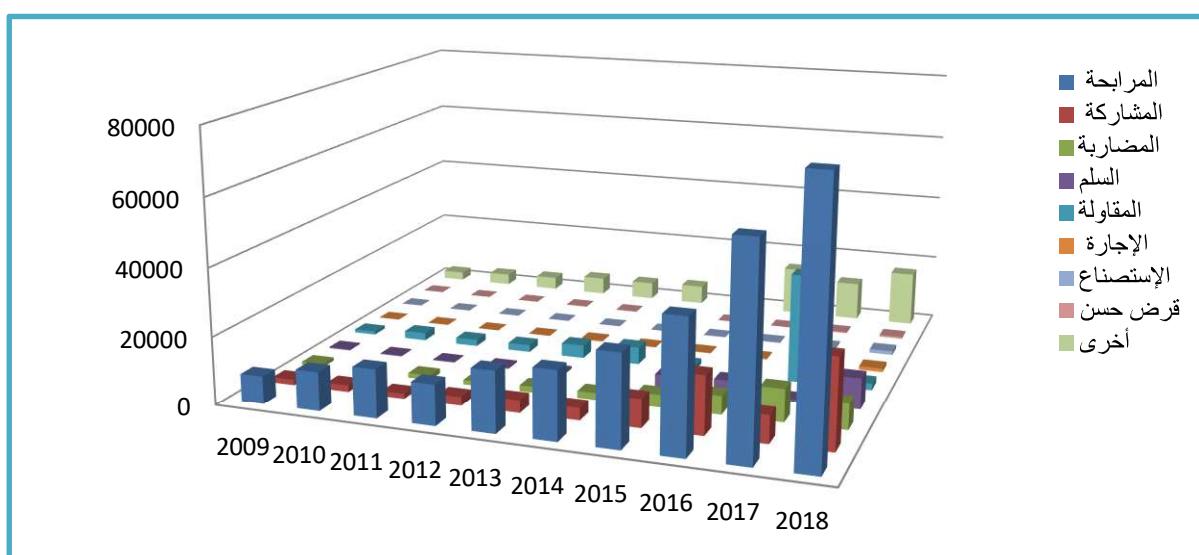
المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على تقارير بنك السودان المركزي في الموقع الرسمي:

<http://www.shahama-sd.com/ar/reports>

يبين الجدول رقم (07)، تدفق صيغ التمويل الإسلامية في النظام المالي السوداني خلال الفترة (2009-2018)، حيث نلاحظ تذبذب في تدفق الصيغ من صيغة لأخرى ومن سنة لأخرى في نفس الصيغة، إلا أن تبقى الصيغة الغالبة هي المراحة والمشاركة، فقد بلغ متوسط الصيغتين خلال الفترة (2009-2018)، 28910.37 مليون جنيه على التوالي، وهي نسب مرتفعة إذا ما قورنت بالصيغ الأخرى (مثلاً: قرض حسن 137.14 مليون جنيه)، ولهذا يمكن أن تعتبر المراحة من أكثر صيغ التمويل استعمالاً في بنوكها الإسلامية بإعتبار أنها تصلح لتقديم تمويل جزئي لأنشطة العمالء الصناعية أو التجارية أو غيرها، وتمكنهم من الحصول على السلع المنتجة والمواد الخام أو الآلات والمعدات من داخل القطر أو من خارجه (الاستيراد)، وجود ضمانات قوية يمكن تسليمها واسترداد حقوق البنك في حالة تعثر العميل .

وللوضيح الجدول أكثر، نقدم الشكل الموجي الذي يوضح تدفق كل صيغة خلال سنوات الدراسة :

الشكل (27) : تدفق صيغ التمويل الإسلامية في النظام المالي السوداني (2009-2018)



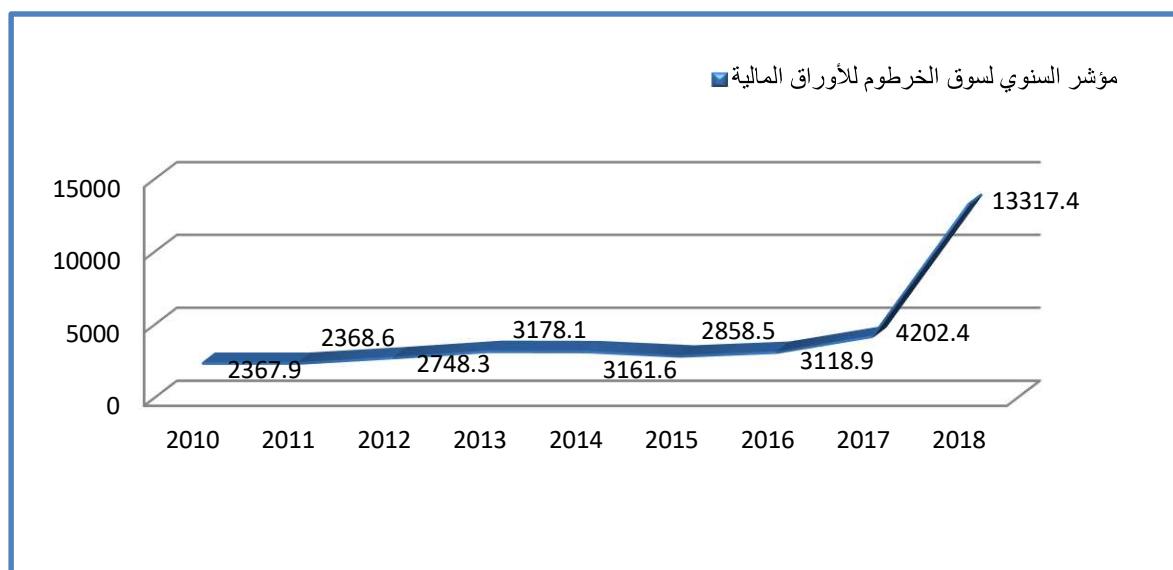
المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على تقارير بنك السودان المركزي في الموقع الرسمي:

<http://www.shahama-sd.com/ar/reports>

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن صيغة المرابحة هي الصيغة الأكثر استخداماً في البنوك السودانية بحيث وصلت إلى غاية 78705.3 مليون جنيه سنة 2018، بإعتبارها الأقل مخاطرة وإتجاه النظام السوداني نحو نظام التمويل الإستهلاكي، تليها صيغتي المشاركة والمضاربة بنسبة تمويل بلغت 26417.8 مليون جنيه و7560.3 مليون جنيه على التوالي خلال سنة 2018، بينما تعتبر نسبة باقي الصيغ منها السلم والمقاولة والتي تتناسب مع القطاع الزراعي منخفضة جداً تصل إلى 1058.2 مليون جنيه في الإجارة و2030.2 مليون جنيه في المقاولة وإلى 544 مليون جنيه في القرض الحسن كلها سنة 2018، وهي نسب ضعيفة جداً إذا ما قرنت بالصيغ الأخرى، مما يعكس ضعف التمويل التشغيلي الممنوح للزراعة خاصة وأن هناك بعض العمليات تحتاج نقد لدى المزارع ما جعل البنك المركزي يتحفظ للاستثمار في القطاع الزراعي ويعمل على إقحام باقي الصيغ في مجالات التمويل.

وكل هذه الصيغ ساهمت في رفع مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية وتطوره ويمكن توضيح ذلك في الشكل الموالي :

الشكل (28) : تطور المؤشر السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (2018-2010)



المصدر : من إعداد الطالية بالإعتماد على تقارير بنك السودان المركزي في الموقع الرسمي:
<http://www.shahama-sd.com/ar/reports>

نلاحظ من خلال الشكل البياني رقم (28) تطور مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية سنة 2018 مقارنة لما كان عليه في السنوات السابقة، حيث ارتفع المؤشر السنوي من 4202.4 نقطة في عام 2017 إلى 13317.4 نقطة في عام 2018، وذلك نتيجة لارتفاع أسعار الأسهم المتداولة في السوق الثانوية وإعادة تقييم أصول الشركة السودانية للمناطق والأسواق الحرة. والشكل الموالي يبين نسبة الصكوك المتداولة حسب القطاعات في السوق المالية:

الجدول (08) : تطور الصكوك المتداولة حسب القطاعات في الفترة (2013-2018)

الشـهـادـات				الصـنـادـيق				القـطـاع
المساهمة %	عدد العقود المنفذة	حجم التداول (مليون جنيه)	عدد الصكوك المتداولة (ألف صك)	المساهمة %	عدد العقود المنفذة	حجم التداول (مليون جنيه)	عدد الصكوك المتداولة (ألف صك)	
12.3	15185	3.7	6983	87.7	428	26.5	996934	2013
10.1	21788	5.4	10259	89.9	313	48.3	936596	2014
98.5	29303	5994	11222	1.5	174	90	1068	2015
99.8	41978	4054	7924	0.2	13	9	724	2016
99.3	36875	10318.6	19242	0.7	219	77.8	1845	2017
94.0	20710	7824.7	14731	6.0	553	495.4	5448	2018

المصدر : من إعداد الطلبة بالإعتماد على تقارير بنك السودان المركزي في الموقع الرسمي:

<http://www.shahama-sd.com/ar/reports>

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه ارتفاع حجم تداول الصكوك المتداولة في الصناديق من 26.5 مليون جنيه سنة 2013 إلى 495.4 مليون جنيه سنة 2018، إلا أن نسبة المساهمة كانت في إنخفاض مستمر خلال الفترة (2013-2018)، وذلك بلجوء الدولة إلى صكوك (أسهم) الشهادات، حيث تمثل جميع هذه الشهادات (شهادات شهامة)، وبعد أن كان يشكل حجم التداول 3.7 مليون جنيه في سنة 2010، أصبح 10318 مليون جنيه سنة 2017، وهي أعلى قيمة تشهد لها هذه الفترة، كما أن نسبة المساهمة أصبحت تشكل ما نسبته 99.3 % أي إعتماد كلي في السوق على شهادات شهامة والباقي ما نسبته 0.7 % فقط من صكوك الصناديق، وهذا راجع للإعتماد الكبير في الاقتصاد السوداني على صيغة المشاركة القائمة عليها هذه الشهادات، إضافة لكونها أداة مالية إسلامية تعمل على إمتصاص السيولة في الاقتصاد الكلي لخفض معدل التضخم وسد عجز الموازنة .

3.2 الدروس المستفادة من التجربة السودانية: فيما يلي بعض الدروس المستفادة من هذه التجربة:

- أثبتت الدراسة التي قمنا بها حول أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية بالتجربة السودانية أنها تجربة فريدة من نوعها في مجال الصكوك الإسلامية، من حيث استخدامها لصيغ تمويلية متعددة ساهمت في النهوض بنشاطها الاقتصادي وبنظامها المالي وفق الشريعة الإسلامية ؟

- بالنسبة لأداء سوق الخرطوم للأوراق المالية فقد حقق هذا الأخير نسبياً العديد من أهدافه الواردة في نظامه الأساسي، حيث نمى حجم عمليات سوق الخرطوم للأوراق المالية من حيث حجم الإصدارات وعدد العقود المنفذة بما يؤشر لدور الصكوك في تفعيله وإرساء إمكانات واسعة لتطوره مستقبلاً؛

- زيادة عدد الأوراق المالية المدرجة بسوق الخرطوم، غير أن إصدارها من الجانب الحكومي (الشهادات والصكوك) هو الأكثر مقارنة بالإصدار من جانب القطاع الخاص (الصناديق)؛

- البنك المركزي السوداني يعمل وفق النظام المالي الإسلامي، ويستخدم أدوات في سياساته النقدية تتوافق مع الشريعة الإسلامية، ويعتمد أساساً على صيغ المشاركة والمضاربة ويمتلك سوق رأس مال ي العمل فقط وفق الضوابط الشرعية الإسلامية، وكل عمليات التداول تخضع للرقابة وتستبعد الربا والغرر والحيل؛

- تتميز السوق المالية السودانية بالتنوع من حيث منتجات صناعة الهندسة المالية، حيث تشمل عدداً من الأدوات والعمليات الآليات المالية سواء التقليدية منها أو المستحدثة، وهو ما لاحظناه من خلال استعراضنا لهذه المنتجات فيما سبق؛ (جدي، 2015، الصفحات 227-228)
- على الرغم من الظروف الصعبة التي مرت بها دولة السودان على مختلف الأصعدة إلا أن السياسة النقدية (بما فيها الأوراق المالية الإسلامية) أحدثت أثرا إيجابيا على السياسة الاقتصادية الكلية للبلد؛ (خامر، 2017، صفحة 44)
- عملت الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة للسودان سنة 2010، مما أثر بالإيجاب على اقتصادها؛
- ساهمت صكوك شهامة في إدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي عبر ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة والتحكم في السيولة، في ظل أحكام الشريعة الإسلامية؛
- ساهمت السوق المالية الإسلامية في السودان إلى رفع مستوى نمو اقتصادها.

3. سبل الاستفادة من التجربتين الماليزية والسودانية في صناعة منتجات الهندسة الإسلامية في الجزائر:

تعد تجربة ماليزيا في السوق الإسلامية من أهم التجارب العالمية التي نجحت في تحقيق الاستقرار الاقتصادي والنمو الاجتماعي، في وقت عرفت فيه بعض الدول الآسيوية تراجعاً كبيراً، كما في الحين الذي عرفت الكثير من الدول العربية تقهقرًا تنموياً مريعاً، عملت السودان على تحويل نظامها من تقليدي إلى إسلامي وهذا لما وجدوا في من فوائد مذكرة على الاقتصاد والدولة، ولهذا سناحول الاستفادة من التجربتين لتطوير سوقالجزائر المالية، فالاقتصاد الوطني :

1.3 القيمة التي تضيفها صناعة المنتجات والصكوك الإسلامية للأقتصاد الجزائري : قد يُمكّن فتح سوق مالي إسلامي في الجزائر، من امتصاص الكتلة النقدية الكبيرة الموجودة خارج المعاملات الرسمية والتي قدرت بـ 40 مليار دولار، حيث يرى المختصون الاقتصاديون أن السبب الرئيسي لعدم قبول أصحاب هذه الأموال توظيفها في تمويل الاستثمارات، هو رفض التعامل مع البنوك الربوية، واستعادة السيطرة على الكتلة النقدية المتداولة في السوق الموازية، وتعزيز السيولة والاستثمارات عبر القنوات الرسمية.

ويؤكد نجاح التجربة الماليزية في هذا المجال ذلك، حيث كمارأينا في التجربة الماليزية يمثل حجم سوق الأوراق المالية الإسلامي ضعف الناتج الداخلي الخام في ماليزيا، وهذا ما يدل على قدرة الأدوات المتداولة في هذا السوق على استقطاب رؤوس الأموال اللازمة لتمويل المشاريع الاقتصادية بالإضافة إلى اجتذابها للمتعاملين الاقتصاديين الذين يرغبون توظيف أموالهم وفق أحكام الشريعة الإسلامية بفضل الإعفاءات الضريبية والتسهيلات الممنوحة للمستثمرين في هذا السوق . (بودويرة، سعيرج، و حاجي، 2020، صفحة 24)

2.3 معيقات تطبيق سوق مالية إسلامية جزائرية : تجدر الإشارة أن هناك العديد من المعيقات والتحديات التي تواجه نمو الهندسة المالية الإسلامية في الجزائر، أهمها غياب الإطار التشريعي والتنظيمي الذي يساعد على تنظيم عمل الصكوك الإسلامية في الجزائر، حيث لم تتضمن القوانين والتشريعات الجزائرية أي أحكام تراعي فيها التعاملات الشرعية وفق الضوابط الإسلامية خاصة منها قانون النقد والقرض، الذي لم يسن أي أوامر تحت على التعامل وفق الشريعة الإسلامية، ومنه إلى القوانين التجارية، الجبائية، الضرائب، البورصة... إلخ، أين نلاحظ غياب تام في بنود صيغ البيوع وفق قواعد الشريعة، هذا ما أدى

إلى غياب البنوك الإسلامية وطنية إلى حد الآن، وما فيها يكون جزئي وبجهود خارجية، كل هذا أدى إلى فلة الكوادر البشرية (المؤهلة والمدربة) ذات الخبرة المالية الإسلامية ولا متعاملين ذو دراية تامة بأسس ومبادئ عمل البنوك الإسلامية.

3.3 الحلول المقترحة للإستفادة من الأسواق المالية الإسلامية العالمية : كما هناك العديد من المعوقات، هناك العديد من الإقتراحات لمعالجة عجز الجزائر في مجال الهندسة المالية الإسلامية، ذكر منها :

- إضافة بند في قانون النقد والقرض، يتم فيه الإعتراف بعقود التمويل الإسلامي ؛
- إضافة فقرة إلى الفصل المتعلق بمراقبة البنوك تكون خاصة بالمؤسسات المالية الإسلامية المتعاملة بالصكوك الإسلامية، بوضع نظام متكامل للرقابة الشرعية بدأ بتعيين هيئة رقابة شرعية من ذوي الكفاءة والإختصاص تعنى بمراقبة هذه المؤسسات ومدى احترامها للضوابط الشرعية ؛
(بهلول و صيفاوي، 2010، صفحة 201)
- إنشاء شركة ذات غرض خاص لتقوم مقام البنك المركزي وزارة المالية بإصدار وإدارة الصكوك الإسلامية ؛
- تأسيس سوق ثانوية خاصة بالمعاملات الإسلامية ؛
- نشر الوعي الثقافي والمعرفي لدى الجمهور وخاصة المستثمرين منهم، حول أهمية الصكوك الإسلامية في دفع عجلة التنمية، من خلال الندوات والمؤتمرات ووسائل الإعلام المختلفة ... (حفوظة و زبيدي، 2017، صفحة 82)
- تقديم تحفيزات ضريبية للمستثمرين في هذه السوق ؛
- تكوين كوادر بشرية في المالية الإسلامية بإدراج تخصصات الهندسة المالية الإسلامية في برامج مؤسسات التعليم العالي أو فتح جامعات إسلامية ومعاهد تدريبية متخصصة، كما عملت التجربة الماليزية والتي تعتبر أهم خطوة صاحبت تطور الإسلاميات في البلاد. (بودويرة، سعيرج، و حاجي، 2020، ص 25)

خلاصة

تعد تجربة السوق المالية والهندسة المالية الإسلامية في ماليزيا والسودان، من أهم التجارب الناجحة والرائدة في العالم، لعدة أسباب استخلصناها في دراستنا لهذا الفصل، أهمها الدعم القوي من قبل البنك المركزي الماليزي والبنك المركزي السوداني، وتكامل المالية الإسلامية في الدولتين ومتانة الإطار الشرعي والقانوني .

حيث أظهر النموذج الماليزي بأن النظام المالي المزدوج (إسلامي وتقليدي)، أنه هيكل متين متكامل تقريباً تتوفر فيه فرص التمويل لمختلف الأنشطة الاقتصادية وكذا تجميع الموارد المالية الإستثمارية، كما يتميز بالتوافق بـ زيادة دور الأسواق المالية خاصة بعد الأزمة المالية لسنة 1997، كما أن صمود الهندسة المالية الإسلامية أمام أزمة 2008 ساعدتها في التطور والتجدد والنمو المدروس وكذلك تميزت بالانتشار المحلي والدولي والدعم من قبل الحكومة والسلطات النقدية والمؤسسات المالية أيضاً إلا أنه تم انتقادها في بعض التسهيلات للتكييفات الفقهية والنواقص القانونية والتنظيمية.

أما النموذج السوداني بين بأن النظام المالي الإسلامي الكلي، متوازن في هيكله يلعب فيه كل من الأسواق والمنتجات الإسلامية دوراً فعالاً، كما أن الهندسة المالية الإسلامية تلعب دور متتطور ومتجدد لكن يشوبها نوع من الدفع السياسي، مما قد ينحرف بها عن مسيرتها، بالإضافة إلى انتشارها داخلياً؛ (محلياً) فقط.

هكذا تبين لنا بأن هناك علاقة ذات اتجاهين بين مدى تطور الهندسة المالية الإسلامية ككل ومدى نجاح وتطور منتجات الهندسة المالية، فوجود نظام مالي متتطور في ماليزيا أدى إلى تطور الهندسة المالية الإسلامية، بينما أدى وجود هندسة مالية إسلامية في السودان إلى تطور النظام المالي بها.

ـ خاتمة V

الابتكار، الحداثة والتقدم التكنولوجي هي الخصائص الرئيسية لبروز الهندسة المالية وأدواتها، حيث أصبحت تحت مكانة مرموقة خاصة في فترة الأزمة المالية لسنة 2008، هذا بفضل تنوع منتجاتها، فمنها ما هو قائم على المشاركة في عائد الاستثمار ومنها ما هو قائم على المديونية، ومنها ما هو قائم على الإعانت والتكافل، مما جعل منها وسيلة لحل المشكلات وتلبية الحاجات المتزايدة للمجتمعات ومواجهة مشاكل التمويل، السيولة، الابتكار السليم والتحوط من المخاطر.

هذه المنتجات المالية ذات الكفاءة المحدودة، أدت إلى إخراج المؤسسات المالية الإسلامية عن وظيفتها الأساسية وحدوث خلافات فقهية حولها كونها أقل مصداقية وأقل كفاءة في السوق المالية الإسلامية، مما أوجب البحث عن منتجات مالية إسلامية تكون أكثر كفاءة، أكثر مشروعية وأكثر مساهمة في تعزيز العدالة الاجتماعية، ليعيد المؤسسات المالية الإسلامية إلى مسارها الصحيح، فجاءت الهندسة المالية الإسلامية لتحقيق نقلة نوعية للصناعة المالية الإسلامية، لتحول إلى صناعة عالمية، تسيطر على الساحة المالية الدولية على حساب الصناعة المالية الروبية.

و جاءت هذه الدراسة كمحاولة لرسم معالم منتجات الهندسة المالية الإسلامية في ظل الأسواق المالية العالمية، بغية تشخيص واقع المالية الإسلامية في خفض الضغوطات التنافسية الحادة التي تفرضها التغيرات الجذرية من المالية التقليدية إلى المالية الإسلامية، والإستفادة منها كحلول تساهم مستقبلاً في تطوير الأسواق المالية الإسلامية منها سوق الجزائر، ولدراسة الإشكالية "ما مدى تنوع وأصالحة منتجات الهندسة المالية الإسلامية لتكون بديلاً لمنتجات الهندسة المالية التقليدية؟" كان من الضروري بداية إلقاء نظرة شاملة حول الهندسة المالية التقليدية من خلال جملة من المفاهيم العامة، الذي توصلنا فيها إلى أن التغيرات التي عرفتها البيئة الاقتصادية بصفة عامة والبيئة المالية بصفة خاصة، خاصة مع انهيار النظام المالي والنقد، بعد أزمة 2008 التي أثبتت أن التمادي في استعمال التوريق القائم على بيع الدين والتلوّع في المجازفات المستقبلية يؤدي في النهاية إلى كوارث مالية وإقتصادية، أدى بالضرورة إلى البحث عن أدوات مالية أقل مخاطرة، أعلى عائد، أكثر تحوطاً وأدنى تكلفة وقد تحقق الهدف بظهور الهندسة المالية الإسلامية ومنتجاتها الخالية من الفائدة وأساليب الغر...، حيث تعرفنا في هذا المحور على البديل الشرعي للمنتجات التقليدية وأهم ما يميزها عن نظيرتها التقليدية ودورها في الحد من الأزمات المالية.

فمن خلال كل ما سبق، خلصنا إلى أن هناك عدة تحديات تواجه منتجات الهندسة المالية الإسلامية وأن الإستراتيجية التي يجب أن تتبناها الهندسة المالية الإسلامية لتحقيق استدامتها هي أن تعمل على إبتكار منتجات ذات أصالة شرعية بإستغلال المخزون الإستراتيجي من الصيغ الفقهية الشرعية، حتى تحافظ على هوية هذه الصناعة وتلبي احتياجات السوق وتساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية المحلية بالإضافة إلى العناية بأدوات تقليل المخاطر والتكاليف من خلال الكشف عن مكنوز تراثنا الفكري إعتماداً على إجتهاد الفقهيين في تحقيق هذا الأمر.

و من خلال ما عرضناه سابقاً توصلنا إلى النتائج التالية:

1. النتائج النظرية للدراسة

- من خلال تعريف الهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية الإسلامية تبين أنه نفس التعريف مع اختلاف جوهري هو الالتزام بالضوابط الشرعية، وهذا يعني أن الهندسة الإسلامية تكون مقيدة بتجيئات الشرع، فالسلامة الشرعية تكون دائمًا مقدمة ليكون المنتج ناجح اقتصاديًا؛
- للهندسة المالية دوراً وأهمية كبيرة في توفير التمويل اللازم للإستثمار وتنشيطه والتحوط من المخاطر المفروضة في السوق؛
- من خلال موقف الشرع من المشتقات المالية تبين أن الكثير من العقود الأجلة والمستقبلية من قبيل الرهان ومن جنس القمار الذي تحرمها الشريعة الإسلامية؛
- تعتبر المشتقات المالية والتوريق أهم الأدوات المتسببة في الأزمة المالية العالمية 2008؛
- الهندسة المالية الإسلامية إستكمالاً للمنظومة المعرفية للإقتصاد الإسلامي ومواكبة التطورات الحاصلة في العلوم المالية؛
- من أهم مزايا تطبيق الهندسة الإسلامية أنها توفر بدائل للمنتجات التقليدية وتجنب التقليد؛
- تساعد الهندسة المالية الإسلامية في تفعيل دور البنوك الإسلامية ونجاح السوق المالية الإسلامية في مواجهة التحديات المفروضة؛
- توفر الهندسة المالية الإسلامية منتجات مالية ذات كفاءة اقتصادية ومصداقية شرعية؛
- إن الهندسة المالية الإسلامية متى قدمت البديل الشرعي للمعاملات المالية المحرمة وقامت الأنظمة الإسلامية بتطبيقها والإلتزام بها فستكون من أعظم الأسباب لحماية إقتصادياتها من التأثر بالأزمات الاقتصادية الخانقة المتتابعة.
- إعتماد الهندسة المالية الإسلامية على قاعدة المشاركة في الربح والخسارة والتداول الفعلي للأموال وال موجودات، والتفاعل الحقيقي بين أصحاب الأموال والعمل وفق ضابط العدل وبذل الجهد يقلل من حدة أي أزمة حيث لا يوجد فريق رابح دائمًا، وفريق خاسر دائمًا، بل المشاركة في الربح والخسارة.

2. النتائج التطبيقية للدراسة

- تحتل ماليزيا المرتبة الأولى عالمياً من حيث إصدار الصكوك الإسلامية، وقد أصدرت العديد من أنواع الصكوك لتمويل مشاريع البنية التحتية، وهي من أوائل الدول التي أصدرت هذه الصكوك بالعملة المحلية، وبهيكلاً متتنوع الصيغ من الصكوك؛
- تسعى ماليزيا من خلال ما توليه من اهتمام بسوق المالية الإسلامية بما فيها الصكوك الإسلامية، وما تقدمه من تسهيلات و ما تقوم به من إجراءات قانونية من شأنها تطوير هذه السوق، فإنها تسعى إلى تحويلها إلى مركز دولي لرأس المال الإسلامي العالمي، و يصبح هذا المركز أنموذجاً للمستثمرين المسلمين وغير المسلمين و الوسطاء الماليين و الشركات؛
- أثبتت تجربة ماليزيا في الصكوك الإسلامية إمكانية الاستفادة من هذه الصكوك كأداة للمساهمة في تمويل العجز الموازنوي، من خلال استخدامها في دعم الميزانية التنموية المخصصة في النفقات لمشاريع التنمية؛
- ساهمت الأسهم الإسلامية في رفع القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية الماليزي إلى 18,12% بليون رينجت في سنة 2019 بنسبة 61,12% ، بفضل الجهود المبذولة من قبل الحكومة الماليزية الهدافلة إلى جعل سوق الأوراق المالية الماليزي سوقاً جذاباً لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية؛
- ساهمت الأدوات المالية الإسلامية منذ إنطلاق عمليات البورصة السودانية في النظام المالي الإسلامي من سنة 2011 في تحفيز نشاطها ومسارها التداولي وتراجع عمليات تداول الأسهم لعزوف المتعاملين عن طرحها في السوق الثانوية (التداول)؛

- هناك جهود معتبرة من طرف إدارة البورصة والحكومة السودانية بتنشيط وتنظيم عمليات البورصة؛

- ساهمت إسلامية الأدوات المالية في تنشيط وتطور سوق الخرطوم للأوراق المالية؛

- استخدم البنك المركزي السوداني عدداً من الأوراق المالية الإسلامية لتنفيذ عمليات السوق المفتوحة، وهي : شهادات مشاركة الحكومة (شهامة)، صكوك الاستثمار الحكومية (صرح)، شهادة إجارة بنك السودان المركزي (شهاب)، شهادات إجارة أصول مصفاة الخرطوم للبترول (شامة) .

- وفي إطار برنامج خصخصة المؤسسات الحكومية في المستقبل يُلاحظ مساهمة الجيل الثاني من الأوراق المالية الإسلامية (صكوك صرح وصكوك الإجارة شهاب وشامة) إلى جانب الجيل الأول (شهادات شهامة) في إدارة السياسة النقدية، وبالتالي إحداث تطور نوعي في إدارة السياسة النقدية الإسلامية؛

- تنوع آجال الأوراق المالية المصدرة، شهادات شهامة قصيرة الأجل (أجلها عام واحد) صكوك صرح متوسطة و طويلة الأجل نسبياً (من 2 إلى 6 سنوات)، شهادات شهاب طويلة الأجل (أجل الإصدارة 10 سنوات)، أما شهادات شامة طويلة الأجل نسبياً (يبلغ أجلها 7 سنوات)، مما يُمكّنها من أداء وظيفتين هامتين، الوظيفة الاستثمارية التنموية والوظيفة النقدية المرتبطة بإدارة السيولة في الاقتصاد؛

- على الرغم من الظروف الصعبة التي مرت بها دولة السودان على مختلف الأصعدة إلا أن السياسة النقدية (بما فيها الأوراق المالية الإسلامية) أحدثت أثراً إيجابياً على السياسة الاقتصادية الكلية للبلاد.

3. اقتراحات الدراسة

بعد عرض نتائج الدراسة خلصنا إلى مجموعة من الاقتراحات نوجزها فيما يلي:

- وضع أساس واضح للهندسة المالية الإسلامية حتى لا يتم التلاعب والوقوع في أخطاء التي من شأنها أن تؤثر على الإستقرار المالي والإقتصادي للمؤسسات المالية الإسلامية ؛

- تفعيل دور الرقابة الشرعية في ضبط التجاوزات المالية الناتجة عن التلاعب في عقود الهندسة المالية الإسلامية ؛

- ضرورة البحث الجاري عن الحلول التي تلبي الاحتياجات الإقتصادية مع متطلبات القواعد الشرعية ؛

- تطوير الموارد البشرية لضمان توفر مجموعة من المتعاملين ذوي الخبرة لدعم تطور ونمو الهندسة المالية الإسلامية ؛

- لابد من تكامل جهود الدول العربية والإسلامية كافة ومنها الجزائر، والتنسيق فيما بينهم من الجانبين الفقهي والعلمي لتقدير التجربة الماليزية والسودانية، بإعتبارهما التجربتين الرائدتين في هذا المجال للإستفادة منها مع العمل على تطويرها وتكييفها مع واقع كل دولة ؛

- ضرورة إلمام كل المسؤولين والهيئات الحكومية والمؤسسات المالية بصفة عامة بطبيعة الصكوك الإسلامية وعملية التحكيم ومتطلبات نجاحها؛

- يمكن استخدام الضرائب التحفizية كما فعلت ماليزيا للشركات الخاصة المصدرة للصكوك الإسلامية، في جميع القطاعات الاقتصادية تشجيعاً لهذه الشركات وتطويراً لسوق الصكوك الإسلامية، إضافة إلى توفير الدعم التقني لمصاري هذه الصكوك؛

- زيادة فتح البنوك الإسلامية في الجزائر، والتشجيع على إجراء المزيد من الدراسات المتعلقة باستخدام الصكوك الإسلامية كأداة للمساهمة في تمويل العجز الموازن، عن طريق تمويل المشروعات

التنمية المفترض تمويلها من طرف الحكومات من الموازنة العامة، وكذا تحليل وتقدير تجارب الدول في هذا المجال للاستفادة منها؛

- وجوب تطوير البنوك الإسلامية في الجزائر وطنية عمومية وخاصة، من خلال ابتكار أدوات مالية جديدة تلبي احتياجات المتعاملين الاقتصاديين وتتوافق مع ضوابط الشريعة الإسلامية، وتحسين أدائها لضمان تدخل فعال لها في سوق الأوراق المالية الإسلامية في حال تأسيسه.

4. آفاق الدراسة

بعد النتائج المتوصّل إليها والتوصيات المقدمة المتعلقة بهذه الدراسة، تثار أمامنا إشكاليات أخرى لها علاقة وثيقة بالموضوع، والتي يمكن أن تكون آفاق لبحوث مستقبلية:

- قدرة المنتجات المالية الإسلامية في الإستجابة لمتطلبات السوق والتحديات المستقبلية أمام التطوير والإبتكار في ظل العولمة المالية؛
- أثر منتجات الهندسة المالية الإسلامية على النظام المالي والإقتصاد الجزائري
- دور الأدوات المالية الإسلامية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية العربية؛
- أثر استخدام تكنولوجيا المعلومات على أداء السوق المالية الإسلامية؛
- أثر تداول الأدوات المالية الإسلامية المشتقة على أداء الأسواق المالية العربية؛
- أهمية استخدام التحليل الأساس في التنبؤ بأسعار الأوراق المالية الإسلامية؛
- تقدير واختبار دقة نماذج التنبؤ بأسعار الأسهم الإسلامية في الأسواق المالية العربية.

المراجع

1. المراجع باللغة العربية

1. إبراهيم هندي منير. (2000). الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات؛ الجزء الأول : التوريق. طنطا.
2. أحمد نعمة عبد اخرس النافعي. (2019). المحاسبة عن المشتقات المالية الاستثمار في شركات التأمين. الإسكندرية: دار التعليم الجامعي.
3. أحمد ح. ب. (1999). صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي . الاسكندرية :مؤسسة شباب الجامعة للنشر.
4. باقر هاشم النجار إخلاص. (2019). الهندسة المالية الإسلامية. الأردن: دار الأيام .
5. إبراهيم علي القاضي، طلال مزيد العرادة، و اللاذ علی عبد الغاني. (2015). مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية:دراسة تطبيقية. مجلة البحوث الاقتصادية (العدد 03).
6. أحمد رشاد مرداسي، و صبرينة بوطبة. (2017). الهندسة المالية الإسلامية كآلية ل توفير التمويل المصرفي الإسلامي. مجلة إقتصاديات المال والأعمال JFBE .
7. الدولي مجمع الفقه الإسلامي الدولي. (2002). بيع الدين وسندات القرض وبدائلها الشرعية في مجال القطاع العام والخاص. تاريخ الاسترداد 16 ,06, 2020، من مجمع الفقه الإسلامي الدولي:
<http://www.iifa-aifi.org/2033.html>
8. السعيد بريش. (2007). رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر - دراسة حالة شركة SOFINANCE . مجلة الباحث (العدد 5).
9. العربي عمر دواجي. (2018). طبيعة العلاقات الناشئة عن استخدام بطاقة الإنتمان. مجلة حقوق الإنسان والحرريات العامة (العدد 5).
10. آمال لعمش. (2012). دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية دراسة نقدية لبعض المنتجات المصرفية الإسلامية (مذكرة ماجستير) . كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، سطيف: جامعة فرhat عباس.
11. أوصالح ع. ا. (2014). فعالية الهندسة المالية في التحول نحو الاقتصاد الأخضر . منتجات وتطبيقات الإبتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية .
12. آيت قاسي ع. ر., مسيليتي ن. &, بن زيدان ا. (2019). الصكوك الإسلامية المصادر كأدلة تمويلية في المصادر . مجلة إقتصاد المال والأعمال ,المجلد (04) العدد (01).
13. إيمان قاسم الحصادي، و فخر الدين علي الصهيبي. (2018). الهندسة المالية الإسلامية وأهميتها للمصارف الإسلامية. إقتصاديات الأعمال والتجارة (العدد 05).
14. بلقيس دنيازاد عيashi. (2018). دور ضوابط الصناعة المالية الإسلامية في الحد من آثار الأزمات المالية : دراسة مقارنة بين السوق المالي والإمراتي والماليزي (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية وتجارية وعلوم التسيير ، سطيف: جامعة فرhat عباس .
15. بن إبراهيم الغالي. (2015). تشخيص واقع الإبتكار المالي في ظل الصناعة المصرفية الإسلامية. مجلة العلوم الإنسانية (العدد 40).

- 16.** بن أحمد الشامي محمد. (2020). مقاول أبحاث بالباطن نماذج لإنهيار منظومة البحث والإبتكار الوطنية وكيفية علاجها . Amazon Media .
- 17.** بن سليمان آل فواز مبارك. (2010). الأسواق المالية من منظور إسلامي (مذكرة تدريسية). جامعة الملك عبد العزيز، جدة: مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي.
- 18.** بن سليمان الجريش عبد الله. (2018). تداول الأسهم في السوق المالية : دراسة تأصيلية مقارنة. الرياض: مكتبة القانون والاقتصاد.
- 19.** جاسم النشمي عجيل. (2020). بحث التوريق والتصكيم وتطبيقاتهما. تاريخ الاسترداد 09,06,2020 ، من الموقع الرسمي لفضيلة الشيخ أ.د. عجيل جاسم النشمي: <https://www.dr-nashmi.com>
- 20.** جليل كاظم مدلول العارضي. (2008). نماذج تشغيل الخيارات المتقدمة ودورها في تحديد قيمة المكافأة للخيار وبناء محفعة التحوط - دراسة تطبيقية في القطاع المصرفي العراقي. مجلة آداب الكوفة (العدد 5).
- 21.** جمال معنوق. (2016). إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية دراسة مقارنة بين السوقين (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المسيلة: جامعة محمد بوضياف.
- 22.** حاكم الربيعي، الفتلاوي ميثاق، أحمد فارس علي، و حيدر جوان. (2011). المشتقات المالية (عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلات). الأردن: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
- 23.** حامد حسان حسين. (بلا تاريخ). دراسة حول موضوع بعض جوانب الصكوك المعاصرة. تاريخ الاسترداد 08,06,2020 ، من الموقع الرسمي للدكتور حسين حامد: <http://hh.mm-ss.com/pagedetails.aspx?id=112>
- 24.** حكيم براضية، و جعفر محمد هني. (2016). دور التحكيم الإسلامي في إدارة السيولة في البنوك الإسلامية. الأردن: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع .
- 25.** حياة نجار، و هشام بورمة. (2017). الهندسة المالية الإسلامية لتطوير الصيرفة الإسلامية - دراسة التجربة السودانية-. معارف مجلة عملية دولية محكمة (العدد:23).
- 26.** خالد وهيب الرواوى. (2009). إدارة المخاطر المالية. الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع.
- 27.** راند ن. أ. (2016). قواعد هندسة المنتجات المالية الإسلامية(دراسة تحليلية). (مجلة دراسات علوم الشريعة والقانون ،المجلد) 43العدد 01)
- 28.** سارة بکوش. (2019). دور المنتجات المالية المركبة في تنشيط الأسواق المالية – حالة السوق المالية التركية -. مخبر تقييم رؤوس الأموال الجزائرية في ظل العولمة .
- 29.** ساسية جدي. (2015). دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية (مذكرة الماجستير). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بسكرة: جامعة محمد خيضر.
- 30.** سالم بن إبراهيم السويلم. (2006). المنتجات المالية الإسلامية بين الإبداع والتقليد. مقالات في التمويل الإسلامي .
- 31.** سامي مباركي. (2004). فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات: دراسة مقارنة الجزائر، المغرب، تونس(مذكرة ماجستير). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، باتنة: جامعة الحاج لخضر.
- 32.** ساهر زينب خلفة. (2018). حوكمة الشركات المملوكة برأس المال المخاطر دراسة نظرية للعلاقة بين المخاطر برأس المال/مسير-. مجلة الباحث الاقتصادي (CHEEC) ، المجلد 6.
- 33.** سعيد بن حسين بن علي المقرفي. (2015). شهادات الإيداع القابلة للتداول. تاريخ الاسترداد 23 /2020 ، من مجلة المحاسب العربي: <https://www.aam-web.com> ,06

34. سعيد سيف السبوسي. (2019). التورق المصرفي آخر انحرافات المصارف الإسلامية دراسة تحليلية للأنشطة التمويلية لبنك إسلام ماليزيا (1988-2016). مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة ، المجلد 04 (العدد 01).
35. سهام عيساوي، و لخضر مرغاد. (2014). استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية. أبحاث إقتصادية وإدارية (العدد 15).
36. سيد عبد القادر فاطمة. (2017). المشتقات المالية والأزمات المالية. القاهرة : دار حميثرا للنشر والترجمة.
37. شافية كناف، و ذهبية لطرش. (2017). عقود المشتقات المالية بين الأهمية الاقتصادية والرؤية الشرعية. مجلة آفاق للعلوم (العدد 7).
38. شهاب أحمد سعيد العزيزي. (2012). إدارة البنوك الإسلامية. الأردن: دار النفائس للنشر والتوزيع.
39. شوقي جباري، و فريد خميلي. (2010). دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية. الأزمة المالية والإقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إقتصادي إسلامي .
40. صبرينة عتروس، و سهيلة عتروس. (2015). واقع البدائل الشرعية للمشتقات المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية الإسلامية. مجلة ميلاف للبحوث والدراسات (العدد 2).
41. صديقي، أ. & عبد الرحمن، ع. أ. (2014). دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير منتجات البنوك الإسلامية "الصكوك الإسلامية أنموذجا". التكامل الاقتصادي .
42. صلاح الدين شريط. (2019). أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية. القاهرة: دار حميثرا للنشر والترجمة.
43. صندوق النقد الدولي. (1993). المشتقات المالية (ملحق لدليل ميزان المدفوعات). وشنطن.
44. عائشة عزوز. (2019). الهندسة المالية الإسلامية كخيار استراتيجي لتفعيل السوق المالية الإسلامية. مجلة المعيار ، المجلد 23 (العدد 48).
45. عبد الحميد رضوان سمير. (1996). أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الإقتصادية ودراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية. القاهرة: المعهد العالمي للفكر الإسلامي.
46. عبد العليم نجاح، و أبو الفتوح عبد الوهاب. (2014). اصول مصرية والأسوق المالية الإسلامية. الأردن: دار النشر عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع.
47. عبد القادر العطير. (1995). بطاقة الإنتمان، العمليات التشغيلية والإطار القانوني. مجلة البلقاء للبحوث والدراسات ، المجلد الثالث (العدد 1).
48. عبد القادر حيرش. (2018). الهندسة المالية (مطبوعة). كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، تيارات: جامعة ابن خلدون.
49. عبد القادر دربال، و مهدي ميلود. (2014). المنتجات المالية المركبة في البنوك الإسلامية بين حتمية الإبتكار والمصداقية الشرعية-الإجارة المنتهية بالتمليك نموذجا. ، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الإبتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية .
50. عبد الكريم أحمد موسى قندوز. (2017). الهندسة المالية الإسلامية: مقاربة الفك والتركيب. الإقتصاد الإسلامي .
51. عبد الكريم قندوز. (2018). التحوط وإدارة الخطر مدخل مالي. لندن: دار إي كتب.

52. عبد الكري姆 قندوز. (2017). الخيارات، المستقبليات، والمشتقات المالية الأخرى. لندن: E-Kutub Ltd
53. عبد الكريم قندوز. (2007). الهندسة المالية الإسلامية. مجلة جامعة الملك عبدالعزيز: الاقتصاد الإسلامي ، المجلد 20 (العدد 02).
54. عبد الكريم قندوز. (2008). الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق. بيروت: مؤسسة الرسالة ناشرون.
55. عبد الله الخصاونة يحيى. (2014). الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأعمال المصرفية الإسلامية. الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأعمال المصرفية الإسلامية، واقع مهن كلية الاقتصاد بين الواقع وتحديات المستقبل.
56. عبد الله العمراني. (2010). العقود المالية المركبة - دراسة فقهية تأصيلية-. (الإصدار ط2). الرياض: دار الكنوز إشبيليا للنشر والتوزيع.
57. عبد الله خيري مرتضى. (2017). أحكام المسؤولية العقدية عن الإستعمال الغير المشروع لبطاقة الإنتمان دراسة مقارنة في القانون المصري والأردني. مجلة الأستاذ الباحث للدراسات القانونية والسياسية (العدد 7).
58. عبد الله محمد العمراني. (2006). العقود المالية المركبة دراسة فقهية وتأصيلية وتطبيقية. الرياض: دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع .
59. عديلة خنوسة، و محمد زيدان. (2017). منتجات الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية. الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية (العدد 17).
60. عرفة احمد يوسف احمد. (2020). لأحكام الفقهية المتعلقة بالرهون المستجدة. الإسكندرية : دار التعليم الجامعي.
61. علي بو عبد الله. (2015). تطور إصدار الصكوك المالية الإسلامية في بورصة ماليزيا. مجلة العلوم الاقتصادية والتسهير والعلوم التجارية ، العدد 14.
62. عمار بو طوكوك. (2018). إستراتيجية إدارة ميزانية البنك بإستخدام الهندسة المالية (أطروحة دوكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، أم البوachi: جامعة أم البوachi.
63. فتحي البديوي. (2010). استخدام الهندسة المالية في إعادة هيكلة المشروعات. كراسات علمية تعنى بالاتجاهات العلمية الحديثة .
64. فوزي عبد الرزاق، و ريمه برارمة. (2015). الهندسة المالية للعقود بين المخارج الشرعية والحيل الربوية -نمذج من العقود المالية المركبة-. مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية (العدد 3).
65. كاظم مدلول العارضي، و علي نعمة عبود. (2016). الهندسة المالية وأدواتها المشتقة مفاهيم نظرية وتطبيقية.الأردن: دار المنهجية للنشر والتوزيع.
66. لخضر مرغاد. (2013). الهندسة المالية من منظور إسلامي "مع إشارة إلى تجارب بعض الدول". مجلة العلوم الإنسانية (العدد 29).
67. محفوظ جبار. (2011). أسواق رؤوس الأموال الهيكل الأدوات والإستراتيجيات. عين مليلة: دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع.
2. المراجع باللغة الأجنبية
1. BELTAS, A. (2007). La TITRISATION. Alger: EDITION LEGENDE.

- 2.** corb, h. (2012). Interest Rate Swaps And Other Derivatives. New York : columbia business school publishing.
- 3.** dhanesh, k. k. (2016). Derivatives and Risk management . New delhi: phi learning private limited.
- 4.** Eduardo, V.-V. (2010). The treatment of financial derivatives in BPM6. Data requirements for monitoring derivative transactions .
- 5.** Glantz, M., & Robert, K. (2013). Multi-asset Risk Modeling Techniques For a Global Economy In An Electronic And Algorithmic Trading Era. New York: Academic Press Elsevier Science.
- 6.** IMinds. (2009). Money: Securization. Consulté le 06 08, 2020, sur IMinds: www.IMinds.com
- 7.** International association of financial engineers. (2013). Advancing the Field of Quantitative Finance "WHAT IS FINANCIAL ENGINEERING". Consulté le 03/ 28/, 2020, sur international association of financial engineers (iafe): <https://www.iaqf.org/financial-engineering>.
- 8.** Malaysia Bond Market Guide. (s.d.). Malaysia Bond Market Guide. Récupéré sur www.waseda.jp: http://www.waseda.jp/wincls/CA_BMGS/ABMF%20Vol1%20Part%202%20Sec%207_MAL.pdf
- 9.** MALAYSIA, IIMM BANK NEGRA. (s.d).. Récupéré sur ISLAMIC INTERBANK MONY MARKETE: <http://iimm.bnm.gov.my/index.php?ch=4&pg=4&ac=98>
- 10.** Rod, M., Paul, D., Jessica, C., Milbank, Tweed, Hadley, et al. (s.d.). High-yield covenants and terms—introductory concepts. Consulté le 06 21, 2020, sur Milbank UNDERSTANDING HIGH-YIELD BONDS (A complete guide for investors, issuers, banks and advisers): <https://www.milbank.com/images/content/1/7/17909/HYB-Milbank-digi.pdf>
- 11.** Rustam, I. (1994). Developing islamic. New Horizon Islamic Banking & Insurance .
- 12.** Sebastian, v. B., & Boris, L. (2013). Financial Engineering in the U.S.
- 13.** Tanya S, B., Cara M, M., & Robert W, K. (2011). financial engineering the evolution of a profession. Hoboken (New Jersey): John Wiley & Sons.
- 14.** Wan Razazila, W. A., Jamal, R., & Murray, C. (2010). THE EVOLUTION OF THE ISLAMIC CAPITAL MARKET. Récupéré sur

VICTORIA UNIVERSITY OF WELLINGTON TE HERENGA WAKA:
<https://www.wgtn.ac.nz/>

15. wan Sulaiman, B. W. (2008). MALAYSIAN EXPERIENCES ON THE DEVELOPMENT OF ISLAMIC ECONOMICS, BANKING AND FINANCE. Islamic Economics Research Center .

16. wan Sulaiman, B. W. (2008). MALAYSIAN EXPERIENCES ON THE DEVELOPMENT OF ISLAMIC ECONOMICS, BANKING AND FINANCE. Islamic Economics Research Center .

17. Yogesh, M. (2008). Investment Management. New Delhi: PHI Learning Private Limited.

