

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
République Algérienne Démocratique et Populaire

Ministère de l'Enseignement Supérieur  
et de la Recherche Scientifique  
Université Akli Mohand Oulhadj - Bouira -  
Tasdawit Akli Muḥend Ulḥağ - Tubirett -  
Faculté des Sciences Economiques,  
Commerciales et des Sciences de Gestion



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة أكلي محمد أولحاج  
- البويرة -  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في علوم التسيير  
تخصص: مالية ومحاسبة

## بعنوان

الهندسة المالية ودورها في تنشيط أسواق الأوراق المالية  
الناشئة مع التطرق لنماذج بعض الدول الإسلامية

إشراف الدكتور:

غلام عثمان

إعداد الطالب:

حملة محزالدين

### أعضاء لجنة المناقشة

جامعة البويرة	رئيسا	أستاذ محاضراً	د/ رسول حميد
جامعة البويرة	مشرفا ومقرا	أستاذ محاضراً	د/ غلام عثمان
جامعة بومرداس	ممتحنا	أستاذ التعليم العالي	أ.د/ حميد بوزيدة
جامعة البويرة	ممتحنا	أستاذ محاضراً	د/ عزوز أحمد
جامعة البويرة	ممتحنا	أستاذ محاضراً	د/ قاسمي آسيا
جامعة برج بوعريش	ممتحنا	أستاذ محاضراً	د/ موسى بن منصور
جامعة البليدة 2	مشرفا مساعدا	أستاذ محاضراً	د/ العرابي حمزة

2019/2018

## شكر والتقدير

أمرنا الله سبحانه وتعالى أن نقدم الشكر لمن أجرى الله 'جلا جلاله' النعمة على أيديهم لخدمة الإسلام والمسلمين، حيث قال رسول الله 'صلى الله عليه وسلم': « من صنع إليكم معروفاً فكافئوه، فإن لم تجدوا ما تكافئونه فادعوا له حتى تروا أنكم قد كافأتموه » (رواه أبو داود)

أتوجه بكامل الشكر والتقدير للمشرف على هذا العمل الدكتور علام عثمان والشكر الممنون للدكتور لعراي حمزة على التوجيه والإرشاد. والشكر للجنة المناقشة لقبولهم مناقشة هذا العمل المتواضع ولأساتذة العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بجامعة البويرة على مساندتهم وتعاونهم. كما أتقدم بالشكر لكل من عاون وساهم في نجاح هذه الدراسة

## إهداء

أهدي هذا العمل إلى والدي اللذين سهرا على تربيتي وتعليمي وجاهدا في سبيل

توفير حياة أفضل

إلى كل إخوتي، زملائي وزميلاتي على مرور مساري الدراسي

إلى كل من ساهم في تقديم يد العون للخروج من ظلام الجهل إلى نور العلم

كل من علمني وساهم في تربيتي ونجاحي

كل مستشاري وعلماء في الصناعة المالية الإسلامية

كل صانعي الحضارة العربية الإسلامية

# فهرس المحتويات

II	شكر وتقدير
III	إهداء
V	فهرس المحتويات
XI	فهرس الجداول
XIV	فهرس الأشكال
XV	ملخص باللغة العربية
XXI	ملخص باللغة الفرنسية
ب - د	مقدمة
1	<b>الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق الأوراق المالية</b>
2	تمهيد
3	<b>المبحث الأول: مداخل أساسية لسوق الأوراق المالية</b>
3	<b>المطلب الأول: سوق الأوراق المالية وموقعها في السوق المالي</b>
3	أولاً: تعريف السوق ومعايير تصنيفها
7	ثانياً: السوق المالي ومكوناته
10	<b>المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية بنيتها وخصائصها، وظائفها</b>
10	أولاً: تعريف سوق الأوراق المالية
11	ثانياً: مكونات سوق الأوراق المالية وخصائصها
14	ثالثاً: وظائف سوق الأوراق المالية
17	<b>المطلب الثالث: تنظيم بورصة الأوراق المالية</b>
17	أولاً: لجنة البورصة
18	ثانياً: عمليات سوق الأوراق المالية
22	ثالثاً: المتعاملون بالسوق
24	رابعاً: الأوامر
27	<b>المبحث الثاني: كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية</b>
27	<b>المطلب الأول: ماهية نظام المعلومات</b>
28	أولاً: تعريف نظام المعلومات وعناصره
31	ثانياً: أنواع وخصائص نظام المعلومات
34	ثالثاً: دور المعلومات في سوق الأوراق المالية
34	<b>المطلب الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية</b>
35	أولاً: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية
37	ثانياً: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

39	ثالثا: أشكال فرضية السوق الكفاء
42	المطلب الثالث: المؤشرات في الأسواق المالية
43	أولا: مفهوم مؤشرات سوق الأوراق المالية
45	ثانيا: بعض مؤشرات سوق الأوراق المالية
48	المبحث الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة في الدول الإسلامية
49	المطلب الأول: أسواق الأوراق المالية الناشئة
49	أولا: تعريف الأسواق الناشئة وتصنيفاتها
51	ثانيا: خصائص الأسواق المالية الناشئة
52	ثالثا: محددات نمو الأسواق المالية الناشئة
54	المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية الإسلامية
55	أولا: تعريف وخصائص سوق الأوراق المالية الإسلامية
57	ثانيا: مقومات إقامة الأسواق المالية الإسلامية ومتطلباتها
59	ثالثا: قدرة أسواق الأوراق المالية الإسلامية على مواجهة الأزمات المالية
61	المطلب الثالث: نبذة عن بعض أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية
61	أولا: سوق الأوراق المالية الجزائري
63	ثانيا: بورصات الدول العربية
69	خلاصة
70	الفصل الثاني: الهندسة المالية: المفهوم، المنتجات والأزمات
71	تمهيد
72	المبحث الأول: أساسيات الابتكار المالي والهندسة المالية
72	المطلب الأول: تطور الابتكارات المالية
72	أولا: التطور التاريخي للابتكارات المالية
74	ثانيا: مفاهيم حول الابتكارات المالية
77	ثالثا: موقع الابتكارات المالية الحديثة من الهندسة المالية
79	المطلب الثاني: أساسيات الهندسة المالية
79	أولا: مفهوم الهندسة المالية
83	ثانيا: إستراتيجية الهندسة المالية
85	المطلب الثالث: أهم منتجات الهندسة المالية
85	أولا: مفهوم أدوات الهندسة المالية
87	ثانيا: التوريق
91	ثالثا: المشتقات المالية

93	المبحث الثاني: الهندسة المالية والأزمة المالية
94	المطلب الأول: ماهية الأزمة المالية
94	أولاً: مفهوم الأزمة المالية
97	ثانياً: أنواع الأزمات المالية
99	ثالثاً: أهم النظريات المفسرة للأزمات المالية والاقتصادية
100	المطلب الثاني: مختلف أسباب الأزمات المالية
101	أولاً: أسباب الأزمة المالية
104	ثانياً: قنوات انتشار الأزمات المالية
105	ثالثاً: بعض الآثار المترتبة عن الأزمات المالية
108	المطلب الثالث: الأزمة المالية ودور أدوات الهندسة المالية فيها
108	أولاً: عرض بعض الأزمات المالية
115	ثانياً: دور الهندسة المالية في الأزمات المالية
117	المبحث الثالث: الهندسة المالية الإسلامية
117	المطلب الأول: مدخل للهندسة المالية الإسلامية
117	أولاً: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية
120	ثانياً: أهمية وخصائص الهندسة المالية الإسلامية
125	المطلب الثاني: منتجات الهندسة المالية الإسلامية
125	أولاً: المشتقات المالية الإسلامية
130	ثانياً: التوريق الإسلامي
133	المطلب الثالث: الصكوك المالية الإسلامية
133	أولاً: تعريف الصكوك الإسلامية وأهميتها
135	ثانياً: خصائص الصكوك الإسلامية وأنواعها
143	خلاصة
144	الفصل الثالث: دور الهندسة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية 'تجربة ماليزيا والسودان'
145	تمهيد
146	المبحث الأول: دور الهندسة المالية في تنشيط أسواق الأوراق المالية الناشئة
146	المطلب الأول: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
146	أولاً: أدوات الملكية 'الأسهم'
151	ثانياً: أدوات الدين 'السندات'
156	ثالثاً: الأوراق المالية المشتقة أو المهجنة

158	<b>المطلب الثاني: دور الهندسة المالية في تنشيط المعاملات المالية في سوق الأوراق المالية</b>
158	أولاً: أهمية منتجات الهندسة المالية في تفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية
159	ثانياً: مساهمة المشتقات المالية في تنشيط عمليات سوق الأوراق المالية
161	ثالثاً: تطور استخدام المشتقات المالية
163	رابعاً: دور التوريق في تفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية
165	<b>المطلب الثالث: المنتجات المالية الإسلامية كآلية لتنشيط عمليات البورصة</b>
165	أولاً: عمليات سوق الأوراق المالية في ميزان الشريعة الإسلامية
168	ثانياً: دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية
172	ثالثاً: دور المشتقات المالية الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية
174	<b>المبحث الثاني: النموذج المالي في تنشيط سوق الأوراق المالية</b>
174	<b>المطلب الأول: الاقتصاد المالي</b>
174	أولاً: نبذة موجزة عن ماليزيا
176	ثانياً: التجربة التنموية المالية
179	ثالثاً: الصيرفة الإسلامية المالية
183	<b>المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية في ماليزيا</b>
183	أولاً: نشأة سوق الأوراق المالية في ماليزيا
184	ثانياً: تعريف ووظائف سوق الأوراق المالية في ماليزيا
186	ثالثاً: أقسام سوق الأوراق المالية في ماليزيا
188	رابعاً: هيئة الأوراق المالية المالية
189	خامساً: الرقابة الشرعية على سوق رأس المال الإسلامي المالي
190	<b>المطلب الثالث: دور المنتجات المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية المالية</b>
191	أولاً: الصكوك الإسلامية المالية
197	ثانياً: أثر إدراج المنتجات الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية المالي
199	<b>المبحث الثالث: التجربة السودانية في تنشيط سوق الأوراق المالية</b>
200	<b>المطلب الأول: النظام المالي السوداني</b>
201	أولاً: نبذة عن السودان
202	ثانياً: النظام المصرفي في السودان
206	ثالثاً: المؤسسات المالية غير مصرفية
207	<b>المطلب الثاني: سوق الخرطوم للأوراق المالية</b>
208	أولاً: نشأة سوق الخرطوم للأوراق المالية
210	ثانياً: الشركات المدرجة في البورصة السودانية



212	ثالثا: الأوراق المالية المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية
213	المطلب الثالث: الهندسة المالية في تنشيط البورصة السودانية
213	أولاً: أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية
222	ثانياً: تداول والنشاط بسوق الخرطوم للأوراق المالية
225	خلاصة
227	خاتمة
234	قائمة المراجع

# فهرس الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
1	أهم الفوارق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية	22
2	مواصفات الأنظمة الفرعية للوحدة الاقتصادية	32
3	مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية	40
4	مستويات الكفاءة التسعيرية في الأسواق المالية	42
5	مؤشرات أسواق الأوراق المالية اليابانية المعروفة	48
6	تطور الابتكارات المالية في مجال تمويل الأعمال والشركات	74
7	تصنيف الابتكارات المالية	77
8	تطور أسعار الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1926-1938	109
9	نسب التغيير في قيم مؤشرات 15 دولة خلال عام 1987 وشهر أكتوبر من نفس العام	111
10	أهم الفروق بين التوريق التقليدي والتوريق الإسلامي	131
11	الفرق بين الأسهم الممتازة والأسهم العادية	150
12	مقارنة بين السهم والسند	156
13	إجمالي قيمة المنتجات المشتقة في الأسواق غير المنظمة	162
14	فوائد وسلبيات البيع على المكشوف	166
15	تطور سوق الصكوك في أسواق الأوراق المالية الناشئة (2007-2013)	171
16	توضيح الفروق الاحصائية التي تعرضت لها ماليزيا، خلال الأعوام 2007-2015	177
17	يوضح أصول وأداء أكبر المصارف إسلاميا في العالم لسنة 2013	180
18	قائمة البنوك الإسلامية في ماليزيا	182
19	تطور نسب عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة ورسملة السوق الإسلامية في ماليزيا (2005-2013)	186
20	نسبة التمويل الاسلامي في ماليزيا من إجمالي التمويل الاسلام العالمي	190
21	تطور إصدار الصكوك للفترة (2010-2016)	191
22	عدد الصكوك المصدرة في ماليزيا مقارنة بالعالم للفترة (2010-2014)	192
23	تطور إجمالي الصكوك الإسلامية من إجمالي السندات في بورصة ماليزيا (2005-2015)	193
24	تطور الشركات المحلية المدرجة في بورصة ماليزيا خلال الفترة من 2004 إلى 2012	194
25	عدد الشركات المدرجة في البورصة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية للفترة (2001-2013)	194
26	تطور رسملة سوق الأوراق المالية في ماليزيا للفترة (2006-2013)	195
27	نسب استخدام صيغ الاستثمار الاسلامي في إصدار الصكوك للفترة (2001-2011)	196

196	نسبة الصكوك المعتمدة وفق مبادئ الشريعة الإسلامية خلال فترة 2010 - 2015	28
198	تطور مؤشرات سوق رأس المال الإسلامي (2005-2013)	29
198	حجم سوق رأس المال الإسلامي للفترة (2014-2017)	30
199	تطور مؤشرات سوق الأوراق المالية في ماليزيا للفترة (2005-2013)	31
206	عدد الشركات الصرافة والتحاويل المالية بنهاية كل من عام 2015 - 2016	32
211	القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق الثانوية مصنفة قطاعياً لعام 2017	33
211	الشركات الخمس الأكثر من حيث رأس المال السوقي	34
214	إصدارات أسهم شركات في سوق الخرطوم للأوراق المالية	35
215	إصدارات شهادة شهامة 2010 - 2016	36
216	إصدارات صكوك الاستثمار الحكومية (صرح)	37
217	بيان بنسب توزيع الصكوك على القطاعات	38
218	موارد شهامة وصرح منسوبة إلى الناتج المحلي الإجمالي 2000 - 2010	39
218	تطور حجم الصكوك والناتج المحلي الإجمالي	40
219	مبيعات شهادة مشاركة الحكومة شهامة (2010-2017)	41
220	مبيعات شهادات الاستثمار الحكومية (صرح) 2010 - 2016	42
221	مبيعات شهادات إجارة أصول مصفاة الخرطوم للبتروول (شامة) 2010 - 2016	43
222	نشاط السوق الثانوية لبورصة السودان للفترة 2001-2017	44
224	رأس المال السوقي قطاعياً خلال جوان 2018	45

# فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
6	أنواع الأسواق	1
8	وظائف الأسواق المالية	2
9	أسواق رأس المال	3
14	مكونات سوق الأوراق المالية	4
24	مجموعة الخدمات التكميلية التي يقدمها السمسار	5
25	أنواع أوامر المستثمر في البورصات	6
28	معالجة البيانات	7
30	المدخلات عن طريق التغذية العكسية	8
30	المدخلات التتابعية	9
33	أنواع نظم المعلومات	10
36	التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية	11
41	مسار الحركة التاريخية لأسعار الأسهم	12
78	ابتكار الهندسة المالية وتداولها في السوق	13
79	علاقة الهندسة المالية بالابتكارات المالية	14
81	أهداف الهندسة المالية	15
85	استراتيجية التحوط باستخدام مركز قصير ومركز طويل	16
86	توسيع قاعدة الأسواق المالية	17
90	آليات عمل التوريق	18
92	أسواق مشتقات الأوراق المالية	19
95	تعريف الأزمة	20
98	نموذج للأزمات المالية العالمية	21
104	قنوات انتشار الأزمات المالية	22
137	نموذج تنظيم عملية صكوك المضاربة	23
140	نموذج تنظيم عملية صكوك المراجعة	24
157	الأوراق المتداولة في أسواق رأس المال	25
205	هيكل الجهاز المصرفي السوداني	26
217	بيان بنسب توزيع الصكوك على القطاعات	27

يعتبر سوق الأوراق المالية مرآة تعكس الأداء الاقتصادي للدولة، باعتبار أن هذه السوق تمكن أصحاب المشاريع الاقتصادية من الحصول على رأس المال اللازم لإنشاء مشاريع اقتصادية جديدة أو توسيع مجال عملها، كما تعتبر أداة مراقبة للاستثمارات من خلال التعرف على سير العمل في المشاريع الاقتصادية عن طريق معرفة التغيرات في أسعار الأوراق المالية، وبذلك تمثل أسعار هذه الأوراق مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية، وإنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة لاتخاذ الإجراءات التصحيحية اللازمة.

مع توجه دول العالم وخاصة الناشئة منها نحو الخوصصة وحتمية سوق الأوراق المالية في الاقتصاد، تعين على القائمين على اقتصاد الدولة البحث في آليات وأدوات كفيلة بتنشيط وتطوير هذه السوق، لتتحلى مكانة الهندسة المالية وآلياتها في تعزيز وتنشيط هذه السوق، باعتبار أن الهندسة المالية يمتد دورها إلى التطوير والابتكار للعديد من المنتجات المالية وتقديم الحلول الإبداعية المساهمة في تفادي وحل الأزمات المالية.

وتمشيا مع التوجه العالمي وأهمية سوق الأوراق المالية اهتمت الدول الإسلامية بتنشيط هذه السوق، اتجهت دراستنا في هذا الشأن بتخصيص نموذج الماليزي والتجربة السودانية في مجال تنشيط سوق الأوراق المالية، وقد توصلنا إلى أن هذه السوق تحظى باهتمام بالغ من طرف السلطات القائمة في البلاد على تعزيز دائرة السوق والسير بها نحو التطور والرقي والعمل على مواكبة البورصات المتطورة في العالم، ومع محاولة الإمام بأهم جوانب تنشيط هذه السوق في البلدين توصلنا إلى أن هناك اهتمام بالصناعة المالية الإسلامية والسير نحو تعميم المعاملات المالية على نحو يوافق الشريعة الإسلامية.

وخلصت الدراسة إلى أن سوق الأوراق المالية حتمية لا اختيارية في ظل انفتاح السوق وتطور المجال المعلوماتي التكنولوجي وتوسيع التعاملات الخارجية مع دول العالم، وأن تنشيط وتطوير هذه السوق أمر لا بد منه ليكون هناك تصور حقيقي للاقتصاد، واتضح الرؤية في ما يجب عمله لتدارك توقف عمليات التنمية الاقتصادية للبلد، مما يفرض على الدول الناشئة تدارك أهمية سوق الأوراق المالية وتنشيطها بمختلف الآليات الممكنة، حيث اتضح أن آليات الهندسة المالية بالغ الأهمية للسير للأمام بتنشيط هذه السوق وهذا من خلال دراسة كل من النموذج الماليزي والتجربة السودانية.

**الكلمات المفتاحية:** سوق الأوراق المالية، الهندسة المالية، الدول الناشئة الإسلامية، الأدوات المالية، الصكوك الإسلامية، الاقتصاد الماليزي، النظام المالي السوداني، الصناعة المالية الإسلامية.

La bourse est le reflet de la performance économique du pays, car elle permet aux entrepreneurs économiques d'obtenir le capital nécessaire pour le lancement de nouveaux projets économiques ou élargir leur champ de travail, C'est un outil de suivi des investissements qui permet en connaissant l'évolution des prix des titres, de suivre l'avancement des projets économiques. Ces prix reflètent la situation économique future, et alertent les responsables pour entreprendre les mesures correctives nécessaires, Avec l'orientation des pays, en particulier les pays émergents, vers la privatisation et l'inévitabilité du marché boursier dans leurs économies, les responsables économiques dans ces pays sont obligés de chercher de nouveaux mécanismes et outils pour stimuler et développer ce marché, afin de refléter la position de l'ingénierie financière et ses mécanismes, puisque le rôle de l'ingénierie financière s'étend au développement et l'innovation de nombreux produits financiers et la fourniture de solutions créatives qui contribuent à la prévention et à la résolution des crises financières.

et Conformément à la tendance mondiale et à l'importance de la bourse, les pays islamiques ont fait des efforts remarquable pour activer ce marché.

À cet égard, notre étude s'est concentrée sur le modèle malaisien et sur l'expérience soudanaise dans le domaine de l'activation du marché boursier. Nous sommes arrivés à conclure que ce marché retient beaucoup d'attention des autorités du pays pour renforcer la zone du marché et l'emmener vers le développement et le progrès et œuvrer pour suivre les bourses développées dans le monde, on est arrivé à conclure qu'il y a un intérêt particulier pour la production de la finance islamique et aller vers la généralisation des transactions financières conformes à la charia islamique et il s'avère que le système financier soudanais est islamique, cette dernière garantit que chaque opération financière soit soumise à des critères et à des experts pour éviter tout ce qui contredit la charia islamique.

L'étude a conclu que le marché boursier est inévitable et non facultatif, compte tenu de l'ouverture du marché et du développement des technologies de l'information et de l'expansion des transactions extérieures, et que l'activation et le développement de ce marché sont devenus impératifs pour avoir une vision réelle sur l'économie, ainsi que la clarté de la vision sur ce qu'on doit faire pour rattraper la croissance économique du pays, il est devenu évident que les mécanismes de l'ingénierie financière sont très importants pour activer ce marché et ce, par le modèle malaisien et l'expérience soudanaise.

Les mots clés : la bourse, l'ingénierie financière, pays émergents islamiques, les outils financiers, chèques islamiques, l'économie Malaisienne, le système financier Soudanais, la production financière islamique.



هتدفة

## • تمهيد

تعتبر السوق فرصة هامة لكل مستثمر لزيادة عائداته، فالسوق هو الإطار الذي تتم فيه مختلف عمليات التبادل، ونظراً للأهمية التي يتمتع بها أمر النبي 'صلى الله عليه وسلم' ببناء سوق إسلامي في المدينة بديلاً عن سوق اليهود وكان النبي 'صلى الله عليه وسلم' يمر بنفسه ويراقب ما يجري فيه من مبادلات، ولقد تطورت الأسواق عبر العصور تطوراً كبيراً نتيجة للتطور العلمي والتكنولوجي ووسائل النقل والاتصالات، وظهور أساليب جديدة للمعاملات المالية لم تكن معروفة من قبل، مما أدى إلى توسيع قاعدة هذه الأسواق وظهور أشكال جديدة للأسواق ومن بين تلك الأسواق ما يعرف بأسواق الأوراق المالية (بورصة الأوراق المالية).

يعتبر عديد الخبراء في أسواق المال أن بورصة الأوراق المالية تعتبر مرآة اقتصادية لاقتصاد أي دولة وبالذات الدول الناشئة التي تعمل بشتى الطرق لعصرنة ومواكبة الدول المتطورة في ظل التنافسية التي تعرفها اقتصاديات دول العالم وهنا تبرز الحاجة إلى ما يسمى (الهندسة المالية) كأداة مناسبة متاحة لإيجاد أدوات مالية مبتكرة يمكن استخدامها في تنشيط وتطوير عمليات البورصة، وإدارة المخاطر المختلفة التي تواجه مثل هذه المعاملات والتحوط منها، فالهندسة المالية عبارة عن أنشطة تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، مع صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل، وهذا في ظل تزايد اهتمام عديد من الدول بتأسيس وتطوير سوق الأوراق المالية ضمن سياسات الإصلاح الاقتصادي، باعتبارها آلية ذات أهمية في دفع عجلة النمو والتطور الاقتصادي للدولة، ومن بين الدول الإسلامية التي عملت على تنشيط وتطوير بورصتها المالية، ماليزيا والسودان.

تعتبر السوق المالية في ماليزيا من أكثر الأسواق العالمية الناشئة حركةً في العالم، إذ تمكنت في السنوات الأخيرة أن تضع نفسها على قائمة دول النور الآسيوية بجانب الصين الشعبية، وتايوان وكوريا الجنوبية، كما وضعت نفسها على قائمة دول القادة العشرين في العالم، لأنها تستطيع مواجهة أعباء ديونها بكفاءة، ودون اللجوء إلى الاقتراض الخارجي من البنك الدولي.

وخصوصية ماليزيا أنها اتجهت إلى تطبيق مبادئ الاقتصاد الإسلامي في ظل التعدد العرقي وما ارتبط به من تعدد ديني ولغوي وثقافي، وقد نجحت ماليزيا في تنشيط العمل المالي الإسلامي وريادتها في المجالات المالية الإسلامية، لتتوج بتجربة يصبح من الضروري العمل على محاولة الاستفادة منها، وإن كان من الصعب نقل نموذج حربي من دولة لأخرى، لأن كل دولة لها ظروفها وإمكانياتها، ولكننا نحاول أخذ بعض الدروس والعبر.

ويقول رئيس الوزراء الدكتور مهاتير محمد في هذا السياق:

'إننا في ماليزيا نأمل بطريقة أو بأخرى أن نضيء الطريق الذي يقود المسلمين والبلدان الإسلامية باتجاه أحداث النهضة الإسلامية وبعث الأمة من جديد، ونأمل أن يجد إخواننا في العقيدة في تجربتنا ما يمكن أن يصلح ليكون نموذجاً يحتذى به'<sup>1</sup>.

أما السودان فتعتبر من الدول التي شهدت تطور في نظامها المالي وبورصتها، بحيث تعتبر التجربة السودانية تجربة خاصة والسبب الأساسي لذلك يرجع إلى أن القطاع المالي السوداني يعمل بكاملة وفق الشريعة الإسلامية وهو ما يجعل من الضرورة أن يكون أي منتج للهندسة المالية منتجاً متوافقاً مع مبادئ النظام المالي الإسلامي، أي ورقة تتداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية لا بد أن تخضع للمعايير الشرعية الإسلامية، وقد شهد هذا السوق عديد إصدارات الصكوك الإسلامية منذ إنشائه عام 1994، ليشهد زيادة في عمليات التداول ما جعله يحظى كتجربة رائدة في صناعة الهندسة المالية الإسلامية وكمثال لتنشيط البورصة ضمن أدوات مالية ذات طابع إسلامي.

#### • أهمية الدراسة

يشكل موضوع البحث أهمية بالغة في إطار ما يمثله من معرفة أهمية الهندسة المالية في تنشيط بورصة الأوراق المالية بجانب الاهتمام بنموذج الماليزي والتجربة السودانية في تنشيط البورصة، وبالأخص في مجال صناعة الهندسة المالية الإسلامية التي عرفت نقلة نوعية وكيفية في مجال تطوير الأدوات التمويلية الإسلامية، جعلت من البلدين محل نظر واهتمام عديد دول العالم ليكونا مثل يقتدى به في مجال صناعة الهندسة المالية وتنشيط بورصة الأوراق المالية بما يتوافق ما مبادئ الاقتصاد الإسلامي.

الدور الذي تحتله السوق المالية الإسلامية ومختلف الأصوات التي تنادي بإصلاح النظام المالي الدولي والتوجه نحو الاقتصاد الإسلامي من خلال إنشاء أسواق مالية إسلامية خاصة بعد الأزمة المالية العالمية لعام 2008 الذي يؤكد عديد الخبراء مدى أثر المعاملات الربوية على هذه الأزمة وعلى ضرورة التوجه إلى النظام المالي الإسلامي كحل للخروج من مثل هذه الأزمات، السوق الماليزي والسوداني كمثال جدير بالاهتمام لصناعة أسواق مالية إسلامية.

#### • أهداف الدراسة

تهدف من خلال هذه الدراسة إلى:

- توضيح مكانة سوق الأوراق المالية في الحياة الاقتصادية، وتحديد المعالم للسوق المالية الإسلامية؛
- التعرف على الهندسة المالية سواء تقليدية أو الإسلامية والإطلاع على مختلف منتجاتها؛
- التحدث عن الأزمة المالية ودور أدوات الهندسة المالية فيها؛
- إبراز دور الهندسة المالية في تطوير وتنشيط بورصة الأوراق المالية؛
- الوقوف على مدى نجاح التجربة الماليزية، وإمكانية الاستفادة منها كنموذج في أقطار العالم الإسلامي؛
- عرض تجربة سوق الخرطوم للأوراق المالية بالسودان في مجال ابتكار المنتجات المالية لتنشيط البورصة.

<sup>1</sup> - هاشم مكرو الدين، الإسلام والأمة الإسلامية، خطب وكلمات مختارة للدكتور مهاتير محمد رئيس وزراء ماليزيا، ماليزيا 2008، ص: 70.

## • دوافع اختيار الموضوع

تم اختيار موضوع الدراسة نظراً لعدة اعتبارات يمكن الإشارة إليها كالاتي:

- تناسب الموضوع مع اهتمام وتخصص الطالب؛
- الإشارة لأهمية البورصة في النظام الاقتصادي للدولة؛
- الحاجة إلى تطبيق معالم النظام المالي الإسلامي؛
- تأكيد على أهمية المنتجات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية كآلية لتنشيط البورصة؛
- التوجه نحو الاقتصادي الإسلامي والعمل على ترسيخ مبادئه.

## • الدراسات السابقة

بعد الاطلاع على الأبحاث والدراسات المتعلقة بهذا الموضوع، تبين أن هناك العديد من الكتب والمقالات والأبحاث والدراسات التي تقترب مضامينها من موضوع هذه الدراسة ومن أهمها:

### دراسة شافية كتاف<sup>1</sup>:

جاءت الدراسة ضمن ستة فصول، خصص الفصل الأول لدراسة المعالم الأساسية للسوق المالية الإسلامية، والفصل الثاني تناول تنظيم وإدارة السوق المالية الإسلامية مع الإشارة لتجارب ماليزيا والبحرين ودبي في إنشاء السوق المالية الإسلامية، أما الفصل الثالث فقد احتوى على دور الأسهم في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية مع دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية، وجاء الفصل الرابع لتوضيح دور الصكوك الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية مع دراسة حالة بعض الأسواق المالية العربية، والفصل الخامس تضمن دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية مع دراسة حالة السوق المالية السعودية، أما الفصل السادس فقد تضمن دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير السوق المالية الإسلامية. وقد توصل الباحث في دراسته إلى أنّ أولى الخطوات وأهمها لإنشاء سوق مالية إسلامية تقوم على أسس متينة ومنيعة، يكمن في ضرورة توفر أدوات مالية إسلامية تكون مصممة وفق شروط وأحكام تسمح بالتعامل فيها بواسطة مختلف شرائح المستثمرين، بحيث تكون هذه الأدوات أدوات ملكية ومشاركة ومساهمة في رؤوس أموال المشروعات لا أدوات إقراض واقتراض، وأكد الباحث أن الهندسة المالية الإسلامية لها دور مهم ومساهمة كبيرة في تطوير وتنشيط السوق المالية الإسلامية، من خلال إمدادها بأدوات وأوراق مالية، وطرق وعمليات تمويلية قديمة ومعقدة أو جديدة مبتكرة تجمع بين الكفاءة المهنية والمصادقية الشرعية، حيث أن تنوع وتطور الأدوات المالية وإتاحة أكثر من بديل أمام المستثمرين يُضفي النجاح والتميز على أداء الأسواق المالية ويعتبر من أبرز عوامل نموها وتماسكها وتطورها.

<sup>1</sup> - شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية (دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية)، أطروحة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الدكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، 2013/2014.

دراسة يمينة ختروسي<sup>1</sup>:

تناول الباحث في دراسته أربع فصول خصص الفصل الأول للبورصات والأسواق المالية الدولية بحيث تناول مفهوم سوق الأوراق المالية وأهميتها في الاقتصاد القومي والجزئي، مع التحدث عن شروط إقامة سوق أوراق مالية فعّالة وأهم سبل لتطويرها، والإشارة للأسواق المالية الناشئة وأهم العوامل لنموها، مع التحدث عن تداعيات الأزمة المالية العالمية لعام 2007، وخصص الفصل الثاني لأحكام التعامل في سوق الأوراق المالية التقليدية أشار من خلاله إلى أحكام الشرعية لسوق الأوراق المالية والأدوات المتداولة فيه، وكذلك تطرق إلى أهمية الهندسة المالية كمدخل لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، والفصل الثالث إشارة فيه إلى واقع سوق الأوراق المالية الإسلامية، تطرق فيه إلى إمكانية تحول سوق أوراق مالية تقليدية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وتناول أهمية وأهداف السوق المالية الإسلامية مع شروط ومحفزات قيام ونجاح هذه السوق، والفصل الرابع أتى بمضمون التجربة الماليزية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية والتجربة البحرينية في إقامة سوق مالية دولية، تحدث من خلاله على سوق رأس المال الإسلامية الماليزية وآليات تنظيم التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، وأشار إلى البحرين كمركز مالي إسلامي دولي مع ظروف نشأة السوق المالية الإسلامية الدولية.

توصل الباحث من خلال هذا التفصيل إلى أن عملية إنشاء سوق أوراق مالية تخضع في عملها لمبادئ الشريعة الإسلامية تتطلب توفر مجموعة من الشروط: أولها الشروط الشرعية، ثانيها الشروط الفنية التي تتضمن كل الإجراءات المتعلقة بالقضايا الإدارية والتنظيمية لإنجاح إصدار وتداول الأوراق المالية، وثالثها الشروط المهنية التي تتمثل في الشروط المتعلقة بالأبعاد المحاسبية، والإدارة المالية للأداة المتداولة والجهة المصدرة لها، وأشار إلى أن السوق المالية في ماليزيا والبحرين قد قامت بعمل مهم، ونشاط مستمر في تنظيم عمل سوق رأس المال الإسلامية، وفي تنظيم سوق الصكوك الإسلامية من خلال محاولة ابتكار وسائل استثمارية جديدة، وفي الاتفاقيات الدولية من أجل توحيد المعايير الخاصة بتعزيز وتوحيد الأدوات المالية الإسلامية.

دراسة مفتاح صالح وسلطان مونية<sup>2</sup>:

تناول الباحثان من خلال هذه الدراسة إلى سوق الأوراق المالية من منظور إسلامي، مع الأدوات التي يتداول بها في السوق الإسلامي للأوراق المالية، وكذلك التطرق إلى تطور الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية بماليزيا، وقد توصل الباحثان إلى أن أهم ما يميز أسواق الأوراق المالية في إطارها الإسلامي هي تلك الضوابط والأسس المنبثقة من الشريعة الإسلامية وأن الأدوات المتداولة بداخلها أدوات مستمدة آلياتها من عقود الاستثمار الشرعية، أما من ناحية سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا فقد أشار الباحثان إلى أنه قد قام على أساس تقسيم البديل

<sup>1</sup> - يمينة ختروسي، متطلبات إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية بالاعتماد على التجربة الماليزية والبحرينية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم تخصص: علوم اقتصادية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسنية بن بوعلي الشلف، 2017/2016.

<sup>2</sup> - مفتاح صالح، سلطان مونية، الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية (دراسة حالة سوق ماليزيا)، أبحاث اقتصادية وإدارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الثالث عشر جوان 2013.

الشرعي لسوق رأس المال التقليدي، وذلك من خلال سعي السلطات الماليزية إلى أسلمت هذا المرفق الهام في الاقتصاد، وجعله يتماشى مع الشريعة الإسلامية فقامت بوضع أدوات جديدة لسوق الأوراق المالية في مقدمتها الصكوك الإسلامية لتحل محل الأدوات المالية التقليدية الربوية.

### دراسة علام عثمان وصالح سنوساوي<sup>1</sup>:

تطرت الدراسة إلى دور الهندسة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية، بدراسة سوق الخرطوم للأوراق المالية كتجربة في هذا الشأن، وقد اعتمدا الباحثان على ثلاث محاور بخصوص ذلك خصص الأول إلى الهندسة المالية الإسلامية والثاني إلى التعرف على سوق الأوراق المالية الإسلامية بينما الثالث اهتمما فيه الباحثان على الإطلاع على مدى دور الهندسة المالية في تنشيط وتطوير سوق الخرطوم للأوراق المالية بالسودان، وقد خلصت الدراسة إلى أن سوق الأوراق المالية الإسلامية تعتبر فرصة مهمة لكل مستثمر مسلم بحيث يتمكن من خلالها من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته من خلال تنوع محفظته المالية واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاعاً ومشروعية، وأكد الباحثان على أن تداول الصكوك والشهادات في سوق الخرطوم للأوراق المالية كان له أثر مباشر على نشاط السوق، وخُصص الباحثان إلى ضرورة قيام سوق للأوراق المالية تقوم على أسس الشريعة الإسلامية تتوفر على منتجات مالية مُطورة ومبتكرة مع إيجاد منفذ تطبيقي لهذه الأدوات يتمتع بالكفاءة الاقتصادية والمصادقية الشرعية، هذا عن طريق توحيد الفتاوى الشرعية والإلزام بالعمل بمقتضاها.

### دراسة عبد الكريم قندوز<sup>2</sup>:

خصص الباحث دراسته على أربع فصول، في الأول تناول مدخل إلى صناعة الهندسة المالية، وخصص الثاني للمؤسسات المالية الإسلامية، والثالث تطرق فيه إلى صناعة الهندسة المالية الإسلامية، في حين الفصل الرابع خصصه الباحث لدراسة بعض النماذج في مجال صناعة الهندسة المالية الإسلامية (ماليزيا-السودان-الجزائر)، وقد خُصص الباحث إلى أن كل الأطراف (الحكومة-السلطات النقدية-قطاع الأعمال-قطاع العائلات) تستفيد من صناعة الهندسة المالية الإسلامية لأن ذلك يعتبر شرطاً أساسياً لاعتبار الصناعة ناجحة، وأكد الباحث على أن هناك علاقة ذات اتجاهين بين مدى تطور النظام المالي ككل ومدى نجاح وتطور صناعة الهندسة المالية الإسلامية، وقال أن وجود نظام مالي متطور في ماليزيا ساعد على تطور صناعة الهندسة المالية الإسلامية بها، بينما أدى إيجاد صناعة الهندسة المالية الإسلامية بالسودان إلى تطور النظام المالي بها، في حين الجزائر توصل إلى أن منتجات الهندسة المالية تجنح في مجملها إلى أن تكون تقليدية، ويرجع الباحث من بين أسباب ضعف صناعة الهندسة المالية الإسلامية بالجزائر إلى عدم وجود سوق فعّالة للأوراق مالية، وأشار الباحث إلى أن إيجاد صناعة هندسة مالية

<sup>1</sup> - علام عثمان، صالح سنوساوي، دور الهندسة المالية في تنشيط وتطوير أسواق الأوراق المالية الإسلامية (دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية)، دراسات، مجلة دولية علمية محكمة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عمار ثليجي بالأغواط، العدد 29، مارس 2017.

<sup>2</sup> - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مؤسسة الرسالة ناشرون، الطبعة الأولى، بيروت، 2008.



إسلامية كلية، تمكن الدولة من تسيير إيراداتها ونفقاتها بأكفأ طريقة ممكنة، ويرى الباحث من خلال دراسته إلى ضرورة وضع أسس واضحة للهندسة المالية الإسلامية، وتبيان حدودها، حتى لا يتم فتح المجال للحيل المؤدية إلى الوقوع في المحضورات الشرعية سواء عمداً أو خطأ، ويرى أنه يجب فتح باب الحوار بين الاقتصاديين والفقهاء حول العقود التي يتم تطويرها، بالشكل الذي يمكّن المؤسسات المالية الاستفادة منها دون الإخلاء بالقواعد الشرعية.

### • طرح الإشكالية

إن الحديث عن أهمية سوق الأوراق المالية في الحياة الاقتصادية للدول، لا شك يقودنا للحديث عن أهم آليات دفع عجلة هذه السوق والبحث في سبيل وجود أدوات تساهم في تنشيطها وتطويرها، ولعل من بين أهم الآليات هي ما يعرف بالهندسة المالية التي تعني بالابتكار وتطوير، بحيث عرفت هذه الأخيرة اهتمام من قبل اقتصاديات الدول خاصة الناشئة منها، باعتبار يمكن أن تكون آلية مناسبة في سبيل تنشيط وتطوير سوق الأوراق المالية، وانطلاقاً مما سبق يمكن صياغة إشكالية هذه الدراسة في التساؤل الرئيسي التالي:

### ما هو دور الهندسة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية الناشئة وبالأخص في الدول الإسلامية؟

ولمعالجة هذه الإشكالية يمكن طرح التساؤلات الرئيسية الآتية:

- كيف يمكن تفعيل سوق الأوراق المالية الناشئة؟
- ما المقصود بالهندسة المالية التقليدية والإسلامية وأهم منتجاتها، وما مدى أهميتها في تنشيط سوق الأوراق المالية للدول الإسلامية؟
- ما مدى نجاح التجربة الماليزية في تنشيط سوق الأوراق المالية اعتماداً على آلية الهندسة المالية؟
- ما مدى نجاح صناعة المالية الإسلامية بسوق الخرطوم للأوراق المالية؟

### • الفرضيات

- تتطلب عملية البحث للإجابة على الإشكالية المطروحة والتساؤلات الفرعية اقتراح الفرضيات الآتية:
- تفعيل سوق الأوراق المالية الناشئة يتطلب وجود مناخ استثماري مع توفر الشفافية، بالإضافة لوجو أوراق مالية جديدة مبتكرة تطرح في هذا السوق؛
  - الهندسة المالية تساهم في تنشيط سوق الأوراق المالية الناشئة للدول الإسلامية؛
  - توجه الاقتصاد الماليزي نحو اقتصاد إسلامي جعل منه نموذجاً يقتدى به؛
  - تعتبر التجربة السودانية تجربة مثالية في صناعة الهندسة المالية الإسلامية بسوق الخرطوم للأوراق المالية.

### • منهج الدراسة وأدواتها

بغية الوصول لأهداف البحث ونظراً لطبيعة الموضوع، تم اعتماد المنهج الوصفي التحليلي بحيث عرضنا الجوانب النظرية لسوق الأوراق المالية، مع محاولة الإلمام بمفهوم الهندسة المالية، مع دراسة النموذج الماليزي والتجربة السودانية بتحليل الإحصائيات والأداء بغية الوصول إلى مدى مساهمة الهندسة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية.

أما المصادر المستخدمة في عملية البحث فقد اعتمدت دراستنا على مجموعة من المصادر من أجل إثراء الجانب النظري والتطبيقي من: كتب ودراسات-ندوات، ملتقيات ومؤتمرات-مقالات وتقارير (التقرير السنوي للبنك المركزي السوداني وتقرير سوق الخرطوم للأوراق المالية وكذلك تقارير هيئة الأوراق المالية بماليزيا بيرهاد ومجلس الخدمات المالية الإسلامي)، مع استخدام مختلف الأشكال البيانية والجداول التوضيحية.

### ● حدود ومجال الدراسة

تتم الدراسة بالبحث في نشاط سوق الأوراق المالية الناشئة مع الإحاطة بمفهوم الهندسة المالية، وقد تم تخصيص البحث في التجربة الماليزية والسودانية، بحيث تعتبر ماليزيا سوق مالي ناشئ، تتمتع بمركز مالي قوي رغم حداثة سوقها المالي، ونظراً لتميزها بالابتكار والإبداع في الأدوات التمويلية، وتخصيص التجربة السودانية على غيرها من الدول لتوجهها إلى صناعة هندسة مالية إسلامية وتفعيلها في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

### ● أقسام الدراسة

من أجل الوصول إلى الأهداف من هذه الدراسة، والإجابة على الإشكالية البحث والأسئلة الفرعية لها، تم تقسيم هذه الدراسة إلى ثلاث فصول كل فصل من ثلاث مباحث، تسبقهم مقدمة عامة وتليهم خاتمة شاملة، وتتضمن ملخص شامل للبحث، ويمكن توضيح مضمون هذه الفصول كالآتي:

#### ■ الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

ينقسم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث خصص الأول إلى مداخل أساسية للسوق الأوراق المالية، وتحدث الفصل على كفاءة ومؤشرات هذه السوق، مع الإشارة إلى نظام المعلومات وأهميته في السوق، في حين خصص المبحث الثالث إلى أسواق الأوراق المالية الناشئة للدول الإسلامية، تم الإشارة فيه إلى الأسواق المالية الناشئة مع التعرف على سوق الأوراق المالية الإسلامية وإعطاء نبذة عن بعض أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية.

#### ■ الفصل الثاني: الهندسة المالية

تم الإشارة من خلال هذا الفصل إلى أساسيات الابتكار المالي والهندسة المالية ليشمل تطور الابتكارات المالية وأساسيات الهندسة المالية وأهم منتجاتها، وتم كذلك الحديث عن الأزمة المالية وأسبابها ودور أدوات الهندسة المالية فيها، في حين خصص المبحث الثالث إلى الهندسة المالية الإسلامية ومختلف منتجاتها.

#### ■ الفصل الثالث: دور الهندسة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية 'نموذج ماليزيا\_السودان'

تناول هذا الفصل على دور الهندسة المالية في تنشيط أسواق الأوراق المالية الناشئة من خلال الإشارة للأدوات المالية المتداولة فيه، وكيف يمكن أن تكون هذه الأدوات كآلية لتنشيط عمليات البورصة، وتناول الفصل النموذج الماليزي في تنشيط سوق الأوراق المالية، بحيث أشرنا في هذا الشأن إلى الاقتصاد الماليزي، وإلى سوق الأوراق المالية بماليزيا ودور المنتجات المالية في تنشيط عملياتها، وخصص المبحث الثالث للتجربة السودانية في تنشيط سوق الأوراق المالية، ليشمل النظام المالي في السودان، والبورصة السودانية مع مدى مساهمة الهندسة المالية في تنشيطها.



# الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق الأوراق المالية

### تمهيد

تمثل سوق الأوراق المالية إحدى المؤسسات الوسيطة في السوق المالية وهي موقع (جغرافي أو لا جغرافي) لعرض وطلب الأوراق المالية، ومما لا شك فيه أن الأسواق الأوراق المالية تؤدي دور جد مهم في أداء دور الوسيط بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي، وأسواق الأوراق المالية هي إنعكاس لتطور اقتصاديات الدول باعتبارها صلة وصل بين المشاريع وادخارات الأفراد، فهي تعتبر السوق الطبيعية التي تلتقي فيها الشركات المساهمة والأفراد الذين يرغبون في استثمار مدخراتهم لكسب المزيد من المال والإسهام في المشروعات الاقتصادية المختلفة.

سوق الأوراق المالية معظم ما يجري داخلها من قرارات استثمارية للوحدات الاقتصادية المختلفة قائم على التوقعات واحتمالات تحققها، لذلك تكاد هذه السوق تكون مصنعاً للإسقاطات المستقبلية، فالمقرضون والمقترضون وصانعو السياسات التمويلية يحتاجون إلى بيانات عن الأسعار والعوائد على القروض والأوراق المالية لبناء تصور عن الأسعار والعوائد مستقبلاً، فالقرار داخل السوق متوقف على مدى صحة المعلومات، وكلما كانت المعلومات المتاحة تعكس الأسعار في السوق بسرعة أكبر توصلنا إلى تحقيق سوق كفاء، يُتوقع فيه أن تستجيب أسعار الأسهم وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة تُرد إلى المتعاملين فيه، بالإضافة لكفاءة السوق يعتمد المستثمرون كذلك على المؤشرات البورصة التي ترسم اتجاه أسعار مختلف الأوراق المالية المتداولة، فهي بمثابة تطور الاقتصاد بصفة عامة والسوق بصفة خاصة.

يعتبر وجود سوق أوراق مالية قادر على حشد وتخصيص الموارد المالية بكفاءة لخدمة الأغراض المنتجة، من المتطلبات الأساسية لتحقيق معدلات نمو عالية وقابلة لاستمرار، ودول أسواق المالية الناشئة كغيرها من الدول تتطلع إلى تحديث وتعميق وتقوية هذه السوق، خاصة بعد الأزمات المالية التي تعاني منها معظم هذه الدول، لذلك تعمل جاهدة لتطوير هذه السوق، ومواكبة الدول ذات الأسواق المتطورة، ووتتجه أنظار الاقتصاديين لتفعيل سوق مالية إسلامية وبتكار أدوات مالية تتماشى مع الشريعة الإسلامية، باعتبار ذلك الحل للخروج من هذه الأزمات التي يرجعها كثير الخبراء للمعاملات الربوية غير شرعية، إضافة إلى هذا فإن إنشاء سوق إسلامي قائم بالمبادئ الإسلامية لا شك يزيد في المعاملات والاستثمارات داخل السوق خاصة في الدول الإسلامية التي يتعد كثير من الأفراد خشية الوقوع في الحرام.

وقصد التعرف أكثر على سوق الأوراق المالية، كفاءتها ومؤشراتها وكذا الإمام بجوانب الأسواق الناشئة والإسلامية تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث الآتية:

- مداخل أساسية لسوق الأوراق المالية ؛
- كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية ؛
- أسواق الأوراق المالية الإسلامية الناشئة.

### المبحث الأول: مداخل أساسية لسوق الأوراق المالية

وجود بورصات الأوراق المالية في أي بلد يعتبر المرآة التي تعكس الوجه الحضاري الحديث لاقتصاديات الدول وتقدمها، فالبورصة تعد من أهم أجهزة أو مكونات الأسواق المالية، فهي تهدف إلى تأمين السيولة وتجميع المدخرات للإسهام في عمليات الاستثمار والتنمية، وقد ارتبط تطور أسواق الأوراق المالية بالتطور الإقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم، وقد ترتب على ذلك إصدار المزيد من الأوراق المالية واستحداث أنواع جديدة منها، كما أن سوق الأوراق المالية يحظى بأهمية بالغة فهو يقوم بوظائف إقتصادية ترمي إلى حشد المدخرات، نستطيع من خلالها تمويل المشروعات الإنتاجية الكبرى طويلة الأجل.

### المطلب الأول: سوق الأوراق المالية وموقعها في السوق المالي

تعتبر سوق الأوراق المالية العنصر الأساسي والعمود الفقري لسوق رأس المال الذي يعتبر أحد جوانب السوق المالي، ويطلق على سوق الأوراق المالية بمصطلح البورصة وأحيانا السوق المالية إذا سميت بدون تحديد، وتشمل هذه السوق\_سوق الأوراق المالية\_ شقين رئيسيين هما السوق الأولية والسوق الثانوية، حيث أن كلا السوقين يمتازان بأهمية ولا تقل درجة أهمية الأولى عن الثانية.

### أولاً: تعريف السوق ومعايير تصنيفها

تعددت أنواع الأسواق وهذا راجع إلى تعدد معايير تصنيفها، بالرغم من هذا يمكن التوصل إلى تعريف شامل.

**1- تعريف السوق:** كان مفهوم السوق قديماً هو المكان الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون وتبادل فيه السلع والخدمات ومن ثم تتحدد فيها أثمانها، أي أن مفهوم السوق كان مادياً يشير إلى مكان محدد، أما الآن فإن السوق يأخذ مفهوماً معنوياً إذ أنه يشير إلى مجموعة العلاقات التبادلية بين البائعين والمشتريين نظراً لتلاقي إراداتهم ورغبتهم لتبادل سلع وخدمات معينة، حيث لم يعد هناك أهمية للمكان وأصبحت السوق تتحدد وفقاً للسلعة التي تتداول فيها<sup>1</sup>.

لقد تطور مفهوم السوق ففي الوقت الحاضر وبسبب تطور وسائل المواصلات والاتصال فإن الصفقات التجارية تتم بين البائعين والمشتريين رغم المسافات البعيدة التي تفصل بينهما، مثل استعمال شبكة الانترنت أو ما يعرف بالتجارة الإلكترونية.

**2- معايير تصنيف الأسواق:** توجد أسواق لمختلف أنواع السلع ولمختلف أنواع الخدمات على الوجه الآتي:

أ- أنواع الأسواق من حيث طبيعة السلعة: حسب هذا المعيار يمكن التمييز بين الأسواق التالية:

<sup>1</sup> - بن عزوز عبد الرحمان، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، رسالة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، فرع إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2011/2012، ص: 11.

- **سوق المال والنقد:** سوق المال هو السوق الذي يتعامل في القروض متوسطة الأجل وطويلة الأجل وتسمى أسواق رأس المال **Les marchés de capitaux** ويتم ذلك عن طريق إصدار السندات، والسند يعتبر جزء من قرض طويل الأجل أو متوسط الأجل يحق لحامله أن يحصل على فائدة ثابتة سنويا فهو يمثل مجال للإستثمار تتوافر فيه الأمان، ومكان هذا السوق يباع وشراء هو بورصة الأوراق المالية<sup>1</sup>. أما سوق النقد فهي السوق التي تتعامل في القروض قصيرة الأجل مثل أذون الخزانة\* ومدتها 3 شهور أو 6 شهور وتصدرها وزارة الخزانة ويكون معدل فائدتها مرتفعا نسبيا مما يشجع على الإستثمار فيها، وتعرف بأنها السوق التي يتم فيها إصدار وتداول أدوات مالية وأوعية إئتمانية قصيرة الأجل التي تستحق خلال سنة أو أقل ويتم متابعتها\_بيع وشراء\_ من خلال سعر فائدة مرتبط بها ويحدد غالبا عند عقد القرض<sup>2</sup>.

- **سوق العمل:** يأتي العرض في هذه السوق من العمال أو أصحاب المهن، ويأتي الطلب من جانب أصحاب الأعمال والراغبين في توظيف وتشغيل هؤلاء العمال أو أصحاب المهن. وفي الدول المتقدمة يمثل العرض (البائع) إتحادات العمال والنقابات العمالية والنقابات المهنية، بينما يمثل الطلب (المشتري) رجال الأعمال واتحاد الصناعات والمنتجين<sup>3</sup>.

- **سوق السلع:** وهي السوق المعروفة لعامة الناس والتي تشمل فيها المنتوجات الصناعية والزراعية.... إلخ وقد تكون سوق جملة أو سوق تجزئة.

- **سوق الخدمات:** من أمثلة هذا السوق سوق خدمة ميكانيكي السيارات، وخدمة كهربائي السيارات، وسوق خدمة الأدوات الصحية، وخدمات الديكور وأعمال النقش.... إلخ.

### ب- أنواع الأسواق من حيث توحيد السعر

تنقسم الأسواق من حيث إمكانية تحديد سعر موحد للسلعة إلى نوعين كما يلي<sup>4</sup>:

- **السوق الكاملة:** هي السوق التي يحدد فيها سعر واحد للسلعة الواحدة وشروط السوق الكاملة التي تستوجب توفر العناصر التالية:

<sup>1</sup> - محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية\_ موقعها من الأسواق، أحوالها ومستقبلها، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، القاهرة، 2000، ص ص: 25\_26.

\* أذونات الخزانة: هي سندات قصيرة الأجل تصدرها الدولة أو من يمثلها لغرض تمويل العجز في موازنة الدولة حيث تعتبر أهم وسيلة للقرض الداخلي القصير الأجل تتراوح مدتها بين 3 أشهر وسنة واحدة، وقد أصبحت من أدوات الدين الداخلي الشائعة الإستخدام في غالبية الدول حتي المتقدمة منها علماً بأن أول من اقترح فكرة استخدام أذونات الخزانة هو الإقتصادي الأمريكي باجهوت Bagehot وهذا سنة 1887م لتمويل الحكومة الأصولية في ذلك الوقت.

<sup>2</sup> - عاطف وليد أندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، القاهرة، 2007، ص: 16.

<sup>3</sup> - محمود أمين زويل، مرجع سابق، ص: 26.

<sup>4</sup> - مرجع نفسه، ص ص: 27\_28.

✚ وجود عدد كبير من البائعين وعدد كبير من المشترين بحيث لا يستطيع أحدهم بائعا أو مشتريا بمفرده أن يؤثر على سعر السوق.

✚ سهولة توفر الإتصال بين أطراف السوق مما يحقق علم كل من البائع والمشتري بما يجري في السوق.

✚ تجانس وحدات السلع المعروضة بالسوق بحيث لا يوجد تفاوت بين ما يعرضه أحد البائعين وبين ما يعرضه الآخر وبالتالي لا توجد علامات تجارية\*.

✚ سهولة نقل السلع من مكان لآخر، حتي تنتقل من مكان ذي السعر المنخفض إلى مكان ذي السعر المرتفع فيزداد العرض منها مما يؤدي في النهاية إلى توحيد السعر.

ويؤكد الواقع العملي أنه لا توجد مثل هذا النوع من الأسواق\_السوق الكاملة\_ التي تتوفر فيها جميع هذه الشروط ولكن أقرب الأسواق الكاملة هي بورصة الأوراق المالية.

- **السوق غير كاملة:** يؤكد الواقع العملي أن النمط الشائع لأغلبية الأسواق هي السوق غير الكاملة لصعوبة توفر شروط سالفة الذكر، وتجدر الإشارة أن السوق غير كاملة يسودها أسعار متفاوتة في السلعة الواحدة وهذا ما يلاحظ في حياة اليومية لكل واحد فينا عند شراء مستلزمات الحياة من مأكلا ومشرب وملبس.

ت- **أنواع الأسواق من حيث درجة المنافسة:** يمكن التمييز بين ثلاث أصناف من الأسواق من حيث توفر درجة المنافسة:

- **سوق المنافسة الكاملة:** وهو ذلك السوق الذي يضم عددا كبيرا جدا من المتعاملين، حيث يتعامل كل منهم في حجم محدد جدا من إجمالي حجم السلع المنتجة والمباعة والمتجانسة، وبالتالي لا يمكن لأحد منهم أن يؤثر على سعر السوق السائد، لذلك فإن السعر السلعة لهذه معطى والربح المحقق في الأجل الطويل هو الربح العادي، ذلك أن المنافسة تبلغ أقصى درجاتها، بالإضافة إلى أن حرية الدخول والخروج متاحة للجميع<sup>1</sup>.

- **سوق الإحتكار التام:** الإحتكار هو وجود بائع واحد لسلعة واحدة، يؤثر في سعر السوق ويشترط لتحقيق هذا النوع من الأسواق ركنين:

✚ وجود منتج أو بائع واحد.

✚ لا يوجد للسلعة المعروضة للبيع بديل كامل يحل محلها.

\* العلامة التجارية **marque** توحى بأن السلعة لها مواصفات لا تتوفر في سلعة شبيهة تؤدي إلى إشباع متقارب ولكن يجب أن تكون بعلامة تجارية مغايرة أخرى ولها مواصفات أخرى.

<sup>1</sup> - بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص: 41.

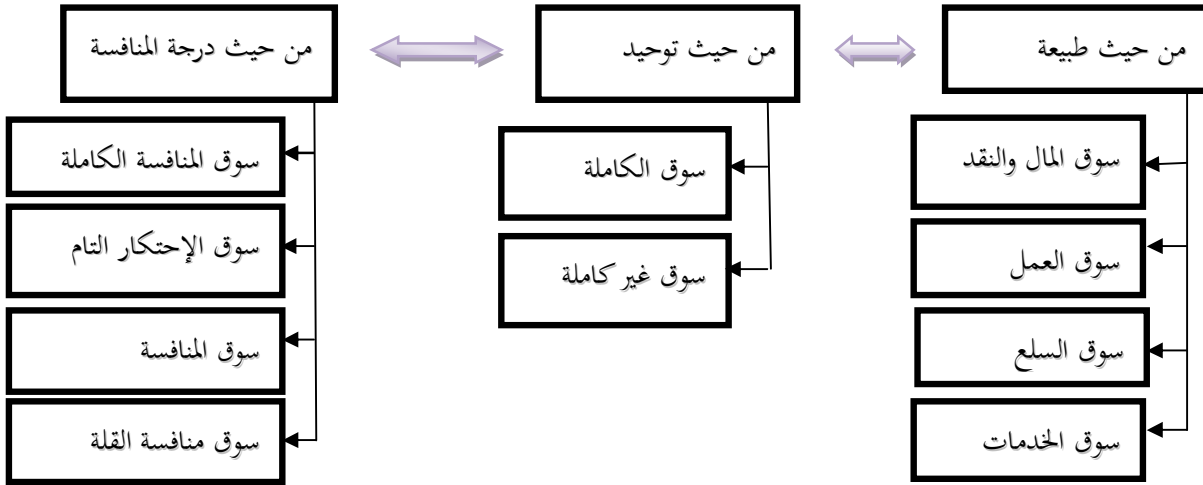
ومع توفر هذين الشرطين يسيطر المحتكر تماماً على السوق، فمن حيث سيطرته على الكمية المعروضة يستطيع أن يغرق\* السوق، ويلاحظ أن المحتكر يستطيع أن يؤثر في الكمية أو السعر، ولا يمكن أن يؤثر في الإثنين معاً.

- **سوق المنافسة الاحتكارية:** حيث يوجد عدد كبير من البائعين والمشتريين ولكن السلعة تكون غير متجانسة، تسود فيها العلامات التجارية مما يجعل كل سلعة متميزة عن الأخرى ويمتاز بجرية الدخول والخروج لكلا من البائع والمشتري<sup>1</sup>.

- **سوق منافسة القلة:** حيث يقل عدد البائعين بحيث تمثل الكمية المعروضة لكل منتج نسبة كبيرة من المعروض الكلي في السوق، كما يتميز بوجود عدد كبير من المستثمرين، وتكون المنافسة التامة بين البائعين في هذه السوق إذا حدثت مدمرة، حيث أن تخفيض أي منتج للسعر للإستحواذ على السوق يؤدي إلى أن يقوم باقي المنتجين بسلوك نفس المسلك مما يؤدي إلى نشأة حرب الأسعار، كما في السوق العالمي للبترو، لذلك فإن غالبية منتجي السلعة (الأوبك) يتحدون ويتفقوا على سعر معين منعا لحرب الأسعار<sup>2</sup>.

ومن خلال هذا التصنيف لمختلف الأسواق الموجودة يمكن توضيح ذلك في الشكل الآتي:

### الشكل رقم 01: أنواع الأسواق



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على تصنيف: محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية - موقعها من الأسواق، أحوالها ومستقبلها -، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، القاهرة، 2000، ص ص: 25\_33.

\* سياسة الإغراق: **Politique de dumping** هي حالة من التمييز في تسعير منتج ما وذلك عندما يتم بيع ذلك المنتج في سوق بلد مستورد بسعر يقل عن سعر بيعه في سوق البلد المصدر، وتشكل الفروقات في الأسعار هذه تجارة غير منصفة تسبب ضرراً للإنتاج في الدولة المستوردة وقد يصل سعر المبيع في الدولة المستوردة إلى مستويات منخفضة جداً وما دون التكلفة يستهدف بشكل مقصود إزالة منافسين يصنعون منتجات شبيهة أو يؤخر قيام صناعة بسبب وجود واردات من السلعة بأسعار إغراق، لمزيد من المعلومات الإطلاع على:

خالد محمد الحسين القيسي، سياسة الإغراق وتأثيراتها على الأسواق وحقوق المستهلك مع التركيز على حالة العراقية، كلية الإدارة والإقتصاد، جامعة السليمانية، العراق، 2013.

<sup>1</sup> - سيد محمد أحمد السيريني، مبادئ الإقتصاد الجزئي، الدار الجامعية، القاهرة، 2004، ص: 325.

<sup>2</sup> - محمود أمين زويل، مرجع سبق ذكره، ص: 32.



### ثانياً: السوق المالي ومكوناته

تغطي الأسواق المالية باهتمام جميع الدول المتقدمة والنامية، كونها ضرورية لجمع الأموال وحشد الادخارات وتوجيهها نحو الاستثمارات، ويمكن من خلال السوق المالي ان يبحث المقترضون عن مقرضين مناسبين، وهناك خلط بين السوق المالي وسوق رأس المال، فالسوق المالية تشمل جميع الأصول المالية وهي تتضمن مختلف الوسطاء والمؤسسات المالية، بالإضافة إلى سوق النقد.

**1- تعريف السوق المالية:** الإطار الذي يجمع المتعاملين والمؤسسات المالية وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعّالة فيما بين هؤلاء المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة<sup>1</sup>.

■ وتعرف كذلك على أنها: السوق التي تمثل قناة الربط المالية بين الادخارات المتدفقة من العوائل والأعمال باتجاه متطلبات الإنفاق الجاري لأغراض الإستثمار والإستهلاك فهي تقوم بدور محوري في الإقتصاد المعاصر، والسوق المالي يمثل قلب النظام الإقتصادي، إذ يجذب ويخصص الإدخارات من خلال معدلات الفائدة وأسعار الأصول المالية<sup>2</sup>.

يمكن تعريف السوق المالي على أنه السوق الذي يشمل جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة يتم فيها تداول الأصول المالية أو أدوات الإئتمان في إطار تنظيمي من خلال عمليات متنوعة، ولا يقتصر السوق المالي على مكان أو زمان محدد فقط بل تطور مفهومه بتطور الجانب العلمي وتكنولوجي ووسائل الإتصال المختلفة حيث تم اندماج الأسواق النقدية مع المالية، واندماج كذلك الأسواق المالية مع الأسواق الدولية، وتوسع بذلك مفهوم السوق المالي وهذا باتساع نطاق عمله.

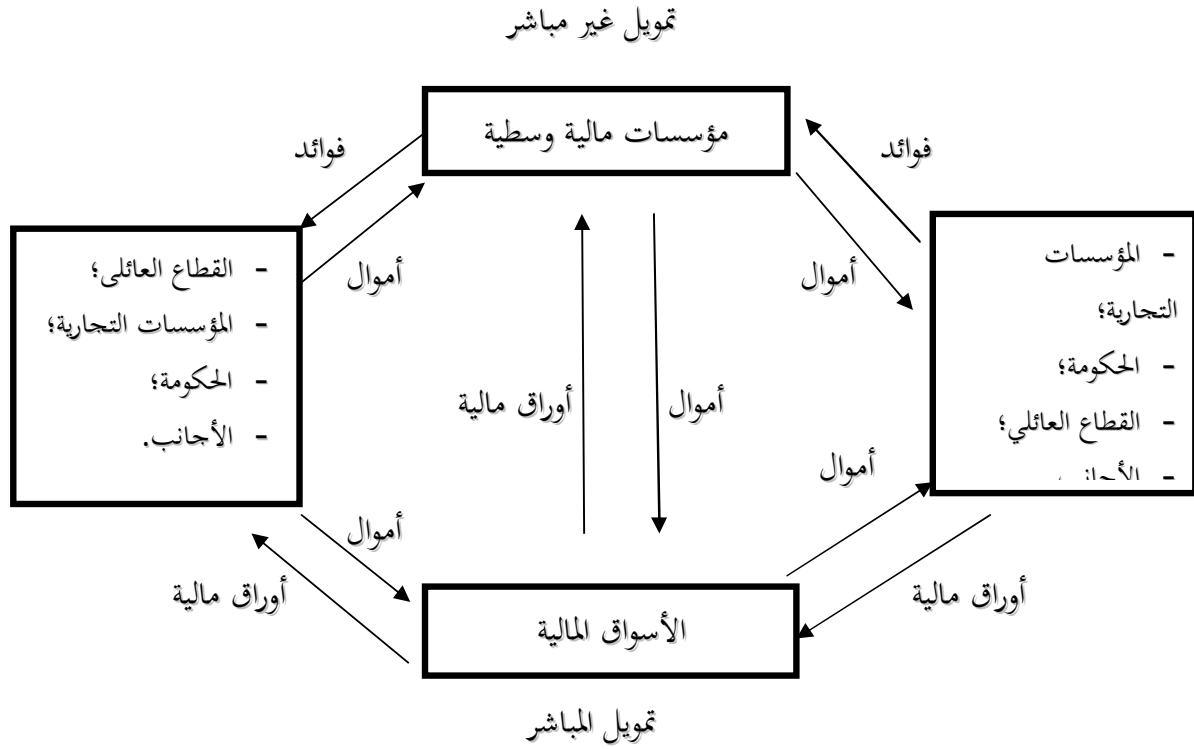
### 2- وظائف الأسواق المالية

الأسواق المالية هي الوجه الحضاري الحديث لاقتصاديات الدول فقط ارتبط تطورها بالتطور الإقتصادي والصناعي، وقد لا تكون وظائفها واضحة لعدد من الناس ولكنها في واقع الأمر تمثل حلقة الإتصال بين القطاعات المختلفة في المجتمع، أي ما بين المدخرين والمنتجين، وبعبارة أخرى تقوم الأسواق المالية في تأدية وظيفتها الاقتصادية الأساسية بنقل الأموال الفائضة (المدخرات) من القطاعات التي تملكها إلى تلك القطاعات التي لديها عجز في الأموال والشكل التالي وضع هذه الوظيفة المهمة.

<sup>1</sup> - رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، جامعة البلقاء التطبيقية، الطبعة الأولى، عمان، 2004، ص: 11.

<sup>2</sup> - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية - مؤسسات، أوراق، بورصات - دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة العربية الأولى، عمان، 2007، ص: 34.

الشكل رقم 02: وظائف الأسواق المالية



المصدر: عبد النافع الزرري، غازي فرح، الأسواق المالية، دار واقل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، 2001، ص: 20.

3- مكونات السوق المالي: السوق المالية تتكون من شقين أساسيين هما: أسواق النقد، وأسواق رأس المال

أ- سوق النقدية: هو ذلك السوق الذي يتم فيه تداول الأدوات الاستثمارية قصيرة الأجل والتي تتميز بارتفاع درجة سيولتها وانخفاض درجة مخاطرها، أي أنها تحقق الأمان للمستثمرين وتوفر لهم حاجاتهم من الأدوات قصيرة الأجل بهدف استغلال الفائض النقدي قصير الأجل والحصول على تمويل يحقق السيولة اللازمة لتشغيل المشاريع<sup>1</sup>. وتتميز السوق النقدية بالميزات التالية<sup>2</sup>:

- تتميز بأنها سوق قصيرة الأجل، إذ ينحصر وقت استحقاقها بين يوم واحد وسنة واحدة؛
- تتميز بقدرتها في تجميع المدخرات السائلة وفي خلق استثمارات قصيرة الأجل؛
- تتميز بقدر كبير من السيولة والمرونة العالية؛
- الأوراق المالية في سوق النقد أكثر شيوعاً في عملية التداول.

ب- سوق رأس المال: هو السوق الذي يتم فيه تداول أدوات الاستثمار طويلة الأجل مثل: الأسهم، الكفالات والتعهدات، الخيارات والسندات.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، 2012، ص: 49.

<sup>2</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 42.

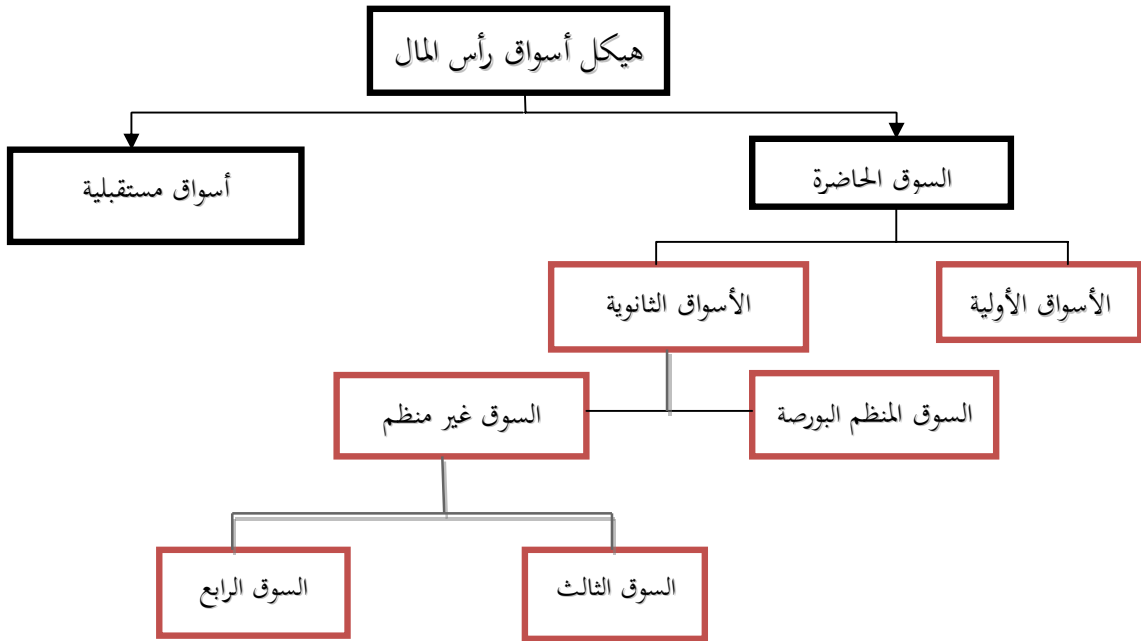
<sup>3</sup> - F. Leroux, Marchés internationaux des capitaux, Montréal, 2<sup>ème</sup> édition, 1995, p: 3.



ويتميز سوق رأس المال بعدة خصائص أهمها<sup>1</sup>:

- يرتبط سوق رأس المال بالأوراق المالية طويلة الأجل؛
  - له دور فعال في تمويل المشروعات الإنتاجية طويلة الأجل؛
  - سوق رأس المال أكثر تنظيماً من الأسواق الأخرى لأن المتعاملين به من الوكلاء المتخصصين؛
  - الاستثمار في سوق رأس المال أكثر مخاطرة من السوق النقدي وأقل سيولة؛
  - العوائد مرتفعة نسبياً للأسواق في رأس المال مقارنة مع الإستثمار في الأسواق الأخرى.
- وتتكون أسواق رأس المال من السوق الحاضرة والسوق المستقبلية ويمكن تحديد أنواعها من حيث شروط التداول فيها إلى عدة أسواق هي كما يلي:

### الشكل رقم 03: أسواق رأس المال



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على:

- دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، 2012، ص: 50.

- **السوق الحاضرة:** هي السوق التي تتعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات ويتم خلالها انتقال ملكية الورقة المالية عند اتمام الصفقة ودفع قيمة العقد، أي يتم تنفيذ الصفقات بصورة آنية مباشرة بعد عقدها.
- **السوق المستقبلية:** هي سوق العقود الآجلة التي تتعامل بالأسهم والسندات من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - وليد الصافي، أنس البكري، الأسواق المالية الدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2009، ص: 32.

<sup>2</sup> - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 50\_51.

المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية بنيتها وخصائصها، وظائفها

تمثل سوق الأوراق المالية مؤسسة مالية تأخذ شكل الوسيط في السوق المالية وهي موقع جغرافي أو لا جغرافي لعرض وطلب الأوراق المالية، وتتميز سوق الأوراق المالية بعدد الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى، كما تؤدي عديد الوظائف تكسبها أهمية في الحياة الاقتصادية لأي دولة، إضافة إلى المكونات التي تحظى بها، لذا يتم تناول في هذا المطلب العناصر التالية:

- تعريف سوق الأوراق المالية؛
- مكونات سوق الأوراق المالية؛
- خصائص هذا النوع من الأسواق؛
- وظائف هذه السوق.

أولاً: تعريف سوق الأوراق المالية

بعد التطرق إلى مفهوم السوق المالي وأهم مكونات التي يحظى بها نجد أننا سوق الأوراق المالية جزء منه، وبالتالي تقديم تعاريف الآتية للتدقيق في هذا السوق:

- سوق الأوراق المالية هي سوق ثانوية للأوراق المالية تجري خلالها عملية التداول بيعاً وشراءً، بعد أن تم إصدار الأوراق المالية في السوق الأولى<sup>1</sup>.
- وتعرف على أنها السوق التي تتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، وقد تكون منظمة أو غير منظمة ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف بالبورصة، أما السوق غير المنظم فيتكون من عدد من التجار و السماسرة يباشرون كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم بواسطة الحاسوب<sup>2</sup>.
- وقد عرفت على أنها: مكان أو سوق يلتقي فيه المتعاملون لبيع وشراء الأوراق المالية عند سعر متفاوض عليه فيما بينهم<sup>3</sup>.
- كما تم تعريفها على أنها: مكان محدد ومعين بعيد عن الجمهور أين يلتقي أعضائه ( وسطاء التبادل) للتفاوض على الأوراق العمومية والخاصة لتنفيذ أوامر سبقت عملية التبادل أو أثناءها<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص: 239.

<sup>2</sup> - بن عزوز عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص: 16.

<sup>3</sup> - Duplat.C, La bourse démystifié, les éditions d'organisation, paris, 1993, p: 17.

<sup>4</sup> - Dumas, les Titres Financiers équilibre du marché et méthode d'évaluation, sans maison d'édition, paris, 1995, p:18.

- وتعرف أيضا: على أنها تلك السوق الثانوية العمومية والمنظمة للقيم المنقولة المسجلة<sup>1</sup>.
- سوق الأوراق المالية أو البورصة هي المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية. وقد عرّفها الفكر المالي المعاصر بأنها: "سوق مخصصة لعقد صفقات بيع وشراء الأسهم والسندات". وهناك من عرّفها بشكل أوسع، فقال عنها، هي: "سوق مستمرة ثابتة المكان، تقام في مراكز التجارة في مواعيد محدّدة، يغلب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال ومساعدتهم للتعامل في الأوراق المالية وفقاً لنظم ثابتة ولوائح محددة<sup>2</sup>."
- سوق الأوراق المالية تشمل عن سوق منظم تداول فيها أوراق مالية تصدرها شركات أو الحكومات تقام في أوقات محددة وأماكن محددة، يرجح أن تكون يومية بين المتعاملين بيعا وشراءً بمختلف الأوراق المالية، وذلك بمقتضى نصوص وأحكام قانونية وتنظيمية تفصل في قواعد التعاملات والشروط الواجب توفرها بالنسبة للمتعاملين في هذه السوق.

### ثانيا: مكونات سوق الأوراق المالية

تنقسم سوق الأوراق المالية إلى صنفين أساسيين هما:

- أسواق أولية؛
- أسواق ثانوية.

- 1- أسواق أولية:** السوق الأولي هو السوق الذي يتم فيه إصدار الأوراق المالية والإكتتاب فيها لأول مرة بالنسبة للأسهم والسندات على الخصوص، ويطلق على السوق الأولي سوق الإصدارات، حيث تنشأ فيه العلاقة المباشرة بين المقرض والمقترض أو المصدر والمكاتب للورقة المالية<sup>3</sup>.
- وتعرف على أنها: السوق الذي تم فيه إصدار الأوراق المالية أول مرة وبيعها للمشتري الأول، ويرتبط العمل بالسوق الأولي أو سوق الإصدار باحتياج مؤسسات الأعمال أو الحكومات إلى الأرصدة النقدية لتمويل عملياتها الاستثمارية، ومن ثم تلجأ إلى إصدار أصول مالية تمثل التزاما على الدخل المستقبلي لها<sup>4</sup>.
- وبالتالي فإن السوق الأولية تتعامل مع الإصدارات الجديدة للأدوات المالية ويتم ذلك بأحد الطرق الآتية<sup>5</sup>:
- المزاد المفتوح open Auction حيث يرفع المستثمرون الأسعار؛

<sup>1</sup>- p. Bally, la bourse mythe et réalité, édition Hatier, paris, 1987, p:18.

<sup>2</sup>- حسن محمد الرفاعي، سوق الأوراق المالية\_من المخاطر إلى الأزمات\_، مداخلة تدخل ضمن ملتقى الدولي الثاني، متطلبات التنمية في أعقاب إفريقيازات الأزمة المالية العالمية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بشار، 2010، ص: 3.

<sup>3</sup>- Shall.L, Helly.C, Introduction to financial Management, Mc Graid-Hill, New York, 1998, p: 27.

<sup>4</sup>- رشيد هولي، مدي فعالية سوق الاوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة، دراسة حالة الجزائر وتونس والمغرب، رسالة مقدمة ضمن نيل متطلبات شهادة الماجستير، علوم التسيير، فرع إدارة مالية، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2011/2010، ص: 12.

<sup>5</sup>- هوشيار معروف، الإستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2003، ص: 61\_62.

- الإكتتاب Underwriting بواسطة المصارف الإستثمارية أو المؤسسات الكبيرة التي تشتري الأدوات الصاعدة؛
  - الإكتتاب العام الذي يقوم خلاله المستثمرون بشراء الأدوات الصادرة مباشرة أو من خلال المصارف والشركات والمكاتب وذلك لقاء عمولات محددة قانوناً.
- وتمر عملية الإكتتاب عادة باجراءات عديدة، منها:**
- اعتماد مجلس إدارة الشركة مقترحات تتعلق باصدار أسهم أو سندات حسب الوضع الاقتصادي للشركة وحجم التزاماتها المالية (الحالية والمستقبلية)، مع تقديم الإثباتات اللازمة المستوفية للشروط الاكتتاب؛
  - تحديد أساليب العرض والإعلان والنشر والاكتتاب مع بيان الأسبقيات المسموحة قانوناً؛
  - تحديد وقت الاكتتاب والذي يتراوح عادة بين 3-7 أيام؛
  - تحديد فترة التسجيل والتي تبلغ أحيانا عشرة أسابيع بعد الاكتتاب.

**2- السوق الثانوية:** تدعي كذلك سوق التداول، وهي التي تمكن المستثمرين من المتحارة فيما بينهم، أي في الأوراق المالية التي يتم اصدارها من قبل في السوق الأولية، مع أن عائد بيع الأوراق المالية يذهب مباشرة لحملة الأوراق المالية، وليس للشركات كما حدث في السوق الأولية<sup>1</sup>.

■ وتعرف على أنها: السوق التي يتم التعامل فيها بالأسهم أو السندات أو أوراق الرهن التي تم فعلاً التعامل بها من قبل في السوق الأولية. فعندما يشتري أحدنا أسهم شركة من شخص آخر تكون هذه العملية من عمليات السوق الثانوية، لأن الشخص الآخر كان قد اشترى تلك الأسهم في السوق الأولية عندما أصدرت الشركة أسهمها للمرة الأولى أو من شخص كان قد اشتراها عن طريق السوق الأولية<sup>2</sup>.

**ويتمتع السوق الثانوي بعدد المزايا أهمها<sup>3</sup>:**

- يوفر للأوراق المالية المصدرة في السوق الأولي عنصر السيولة؛
- يستمد السوق الأولي كفاءته وفعاليته من خلال السوق الثانوي؛
- يعتبر السوق الثانوي مجالاً لنشاط فئة صانعي السوق\*؛
- يمكن أن تنقسم السوق الثانوي إلى أسواق منظمة وأسواق موازية (أسواق غير منظمة).

<sup>1</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 45.

<sup>2</sup> - زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية المصدرة في السوق الأولي عنصر السيولة، القاهرة، 2007، ص: 15.

\* يعرف صانع السوق في أسواق الأسهم والأوراق المالية بأنهم جهات مرخص لها للعمل باستمرار على تحديد سعر لسهم معين أو أكثر بهدف تحقيق طلب وعرض لضمان سيولة دائمة ومستمرة على ذلك السهم أو تلك الأسهم. وصانع السوق يحقق الربح من خلال القيام بمهمته. ويلتزم صانع السوق في كل أيام التداول بوضع أسعار معلنة لشراء وبيع ورقة مالية معينة - أو أكثر - بحيث يفصل هامش صغير بين السعرين لتحقيق أرباحه من أداء هذه المهمة.

<sup>3</sup> - وليد الصافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2009، ص: 33.

أ- **الأسواق المنظمة:** هي الأسواق المالية الثانوية التي يتم التعامل فيها في مكان محدد وزمان محدد وبأسهم شركات مدرجة في السوق وفق شروط معينة تحكم الحد الأدنى للصفقة الواحدة بحيث يتكون هذا الحد الأدنى من عدد من الأسهم التي يبلغ مجموع قيمتها الاسمية مبلغاً محددًا (خمسين ديناراً في بورصة عمان مثلاً) تسمى وحدة التعامل<sup>1</sup>.

تتبع الأسواق المنظمة القواعد والأنظمة والأساليب والإجراءات والتعليمات المعتمدة في الأسواق المركزية الرسمية التي ترتبط بها في تسيير عملياتها ونشاطاتها كما هو الحال مع الأسواق الجارية (NYSE New York Exchange Stock) أو في سوق عمان المالي...<sup>2</sup>

ب- **الأسواق غير المنظمة (السوق الموازي):** تتداول به الأوراق المالية لمؤسسات غير مسجلة في قوائم السوق، ويطلق عليها أيضاً الأسواق الثالثة في الأردن مثلاً، وسوق الموازية لا تقتصر على وجود مكان معين للتعامل. وهي عبارة عن شبكة اتصالات بين مجموعة من سماسرة الأوراق المالية والتجار والمستثمرين، وقد يكونون في أماكن متباعدة أو دول أخرى، ولا يتم مقابلة العرض والطلب على الأوراق المالية كما هو الحال في البورصات المنظمة، بل يتم من خلال التفاوض عن طريق شبكة الإتصالات<sup>3</sup>. ويمكن تقسيم هذا السوق - السوق غير منظمة - إلى نوعين هما:

- السوق الثالثة؛

- السوق الرابع.

ت- **السوق الثالث:** السوق الثالث هو قطاع من السوق غير منظم، يتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة، وهؤلاء السماسرة لهم حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم، وتمارس هذه البيوت دوراً منافساً للمتخصصين من أعضاء السوق المنظمة، أما جمهور العملاء في هذا السوق فهو المؤسسات الإستثمارية الكبيرة<sup>4</sup>.

ث- **السوق الرابع:** وهي سوق التعامل المباشر في المؤسسات الكبيرة وكبار المستثمرين، وبذلك يتجنبون التعامل مع السماسرة وتجار الأوراق المالية، وهذه السوق تقوم على شبكة اتصالات بين المستثمرين الكبار والذين يتعاملون في أحجام ضخمة من الأوراق المالية. ويتم التعامل بسرعة وتكلفة بسيطة من خلال شبكة إتصالات إلكترونية حديثة<sup>5</sup>.

ومن خلال هذا التأصيل لمكونات سوق الأوراق المالية يمكن توضيح ذلك في الشكل الآتي:

<sup>1</sup> - زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص: 16.

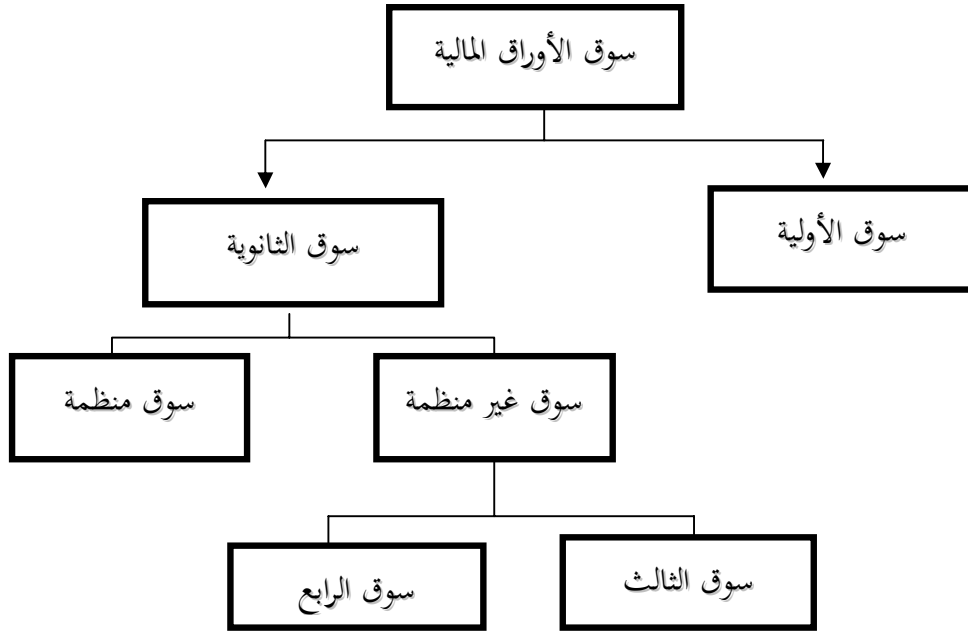
<sup>2</sup> - هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص: 58\_59.

<sup>3</sup> - زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص: 18.

<sup>4</sup> - A. Choinel, Le Marché Financier, acteurs et structures, édition Revue Banque, paris, 1993, p: 48.

<sup>5</sup> - رشيد هولي، مرجع سبق ذكره، ص: 15.

الشكل رقم 04: مكونات سوق الأوراق المالية



المصدر: إعداد الطالب، اعتماداً على:

- زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2007، ص: 14\_20.
- رشيد هولي، مدي فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برنامج الخصخصة، دراسة حالة الجزائر وتونس والمغرب، رسالة مقدمة ضمن نيل متطلبات شهادة الماجستير، علوم التسيير، فرع إدارة مالية، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2010/2011، ص: 15\_16.
- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية\_إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار البازوري، الطبعة الأولى، عمان، 2010، ص: 93.

ثالثاً: خصائص سوق الأوراق المالية

تمتاز سوق الأوراق المالية بعدد الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها:

- سوق الأوراق المالية هي من الأسواق المنتظمة؛
- التداول في سوق الأوراق المالية يعطي صورة لظهور سوق منافسة كاملة يعتمد على الطلب والعرض لتحديد الأسعار؛
- يتطلب الإستثمار في أسواق الأوراق المالية المعرفة التامة بالمعلومات واتخاذ قرارات رشيدة<sup>1</sup>؛
- التداول في سوق الأوراق المالية خصوصاً في الأسواق الثانوية يتم من خلال الوسطاء أو السماسرة من ذوي الخبرة في الشؤون المالية بالإضافة إلى الكفاية المالية التي يجب أن تتوفر فيهم؛
- أسواق الأوراق المالية تتصف بأنها متطورة مما يتيح مجالات واسعة للإستفادة من أمام فئات المستثمرين في مختلف أرجاء العالم<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - وليد الصافي، مرجع سبق ذكره، ص: 34.

<sup>2</sup> - جمال جويدان الجمال، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2002، ص: 38.



- تمثل سوق الأوراق المالية موقعا مميزاً لبيع وشراء الأوراق المالية، وبعبارها كذلك مؤسسات وساطة مالية تمارس دور ربط وحدات العجز بوحدة الفائض في الإقتصاد<sup>1</sup>.
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفر ومعرفة المعلومات السوقية، واتخاذ قرارات الاستثمارية الرشيدة.
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبياً، وبالتالي يكون اهتمام جمهور المستثمرين داخل سوق الأوراق المالية علي الدخل أكثر من جانب السيولة والمخاطرة<sup>2</sup>.
- تسمح البورصة بتداول أسهم شركات أجنبية تتضمن أسهماً متداولة بالفعل في بورصة أو أكثر في دول أخرى<sup>3</sup>.
- نظراً للمرونة التي تتميز بها الأسواق المالية وإمكانية الاستفادة من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأوراق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم بها صفقات كبيرة ومتعددة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عديدة من هذا العالم في نفس الوقت<sup>4</sup>.
- توفير سيولة داخل الكيان الإقتصادي وذلك بتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في مشاريع إقتصادية مفيدة<sup>5</sup>.
- سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل، وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل.
- الإستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الإستثمار في السوق النقدي، نظراً لأن أدوات الإستثمار فيه تحمل مخاطر سعرية، سوقية وتنظيمية مختلفة<sup>6</sup>.

### رابعاً: وظائف سوق الأوراق المالية

يؤدي سوق الأوراق المالية وظائف إقتصادية هامة تصبوا في جوهرها إلى إتاحة سوق مستمر للتعامل بالأوراق المالية، يسرع ويسهل انتقال رؤوس الأموال بين المتعاملين الإقتصاديين، ويمكن تلخيص هذه الوظائف في النقاط الآتية:

- إيجاد حلقة فعالة بين البائعين والمشتريين، الأمر الذي يُيسر سبل الاستثمار والتمويل للإقراض؛
- تشجيع الإدخار وذلك بفتح مجالات واسعة أمام صغار المدخرين لإيجاد فرص استثمارية ملائمة؛

<sup>1</sup> - محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص: 247.

<sup>2</sup> - طاهر حيدر حردان، مبادئ الإستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 1997، ص: 32.

<sup>3</sup> - برايان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، دار الفاروق للنشر والتوزيع، إعداد ترجمة: قسم الترجمة بدار الفاروق، القاهرة، 2006، ص: 66.

<sup>4</sup> - جمال جويدان الجمل، مرجع سبق ذكره، ص: 39.

<sup>5</sup> - عبد النافع الزرزي، مرجع سبق ذكره، ص: 45.

<sup>6</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 46.

- توجيه الادخار نحو الاستثمارات الأكثر كفاءة وإنتاجية، الأمر الذي يولد عائد ملائم للمستثمر ويعود بالنفع العام على مستوى الإقتصاد القومي؛
- وجود السوق يساعد السياسة النقدية والمالية على تحقيق أهداف تلك السياسات في العملية الاقتصادية<sup>1</sup>؛
- المساعدة في توفير المعلومات والبيانات تمكن المستثمر من إعادة النظر في استثماراته مما يعود عليه بالنفع والفائدة<sup>2</sup>؛
- ضرورة إتاحة سوق مستمرة للتعامل في الأوراق المالية لتمكين المستثمر من استرداد مدخراته: مما لا شك أن التعامل في البورصات يتم من خلال مدخرات الأفراد المستثمرة في شكل أسهم وسندات، فالمدخر يرغب في استرداد أمواله دون خسارة، ولكن الملاحظ أن صاحب السهم لا يستطيع استرداد مدخراته في أي وقت لأنها تحولت إلى موجودات في المنشأة وتبقي طالما أن المنشأة قائمة، ومن هنا يتمتع حملة الأسهم بالحق في التنازل عنها لشخص آخر. وبهذه الميزة يمكن تحقيق التوازن من ناحية عرض المدخرات وتلبية شرط المدخر في سرعة حصوله على استثمارات لتلبية حاجاته، ومن ناحية الطلب البورصة هي التي تحقق سهولة تسويق الإستثمارات ومساعدة الأفراد على التخلص منها<sup>3</sup>.
- أداء ومؤشر للحالة الاقتصادية: تساعد الأوراق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي، وتسجيلها، وحجم المعاملات مقيد بالأموال السائلة المتداولة والأسعار؛
- أداة مساهمة في دعم الأئتمان الداخلي والخارجي: حيث أن عمليات البيع والشراء في سوق الأوراق المالية تعد مظهراً من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ما زادت مظاهر الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية الدولية، أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية<sup>4</sup>؛
- توفير فرص استثمارية متنوعة ومتفاوتة من حيث المخاطر: من خلال كثرة وتنوع الأوراق المالية ووفرة البيانات والمعلومات المتاحة عنها، فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق يومياً مبيّنة الأوراق التي حدث فيها التعامل وحركة الأسعار بها، ومن جراء ذلك يستطيع المستثمر من دراسة ومقارنة مدى الإقبال على هذه الأوراق المختلفة، وبالتالي تحسين اختيار الأوراق التي يرغب في الاستثمار فيها.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> - جمال جويدان الجمل، مرجع سبق ذكره، ص: 38.

<sup>2</sup> - وليد الصافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص: 34.

<sup>3</sup> - عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، - بنوك، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الإستثمار، - الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2008، ص: 275\_276.

<sup>4</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 47\_48.

<sup>5</sup> - قرياقص رسمية، أسواق المال، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1999، ص: 47.



المطلب الثالث: تنظيم بورصة الأوراق المالية

يختلف التنظيم للبورصات من دولة لأخرى حسب أنظمة الإقتصاد والسياسة المتبعة لهذه الدول وسنحاول التركيز بشكل عام على بعض المبادئ والنظم للبورصات التي تلعب دور الوسيط المالي، عبر آليات بيع وشراء الأوراق المالية عن طريق نظم تشتغل بها البورصة، ولتوضيح نحاول البحث في العناصر الآتية:

- لجنة البورصة؛
- عمليات سوق الأوراق المالية؛
- المتعاملون بالسوق؛
- الأوامر.

أولاً: لجنة البورصة<sup>1</sup>: تكون اللجنة للبورصة مهمتها الأساسية تنمية وتنظيم سوق الصكوك المالية والعمل على زيادة وحماية مصالح حاملي الأسهم والسندات المالية، وتهتم بالأعضاء والوسطاء والمشاركين في البورصة.

- 1- **تكوين اللجنة**: غالباً ما يوجد لها رئيس ومجموعة أعضاء، يتراوح عدد الأعضاء بحسب كبر حجم البورصة، ويتم تحديدهم بناءً على قرار من وزارة المالية. وتكون مدة اللجنة أربع سنوات في معظم البورصات.
- 2- **صلاحيات اللجنة**: تختلف صلاحيات اللجنة أيضاً من بورصة إلى أخرى ولكن وبشكل موجز يمكن التركيز على الصلاحيات التالية للجنة البورصات:

- الموافقة على موازنة السنة القادمة ومراقبة تنفيذها؛
- الموافقة على اقتطاع حساب السنة السابقة؛
- وضع نظام خاص للعملاء؛
- وضع نظام خاص لمستخدمي البورصة.

وهناك ما يعرف بمفوض الحكومة\_ممثل\_: يجب تواجد هذا الممثل داخل تنظيم البورصة، يقوم ويعمل على تطبيق القوانين والأنظمة المتعلقة بها، ويكون له الحق في الاعتراض على قرارات لجنة البورصة التي يراها مخالفة للقوانين والأنظمة.

ومع اختلاف صلاحيات اللجنة من بورصة إلى أخرى نجد هناك اختلاف في شروط دخول هذه البورصة من دولة لأخرى حيث تتطلب عمليات دخول الشركات والمؤسسات الإقتصادية إلى سوق الأوراق المالية جملة من الشروط منها ما يتعلق بالجانب المالي، ومنها ما يتعلق بالجانب القانوني، ويمكن تلخيص هذا كالأتي:

- يشترط في الشركة أو المؤسسة التي ترغب في الدخول إلى البورصة أن يكون شكلها القانوني من الأموال، أي الشركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم؛

<sup>1</sup> - وليد الصافي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 228\_229.

- أن تكون قد مرة على تأسيسها ونشاطها أكثر من ثلاث سنوات<sup>1</sup>؛
- أن يفتح رأسمالها الاجتماعي لجمهور المساهمين المحتملين بنسبة تتراوح ما بين 20% إلى 25% وطرحها في البورصة<sup>2</sup>؛
- أن تكون قد حققت أرباحاً خلال الستين الأخيرتين عند طلب الإدراج، مع توزيع الأرباح خلالهما؛
- تكوين ملف الدخول وإيداعه لدى الجهات المختصة، مع الإشارة إلى أن الملف يجب أن يحتوي على القانون الأساسي للشركة، وتقديم نشاط المؤسسة وآفاقها المستقبلية، مع الإشارة إلى كيفية الدخول إلى سوق الأوراق المالية<sup>3</sup>؛
- تقديم القوائم المالية الختامية كجدول حسابات النتائج، الميزانية الختامية، مصادق عليها من طرف محافظ الحسابات<sup>4</sup>.

### ثانياً: عمليات سوق الأوراق المالية

سوق الأوراق المالي عملته الأساسية تتمثل في دور الوساطة المالية بين وحدات الفاض ووحدات العجز من خلال نظام تشغيل خاص بهذا السوق وكذلك عبر آليات بيع وشراء الأوراق المالية سواء بطريقة عاجلة أو مؤجلة. ونحاول إيضاح هذا من خلال عناصر الآتية:

- نظام تشغيل سوق الأوراق المالية؛
- عمليات السوق العاجلة؛
- عمليات المؤجلة.

**1- نظام تشغيل سوق الأوراق المالية:** يشترط في السوق المنظمة أن يتم فيها تداول الأوراق المالية المسجلة، وذلك داخل قاعة التعامل، عن طريق وسطاء مرخص لهم بالعمل فيها، وذلك طبقاً لطريقة التداول المتفق عليها، مع الالتزام بوحدات التعامل ووحدات لتغير الأسعار وذلك كلما دعت الضرورة لذلك، وتقوم الهيئة المشرفة بتحديد هذه الوحدات بالإضافة لتوليها الإعلان عن الصفقات والكميات التي يتم تداولها لكل ورقة من الأوراق المالية المسجلة فيها، وكذلك المعلومات التي يُعتقد أنها ضرورية لصالح المتعاملين، تنوي أيضاً الإعلان عنها<sup>5</sup>. يتضح مما سبق أن مكونات نظام تشغيل سوق الأوراق المالية يتكون بما يلي:

**أ- قاعة التداول:** وهو المكان المخصص لتداول، ويطلق عليها أيضاً صالة التداول<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> - بن عزوز عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص: 53.

<sup>2</sup> - P. Monnier, Les marchés boursiers, Verreuil, 3<sup>ème</sup> édition, Paris, 1997, p p: 28-29.

<sup>3</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 53.

<sup>4</sup> - بن عزوز عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص: 53.

<sup>5</sup> - مرجع نفسه، ص ص: 48\_49.

<sup>6</sup> - زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص: 133.

ب- **الوسطاء المرخص لهم بالعمل في البورصة:** هم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع أو شراء الأوراق المالية بالبورصة، ويمنع هؤلاء الوسطاء من القيام بالشراء أو البيع لحسابهم الخاص، ويمكن أن يكون الوسيط منشأة فردية أو شركة متخصصة في مجال السمسرة<sup>1</sup>.

ويؤدي وسطاء الأوراق المالية دوراً فاعلاً في السوق المالي، والوسطاء على أنواع منهم وسطاء الخدمة الكاملة، الذين يقدمون مجموعة متنوعة من الخدمات أهمها خدمة الاستشارات وتزويد المستثمرين بالمعلومات عن الأوراق المالية واتجاهات السوق ويقومون بإدارة حسابات العملاء، والنوع الآخر من الوسطاء هم وسطاء الخصم وهو الوسيط الذي يقدم خدمة محدودة ويقوم بتنفيذ عمليات البيع والشراء للأوراق المالية مقابل عمولة محددة، وتوسع دور وسيط الخصم وذلك نتيجة التوسع في استخدام الانترنت في عمليات التبادل<sup>2</sup>.

ت- **طرق التداول بسوق الأوراق المالية:** يتم التوصل إلى سعر التنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع والمشتري عن طريق الوسيط بإحدى الطريقتين<sup>3</sup>:

- **طريقة المفاوضة:** وفي هذه الطريقة يتم الإعلان عن أسعار العرض أي البيع و أسعار الطلب أي الشراء لكل وسيط، ثم يتم التفاوض بين البائع و المشتري للوصول إلى اتفاقية على سعر التنفيذ، و تمكن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية؛

- **طريقة المزايمة:** وفي هذه الطريقة يتم التزايد على السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري ويتم الإعلان عن الأسعار علناً، و ينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية، و التي يتم تسويتها بالتسليم و التسلم الفعلي، و تظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.

2- **عمليات سوق العاجلة:** هي تلك العمليات التي يتم إبرام صفقاتها وتنفيذ هذه الصفقات بشكل مباشر ويستلم البائع ثمن الأوراق المالية إلى المشتري فوراً<sup>4</sup>.

وتعرف على أنها: هي السوق التي يلتزم المتعامل فيها أن يسدد فوراً ثمن الأسهم المشتراة أو أن يتخلي عن الأسهم التي يملكها لدي استلامه ثمنها فوراً عند عقد الصفقة، ولكن في الواقع لا يتم فوراً دفع المبلغ أو تسليم الأسهم لأن هذه العملية فقط تنفذ بين الوسطاء الذين يقومون بدورهم بالقيود على حساب أو لحساب الزبون لدي تنفيذ الأمر<sup>5</sup>.

ولأن المبادلات العاجلة غالباً ما تحتاج إلى أموال سائلة ضخمة، فإنه عامة ما يكون اللجوء إلى هذا الأسلوب في شراء الأوراق المالية غير مرغوب فيه لدى المضاربين المحترفين، في حين أن المتعاملين العاديين الخواص يعمدون إلى شراء أو بيع الأوراق المالية في السوق العاجلة للأسباب الآتية:

<sup>1</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 49.

<sup>2</sup> - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 137.

<sup>3</sup> - بن عزوز عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص: 50.

<sup>4</sup> - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 136.

<sup>5</sup> - وليد الصافي، مرجع سبق ذكره، ص: 235.

- الرغبة في الاحتفاظ بالأوراق المالية المشتراة في محافظهم المالية وذلك لفترة زمنية بغية الحصول على ما تدره من إيرادات منتظمة خلال تلك المدة؛
- قصد المضاربة على ارتفاع أسعارها حيث يقومون ببيعها عندما تتحسن السوق للحصول على العوائد الناتجة عن عملية البيع هذه، بغية تحقيق وتوفير السيولة المطلوبة وذلك ببيع الأوراق المالية في السوق الفورية، ونشير إلى أنه يشترط أن تتضمن أوامر البورصة المتعلقة بالعمليات العاجلة جملة من العناصر التي من شأنها أن تبين بكل وضوح خصائص الصفقة محل التعامل وهي<sup>1</sup>:

✚ صلاحية الأمر؛

✚ بيان نوع المعاملة وصفة الأوراق المالية محل الصفقة المرغوب في إجرائها؛

✚ كمية الأوراق المالية المعروضة أو المطلوبة؛

✚ تحديد السعر الذي يرغب المتعامل في البورصة أن تتم العملية بمقتضاه.

**3- عمليات المؤجلة:** هي تلك العمليات التي تتم بصفقات مباشرة بين البائع والمشتري إلا أن تصفية الصفقة يؤجل إلى موعد قادم، ويتم التعاقد عليها من قبل المتعاملين في الأسواق المالية إلا أن تنفيذ هذه الصفقات يؤجل إلى مواعيد مستقبلية 3\_6 أشهر قادمة ومن أمثلة هذه الأوراق المالية أدوات المشتقات المالية والتي تشمل العقود المستقبلية والعقود الآجلة وعقود الخيارات وعقود المقايضة<sup>2</sup>.

وعمليات السوق المؤجلة تجري فيها عملية التصفية النهائية للصفقة عامة مرة واحد كل شهر وذلك قبل آخر جلسة من جلسات البورصة لذلك الشهر وتأخذ هذه التصفية النهائية أحد الشكلين التاليين<sup>3</sup>:

- دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية بصورة فعلية خلال الأيام اللاحقة لتاريخ التصفية؛

- تسوية الفرق بين سعري الأوراق المالية موضوع الصفقة (السعر عند عقد الصفقة والسعر عند موعد التصفية)، وتعرف مثل هذه العمليات في فرنسا بالعمليات ذات التسوية الشهرية. ودعنا نري كيف يعمل عقد العمليات الآجلة<sup>4</sup>:

يوجد طرفان في عقد العمليات الآجلة، المشتري- البائع، يوافق الطرفان على سعر عملية آجلة، على مبلغ نظري، وعلى تاريخ استحقاق، من يدفع- وكم يدفع، يعتمد على كم سوف يكون عليه السعر الفعلي في تاريخ الاستحقاق، إذا أصبح السعر الفعلي أعلى من السعر الآجل، يجب أن يدفع البائع إلى المشتري: (السعر الفعلي في تاريخ الاستحقاق - سعر عملية الآجلة) × المبلغ النظري.

<sup>1</sup> - صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية، مع إمكانية تطبيقها في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم، علوم إقتصادية، نقود بنوك، جامعة الجزائر3، 2012/2011، ص: 103.

<sup>2</sup> - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 136.

<sup>3</sup> - صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص: 103\_104.

<sup>4</sup> - مائير كوهين، الأسواق والمؤسسات المالية-الفرص والمخاطر، ترجمة عبد الحكيم أحمد الخزامي، دار الفجر للنشر والتوزيع، النهضة الجديدة، القاهرة، 2007، ص: 325\_326.

إذا أصبح السعر الفعلي أقل من السعر الآجل يجب أن يدفع المشتري إلى البائع:  
(سعر العملية الآجلة - السعر الفعلي في تاريخ الاستحقاق) × المبلغ النظري.

نستطيع أن نقول أن المشتري في العقد الآجل يكون في "وضع طويل" بالنسبة للسعر الأساسي: يكون المشتري في موقف الاستفادة من ارتفاع السعر الأساسي، على الجانب الآخر يكون البائع في "وضع قصير": يكون في هذه الحالة مستفيد من هبوط السعر الأساسي.

ويمكن التمييز بين العمليات التي تتم في السوق الآجلة كالاتي:

أ- **العمليات القطعية (الباتة)**<sup>1</sup>: عمليات يلتزم بموجبها كل من البائع والمشتري على تصفيتهما بتاريخ معين وهي نوعين:

- موعد التصفية نهاية الشهر الجاري؛
- موعد التصفية نهاية الشهر المقبل.

المشتري ليس ملزماً في هذا النوع من العمليات على انتظار موعد التصفية لبيع الأوراق المالية بل يمكنه أن يكلف وسيطاً في البورصة لبيع هذه الأوراق ويسجل رصيد هذه العملية لحسابه إذا كان ربحاً أو على حسابه إذا كان خسارة. أما البائع فهو غير ملزم بتقديم الأسهم إلا في موعد التصفية وهو يتمكن خلال هذه الفترة كذلك من شراء الأسهم.

ب- **العمليات مع الخيار**: وتتميز هذه العمليات في أن للمتعاقدين حق الخيار في تنفيذ الصفقة في موعد التصفية، إلى جانب هذا، فإن العمليات تركز على سعرين والمتعامل له حق الخيار في الشراء بالسعر الأعلى أو البيع بالسعر الأدنى<sup>2</sup>.

ت- **العمليات المركبة**: يلجأ المضاربون في سوق الأوراق المالية إلى القيام بعمليتين باتجاه معاكس وهذه العمليات المركبة يجب أن تشمل على مايلي:

- شراء عاجل مقترن ببيع مؤجل بشرط التعويض؛
- شراء بات مؤجل مقترن ببيع مؤجل بشرط التعويض؛
- شراء بشرط التعويض مقابل بيع بات.

ث- **المدد للبائع والمدد للمشتري**: يتم هذا الأمر عندما يشعر المتعاملون في البورصة أنهم لن يستطيعوا تنفيذ العملية نظراً لتطور الأسعار خلافاً لتقديراتهم، لذلك يلجئون إلى طلب التأجيل إلى موعد لاحق<sup>3</sup>. لكن يجب التوضيح في نهاية هذا العنصر الفرق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية والجدول التالي يلخص أهم الفوارق الموجودة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية:

<sup>1</sup> - وليد الصافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص: 235\_236.

<sup>2</sup> - صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص: 105.

<sup>3</sup> - وليد الصافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص: 237.

الجدول رقم 01: أهم الفوارق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

العقود الآجلة	العقود المستقبلية
<ul style="list-style-type: none"> <li>- يتم وضع بنود هذا العقد بالإتفاق بين المتعاملين.</li> <li>- عقود خاصة بين طرفي العقد.</li> <li>- لا يتحقق المكسب أو الخسارة إلا في تاريخ التسليم والتسديد.</li> <li>- تحديد الهامش المبدئي يكون مرة واحدة.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- عبارة عن عقود نمطية.</li> <li>- تتحكم بيوت التسوية في تنفيذ العقد وتحديد هامش الضمان.</li> <li>- المكاسب والخسائر تحقق فوراً.</li> <li>- يتم تكييف الهامش بحسب تغير أسعار الأصل.</li> </ul>

المصدر: مباركي سامي، فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات دراسة مقارنة بين " الجزائر، المغرب، تونس"، أطروحة ضمن نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2011/2012، ص: 54.

**ثالثاً: المتعاملون بالسوق**

يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع و شراء الأوراق المالية حسب الهدف من وراء هذا التعامل، والذي يعتبر الموجه الرئيسي لهؤلاء في تخطيط عمليات البيع و الشراء إلى أربعة مجموعات رئيسية هي:

**1- المضاربون المحترفون:** وهم الذين إتخذوا المضاربة حرفة لهم وتقوم هذه الفئة بالمضاربة بناءً على التحليلات اللازمة سواء الفنية أو الخاصة بالسوق أو الإقتصاد ومن ثم التنبؤ بما ستكون عليه الأسعار.

**2- المضاربون الهواة أو الدخلاء:** هم الذين تستهويهم أرباح المضاربة فيقومون بالمضاربة دون علم أو دراية أو خبرة ومنهم من يعتمد على الإشاعات، ومنهم المقامرون من خلال مفهوم ضربة الحظ، ومنهم المغامرون الذين يُقبلون على الأوراق المالية المغمورة أملاً في إرتفاع شأنها، ومنهم القطيع الذي ينقاد بسهولة وراء الآخرين<sup>1</sup>.

**3- المتآمرون:** تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار و توجيه السوق صعوداً و هبوطاً بوسائل مصطنعة، بهدف أن يصبح السعر السائد في الورقة المالية بالسوق أعلى أو بسعر أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض و الطلب العاديين، و يتميز هؤلاء بتوافر الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم، و يستفيد هؤلاء من المحترفين من الاتجاهات الطبيعية لأسعار أسهم السوق<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - محمود أمين زوبل، يونس البطريق، مرجع سبق ذكره، ص: 52.

<sup>2</sup> - بن عزوز عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص: 51.



4- المستثمرون: هناك نوعان من المستثمرين<sup>1</sup>:

أ- المستثمر الداخلي، يهدف إلى السيطرة على الشركة وإدارتها من خلال تملك الأسهم، والمرتبة الثانية يكون هدفه الربح؛

ب- المستثمر العادي، ويهدف إلى تحقيق الربح في المرتبة الأولى في الأجل الطويل، بالإضافة إلى العائد الجاري.

ويتم التعامل داخل بورصة الأوراق المالية من خلال أعضاء البورصة، والأعضاء العاملون بالبورصة هم الحاصلون على عضوية البورصة مقابل مبلغ محدد للحصول على العضوية تحدده لائحة البورصة، وتتمثل أهم فئات الأعضاء العاملين بالبورصة في الآتي:

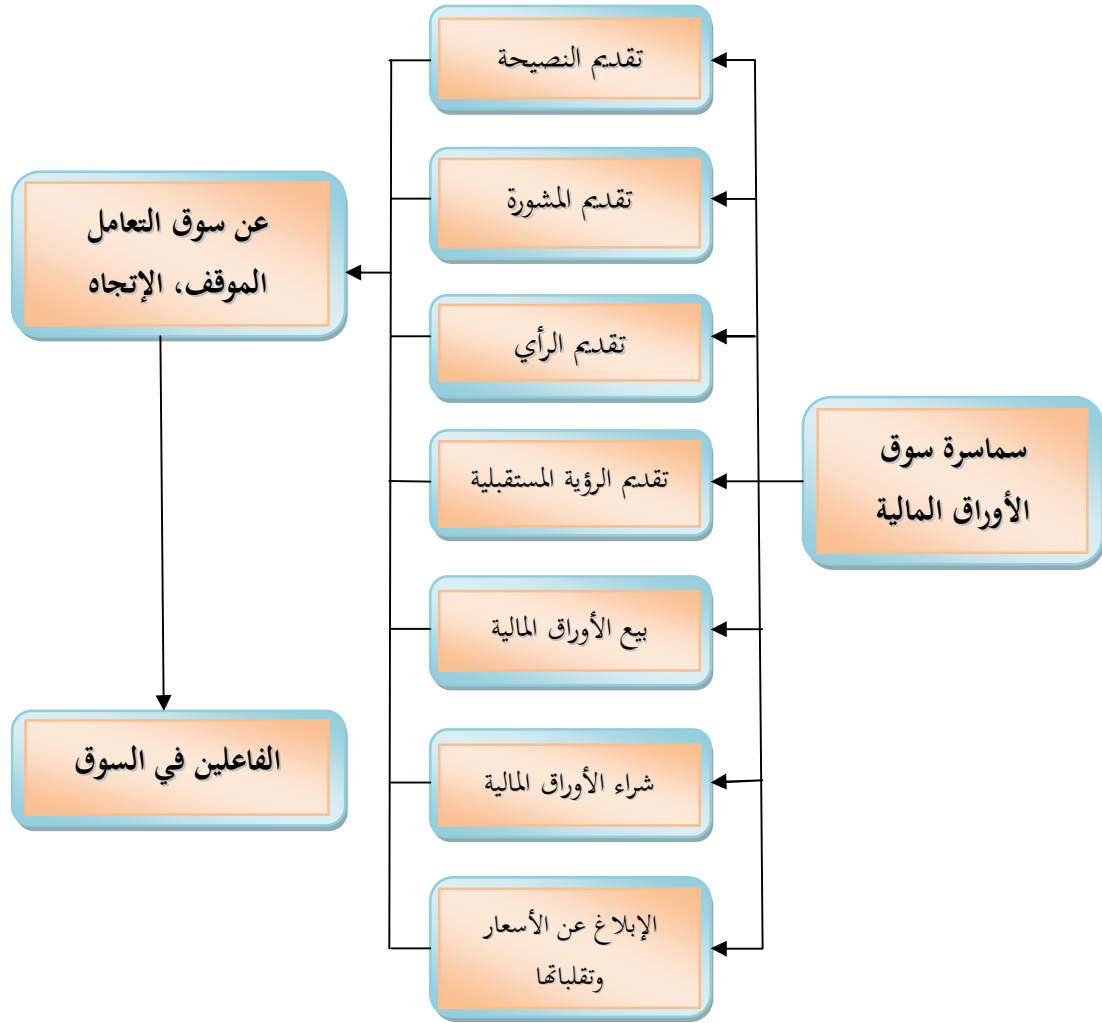
- **السماسرة بالعمولة:** ويقتصر تعاملهم مع الجمهور الراغب في شراء أو بيع ورقة مالية تملكها مقابل عمولة أو سمسة تحددها لائحة البورصة؛
- **سمسار الصالة أو المقصورة:** ويختص بتنفيذ طلبات البيع والشراء للأوراق المالية التي يعهد بها إليه زملائه السماسرة مقابل عمولة<sup>2</sup>؛
- **تجار الصالة أو المقصورة:** ويقومون بتنفيذ عمليات الشراء والبيع للأوراق المالية لحسابهم الخاص لتحقيق أرباح من وراء ذلك دون الاحتفاظ بالأوراق المالية لمدة طويلة؛
- **المتخصصون:** نوع من السماسرة الذين يتخصصون في التعامل في نوع واحد أو عدة أنواع من الأوراق المالية التي تصدرها الشركات، مثل الأسهم العادية والأسهم الممتازة أو تقصر تعاملهم في الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة ولذلك يجمع هؤلاء المتخصصون بين عمل سمسار المقصورة وتجار الصالة، ولكن ليس لهم الحق في التعامل مع الجمهور؛
- **السماسرة والمتعاملون في الصفقات الصغيرة:** وهذه الفئة تتخصص في التعامل في الطلبات أو الصفقات الصغيرة 100 سهم فأقل، مقابل عمولة تتمثل في الفرق بين سعر البيع والشراء، ولا تتعامل هذه الفئة مع الجمهور ولكن تعمل لحساب بيوت السمسرة بالعمولة<sup>3</sup>؛
- **سماسرة الوكلاء:** وقد يطلق عليه سماسرة الخصم وهي عبارة عن شركات السمسرة التي قد تقدم الحد الأدنى من الخدمة للعملاء والتي تتمثل في عمليات البيع والشراء مقابل ذلك فإنه يحصل على عمولة تتناسب مع حجم ما يقدمه من خدمات وفي نفس الوقت هناك سمسار وكيل يقوم بتقديم كافة الخدمات التي يحتاجها المستثمر بدأ من الاجراءات الخاصة بالشراء والبيع وحتى تقديم النصح والمشورة لا اتخاذ القرار المناسب كما يوضح الشكل الآتي:

<sup>1</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 51.

<sup>2</sup> - عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات الاستثمار في البورصة، العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، الطبعة الثانية، القاهرة، 2010، ص: 61.

<sup>3</sup> - صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص: 93.

الشكل رقم 05: مجموعة الخدمات التكميلية التي يقدمها السمسار



المصدر: بن عمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية\_دراسة قياسية\_، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، العلوم الإقتصادية، نفود- بنوك ومالية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2013/2012، ص: 38.

#### رابعاً: الأوامر

يتم التعامل في الأسواق المالية والنقدية بأشكال عديدة منها التعامل المباشر بين البائع والمشتري للأوراق المالية أو بصورة غير مباشرة وفي الغالب من خلال وسيط (سمسار) عن طريق إصدار أوامر من قبل الأشخاص أو المؤسسات الراغبة في الشراء أو البيع. ويمكن تقسيم هذا الفرع إلى:

- تعريف أوامر سوق الأوراق المالية؛
- أنواع أوامر سوق الأوراق المالية.



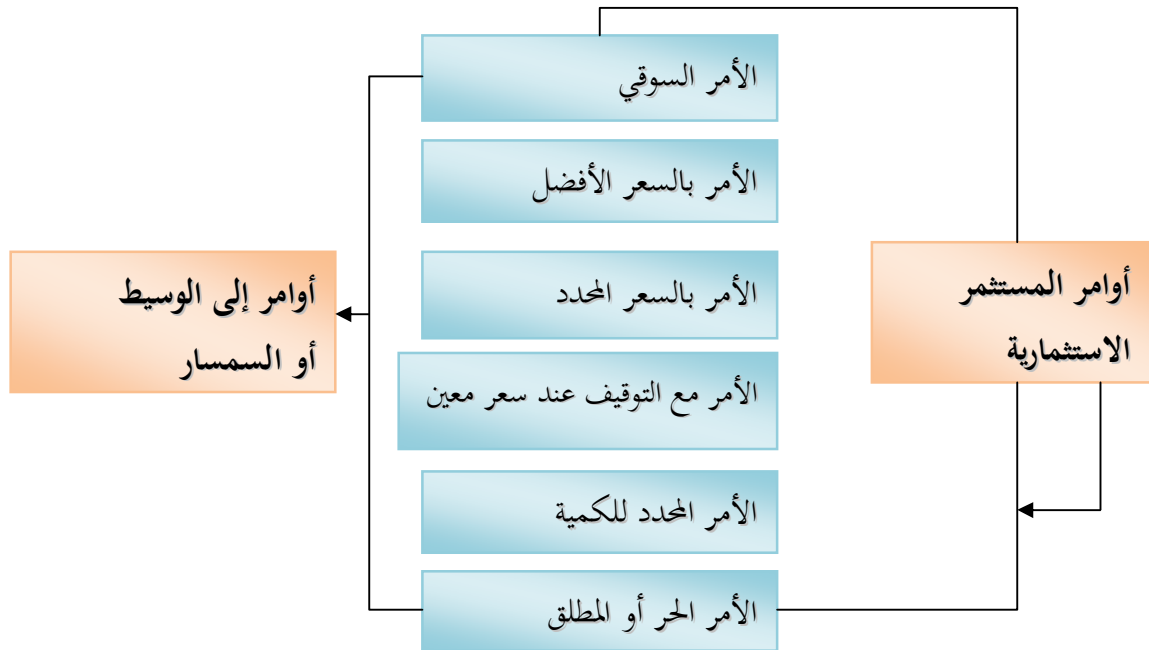
## 1- تعريف أوامر سوق الأوراق المالية

الأمر عبارة عن توكيل يعطي الحق للوسيط بعقد صفقة بيع أو شراء للأوراق المالية ويجزر بشكل مكتوب أو شفهي أو عن طريق وسائل الاتصال، تكون واضحة ومتضمنة للشروط التالية<sup>1</sup>:

- تحديد نوع الورقة المالية والجهة المصدرة؛
- تحديد السعر وكمية الأوراق المطلوبة؛
- في حالة السندات (تاريخ الإصدار، معدل الفائدة، الأجل وفترة السند)؛
- في حالة الأسهم، تحديد فيما كان ممتازاً أو عادية.

2- أنواع الأوامر في سوق الأوراق المالية: هناك عدة أوامر في سوق الأوراق المالية، تختلف هذه الأوامر باختلاف العميل وتوقعاته وتمثل هذه الأنواع في الشكل التالي:

### الشكل رقم 06: أنواع أوامر المستثمر في البورصات



المصدر: بن اعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية\_دراسة قياسية\_، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، العلوم الاقتصادية، نقود- بنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2013/2012، ص: 44.

أ- الأمر السوقي: لا يتوافق مع أي إشارة للسعر، أي أن الشاري أو البائع لا يشيران بتاتاً إلى السعر، والأمر يجب أن ينفذ أياً يكن السعر المسعر، وإذا وصل الأمر إلى البورصة قبل افتتاحها فيجب أن ينفذ عند ذلك بالكامل، ويعتبر من الأوامر الأكثر استخداماً ومن أسرع الطرق لتنفيذ الأوامر<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - بن اعمر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص: 43.

<sup>2</sup> - وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، للنشر دار المنهل، مكتبة رأس النبع، الطبعة الأولى، بيروت، 2003، ص: 122.

ب- الأمر بالسعر الأفضل: يترك بعض الحرية أمام الوسيط، لأنه لا يحدد أسعار الشراء والبيع تماماً، ولكن يفضل العميل تنفيذ العملية في البورصة حال استلامه الأمر<sup>1</sup>.

ت- الأمر بالسعر المحدد: هناك نوعان من هذه الأوامر وكلاهما يضع حدود السعر، فالأمر للشراء يضع الحد الأقصى للسعر الذي يرغب المستثمر دفعه لشراء كمية معينة من أسهم معينة، أما الأمر بالبيع فهو يحدد الحد الأدنى للسعر الذي يرغب المستثمر أن يبيع به أسهمه، وإذا لم يحصل المستثمر على السعر الذي حدده فإن السمسار يسجل هذا الأمر في سجلاته الخاصة بالأوامر ويحتفظ به للتنفيذ في المستقبل عندما تسمح الظروف بذلك، وبعض هذه الأوامر يكون لها تاريخ محدد لتنفيذها. وتمثل عيوبه في أن سعر السوق قد لا يصل إلى السعر المحدد وبالتالي لا تنفذ الصفقة حتى وإن كان سعر السوق مساوياً للسعر المحدد، فإن قاعدة الوارد أولاً ينفذ أولاً، قد يعني عدم إمكانية تنفيذ الأمر بالسعر المعلن إذا كان ترتيبه متأخراً<sup>2</sup>.

ث- الأمر مع التوقيف عند سعر معين: وتدعى أيضاً بأوامر إيقاف الخسارة، ويتطلب التنفيذ تحديد سعر للإيقاف من قبل المستثمر مشابهاً بذلك للأمر المحدد، إلا أن التنفيذ يختلف لأن أمر الإيقاف يتضمن التنفيذ عند سعر معين أو يتعداه (صعوداً وهبوطاً) مختلفاً بذلك عن الأمر المحدد الذي لا ينفذ إلا عند سعر معين<sup>3</sup>. ويقسم هذا الأمر مع التوقف إلى أمرين هما:

- أمر مع التوقف عند الشراء، يضع حد لخسارته؛
- أمر مع التوقف عند البيع، يحقق له ربح معقول.

والأمر مع التوقف يهدف إلى أمرين هما:

- المتعامل مع البورصة يمكنه تخفيض خسارته الممكنة؛
- المتعامل مع البورصة يمكنه من تحقيق ربح معقول<sup>4</sup>.

ج- الأمر الحر أو المطلق: تصدر هذه الأوامر لتعطي حرية التصرف للوسيط في تنفيذ الصفقة وكما يراها الوسيط مناسبة لمصلحة الزبون، في هذه الأوامر لا تتحدد نوع، سعر أو كمية الأوراق المطلوبة.

ح- الأمر المحدد للكمية: يتم وفق الصيغ التالية<sup>5</sup>:

- أمر الكل أو العدم: يتعلق هذا الأمر بكمية محددة من الأوراق المالية فإذا توفرت سيقوم الوسيط بتنفيذ الأمر أما إذا لم تتوفر فيتم الانتظار حتى تتوفر الكمية المطلوبة أو المعروضة؛
- أمر الكل أو العدم لحظة الوصول: يتعلق هذا الأمر بكمية محددة من الأوراق المالية فإذا توفرت يقوم الوسيط بتنفيذ الأمر وإذا لم تتوفر يتم إلغاء الأمر؛

<sup>1</sup> - وليد الصافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص: 233.

<sup>2</sup> - صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص: 99.

<sup>3</sup> - محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص: 251.

<sup>4</sup> - وليد الصافي، مرجع سبق ذكره، ص: 233.

<sup>5</sup> - بن اعمر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص: 46\_47.

- أمر التنفيذ ولو لجزء من الكمية لحظة الوصول: يتعلق هذا الأمر بكمية محددة من الأوراق المالية فإذا توفرت تم التنفيذ وإذا توفر جزء من الكمية يتم التنفيذ بمقدار ذلك الجزء ويتم إلغاء الباقي (إلغاء الأمر).

### المبحث الثاني: كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية

لا شك أن ما يجري في سوق الأوراق المالية من قرارات استثمارية للوحدات الاقتصادية المختلفة قائم على التوقعات واحتمالات، ومما لا لاريب فيه أن عمليات التنبؤ بالأحداث المستقبلية تتطلب دقاً معلوماتياً كبيراً، من حيث الحجم والدقة والتفصيل، مُشكلاً بذلك المزية الرئيسية لأسواق الأوراق المالية، حيث تعد المعلومة بمثابة البناء التحتي للبورصات والأساس العقلائي لبناء التوقعات طالما كانت عمليات الاستثمار ذات مضمون مستقبلي، وعدم تحيز المعلومات والبيانات الجديدة المتاحة للمتعاملين في السوق مع استجابة الأسعار بسرعة، يحقق ما يعرف بكفاءة السوق، أي قدرة السوق على عكس أية معلومة جديدة عن الأوراق المالية المتداولة على سعر هذه الأوراق، بمعنى قدرة السوق على تقييم الورقة المالية بقيمتها الحقيقية، وعلى غرار هذا يعتمد المستثمر كذلك على المؤشرات البورصية التي تعكس اتجاه أسعار مختلف الأوراق المالية المتداولة في البورصة، فالإهتمام في قياس تحركات السوق يعتبر أمراً مهماً في توقيت الإستثمار، إذ أن التوقيت المناسب يعتبر شرطاً ضرورياً لنجاح عملية الإستثمار. ولتوضيح أكثر قسمنا هذا المبحث للعناصر التالية:

- ماهية نظام المعلومات؛
- كفاءة سوق الأوراق المالية؛
- المؤشرات في الأسواق المالية.

### المطلب الأول: ماهية نظام المعلومات

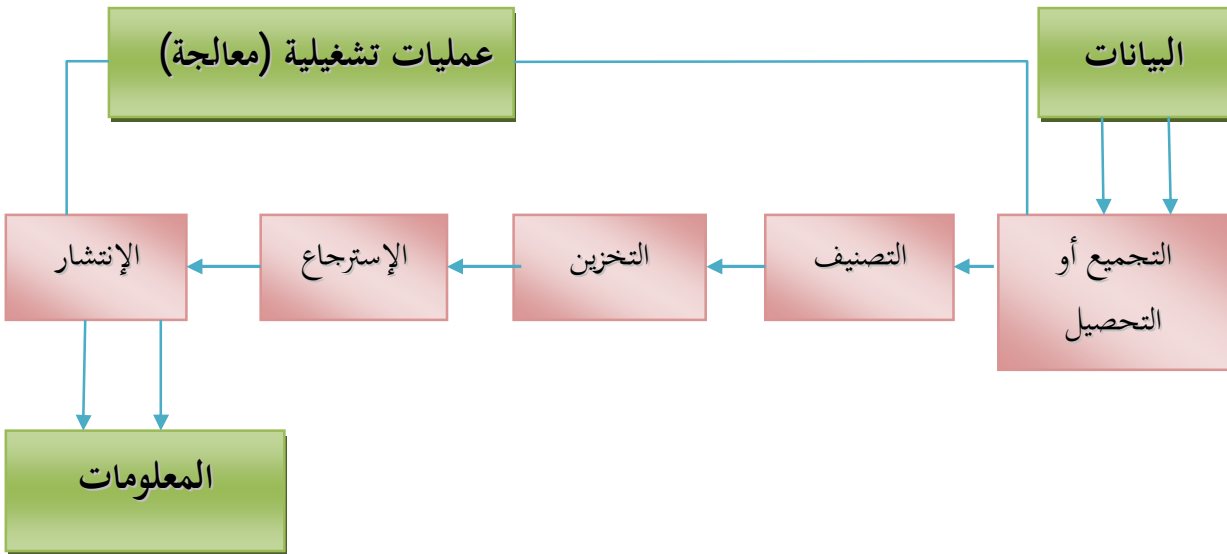
تعتبر المعلومات بمثابة عنصراً حاكماً من عناصر البنية الأساسية اللازم توافرها لاتخاذ القرارات الاستثمارية الأمثل، ويتوقف القرار على مدى صحة المعلومات وتخزينها ووصولها في الوقت المناسب إلى مراكز اتخاذ القرار، وكفاءة سوق الأوراق المالية متوقفة أساساً على مدى كفاءة نظام المعلومات، لهم علاقة ترابطية فيما بينهم، ونحاول في هذا المطلب دراسة العناصر الآتية:

- تعريف نظام المعلومات وعناصره؛
- أنواع وخصائص نظام المعلومات؛
- دور المعلومات في سوق الأوراق المالية.

أولاً: تعريف نظام المعلومات وعناصره: يمكن الإشارة لهذا من خلال العناصر الآتية:

1- **تعريف المعلومة:** المعلومات عبارة عن بيانات تنظم بشكل يعطي لها معنى وقيمة للمستفيد الذي يقوم بدوره بتفسيرها وتحديد مضامينها من أجل استخدامها في صياغة القرارات، وهناك من يعرفها على أنها: بأنها مجموعة من البيانات والحقائق والدراسات الضرورية لمعرفة السوق<sup>1</sup>.  
يمكن تعريف المعلومة بأنها عبارة عن مجموعة البيانات التي تم تجهيزها ولها معنى لمستخدميها وهي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة في العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرارات<sup>2</sup>.  
وتعد المعلومات من أهم الأركان الفعال لنجاح وتطور الأسواق الأوراق المالية، فهي تمثل المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية وتحقيق التخصيص الكفؤ للموارد.  
ونستخلص مما سبق أن البيانات هي بمثابة المادة الخام التي تتم معالجتها للحصول على المعلومات وبعبارة أخرى إن المعلومات تبدأ من حيث تنتهي البيانات والشكل التالي يوضح كيف تتم عملية معالجة لنحصل على المعلومات المطلوبة.

### الشكل رقم 07: معالجة البيانات



المصدر: سونيا بكري، نظم المعلومات الإدارية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2002، ص: 106.

<sup>1</sup> - بن اعمر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص: 85.

<sup>2</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 99.

## 2- تعريف نظام المعلومات

- يعتبر نظام المعلومات من المفاهيم الحديثة النسبية، ويرجع تاريخ ظهوره إلى بداية استعمال أجهزة الإعلام الآلي في ميدان التسيير بداية سنوات السبعينيات بفرنسا وبداية سنوات الستينيات بالولايات المتحدة الأمريكية<sup>1</sup>.
- يعد نظام المعلومات المصدر الأساسي لتزويد الإدارة بالمعلومات المناسبة لعملية اتخاذ القرار الإداري، ويعرف على أنه مجموعة من المكونات المربوطة مع بعضها البعض بشكل منتظم من أجل إنتاج المعلومات المفيدة، وايصال هذه المعلومات إلى المستخدمين بالشكل الملائم والوقت المناسب، من أجل مساعدتهم في أداء الوظائف الموكلة إليهم<sup>2</sup>.
  - عرف Robert Reix نظام المعلومات أنه: مجموعة منظمة من الموارد، برامج، أفراد، بيانات، وإجراءات مساعدة على اكتساب، معالجة، تخزين، تواصل المعلومات (بشكل بيانات، نصوص، صور، أصوات... ) في المنظمات<sup>3</sup>.
  - يمكن تعريف نظام المعلومات على أنها بيئة تحتوي على عدد من المعدات والبيانات والأدوات والأفراد ومختلف عناصر التي تتفاعل فيما بينها ومع محيطها قصد جمع البيانات ومعالجتها وبثها لمن يحتاجها لصناعة القرار.

## 3\_ عناصر نظام المعلومات: يتكون نظام المعلومات من العناصر الآتية:

- أ- المدخلات: تتمثل مدخلات نظام المعلومات في بيانات تاريخية وتقديرية عن عمليات المؤسسة وقد تكون البيانات (مالية، إحصائية، عينية)<sup>4</sup>. وتعرف على أنها: بيانات تخص المشكلة المراد حلها، وتكون في شكل أرقام أو في شكل كفي ويكون مصدرها البيئة الخارجية أو من نشاط خلايا أخرى<sup>5</sup>. ومن بين أنواع المدخلات نجد المدخلات التابعة، المدخلات العشوائية، المدخلات عن طريق التغذية العكسية وهذه الأخيرة تتمثل في إعادة استخدام جزء من مخرجات النظام كمدخلات له وعادة ما تمثل مدخلات من التغذية العكسية نسبة ضئيلة من مخرجات النظام.

<sup>1</sup>- Balantzia Gérard, Editor, Les systèmes d'information: Art et pratique, Ed: Organisation, Paris, 2003, p: 179.

<sup>2</sup>- بوفروعة سوفيان، نظام المعلومات المحاسبي ودوره في تسيير المؤسسة الاقتصادية \_ دراسة حالة مجمع إيناجوك فرع الطاهير \_ رسالة ضمن نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012/2011، ص: 9.

<sup>3</sup>- Robert Reix, Systèmes d'information et management des organisations, 4ème édition, Paris: Vuibert, 2002, p : 75.

<sup>4</sup>- بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 100.

<sup>5</sup>- إسمهان خلفي، دور نظم المعلومات في اتخاذ القرارات \_ دراسة مؤسسة نقاوس للمصبرات \_ أطروحة ضمن نيل شهادة الماجستير، علوم تجارية، تخصص: إدارة أعمال، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2009/2008، ص: 67.

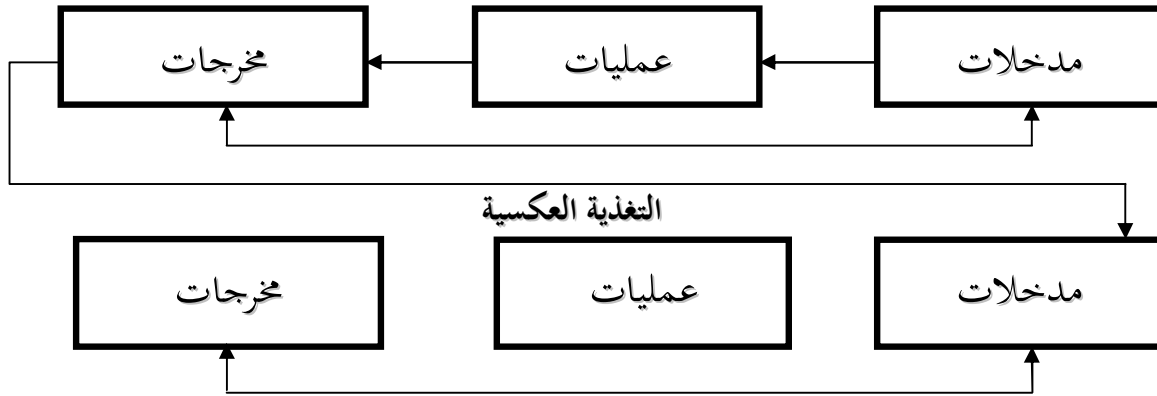
الشكل رقم 08: المدخلات عن طريق التغذية العكسية



المصدر: إبراهيم سلطان، نظم المعلومات الإدارية، دار الجامعة للنشر، الاسكندرية، 2000، ص: 21.

- وبالنسبة للمدخلات التتابعية: هي مدخلات تتفاعل وتتكامل مع بعضها البعض لينتج عنها نظام، وهذا النظام يتكامل ويتفاعل بدوره مع أنظمة جزئية أخرى، والشكل الآتي يوضح ببساطة مسار هذه المدخلات.

الشكل رقم 09: المدخلات التتابعية



المصدر: إبراهيم سلطان، نظم المعلومات الإدارية، مرجع سبق ذكره، ص: 21.

- أما المدخلات العشوائية: هي مدخلات إحصائية لنظام معين يتم احتمالها كاحتمال اتخاذ قرار معين دون غيره، مما يؤثر على كفاءة عمليات النظام أي أن النظام في حالة عدم التأكد بشأن أي من مدخلات سوف نستخدمها<sup>1</sup>.

ب- **العمليات التحويلية:** عبارة عن عمليات تقوم بتحويل المدخلات إلى مخرجات قد تؤدي بواسطة آلة أو إنسان أو حاسوب.

ت- **المخرجات:** هي متغيرات الخروج وتكون مرتبطة مباشرة بتحقيق أهداف النظام واتخاذ القرارات، وقد تكون هذه المعلومات مالية أو عينية في شكل نسب أو رسوم بيانية وغيرها<sup>2</sup>. وتعد المخرجات الأداة التي يمكن من خلالها التحقق من أداء النظام أي قدرته على تحقيق أهدافه<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - إبراهيم سلطان، مرجع سبق ذكره، ص: 22.

<sup>2</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 100.

<sup>3</sup> - إبراهيم سلطان، مرجع سبق ذكره، ص: 24.



ث- التغذية العكسية: تعتبر من مدخلات النظام حيث أنها تمثل المعلومات التي تمكن من اتخاذ الإجراءات التصحيحية، ومراجعة خطط المنظمة حتي تتمكن من تحقيق أهدافها<sup>1</sup>.

### ثانياً: خصائص وأنواع نظام المعلومات

1- خصائص نظام المعلومات: يمكن تحديد خصائص نظام المعلومات كالاتي:

أ- الموارد: لا بد أن تتوفر لأي نظام البنية الأساسية المكونة له والمتمثلة في مجموعة الموارد المتاحة: الأجهزة، الأفراد،....

ب- الهدف من النظام: يعني توفير المعلومات اللازمة للأنظمة الأخرى داخل المؤسسة وخارجها بصفة عامة وتوفير المعلومات لنظام القيادة بصفة خاصة، إن نظام المعلومات يساعد على تسيير الجيد للمؤسسة إنطلاقاً من القرارات الجيدة والموثوق بها التي يمكن إتخاذها إستناداً إلى معلومات تتصف بالدقة التي تقلل من حدة المخاطرة<sup>2</sup>.

ت- الرقابة: من الخصائص الأساسية للنظام بصفة عامة و للنظم في مجال الأعمال بصفة خاصة ضرورة وجود مجموعة من القواعد و الإجراءات المعينة للتحكم في سير عمل النظم الفرعية والتي تهدف إلى اكتشاف الانحرافات واتخاذ القرارات التصحيحية.

وهناك خصائص لنظام معلوماتي جيد أهمها<sup>3</sup>:

- توفير المعلومات المناسبة والدقيقة للشخص المناسب في الوقت المناسب؛
- تحسين استخدام موارد المؤسسة من أفراد ومعدات ومعلومات؛
- تحسين وتنشيط حركة الاتصالات داخل المنشأة؛
- تحقيق التأمين والسرية لمعلومات المنشأة، مع دعم وتحسين اتخاذ قرارات؛
- يحسن ويطور ويساعد في اتخاذ القرارات، قابل للنمو مع نمو المنظمة، صيانة غير معقدة وغير مكلفة، المرونة والقدرة على التغير في المنظمة<sup>4</sup>.

ث- التكامل والتفاعل: يمكن أن يحقق النظام ككل الهدف المنشود من وجوده بأكثر من مجموع ما تحقق عناصر النظام كل على حده، أي أن النظام ككل يمكن أن يحقق الهدف بينما لا تستطيع مكوناته كل على حده أن تحقق هذا الهدف لو انفصلت عن بعضها<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> - إبراهيم سلطان، مرجع سبق ذكره، ص: 25.

<sup>2</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 101.

<sup>3</sup> - حسين مصطفى هلالي، نظم المعلومات البنكية ودعم اتخاذ القرار، ندوة الخدمات البنكية الإلكترونية الشاملة-رؤية مستقبلية، جامعة قناة السويس، مصر، 29/25 نوفمبر 2007، ص: 3\_4.

<sup>4</sup> - نبال يونس آل مراد، خصائص نظام المعلومات الإدارية، وأثرها في مؤشرات نجاحه- دراسة استطلاعية لأراء مسؤولي الوحدات الإدارية في كليتي طب الأسنان والتربية، مجلة الإدارة والاقتصاد، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العدد90، 2012، ص: 228.

<sup>5</sup> - حسين مصطفى هلالي، مرجع سبق ذكره، ص: 5.



## الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق الأوراق المالية

ويشمل النظام المعلومات على عمليات تتمثل كآلي<sup>1</sup>: الإستلام - التسجيل - التخزين - الاسترجاع - الاعداد - العرض واتخاذ القرارات، يبدأ عمل النظام بالمدخلات وهي ما تأتي من خارج النظام وتدخل فيه ليتم معالجتها لتحويلها إلى المخرجات.

ويمكن تلخيص خصائص نظام المعلومات في الجدول التالي:

### الجدول رقم 02: مواصفات الأنظمة الفرعية للوحدة الاقتصادية

النظام	أهداف النظام	هيكل النظام	عمليات النظام	مدخلات النظام	نتائج النظام
نظام إتخاذ القرار	المفاضلة والإختيار بين البدائل	أفراد	- وجود فرصة إتخاذ القرار - وجود إتجاهات بديلة مشتركة؛ - الإختيار بين البدائل.	- معلومات - معرفة ذاتية - حكم شخصي	قرارات
نظام المعلومات	تقديم المعلومات للأنظمة الأخرى والمستخدمين الخارجين	أفراد/ آلات	- إستلام، تخزين؛ - إسترجاع، إعداد تحويل، عرض، وإتخاذ القرار.	بيانات	معلومات
نظام العمليات	أداة العمليات المادية للوحدة الاقتصادية	أفراد/ آلات	- الحصول على موارد تحويلها وإعدادها لاستخدام العملاء	- عقود، مواد خدمات - قرارات - معلومات	- نقود - مواد - خدمات

المصدر: بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص: 102.

## 2- أنواع نظم المعلومات: يمكن تقسيم نظم المعلومات إلى نوعين أساسيين وهما:

### أ- النظم المساندة للعمليات التشغيلية

يتمثل هدف النظم المساندة للعمليات التشغيلية في معالجة العمليات التشغيلية اليومية التي تمارسها المؤسسة بصفة دائمة.

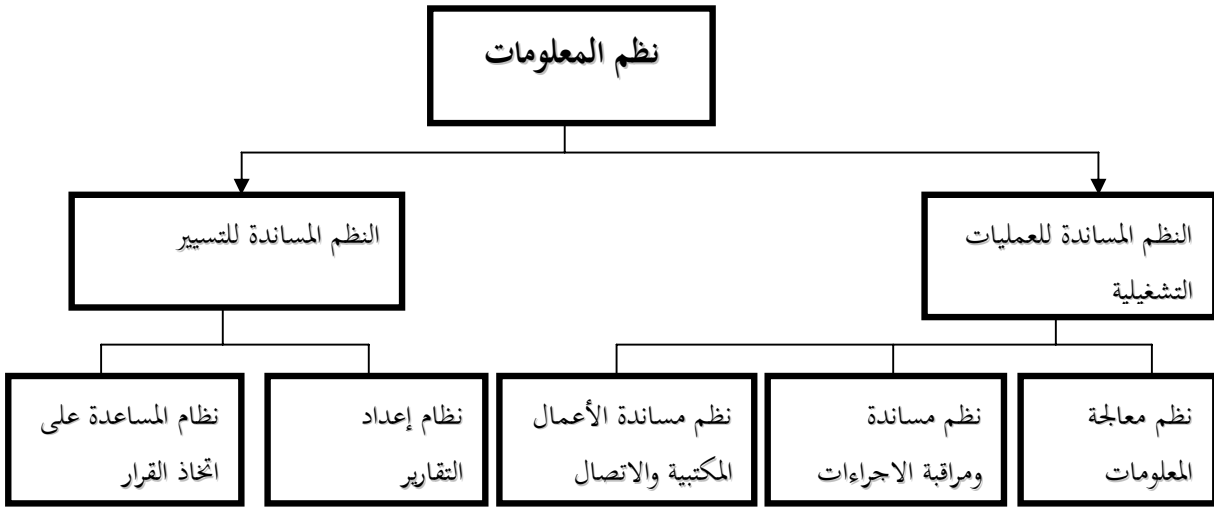
### ب- النظم المساندة للتسيير

إن هذا النوع من النظم له هدف مساعدة المدراء والإطارات في مختلف المستويات الوظيفية بالمؤسسة على إتخاذ القرار الملائم<sup>2</sup>، وبدورها فإن هذه النظم يمكن تقسيمها إلى نظم فرعية كما يبينه الشكل البياني الموالي:

<sup>1</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 102.

<sup>2</sup> - رشيدة بن شيخ الفنون، مرجع سبق ذكره، ص: 32.

الشكل رقم 10: أنواع نظم المعلومات



المصدر: رشيدة بن شيخ الفقون، دور نظام المعلومات التسويقية في اتخاذ القرار التسويقي\_دراسة حالة مجمع هنكل\_، رسالة لنيل شهادة الماجستير، علوم التسيير، تخصص: تسيير مؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2006/2005، ص: 32.

نلاحظ من خلال الشكل السابق، أن النظم المساندة للعمليات التشغيلية بدورها تنقسم إلى نظم فرعية وهي نظم معالجة المعاملات التي تتركز على أجهزة الإعلام الآلي التي تقوم بتسجيل ومعالجة العمليات اليومية الروتينية في المؤسسة، وكذلك أحد فروعها نظم مساندة ومراقبة الإجراءات الصناعية، حيث أن معظم النظم الصناعية تستعمل أجهزة الإعلام الآلي للرقابة على الإجراءات الصناعية، ويتم تكيف نماذج المراقبة وتصميم نظم للتحكم في العمليات بشكل يسمح لها باتخاذ القرارات بطريقة توماتيكية، والنوع الآخر هو نظم مساعدة الأعمال المكتبية والاتصال داخل المؤسسة، يعتمد أيضاً على أجهزة الإعلام الآلي في وظائفه الكتابية داخل المكاتب. وبصفة عامة تساهم هذه النظم في تسهيل أنشطة الاتصالات داخل المؤسسة من خلال إعداد الوثائق، وجدولة الأعمال وما إلى ذلك، وتعتمد على برنامج معالجة الكلمات (Word) من أهم تطبيقات التي تمارسها.

كما أن النظم المساندة للتسيير تنفرع إلى نظم إعداد التقارير، حيث يقوم بإعداد التقارير الإدارية وعادة ما تكون مخرجاتها ذات توجه داخلي، ولا تهدف إلى توفير معلومات عن المحيط الخارجي، وتساهم في فعالية التخطيط واتخاذ القرار داخل المؤسسة. والنوع الآخر من النظم المساندة للتسيير هو النظم المساعدة على اتخاذ القرار، تهدف إلى مساندة القرار الذي يتصف بالسرعة والتغير وصعوبة تحديد احتياجاته من المعلومات بصفة مسبقة، ويتم تصميمه عموماً بهدف مساندة مهمة إدارية معينة أو مشكلة محددة.

### ثالثاً: دور المعلومات في سوق الأوراق المالية

تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظام المعلومات، أي مدى توفر المعلومات والبيانات المناسبة عن الفرص الاستثمارية المختلفة من حيث سرعة تدفقها، وعدالة فرص الاستفادة منها، وانخفاض تكاليف الحصول عليها، وتؤدي المعلومات دوراً هاماً في سوق الأوراق المالية، إذ تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية المختلفة لأن المعلومات تساعد على تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية. ويمكن القول أن المعلومات المتاحة تساعد المتعاملين في السوق على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقاً لدرجة المخاطر المرتبطة بها، أما على مستوى الاقتصاد ككل فإن توفر المعلومات يؤدي دوراً هاماً في تحقيق آلية خاصة بسوق الأوراق المالية من حيث التوازن بين العائد والمخاطرة، وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار، مما يترتب عليه زيادة حجم السوق وعدد المتعاملين، وبالتالي تنشيط التنمية الاقتصادية في الدولة، وكلما ازدادت درجة الاعتماد على المعلومات، كلما ازدادت ثقة المستثمرين وصناعات السياسات فيما يتخذونه من قرارات<sup>1</sup>.

ويجب أن تتصف البيانات والمعلومات التي يوفرها السوق المالي إلى المتعاملين بالتنوع والدقة والشمولية، مع تأكيد على توفر البيانات والمعلومات للمستثمرين من حيث السرعة والعدالة في فرص الاستفادة منها وانخفاض تكاليف الحصول عليها<sup>2</sup>، وإذا ما اعتقد أحد المستثمرين أن المعلومات غير كافية أو لا يمكن الاعتماد عليها، فإن القرار المحتمل نتيجة لذلك هو الإحجام عن الاستثمار. ويمكن التوصل إلى أن كفاءة سوق الأوراق المالية تتطلب تحقيق كفاءة نظام المعلومات المالية<sup>3</sup>.

وعلى هذا الأساس فإن نجاح سوق الأوراق المالية يحتاج إلى معلومات تُبنى على أساس العناصر التالية<sup>4</sup>:

- إظهار الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة السوق المالي وهو ما يعرف بالإفصاح العام الذي يوفر قدر كافي من المعلومات يمكن إستخدامها في المفاضلة بين فرص الإستثمار المختلفة؛
- توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للمؤسسة المعنية لحساب القيمة الحقيقية لها.

### المطلب الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية

يكتسب مفهوم الكفاءة أهمية كبيرة للمتعاملين في الأسواق المالية لما لها من تأثير على تحقيق الأسعار العادلة للأوراق المالية التي تترتب عليها نتائج اقتصادية يتأثر فيها المجتمع ككل، ومفهوم الكفاءة مفهوم واسع ولكنه لا يخرج عن كونه تحقيق النتائج أو إنجاز العمل بأقل ما يمكن من الوقت والجهد والتكاليف، وهناك تداخل مفهوم

<sup>1</sup> - بن عمر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص: 107.

<sup>2</sup> - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 79.

<sup>3</sup> - بن عمر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص: 108.

<sup>4</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 109.

الكفاءة مع الفعالية حيث أن الفعالية تعني إمكانية تحقيق الهدف والوصول إلى النتائج التي تم تحديدها مسبقاً، والفعالية تركز على نقطة النهاية الواجب الوصول إليها في حين الكفاءة لا تهتم بالكيفية للوصول إلى تلك النقطة. وفي هذا الصدد وقصد الإمام بهذا العنصر - الكفاءة - نحاول الإشارة للعناصر الآتية:

- تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية؛
- متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية؛
- أشكال فرضية السوق الكفاء.

### أولاً: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية

المقصود بكفاءة الأسواق المالية هو مدى العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وخاصة الأسهم وبين البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة لدى جمهور المتعاملين، سواء أكانت هذه المعلومات تاريخية أو عامة أو خاصة، أي قدرة السوق على عكس أية معلومات جديدة عن الأوراق المالية المتداولة على سعر هذه الأوراق<sup>1</sup>.

- والسوق الكفاء هي التي ترى بأن جميع المعلومات المتاحة في السوق من قيم الأسهم والسندات وأسعار الأصول المالية الأخرى، تعد أساساً في تقويم (تسعير) هذه الأصول عند اتخاذ القرارات الاستثمارية، لذلك فإن السوق الكفوءة هي التي لا تستبعد وتتجاوز معلومات متوفرة.
- تثير فرضية السوق الكفاء الكثير من الجدل، حتي أن البعض يري بأن من شروط تحقق السوق الكفاء هو وجود مستثمرين يعتقدون بعدم كفاءة السوق، من أجل سعيهم للحصول على معلومات إضافية وصولاً للكفاءة<sup>2</sup>.

والكفاءة التامة: هي تلك التي ينعدم فيها الفاصل الزمني ما بين تلقي المعلومات الجديدة والاستجابة السعرية للأصول المتداولة، وتحقق ذلك يستدعي الشروط التالية<sup>3</sup>:

- وفرة المعلومات وسهولة الحصول عليها دون تكاليف تذكر أو ما يطلق عليه الكفاءة المعلوماتية، وبذلك ستصبح توقعات المستثمرين متجانسة استناداً لتجانس معلوماتهم.
- عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو ضرائب وغيرها، مع حرية دخول وخروج المستثمرين.
- للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدتها من الأوراق المالية و ذلك دون شروط وبكل سهولة ويسر.

<sup>1</sup> - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 70.

<sup>2</sup> - محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص: 281.

<sup>3</sup> - بن عزوز عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص: 55.

- العدد الكبير من المستثمرين والبائعين بحيث تمنع هذه الكثرة أي من المستثمرين الاستئثار أو الهيمنة لأحدهم علي السوق<sup>1</sup>.

- تمتع المتعاملين في السوق بالرشد الاقتصادي، وبالتالي سوف يسعى كل منهم إلى تعظيم منفعته الخاصة.

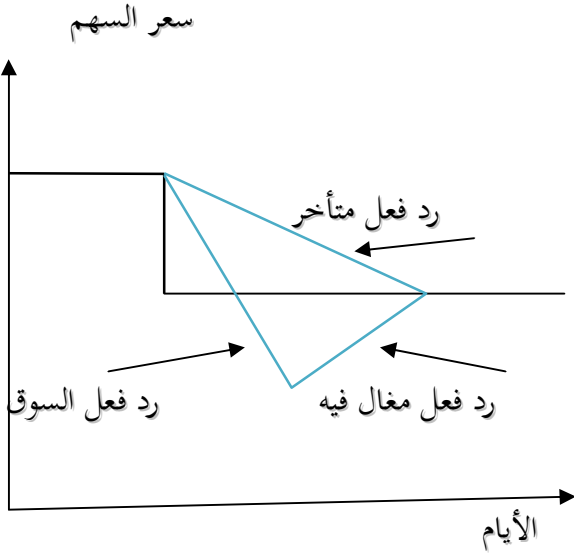
لذلك فإن الكفاءة التامة صعب جداً تحقيقها في الواقع العملي، فهناك بعض القيود التي تضعها التشريعات والتنظيمات، وهناك تكاليف للمعاملات وهذا يؤدي إلى اختلاف بين القيمة السوقية للورقة المالية والقيمة المحورية لها، وهذا هو الأمر الشائع مهما بلغت درجة تقدم وتطور السوق المالية<sup>2</sup>. وعندها يمكن قبول الكفاءة الاقتصادية بمعنى وجود فجوة زمنية بين المعلومات والتقييم للأوراق المالية، واحتمالية حدوث العائد الفعلي عن العائد المتوقع.

والشككين التاليين يوضحان ردود فعل كل من سوق الكفاءة الكاملة وسوق الكفاءة الاقتصادية، حيث يوضح التمثيل البياني سلوك السعر في ظل السوق الكفاء والغير كفاء بناء على المعلومات الواردة إلى السوق.

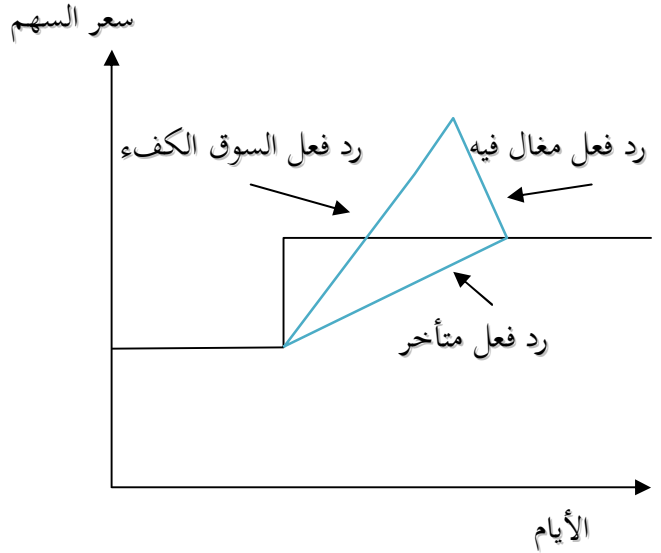
### الشكل رقم 11: التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية

الشكل رقم أ: رد فعل السوق بعد وصول معلومات مشجعة الشكل رقم ب: رد فعل السوق بعد وصول معلومات محبطة

(انخفاض الأسعار)



(ارتفاع الأسعار)



المصدر: مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية\_دراسة لواقع سوق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها\_، مجلة الباحث، جامعة محمد خير، بسكرة، عدد 07، 2010/2009، ص: 193.

<sup>1</sup> - محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص: 282.

<sup>2</sup> - صلاح الدين حسن السبسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، القاهرة، 2003، ص: 26.

- من خلال الشكل يتبين أنه في حالة وصول معلومات جديدة ومشجعة عن إنتاج إحدى الشركات، سينعكس ذلك مباشرة في استجابة فورية وتلقائية في سعر السهم بالإرتفاع مما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للسهم وهو ما يحقق للسوق كفاءة عالية\_ الشكل رقم أ\_؛
- أما في حالة وصول معلومات غير سارة إلى السوق فذلك سينعكس سلباً في سعر السهم بالإخفاض في القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية فتكون الإستجابة متأخرة حتى يستوعب السوق هذه المعلومات، مما لن يحقق للمستثمرين أرباح فيتصف السوق في مثل هذه الحالة بعدم الكفاءة، أين يستغرق تعديل السعر إلى السعر الحقيقي مدة ثمانية أيام من وصول هذه المعلومات إلى السوق\_ الشكل رقم ب\_؛
- أما حالة الاستجابة المغالى فيها فيقصد بها بلوغ سعر السهم مستوى أعلى من السعر الحقيقي نتيجة المبالغة في تأثير هذه المعلومات مما يدفع بالسعر إلى أعلى مستوياته ومن ثم يتعدل بعد ذلك تدريجياً\_ الشكلين رقم أ، ب\_.

### ثانياً: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

هناك نوعين أساسيين من الكفاءة هما كفاءة التسعير، كفاءة التشغيل

**1- كفاءة التسعير:** تسمى أحياناً الكفاءة الخارجية للسوق، وتحقق كفاءة السوق المالي الخارجية عندما يحصل جميع المتعاملين في السوق على المعلومات والبيانات الجديدة بالسرعة المطلوبة وفي الوقت نفسه وبدون كلفة إضافية وبفرض متكافئة، وأن تكون هذه المعلومات دقيقة وحقيقية. إن ذلك يعني أن حركة الأسعار ستكون على أساس المعلومات وليس الاشاعات<sup>1</sup>. وبما أن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهضة، مما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول هذه المعلومات بهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة، فالجميع لهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين.

وإذا كان تحقيق أرباحاً غير عادية أمراً صعباً في هذا السوق إلا أنه أيضاً غير مستحيل لأسباب التالية<sup>2</sup>:

- قد يكون المستثمر عديم الخبرة نظراً لدخوله إلى السوق دون تحليل المعلومات المتاحة، هذا السبب لا يرجع إلى نقص كفاءة السوق بل يرجع إلى الجهل وكسل المستثمر ذاته؛
  - قد يستطيع عدد قليل من الأفراد استخدام وسائلهم الخاصة في الحصول على معلومات قبل غيرهم واستخدامها في تحقيق أرباح غير عادية غير أن هذا ما يحدث لعدد قليل من المستثمرين ولمرات معدودة.
- 2- كفاءة التشغيل:** وتدعي بالكفاءة الداخلية، وتعني إمكانية تحقيق التوازن بين المشتريين والبائعين، دون تكبد كل منها تكلفة عالية للتوسط (السمسرة) أو حتى تحقيق مزايا استثنائية لصّناع السوق (التجار والمتخصصون)<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 74.

<sup>2</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 107.

<sup>3</sup> - محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص: 287.



وبذلك فإن كفاءة الأسعار تعتمد الى حد كبير على كفاءة التشغيل، إذ ينبغي أن تكون تكلفة الحصول على المعلومات منخفضة مقارنة بفرصة الحصول على العائد المتوقع، وأن تكون كلفة إتمام الصفقات عند حدها الأدنى وبالسرعة المحددة، تقاس كفاءة التشغيل بعدد الأوامر المفقودة أو التي تفشل لعدم صحتها، والوقت المستغرق بين إصدار الأمر وتنفيذه<sup>1</sup>.

إن تحقيق الكفاءة في الخاصيتين السابقتان لأسواق الأوراق المالية مرهون بتحقيق مجموعة من الشروط أهمها<sup>2</sup>:

■ أن تسود سوق الأوراق المالية منافسة كاملة بين المتدخلين ولهم حرية الدخول والخروج منه وذلك للتغلب على فرص الاحتكار.

■ أن يتمتع السوق بخاصية سيولة الأوراق المالية المتداولة فيه لتحقيق فرص البيع والشراء للأوراق بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب، كما أن توفر هذه الخاصية يحقق ما يعرف باستمرارية الأسعار السائدة فيه والتي تقلل من احتمالات حدوث تقلبات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية وبالتالي من فرص المضاربة غير المأمونة فيه.

■ أن يتوفر في سوق الأوراق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه، بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل والتي تأخذ صور متعددة وتقدم للمستثمر نشرة تعرف بـ "حركة الأسعار اليومية" التي تصدر عن البورصة.

■ أن تتوفر التقنيات الحديثة الخاصة بحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات، بالإضافة إلى وجود فئة متخصصة من السماسرة والخبراء لتقديم النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء<sup>3</sup>.

■ أن يحكم عمل سوق الأوراق المالية والمتعاملين فيه هيئة أو لجنة تعرف بـ "هيئة أو لجنة إدارة السوق" تتوفر فيها صفة الفاعلية وتكون محايدة وذات خبرة، تستمد سلطتها من مجموع النظم واللوائح والقوانين الهادفة إلى توفير جو من الاستقرار والأمان للمستثمرين بمساعدة مجموعات استشارية متخصصة وهو ما يزيد من فعالية سوق الأوراق المالية<sup>4</sup>.

■ توفر عنصر الشفافية في المعلومات باعتبارها العنصر الحاسم في سوق الأوراق المالية، عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه مما يجعلها متاحة لجميع المتعاملين فيه بالمساواة وبشكل يحد من عملية احتكار المعلومات<sup>5</sup>.

1- دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 75.

2- مفتاح صالح، مرجع سبق ذكره، ص: 187.

3- بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 108.

4- مفتاح صالح، مرجع سبق ذكره، ص: 187.

5- محمد مطر، إدارة الإستثمارات - الإطار النظري والتطبيقات العملية -، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 1999، ص: 134.



إن الإعتراف بأن المعلومات عنصر حاسم في البورصة، يعد إعترافاً بأن تحليلها (صناعتها) هو الآخر حاسماً في تشكيل البورصة باعتبار كما أسلفنا سابقاً المعلومات بمثابة البناء التحتي للسوق. وتحليل المعلومات في البورصة ينقسم إلى قسمين:

- تحليل الأساسي؛
- تحليل الفني.

- **التحليل الأساسي:** وينصرف القائمون به (يدعون بالأساسيين) إلى تحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية منها وعلى مستويات متعددة، كلية وقطاعية وجزئية للمنشأة بهدف التعرف على عائدها المتوقع والمخاطر المصاحبة لذلك<sup>1</sup>.

- **التحليل الفني:** يركز على دراسة السجل الماضي للتغير في السعر الذي يباع به السهم، والهدف هو اكتشاف نمط لهذا التغير يمكّن المحلل من خلاله استخلاص نتائج تفيد في التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل. وتعتمد فلسفة التحليل الفني على الآتي<sup>2</sup>:

- 📊 إن القيمة السوقية للسهم تتحدد على أساس قوى العرض والطلب؛
- 📊 إن العرض والطلب تحكمه عوامل متعددة بعضها رشيد والبعض الآخر غير رشيد؛
- 📊 يعطي السوق وزناً لكل متغير من المتغيرات التي تحكم العرض والطلب؛
- 📊 إن التغير في اتجاه أسعار الأسهم يرجع في الأساس إلى تغير في العلاقة بين العرض والطلب.

وبالنسبة لارتباط كل من التحليلين بكفاءة السوق، فيلاحظ أن التحليل الأساسي يعترف بالشكل الضعيف لفرضية السوق الكفاء التي تقضي بأن قيمة الورقة في أي لحظة تعكس البيانات التاريخية (الشائعة)، ولكن قد لا يتفق (تحليل الأساسي) مع الشكل شبه قوي والقوي لفرضية كفاءة السوق. أما التحليل الفني فهو لا يكتزث بالشكل الضعيف لكفاءة السوق، إذ يقوم على فكرة أن قيمة الورقة يمكن تحديدها مستقبلاً استناداً إلى معلومات تاريخية، وبالتالي فهو لا يعترف لا يعترف بأن السعر يعكس المعلومات التاريخية في ذاته في ظل الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق.

### ثالثاً: أشكال فرضية السوق الكفاء

هناك ثلاث مستويات للكفاءة التسعيرية في الأسواق المالية متعارف عليها في أدبيات الإدارة المالية وتكون هذه المقصودة عندما يتم التحدث عن كفاءة الأسواق المالية، وكل مستوي يرتبط بنظام معين من المعلومات وهي:

- فرضية المستوي الضعيف (معلومات تاريخية)؛

<sup>1</sup> - محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص: 288.

<sup>2</sup> - دراسة في التحليل الفني، 12:13\_2016/08/17، موقع الاطلاع:

- فرضية المستوي شبه قوي (معلومات تاريخية + عامة حالية)
- فرضية المستوي القوي (معلومات تاريخية + عامة + خاصة)

الجدول رقم 03: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية

المعلومات	تاريخية	حالية عامة	داخلية خاصة
الضعيف	×		
شبه القوي	×	×	
القوي	×	×	×

المصدر: دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، 2012، ص: 83.

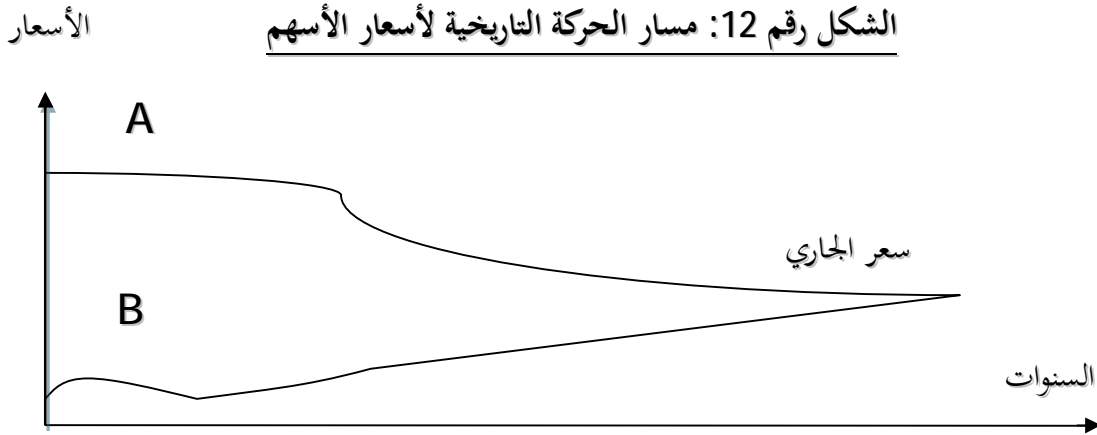
**1- فرضية المستوي الضعيف (معلومات تاريخية):** تتضمن هذه الصيغة إطاراً محتواه، أن أسعار الأصول المالية الجارية تعكس جميع المعلومات للمستثمرين والبائعين عن المدة السابقة (بيانات تاريخية)، وتشمل معدلات أسعار الأصول وحجم التعاملات، وهذه المدة متاحة وشائعة للجميع لتحقيقها في تاريخ سابق، وبالتالي يمكن الحصول عليها دون تكلفة تذكر، لذلك فلا يوجد أحد من المستثمرين في ظل هذا الوضع قادر على تحقيق عائداً استثنائياً، طالما أن المستوي المخاطر جرى تحديده للجميع استناداً إلى المعلومات التاريخية.<sup>1</sup> وتعرف هذه الصيغة أيضاً بنظرية الحركة العشوائية إذا تري أن المعلومات التاريخية لا تؤثر على سعر السهم الحالي، ولا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، ولذلك فإن التغيرات المتتالية في أسعار الأسهم مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي علاقة واضحة، ومن هنا يطلق على الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بالحركة العشوائية للأسعار باعتبار أن التغير في السعر من يوم لآخر لا يسير على نمط واحد.<sup>2</sup> وبمعنى آخر أن السعر يتحدد كل يوم بيومه ولا دور لعنصر التنبؤ في الأسعار بالاعتماد على المعلومات التاريخية، وأن الأسعار تسير بصورة عشوائية دون وجود مسار محدد لها والشكل الموالي يبين مسار أسعار الأسهم A.B لا علاقة لها بالحركة التاريخية للسهمين التي تبين لنا أن السعر الماضي سوف لا يؤثر على السعر في المستقبل لأن حركة سعر السهم B بوضوح أفضل من سعر السهم A وأن السهم B يرتفع عندما A ينخفض فمن هو الذي يريد شراء السهم المنخفض، ولا يمكن للمستثمر أن يجني أرباح جيدة بالاعتماد على المعلومات التاريخية أي أنه غير قادر على تحقيق الربح من دراسة وتحليل اتجاهات الأسعار في السنوات الماضية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص: 284.

<sup>2</sup> - مفتاح صالح، مرجع سبق ذكره، ص: 185.

<sup>3</sup> - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 84.

ويمكن اختبار هذه الفرضية من سلاسل الارتباط وقواعد التصفية لتحديد درجة العشوائية لسلسلة متتالية من الأسعار.



المصدر: دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، 2012، ص: 84.

## 2- فرضية المستوي شبه قوي (معلومات تاريخية + عامة حالية)

يفترض هذا المستوي أن أسعار الأسهم السائدة في السوق تعكس المعلومات التاريخية والمعلومات الأخرى المتوفرة لعامة الناس أي المعلومات المنشورة<sup>1</sup>، أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات حول الظروف الاقتصادية، ظروف الشركة، التقارير المالية وغيرها، وفي ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات حيث تكون الإستجابة ضعيفة في البداية لأنها تكون مبينة على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات غير أنه إذا أدرك المستثمر ومنذ اللحظة الأولى القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل تلك المعلومات سوف يحقق أرباح غير عادية مقارنة بنظرائه المستثمرين<sup>2</sup>.

## 3- فرضية المستوي القوي (معلومات تاريخية + عامة + خاصة)

فحوى هذه الفرضية بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة<sup>3</sup>، أي المعلومات المنشورة و المتاحة للجمهور إضافة إلى تلك المعلومات والتي تكون متاحة لفئة معينة من إدارة المنشأة المصدرة للسهم و كبار العاملين فيها<sup>4</sup>، وتمثل الصيغة القوية لفرضية الكفاءة عندما تكون الأسعار السوقية في حالة توازن مستمر تتساوى القيمة الحقيقية مع سعر الورقة المالية<sup>5</sup>، وتكون المعلومات المتوفرة في ظل هذه الصيغة لفرضية السوق الكفاء تشمل معلومات الموظفين (المدراء التنفيذيون، بعض الصحفيون، حاملو الأسهم الرئيسون... إلخ)، ويشير وجود الموظفين الكثير من التساؤلات حول شرعية وعدم شرعية تعاملات هؤلاء

<sup>1</sup> - زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2007، ص: 204.

<sup>2</sup> - مفتاح صالح، مرجع سبق ذكره، ص: 186.

<sup>3</sup> - صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص: 143.

<sup>4</sup> - بن عزوز عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص: 58.

<sup>5</sup> - بن اعمر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص: 76.

## الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق الأوراق المالية

في البورصة، وبالتالي فالسعر عندما يعكس جميع المعلومات فسوف لا يكون بالإمكان تحقيق انحراف عن القيمة الحقيقية<sup>1</sup>.

والجدول التالي يوضح باختصار مستويات، مواصفات الكفاءة التسعيرية في الأسواق المالية

### الجدول رقم 04: مستويات الكفاءة التسعيرية في الأسواق المالية

المواصفات	المستوي
تعكس الأسعار السائدة في السوق جميع أنواع المعلومات- تاريخية، منشورة، خاصة- ولا يستطيع المستثمر تحقيق عائد غير عادي من تحليل تلك المعلومات، لأنها تساعد على التنبؤ بالأسعار المستقبلية.	المستوي القوي
تعكس الأسعار السائدة في السوق المعلومات التاريخية والمنشورة ولا يستطيع المستثمر تحقيق عائد غير عادي من تلك المعلومات لأنها لا تساعد على التنبؤ بالأسعار المستقبلية.	المستوي شبه قوي
تعكس الأسعار السائدة في السوق المعلومات التاريخية فقط ولا يستطيع المستثمر أن يحقق أية عوائد غير عادية من تحليله لتلك المعلومات لأن الأسعار لها سلوك عشوائي، ولا يتمكن مع هذا السلوك من أن يتنبأ بالأسعار.	المستوي الضعيف

المصدر: زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2007، ص: 206-207.

### المطلب الثالث: المؤشرات في الأسواق المالية

إذا سألت أحد المستثمرين كيف حال السوق؟ فالأغلب أن تكون الإجابة أن السوق قوية أو ضعيفة أو أنه لا تغير، هذه الإجابة تختلف من مستثمر لآخر، فهناك من تتحرك محفضته إلى أعلى (إيجابياً) وهناك من تتحرك أسعار الأسهم التي في محفضته لأسفل (سلبياً)، حيث هناك مؤشرات عامة للأسعار تبين الأسواق عن طريق رصد اتجاه عدد من الأسهم التي تعتبر ممثلة لجميع الأسهم في السوق. لذا إرتأينا أن نبحث في العناصر الآتية:

- مفهوم مؤشرات سوق الأوراق المالية؛
- بعض مؤشرات سوق الأوراق المالية.

<sup>1</sup> - محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص: 285.

### أولاً: مفهوم مؤشرات سوق الأوراق المالية

يمثل مؤشر السوق قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطة أو أرقام قياسية تصلح لعمليات المقارنة والملاحظة والتتبع والقياس، للتغيرات الزمنية (سلاسل زمنية) أو التغيرات المقطعية بين المنشآت والصناعات والأسواق والأقاليم ودول العالم في مستوي زمني معين.

#### 1- تعريف مؤشرات سوق الأوراق المالية: هناك العديد التعاريف لمؤشر السوق المالي يمكن تناول الآتي:

أ- مؤشر السوق هو عبارة عن قيمة رقمية تقيس التغيرات الفعلية لأسعار الأوراق المالية المتداولة في سوق المالي باستخدام معدلات رياضية تتلاءم مع طبيعة كل سوق مالي بهدف التعرف على حركة الأسعار واتجاهات واداء السوق، وعادة يتم تكوين المؤشر في المرحلة الأولى لتأسيس البورصة أي وجود رقم كأساس ثم تتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك مع فترة الأساس أو نقطة البدء ومن خلال المؤشر يتم التعرف على تحركات الأسعار واتجاهاتها<sup>1</sup>.  
ب- والمؤشر أداة لتحديد اتجاهات السوق أو في قطاع معين من السوق ويكون المؤشر جيداً إذا كان يعطي فكرة عن الاتجاه العام في السوق وليس لورقة مالية كما أنه يعطي مؤشراً لوضع الاقتصاد<sup>2</sup>.

ت- ويمثل مؤشر السوق مقياساً شاملاً لاتجاه السوق يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، فهو بذلك يمثل مؤشر السوق مستوي مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية<sup>3</sup>. ويعتمد بناء المؤشر على مبادئ أساسية تتمثل في تقديم العينة وتبسيط وتسهيل الحساب (عينة ملائمة وأسلوب محدد لتحديد وزن كل سهم داخل العينة، طريقة سهلة ومبسطة لحساب قيمة المؤشر)<sup>4</sup>.

ث- المؤشر في البورصة تقنية بواسطتها يتم إعطاء نتائج عددية وذلك عن طريق علاقة تبين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن بغية التعرف على أداء السوق المالي أو قطاع إقتصادي معين، أو محفظة مالية، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى<sup>5</sup>.

ج- يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق بالإستناد على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنتظمة وغير المنتظمة أو كلاهما وغالباً ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق رأس المال المستهدف قياسه<sup>6</sup>.

ومن الملاحظ أن مؤشرات السوق هي مرجعية معلوماتية مهمة للمستثمرين وصنّاع القرار على حد سواء فضلاً عن الباحثين.

<sup>1</sup> - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 90.

<sup>2</sup> - وليد الصافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص: 244.

<sup>3</sup> - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002، ص: 252.

<sup>4</sup> - بن اعمر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص: 64.

<sup>5</sup> - P. TOPSCALIAN, Les indices boursiers sur action, Economica, Paris, 1996, p: 09.

<sup>6</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 112.

ونشير إلى أن عملية تكوين المؤشر تقوم على أساس العينة المثلة للمجتمع، سواء كانت العينة مسحوبة من المنشآت المشاركة في السوق، أو من المنشآت المشاركة في القطاع لذلك نجد أن مؤشرات حالة السوق قد تعكس حالات عديدة<sup>1</sup>:

- حالة السوق الأسهم بأجمعها: مثل مؤشر داوجونز الصناعي، مؤشر ستاندر آندبور، مؤشر بورصة القاهرة،... إلخ.
- حالة السوق الأسهم لصناعة قطاع معين: مؤشر ناسداك NASDAQ الذي يعكس حالة سوق شركات تكنولوجيا المتقدمة (مايكروسوفت، أنتل... إلخ).
- حالة السوق لإقليم معين: وهي مؤشرات مركبة لاقتصاديات ترتبط بنموذج تكامل اقتصادي معين، مثل مؤشر صندوق النقد العربي الذي يعكس حالة سوق الأسهم في 12 دولة عربية.

### 2- استخدامات المؤشر في سوق الأوراق المالية

هناك العديد من الفوائد التي تتيحها مؤشرات حالة السوق للمهتمين والمتعاملين في البورصات ومن أهم هذه الاستخدامات الآتي:

- أ- يساعد في تلخيص حركة النشاط الاقتصادي عبر صورة كمية يسهل استخدامها بشكل سريع، وبالتالي فالتعرف على الأداء الاقتصادي ممكناً نسبياً من خلال تغيرات مؤشرات السوق.
- ب- التعرف على الاتجاهات السائدة في سوق رأس المال والتي تعكس في أحد جوانبها المهمة اتجاهات النشاط الاقتصادي<sup>2</sup>.
- ت- يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر الأسواق الأوراق المالية المحلية بمؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية، وسوف يؤدي ذلك إلى تحديد اتجاهات السوق مقارنة بأسواق أخرى مما قد ينجم عنه زيادة الإستثمارات الأجنبية خاصة في حالة ما إذا كان السوق من الأسواق الواعدة<sup>3</sup>.
- ث- تقدير مخاطر المحفظة، يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية (Systematic Risk) لمحفظة الأوراق المالية، وهي العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة، ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة.
- ج- الحكم على أداء المديرين المحترفين، وفقاً لفكرة التنوع الساذج (Naive Diversification)، يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائياً، أن يحقق عائداً يعادل تقريباً عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المتداولة في السوق) الذي يعكسه المؤشر وهذا يعني بأن المدير المحترف الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يتوقع منه أن يحقق عائداً أعلى من متوسط عائد السوق<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص: 298.

<sup>2</sup> - محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص: 299.

<sup>3</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 114.

<sup>4</sup> - مؤشرات أسواق الأوراق المالية، 17:47\_2016/08/18، موقع الاطلاع:



### 3 - أهمية مؤشرات الأسواق المالية

يمكن تحديد أهمية مؤشرات الأسواق الأوراق المالية في العناصر الآتية:

- أ- تساعد مؤشرات البورصات في عملية التقييم الإقتصادي للأصول والثروات القومية علي مستوى الاقتصاد الكلي، ومثال على ذلك استخدام جداول العمليات المالية في المحاسبة القومية لتلك المؤشرات، وذلك عند تقييم أصول الشركات غير المدرجة بقوائم أسعار الأسواق المالية<sup>1</sup>.
- ب- يساعد المؤشر القائم على الأسواق المالية والمشاركين فيها بإعادة تنظيم السوق، من خلال عمليات المراجعة التي تحدد العناصر التي أدت إلى انحراف الأسعار وتصويبها باتجاه يعكس الأسعار بدقة.
- ت- تعد إحدى الأدوات لتحديد سعر السهم من خلال خصم التدفقات النقدية المستقبلية، ويعكس المؤشر توقعات المساهمين والمستثمرين في السوق، وأيضاً تعتبر أداة مفيدة في البحوث المالية<sup>2</sup>.
- ث- طالما أن نشاط المنشآت التي يتم تداول أوراقها المالية في سوق رأس المال يمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، وفي حال اتسمت سوق رأس المال بقدر من الكفاءة فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل من شأنه أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة، كما يمكن لمؤشرات أسعار الأسهم فضلاً عن ذلك أن تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية وذلك قبل حدوث أي تغيير قبل فترة زمنية<sup>3</sup>.

### ثانياً: بعض مؤشرات سوق الأوراق المالية

تتنوع المؤشرات وتختلف في اهدافها وطرق بنائها في السوق المالي حيث يتم استخدام نوعين من المؤشرات، كما يلي<sup>4</sup>:

- **مؤشرات عامة:** وهي التي تقيس حالة السوق بصورة عامة مثل مؤشر داو جونز في امريكا ومؤشر ستاندر اندبور الذي يضم 500 شركة امريكية.
- **مؤشرات قطاعية:** وهي التي تقيس حالة السوق بنسبة لقطاع معين مثل مؤشر ناسداك الجامع وهو مؤشر 500 شركة صناعية أمريكية يتم تبادل أسهمها عبر المنصة أو مؤشر البنوك الأردنية في بورصة عمان.

<sup>1</sup> - سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية\_دراسة حالة بعض الدول العربية\_، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، علوم التجارية، تجارة دولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014 ص: 65.

<sup>2</sup> - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 92.

<sup>3</sup> - مؤشرات أسواق الأوراق المالية، 2016/08/18\_18:55، موقع الاطلاع:

[www.arab-api.org/images/training/programs/1/2004/44\\_C9-4.pdf](http://www.arab-api.org/images/training/programs/1/2004/44_C9-4.pdf)

<sup>4</sup> - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 94.



وتختلف مؤشرات سوق الأوراق المالية من دولة لأخرى ويرجع ذلك لاختلاف الأوراق المالية المتداولة في السوق من جهة وإلى الأوراق المالية التي تدخل في حساب المؤشر العام من جهة أخرى، ونحاول في هذا العنصر البحث في بعض مؤشرات الأكثر نشاطاً في الأسواق المالية كالاتي:

- مؤشر داوجونز الصناعي؛
- مؤشر ستاندر آندبور؛
- مؤشر نيكاي Nikkei؛
- مؤشر تويييكس Topix؛
- مؤشرات مالية أخرى.

**1- مؤشر داوجونز الصناعي:** تم استخدام هذا المؤشر ابتداءً من عام 1884، وهو يصدر لمتابعة سلوك بورصة نيويورك، ويتكون من أوراق 30 شركة ويقاس مستوى أسعار أسهم 30 شركة صناعية كبرى تمثل أعلى مستوى في الإدارة والخبرة والأرباح والتوزيعات في بورصة نيويورك، وهذه الشركات تعد من أعظم وأقوى مجموعة الشركات الأمريكية وهو من أقدم المؤشرات<sup>1</sup>. وهو بدون أدنى شك المؤشر الأكثر استعمالاً في أسواق رأس المال في الولايات المتحدة الأمريكية ولربما في أسواق رأس المال العالمية<sup>2</sup>.

أ- تنشر الأرقام القياسية لداوجونز صباح كل اثنين في جريدة وول ستريت wall Street journal<sup>3</sup>، وعلى الرغم من شهرته إلا أنه محدود جداً حيث أنه يعكس حركة أسعار أكبر 30 شركة صناعية مدرجة في بورصة نيويورك، مثل: شركة Exxon وشبيهاًها وعلى الرغم من ثبات عدد الشركات الداخلة أسعار أسهمها في هذا المؤشر إلا أن هوية هذه الشركات تختلف باختلاف أوضاع الإقتصاد وأوضاع هذه الشركات فهو لا يحتوي إلا على أضخم وأقوى ثلاثين شركة صناعية<sup>4</sup>.

ب- يحسب مؤشر داوجونز الصناعي على أساس متوسط أسعار أسهم 30 شركة صناعية كبرى حسب سعر الإقفال في اليوم السابق، وحتى نعرف أكثر عن طريق حساب هذا المؤشر نفرض أن يتكون من أسهم 3 شركات فقط هي: أ- ب- ج، وكان سعر الإقفال لأسهم هذه الشركات هو 5- 15- 10 دينار على التوالي. وعليه فإن معدل السعر =  $(10+15+5) / 3 = 10$  دينار، وعندما تؤخذ هذه المعدلات (المتوسطات) لفترات زمنية طويلة نسبياً يمكن رسم خط للإتجاه العام للسوق ومعرفة هل يتحرك باتجاه الصعود أو الهبوط أو الثبات<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> - رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص: 217.

<sup>2</sup> - زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص: 172.

<sup>3</sup> - رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص: 217.

<sup>4</sup> - زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص: 172.

<sup>5</sup> - جمال جويدان الجمل، مرجع سبق ذكره، ص: 288.

ت- على رغم من أن مؤشر داوجونز الصناعي واسع الاستخدام في البورصة وخصوصاً نيويورك إلا أنه وجهت له عدة انتقادات منها:

- أنه يعطي وزناً متساوياً لكل تغير في الأسعار وذلك بصرف النظر عن نسبة التغير، أي أنه متوسط غير مرجح؛
- أنه يهمل أي تجزئة أسهم أو إصدار أسهم جديدة تقل عن 10٪؛
- لا يمثل مجموع الشركات متوسطة الحجم أو الصغيرة، لذلك فهو بعيد عن تمثيل السوق<sup>1</sup>؛
- هناك تحيز إلى حجم العينة ومدى تمثيلها لمؤشر داوجونز للشركات الصناعية؛
- يتم ترجيح أسهم مؤشر داوجونز على أساس السعر السوقي وهذا يعني أن السهم ذو السعر المرتفع يكون له وزن أكبر داخل العينة<sup>2</sup>.

**2- مؤشر ستاندر آندبور:** بدأ العمل بهذا المؤشر عام 1923، عندما بدأت شركة ستاندر اندبور بنشر مؤشر أسعار لبورصة نيويورك يعتمد على 233 سهماً، ويستخدم لقياس الأداء المالي والاستثماري للأفراد والجماعات ويحتوي على أوراق 500 شركة منوعة ما بين صناعة وخدمات ونقل وبنوك وتأمين، هذه الشركات تمثل حوالي 80٪ من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك، ويقوم في طريقة حسابه على الوزن المرجح<sup>3</sup>.

- وهو مؤشر يوصف بأنه المؤشر للشركات القيادية في الصناعات القائمة، ويعطي فكرة جيدة عن اتجاهات الأسعار في سوق رأس المال الأمريكي لحوالي ثلاثة إلى أربع أسواق مالية في الولايات المتحدة الأمريكية، ويحتوي المؤشر على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في سوق رأس المال المنظم وغير المنظم أو كليهما.

**3- مؤشر نيكاي (اليابان):** يعتبر هذا المؤشر من أكبر المؤشرات العالمية والآسيوية واليابانية حيث أن سعة هذا المؤشر الدولي باستطاعته قياس أهم معدل أسعار أكبر 225 مؤسسة في اليابان، وهذا المؤشر مما هو معروف عنه أنه يقيس معدل أسعار أسهم السوق المالي، سوق طوكيو للأوراق المالية، ويعتبر هذا السوق (طوكيو) من أكبر الأسواق الثمانية في اليابان<sup>4</sup>، ويستخدم هذا المؤشر لقياس مدى التغير المحقق في حجم الأوراق المالية ومقياس للعوائد ومساعدة المستثمرين على تكوين محافظ أوراقهم الاستثمارية<sup>5</sup>.

**4- مؤشر تويكس:** مؤشر ياباني تم إنشاؤه بتاريخ 1968 وأعطيت له قيمة 100 بنفس التاريخ الذي أعتبر سنة الأساس وهذا المؤشر يعتبر أهم من سابقه (نيكاي) لأنه يغطي 1165 مؤسسة تمثل كل قطاعات الاقتصاد

<sup>1</sup> - جمال جويدان، مرجع سبق ذكره، ص: 289.

<sup>2</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 118.

<sup>3</sup> - رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص: 217\_218.

<sup>4</sup> - جمال جويدان الجمل، مرجع سبق ذكره، ص: 290.

<sup>5</sup> - رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص: 218.

الياباني، ويعكس وضعية البورصات اليابانية بصورة أكثر صدقاً من مؤشر نيكاي والجدول الآتي يلخص مؤشرين (نيكاي، توبيكس).

**الجدول رقم 05: مؤشرات أسواق الأوراق المالية اليابانية المعروفة**

المؤشرات اليابانية	نيكاي NIKKEI	توبيكس TOPIX
- عدد وتصنيف القيم	225 سهم	مجموع الأوراق المالية
- معيار الاختيار	الرسملة البورصية	الرسملة البورصية
- الأساس	176,21 في 1949/09/16	100 في 1968/01/04
- زمن الحساب	باستمرار	/
- طريقة الحساب	المتوسط الحسابي مرجح بالأسعار	المتوسط الحسابي

المصدر: بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص: 121.

**5- وهناك بعض المؤشرات الأخرى نذكر:**

- أ- مؤشر Dax Indax: وهو مؤشر بورصة الأوراق المالية الألمانية وهو مؤشر لأسهم الشركات المساهمة ذات التوزيعات الكبيرة والإدارة والخبرة الكبيرة، ويحسب التغير في أسعار 30 شركة قوية في البورصة الألمانية.
- ب- مؤشر ناسداك المجمع: مؤشر للسوق المالي الوطني الأمريكي والذي يشمل أكثر من 5000 سهم للشركات الصناعية وشركات الخدمات الالكترونية ويتم تبادل هذا المؤشر عبر المنصات فقط وليس من خلال البورصة.
- ت- مؤشر نايس (NYSE): مؤشر سوق نيويورك المالي يحتوي على جميع القطاعات الصناعية والخدمية والالكترونية<sup>1</sup>.
- ث- مؤشر كاك: مؤشر بورصة باريس يقيس التغير في أسهم 244 شركة فرنسية وفقاً لأوضاعها الاقتصادية وتمثل نسبة 85% من بورصة باريس<sup>2</sup>.

**المبحث الثالث: أسواق الأوراق المالية الناشئة في الدول الإسلامية**

مع الإنفتاح المالي والتحرر الإقتصادي التي شهدها العالم كانت سبباً في ظهور أسواق الأوراق المالية في الدول النامية بدرجة من التطور أطلق عليها مصطلح أسواق الأوراق المالية الناشئة، ومما لا شك أن الدول سواء المتقدمة والنامية على حد سواء ومع التطورات والأزمات الإقتصادية، كان التوجه نحو الإلتزام بمعايير وضوابط الشريعة الإسلامية في السوق المالية كأحد التوجهات الحديثة للخروج من هذه الأزمات، وإن لم تكن كذلك فإنها تتحول إلى مسرح للعبث بثروات البلاد ومجالاً للكسب الحرام. لتوضيح أكثر قسمنا هذا المبحث للعناصر الآتية:

<sup>1</sup> - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 106.

<sup>2</sup> - رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص: 219.

- أسواق الأوراق المالية الناشئة؛
- سوق المالية الإسلامية؛
- نبذة عن بعض أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية.

### المطلب الأول: أسواق الأوراق المالية الناشئة

الأسواق المالية الناشئة اليوم محل إهتمام الكثير من الإقتصاديين والمتعاملين الدوليين، لما تتميز به من خصائص ومميزات جعلتها محط أنظار للجميع والعوائد التي تدرها على المستثمرين الأجانب وخاصة مستثمري المحفظة المالية، وهي تشمل الأسواق المالية للبلدان التي تمر اقتصاداتها في مرحلة تحول باتجاه اقتصاد السوق، والسوق الناشئة يمكن أن يصنف ضمن ثلاث: السوق الأكثر تقدماً، الأسواق الناشئة بالمعنى الضيق، الأسواق حديثة النشأة أو تلك التي تعاني من ركود وتوضيح نحاول الإمام بالنقاط التالية:

- تعريف الأسواق الناشئة وتصنيفاتها؛
- خصائص الأسواق المالية الناشئة؛
- محددات نمو الأسواق المالية الناشئة.

### أولاً: تعريف الأسواق الناشئة وتصنيفاتها

**1- تعريف الأسواق الناشئة:** ويشمل مصطلح " ناشئة " عدة مفاهيم، فيمكن أن يعني سوقاً قد دخلت عملية نمو و تطور بشكل يجعلها مهم وجاذبة بالنسبة للمستثمرين، ويمكن أن يقصد به سوقاً بدأت في التطور حيث يكبر حجمها ويزداد تطورها على عكس بعض الأسواق الضعيفة، والتي لم تدخل بعد مرحلة الانطلاق، ومن الواضح أن أغلبية الأسواق المصنفة حالياً كناشئة ستدخل في المستقبل ضمن إطار الأسواق المتقدمة فمرحلة النشوء هذه مرت بها كل سوق مالية في بداية تطورها، وعموماً فإنه لا بد من النظر إلى ظاهرة الأسواق الناشئة كعملية حركية<sup>1</sup>.

- الطريقة الأفضل لتحديد سوق ناشئ تفترض الرجوع إلى عدد من الخصائص النوعية، فصفة 'ناشئ' إذا ما أطلقت على الإقتصاد فإنها تعني مرحلة الإنطلاق بحيث توجد إمكانية نمو هامة. وهذا يستتبع فرص ربح ومردودية بالنسبة للمستثمرين أكثر أهمية من تلك التي يمكن الحصول عليها في الإقتصادات المتطورة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - الإقتصاد والأعمال، منتديات ستار تايمز، 14:11\_2016/09/21، موقع الاطلاع:

<http://www.startimes.com/?t=26819521>

<sup>2</sup> - وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، للنشر دار المنهل، مكتبة رأس النبع، الطبعة الأولى، الجزء الثاني، بيروت، 2003، ص: 93.

- وهناك من يعرفها<sup>1</sup>: بأنها تلك الأسواق التي توجد خارج الدول الأكثر تقدماً وتنتمي إلى دول نامية في مرحلة التحول إلى اقتصاد السوق، وأهم ما تتميز به هذه الأسواق هو الزيادة الكبيرة في القيمة السوقية للأسهم، بالإضافة إلى تزايد حجم الإصدارات الجديدة.
- الأسواق المالية الناشئة هي أسواق في دول منخفضة ومتوسطة النمو، وبدأت عمليات التغير والنمو في الحجم والتعدد، وتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو والتقدم. مصطلح السوق الناشئة ينطبق سواء على الأسواق المنشأة حديثاً أو على البورصات التي تمارس نشاطها منذ زمن بعيد في بلدان العالم الثالث، دون أن تتمكن من الإسهام في تطوير هام في اقتصاديات تلك البلدان<sup>2</sup>.
- يمكن القول أن الأسواق المالية الناشئة توجد في دول تمر اقتصاداتها في مرحلة تحول باتجاه اقتصاد السوق وهي أسواق قائمة أساساً في الدول النامية شهدت حالة من التطور والنمو بعدما كانت في حالة ركود ولها قدرات على مواصلة نموها وتطويرها والتحسين في درجة كفاءتها وفعالية أدائها كونها قطب لجذب رؤوس الأموال المحلية والدولية من خلال العوائد المرتفعة التي تحققها.

### 2- تصنيف الأسواق الناشئة: يمكن تصنيفها ضمن ثلاث مجموعات كالاتي:

- أ- **الأسواق الناشئة الأكثر تقدماً:** هذه المجموعة تضم أسواق بلدان عدة (كماليزيا والمكسيك وكوريا الجنوبية وتايوان وتايلندا...إلخ) تجمعها بعض الخصائص المشتركة مع الأسواق المتطورة: معدلات تضخم منخفضة\_استقرار نسبي في أسعار الصرف\_ أنظمة مالية ومصرفية متطورة\_سهولة التوجه إلى الأسواق الدولية للأسهم والسندات\_استخدام تقنيات متطورة نسبياً في كافة العمليات الواقعة على الأوراق المالية<sup>3</sup>.
- أسواق هذه المجموعة لا يمكن أن تشبه أسواق البلدان المتقدمة، ولا زالت أمامها مراحل من التقدم يجب أن تجتازها، لذلك فهي شديدة الحساسية على الظروف الاقتصادية السائدة، وكذلك هي عرضة على وجه دائم لتقلبات حادة في الأسعار<sup>4</sup>.
- ب- **الأسواق الناشئة بالمعنى الضيق للمصطلح:** الأسواق الناشئة بالمعنى الضيق هي أسواق الأرجنتين والبرازيل والهند ونيجيريا والفلبين التي تعتبر سائرة باتجاه تحقيق تبادلات نوعية في بنائها وتقنيات عملها. فعلى الصعيد التقني، يلاحظ أن بعض التقنيات المرتبطة بحسن أداء الأسواق قليلة الانتشار، وهذا تحديداً يتعلق باختتام ومقاصة العمليات بتسليم الأوراق المالية، ونشر المعلومات، وبدرجة استخدام المعلوماتية في التسعير.

<sup>1</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 160.

<sup>2</sup> - الأسواق المالية الناشئة، متديات فيض القلم، 14:56\_2016/09/21، موقع الاطلاع:

<http://9alam.com/community/threads/alasuaq-almali-alnash.32737>

<sup>3</sup> - وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، للنشر دار المنهل، مكتبة رأس النبع، الطبعة الأولى، الجزء الثاني، بيروت، 2003، ص: 95.

<sup>4</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 162.



بالإضافة إلى ما تقدم فإن هذه البلدان لم تستطع لغاية الآن حل بعض مشاكلها الدورية والهيكلية كالتضخم الحاد والتركز الهام للمداخيل والثروات، وعدم التوازن في المبادلات الخارجية، والتطور غير الكافي للأسواق المالية.

ت- **الأسواق الحديثة النشأة أو تلك التي تعاني من الركود:** ينطبق هذا المصطلح على أسواق جميع البلدان التي لا يمكن أن تعتبر اقتصاداتها متقدمة. وفيما يلي بعض مميزات الأسواق الحديثة النشأة والأسواق الراكدة هي أسواق البلدان النامية، وأسواق بلدان أوروبا الوسطى والشرقية وأسواق البلدان التي ظهرت على إثر سقوط الاتحاد السوفياتي، وكذلك أسواق بعض البلدان الاشتراكية في آسيا. ويمكن أن تصنف ضمن هذه المجموعة أسواق ساحل العاج، والإكوادور وغانا، وغواتيمالا، حيث أن النتائج التي حققتها هذه البلدان كانت على وجه عام غير مرضية، كما أن توجهها نحو تدفقات رؤوس الأموال الدولية كان محدودا أيضا، هذه الأسواق المالية هي إجمالا في مرحلة نشوء حيث يبدو حجم الاقتصاد الوطني متواضع فيها، وهذا بدوره ينعكس على حجم ضعيف للعمليات<sup>1</sup>.

### ثانيا: خصائص الأسواق المالية الناشئة

رغم الإختلافات الموجودة بين الأسواق المالية الناشئة إلا أنها تشترك في عديد الخصائص نذكر منها:

أ- **ضيق السوق:** تتميز الأسواق الناشئة بضيقها سواء من حيث عدد الشركات المدرجة أو من حيث القيمة الإجمالية للأسهم المسجلة بما مقارنة بالنتائج المحلي الإجمالي للدولة والذي يعبر عنه بمعدل الرسملة، حيث تحسب هذه النسبة بين قيمة الأسهم المسجلة بالبورصة وقيمة الناتج المحلي الإجمالي، وما يمكن قوله أنه كلما اتصفت السوق بالضيق فلا يمكنها في أي حال أن تقوم بدورها في تمويل الإقتصاد<sup>2</sup>.

ب- **تنظيم السوق:** تتضح أبرز ركائز التنظيم الجيد للسوق من خلال الأتي<sup>3</sup>:

- استخدام أحدث التقنيات وبرامج المعلوماتية: أي الاستخدام الواسع للمعلوماتية ولكن الأسواق الناشئة تتفاوت في استخدامها المعلوماتية حسب درجة تطورها.

- إعلام وحماية المستثمرين: أي النشر الجيد للمعلومات المتعلقة بالشركات، كما ان المهل قصيرة لمقاصة العمليات وتسليم الأوراق المالية، وهذا ما يجتذب المزيد من المستثمرين.

- التوفيق بين تحرير السوق ووضع قواعد لضبطه: أي تحقيق نوع من التوازن بين إلغاء القيود لتنشيط المنافسة، والقيام بالضبط المطلوب للقضاء على التزوير وعدم الاستقرار.

ت- **درجة تركيز عالية:** تبدو من خلال ملاحظة تقاطع مؤشرات الحجم والتركيز، أي بدلالة وزن أهم الشركات المسجلة في رسملة البورصة مما يسمح بعزل البورصات الناشئة عالية التركيز.

<sup>1</sup> - وسام ملاك، مرجع سبق ذكره، ص: 97\_98.

<sup>2</sup> - حسان خبابة، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الإقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، كلية الحقوق والعلوم الإقتصادية، قسم العلوم الإقتصادية، جامعة سطيف، الجزائر، 2004، ص: 4.

<sup>3</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 170.

ث- تذبذب كبير للأسواق الناشئة بالنسبة للأسواق المتقدمة: تقاس درجة التذبذب هنا بواسطة الانحراف وهو حاصل قسمة سعر السهم على عائده ويكون (per) المعياري لعوائد السوق المعنية وايضا بمعدل هذا المعدل مرتفع جدا في الاسواق الناشئة<sup>1</sup>.

ج- التطور السريع: حيث حققت العديد من الأسواق الناشئة معدلات نمو مرتفعة وقد سجل هذا التحسن في اندونيسيا تركيا، البرتغال، فنزويلا، اليونان، الأرجنتين، ماليزيا، وهذا راجع في غالب الأحيان إلى الدخول المكثف للشركات المخصصة إلى هذه الأسواق.

ح- إرتفاع عوائد الإستثمار فيها: تمثل الأسواق الناشئة مركزا لاستقطاب الإستثمار الأجنبي، لا سيما من قبل المستثمرين في الأسواق المتقدمة لما يحققونه من عوائد مرتفعة على إستثماراتهم في هذه الأسواق مقارنة بما يحققونه في الأسواق المتطورة<sup>2</sup>.

خ- درجة انفتاح السوق: تقيم درجة انفتاح السوق من خلال عدد الشركات الأجنبية المسعرة فيها من ناحية، والتحرير النسبي لحركات رؤوس الأموال من ناحية أخرى، فالأسواق الناشئة هي إلى حد بعيد أقل تدويلاً من تلك المتطورة، في عام 1995 كان المستثمرون الأجانب خلف 25% من العمليات في أندونيسيا و 20% من العمليات في المكسيك<sup>3</sup>.

### ثالثا: محددات نمو الأسواق المالية الناشئة

لقد كان هناك جدل بين الاقتصاديين وصانعي السياسة عند محاولتهم تحديد الأسباب التي كانت وراء النمو الكبير والسريع الذي عرفته الأسواق الناشئة، فمنهم من أرجعه إلى عوامل خارجية متمثلة أساسا في انخفاض معدلات الفائدة في الدول الصناعية المتقدمة وتباطؤ معدلات نمو اقتصادياتها، وهي عوامل لا يمكن التحكم فيها من قبل صانع السياسة في الدول النامية، ويرى البعض الآخر أن العوامل الداخلية مثل حركة الإصلاح الاقتصادي هي التي شجعت تدفق رأس المال إلى هذه الأسواق. في الحقيقة يمكن إرجاع أسباب النمو في هذه الأسواق إلى توليفة تضم عوامل خارجية، وعوامل داخلية، فمن المؤكد أن انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المتقدمة دفع بالمستثمرين للبحث عن عائد أعلى في الأسواق الصاعدة، ولكن نظرا لأن التدفقات إلى أسواق الدول النامية لم تكن بشكل متساوي، فإن ذلك يعني أن للعوامل الداخلية دورا في نموها<sup>4</sup>.

1- العوامل الداخلية: يطلق على العوامل الداخلية أيضا مصطلح عوامل الجذب لأنها عوامل تساعد على جذب الاستثمارات إلى أسواق الأوراق المالية الناشئة وتعتبر "داخلية" لأنها تخضع لتحكم صانع السياسة في

<sup>1</sup> - الأسواق المالية الناشئة، منتديات فيض القلم، مرجع سبق ذكره، 2016/09/21\_17:57، موقع الاطلاع:

<http://9alam.com/community/threads/alasuaq-almali-alnash.32737>

<sup>2</sup> - حسان خبابة، مرجع سبق ذكره، ص: 5.

<sup>3</sup> - وسام ملاك، مرجع سبق ذكره، ص: 114.

<sup>4</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 164.



الدول النامية، وترجع هذه العوامل إلى السياسات التي اتبعتها كثير من الدول النامية، وأدت إلى تنمية أسواقها المالية وجذب الاستثمارات إليها، فوجود تلك العوامل يفسر توجيه المستثمرين لاستثماراتهم إلى عدد من الدول النامية دون الأخرى، وتشمل هذه العوامل على ما يلي<sup>1</sup>:

أ- **برامج الإصلاح الاقتصادي:** حيث انتهجت كثير من الدول النامية عديد البرامج، وأهم هذه البرامج برامج الخصخصة، التي أدت إلى بيع كثير من الشركات عن طريق طرح أسهمها في سوق الأوراق المالية، وساهمت هذه العملية في زيادة رزمة سوق الأوراق المالية ونشاطها عن طريق زيادة توفر الأسهم وتعميق أسواق المال المحلية الذي يساعدها على زيادة ارتباطها بأسواق المال الدولية وفي الدول النامية تم منذ عام 1980 وحتى عام 1992 تخصيص أكثر من 2000 شركة من شركات القطاع العام وقد تمكنت أكثر من 450 شركة عاملة في أسواق الأوراق المالية الناشئة من جمع ما يزيد عن 28 مليار دولار من خلال إصدارات الأسهم عام 1992.

ب- **إصلاح القطاع المالي:** حيث يعتبر أحد العوامل التي ساعدت على النمو السريع للأسواق الناشئة، والمتمثل في قيام بعض الدول النامية بالتخلي عن الائتمان الموجه، وتخفيض الضرائب والرسوم على الخدمات، مع تنظيم قواعد الإفصاح المالي و التسوية الفورية للمعاملات في هذه الأسواق و رفع القيود على حيازة الأجانب للأصول المالية<sup>2</sup>. مع تحرير أسعار الصرف وأسعار الفائدة في كثير من الدول النامية، مما أدى إلى استقرار أسعار الصرف الذي يعد عنصراً مهماً من عناصر جذب الاستثمار، وكذلك خفض العجز في الموازنة العامة للدولة وخفض معدلات التضخم، الأمر الذي كان له كثير من الآثار الإيجابية على الاقتصاد الكلي.

ت- **ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي:** بعض من الدول النامية حققت معدلات نمو مرتفعة مثل كوريا وتايواندا، التي حققت معدلات نمو أعلى من بعض الدول الصناعية المتقدمة حيث أن تحقيق معدلات نمو مرتفعة في الاقتصاديات الناشئة من شأنه أن يؤدي إلى تشجيع الاستثمار في أسواق تلك الدول، هذا ويعتقد بعض مديري الاستثمارات الدوليين أنه بحلول عام 2040 ستكون أكثر من 50% من مكونات أي محفظة استثمارية دولية عبارة عن أوراق مالية للدول سريعة النمو في آسيا و أمريكا اللاتينية نظراً لأن التحول إلى أسواق الأوراق المالية الصاعدة يعتبر ضرورياً في ظل معدلات النمو العالية التي تسجلها اقتصاديات تلك الدول، والتي تتراوح بين 5%- 8% سنوياً والتي ستمكن اقتصاديات هذه الدول من زيادة حصتها إلى نحو 50% من الاقتصاد العالمي بحلول عام 2040، مقابل نحو 25% حالياً، وبالتالي إمكانية تحقيق الأرباح الكبيرة في تلك الأسواق في المستقبل.

2- **العوامل الخارجية:** إضافة للعوامل الداخلية نجد العوامل الخارجية التي كان لها أثر في تشجيع رأس المال الأجنبي على الانتقال إلى هذه الأسواق وتتمثل أهم هذه العوامل كالاتي<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> - ماهية الأسواق المالية الناشئة، 14:36\_2016/09/25، موقع الاطلاع:

<http://nabdalq.7olm.org/t1393-topic>

<sup>2</sup> - عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، القاهرة، 2003، ص: 119.

<sup>3</sup> - ماهية الأسواق المالية الناشئة، مرجع سبق ذكره، 15:38\_2016/09/25، موقع الاطلاع:

<http://nabdalq.7olm.org/t1393-topic>

أ- انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية، حيث انخفضت معدلات فائدة البنوك الفيدرالية في الولايات المتحدة من 9,8% في أبريل 1989 إلى 2,9% في نوفمبر 1992، وقد كان هذا الانخفاض حافزاً قوياً للمستثمرين في الدول الصناعية المتقدمة على تغيير وجهتهم والاتجاه نحو الاستثمار في الأسواق الناشئة المرتفعة العائد، ونشير أن لانخفاض أسعار الفائدة أثرين هامين: فهي تقلل من الحافز لدى المستثمرين لإبقاء أموالهم الاستثمارية كما تعمل على تحسين الجدارة الائتمانية للبلد المدين.

ب- تباطؤ النشاط الاقتصادي والركود الاقتصادي وضعف الطلب على الأموال الذي شهدتها الدول الصناعية في أوائل التسعينيات وانعكاس ذلك على نمو الناتج المحلي الإجمالي<sup>1</sup>.

ت- تسهيل الدول المتقدمة دخول مصدري الأوراق المالية من الدول النامية لأسواقها من خلال اتباع تدابير من شأنها تخفيض كلفة المعاملات في أسواق الأوراق المالية فيها، ومن ثم تشجيع إصدار الأوراق المالية فيها لتلبية احتياجات الدول النامية.

ث- ارتفاع معدلات السيولة النقدية عالمياً نتيجة للنمو السريع في سوق العملات المختلفة، وزيادة حجم الأموال المتوافرة لدى الدول المصدرة للبتول، مما أدى إلى توسيع حجم السيولة المتاحة للاستثمارات الدولية.

ج- ولقد أدى تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى أسواق الأوراق المالية الناشئة إلى المساهمة في تحسين كفاءتها، وذلك نتيجة للاحتكاك والاتصال بالمؤسسات المالية الأجنبية التي تستخدم التكنولوجيا المتقدمة، وقد ساعد ذلك على نقل التكنولوجيا المتقدمة للأسواق الناشئة، وبالتالي يمكن للمستثمر الأجنبي الاستفادة من استخدام تلك الوسائل المتعلقة بتخفيض المخاطر، الأمر الذي ساعد على جذب المزيد من تدفقات رأس المال الأجنبي إلى تلك الأسواق.

ويعتقد الكثير من المحللين أن جانباً كبيراً من الموارد الخاصة التي تتدفق إلى الأسواق الناشئة في أمريكا اللاتينية وشرق آسيا، خاصة أسواق الأرجنتين، والبرازيل وكولمبيا، وفنزويلا يمكن إرجاعه إلى عودة رؤوس الأموال الهاربة<sup>2</sup>.

### المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية الإسلامية

تعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية فرصة هامة جداً لكل مستثمر مسلم، حتى يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته من خلال تنوع محفظته المالية، واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحاً ومشروعية، كما تمثل سوق الأوراق المالية الإسلامية محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال وتمويل المشروعات البناءة والناجحة مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة إنتاج في المجتمع<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 164.

<sup>2</sup> - مرجع نفسه، ص: 165.

<sup>3</sup> - نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق - دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، رسالة ضمن نيل شهادة الماجستير، إدارة أعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2007، ص: 4.

### أولاً: تعريف وخصائص سوق الأوراق المالية الإسلامية

**1- تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية:** تتنوع وتختلف تعريف السوق المالية الإسلامية عند العلماء والباحثين حسب موضوعها ونوعها، إلا أن أغلبهم يأخذ تعريف السوق المالية الإسلامية من تعريف السوق المالية الإصطلاحية الوضعي ويضعها في إطار شرعي إسلامي، و فيما يلي أهم التعاريف لهذه السوق:

أ- سوق الأوراق المالية الإسلامي هي ذلك الإطار أو المجال الشرعي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية المتوافقة والشريعة الإسلامية من طرف أصحاب العجز ثم اقتنائها وتداولها عبر قنوات إيصال فعالة بين أصحاب الفائض بصورة منظمة ومراقبة من طرف الهيئة الشرعية للسوق وذلك من أجل تتمرير الأموال في إطار شرعي<sup>1</sup>.

ب- للسوق المالية معنيان، معنى واسع يضم مجموع التدفقات المالية في المجتمع بكافة آجالها القصيرة والمتوسطة والطويلة الأجل بين أفراد المجتمع ومؤسساته وقطاعاته، ومعنى ضيق ينحصر في سوق أو بورصة الأوراق المالية، وفي ضوء هذا المعنى الواسع فإن السوق المالية لا تنحصر في مكان محدد، وإنما في معاملات محددة، ومن هنا فإن مصطلح السوق المالية الإسلامية يمكن أن يتضمن المعاملات المالية المنضبطة بالضوابط الشرعية.

ت- "هي التي يمكن أن تتداول فيها الأدوات المالية من الأسهم، والصكوك الإسلامية على وجه تجيزه الشريعة الإسلامية"<sup>2</sup>.

ث- ويمكن تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية على أنها: سوق مراعية لأحكام الشريعة الإسلامية فيما يتعلق بالأدوات المالية المتداولة في السوق وأساليب التعامل في إطاره ومن حيث نوعية المتعاملين فيه<sup>3</sup>.

ج- يمكن القول أن سوق الأوراق المالية الإسلامية هي التي تراعي الجوانب الشرعية الإسلامية في جميع معاملاتها المالية داخل السوق، أي الأحكام والقواعد والأسس الكلية المستمدة من مصادر الشريعة الإسلامية والتي تحكم المعاملات المالية في هذه الأسواق من عمليات شراء وبيع الأوراق المالية وأساليب التعامل المتبعة داخل هذه السوق.

- وبالتالي تُعتبر دراسة وفهم الضوابط الشرعية للمعاملات في سوق الأوراق المالية ضرورة شرعية وواجب على كل مسلم ومسلمة يعمل في هذا المجال باعتبار أن ما لا يتم الواجب إلا به فهو واجب.

وقد ثبت أن عمر بن الخطاب -رضي الله عنه- كان يسير في الأسواق ويسأل التاجر عن الربا وكيف يُدخل على سلعته وكيف يتقيه فإن أجابه أبقاه وإلا أخرجته من السوق قائلاً له "لا يبيع في سوقنا من لا يُفقهه وإلا أكل

<sup>1</sup> - دكتور بشر محمد موفق، ماهية السوق المالية الإسلامية، موسوعة الإقتصاد والتمويل الإسلامي، 10:51\_2016/09/29، موقع الاطلاع:

<http://www.iefpedia.com/vb/showthread.php?t=20>

<sup>2</sup> - رائد نصري أبو مؤنس، خديجة شوشان، الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية، بحث مقدم للمشاركة في المؤتمر العالمي التاسع للإقتصاد والتمويل الإسلامي، جامعة الأردنية، بدون سنة، ص: 4.

<sup>3</sup> - إيجاد سوق أوراق مالية إسلامية كمنهج لمعالجة الأزمات المالية، مجلة الإقتصاد الإسلامي العالمية، 11:02\_2016/09/29، موقع الاطلاع:

[http://giem.kantakji.com/article/details/ID/368#.V-zk9\\_k97IU](http://giem.kantakji.com/article/details/ID/368#.V-zk9_k97IU)

الربا رضي أم أبي". والإخراج بلغة العصر يعني سحب السجل التجاري والبطاقة الضريبية وسجل المصدرين وسجل المستوردين وغير ذلك مما يعني إنهاء الحياة الاقتصادية للمنشأة.

- كما جاء رجل إلى علي بن أبي طالب - كرم الله وجهه - وقال له يا أمير المؤمنين: إني أريد التجارة فادعو الله لي، فقال الإمام علي: أوقفه في دين الله؟ قال الرجل: أو يكون بعض ذلك؟ قال الإمام علي: "ويحك الفقه ثم المتجر فإن من باع واشترى ولم يفقه في دين الله ارتطم في الربا ثم ارتطم".
  - ويقول ابن قيم الجوزية - رحمه الله -: "إن العلم المفروض تعلمه منه ما هو فرض عين لا يسع مسلماً جهله، وهو أنواع: العلم بأحكام المعاشرة والمعاملة التي تحصل بينه وبين الناس خصوصاً وعموماً".
  - كما يقول الإمام أبو حامد الغزالي - رحمه الله -: "اعلم أنه لا يفترض على كل مسلم ومسلمة طلب كل العلم بل يفترض عليه طلب علم الحال ويجب عليه علم ما يقع له بقدر ما يؤدي به الواجب"<sup>1</sup>.
- ويلزم الإشارة إلى أنه لا يتعين على كل فرد مسلم الإمام بجميع الأحكام الشرعية المنظمة لمختلف المعاملات المالية، إذ أن لكل عمل أو مهنة أحكامها الخاصة وإنما يجب على كل مسلم أن يتعلم الأحكام والضوابط الخاصة بمهنته أو عمله أو حرفته، كما يلزم الإشارة أيضاً إلى أن تعلم الأحكام والضوابط الخاصة بالمهنة أو الحرفة أو العمل لا يعني أن يكون الفرد متخصصاً ومتفهماً في فقه المعاملات المالية إذ أن ذلك يكون فرض كفاية يتولاه رجال الفقه.

### 2- خصائص سوق الأوراق المالية الإسلامية

من خلال التعاريف السابقة يمكن التوصل للخصائص الآتية:

- سوق تستند في أحكامها إلى مبادئ الشريعة الإسلامية؛
- أن أدوات الملكية تشكل السمة البارزة للأدوات المالية المتداولة فيها؛
- خالية من المضاربة لحد كبير جراء حظر الشريعة الإسلامية لكثير من المعاملات التي تعتبر محلاً لعمليات المضاربة<sup>2</sup>؛
- تلعب أسواق الأوراق المالية الإسلامية دوراً في تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد المالية المتاحة للبنك دون الإخلال بالتوازن المطلوب بين السيولة والربحية، وهذا لاعتماد نشاطات البنوك الإسلامية على الاستثمار وليس الإقراض في توظيف فائض السيولة<sup>3</sup>؛

<sup>1</sup> - عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) - في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، جامعة الأزهر، مصر، موقع الاطلاع:

[http://download-pdf-books-4free.blogspot.com/2014/02/pdf\\_5141.html](http://download-pdf-books-4free.blogspot.com/2014/02/pdf_5141.html)

<sup>2</sup> - دكتور بشر محمد موفق، ماهية السوق المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، 11:51\_2016/09/30، موقع الاطلاع:

<http://www.iefpedia.com/vb/showthread.php?t=20>

<sup>3</sup> - محمد علي القرى، نحو سوق مالية إسلامية، دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، المجلد الأول، العدد الأول، السعودية، 1993، ص: 12.

- إنها سوق تُعني بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ لما في الأول من متابعة لضوابط الإصدار ولما في الثاني من ضوابط التداول، وهي سوق لا تتحكم بها الاحتكارات والرشاوى ولا المعلومات المضللة والهامشية في تحديد أسعار الأوراق المالية فيها؛
- إنها سوق لا تشكل أدوات الدين السمة الغالبة في تعاملاتها وإنما تشجع على تداول أدوات الملكية بشكل واسع، وتستحدث من الصيغ الإستثمارية كل ما يخدم عمليات التبادل الحقيقي للسلع والخدمات<sup>1</sup>.

### ثانياً: مقومات إقامة الأسواق المالية الإسلامية ومتطلباتها

- بالرغم من أن أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية نشأت اعتماداً على المنهج الرأسمالي الربوي، وبقيت ضيقة في حجم معاملاتها ومؤسساتها، إلا أنه يتوفر لها مقومات قيام سوق مالي إسلامي، نذكر منها ما يلي<sup>2</sup>:
- المال: وهو متوفر، إذا تم استثماره داخل البلاد الإسلامية؛
- الأوراق المالية الإسلامية: لقد تمكن رجال الفقه والاقتصاد الإسلامي من صياغة أوراق مالية، خالية من المعاملات الربوية، تكون بديلة لمثيلاتها في السوق المالي التقليدي؛
- إقامة سوق مالية إسلامية محكمة بمعايير شرعية إسلامية تستوعب الأموال القابلة للإستثمار<sup>3</sup>؛
- المؤسسات المالية المصدرة للأوراق المالية: فهي في حاجة إلى تمويل إسلامي لحمايتها من تلاعب المضاربين والمقامرين في استثمارها ومدخراتها؛
- توفر المتخصصين من علماء الفقه الإسلامي وخبراء المال والأسواق والاقتصاد الإسلامي، الذين يعملون على توجيه المعاملات المالية وفق الضوابط الشرعية؛
- الحكم على مشروعية المضاربة: يجب بيان حقيقتها وليس الحكم عليها بناءً على طبيعة سلوك المضاربين، ذلك أن المضارب قد يسلك طرقاً مشروعة، وقد يسلك طرقاً محرمة، وهذا لا ينافي حقيقة المضاربة، كما أن التاجر قد يسلك في تجارته طرقاً مشروعة وقد يسلك طرقاً محرمة، ولا ينافي ذلك حقيقة التجارة، وعليه فإن المضاربة المشروعة في السوق المالية الإسلامية هي التي تخلو من الممارسات غير المشروعة كالاختيال والتلاعب والكذب والاشاعات ونحوها<sup>4</sup>.

### وبالتالي يمكن وضع الشروط الآتية للمضاربة المشروعة في السوق المالية الإسلامية:

- أن تتم عملية البيع أو الشراء بسعر معروف مسبقاً؛

<sup>1</sup> - أحمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، 2006، ص: 151\_152.

<sup>2</sup> - جمال لعمارة، تحديات السوق المالي الإسلامي، مداخلة ضمن ملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الإقتصاديات والمؤسسات\_دراسة حالة الجزائر والدول النامية\_، جامعة بسكرة، 22/21 نوفمبر 2006، ص: 8.

<sup>3</sup> - أحمد سفر، مرجع سبق ذكره، ص: 158.

<sup>4</sup> - رائد نصري أبو مؤنس، مرجع سبق ذكره، ص: 17.



- أن تكون المخاطرة محسوبة ومبنية على قدرة تنبؤية لدى المضارب، أي أن لا تخرج المضاربة عن حدود المخاطرة المقبولة والمبنية على أسس مسببة للإستفادة من الفروق الطبيعية للأسعار؛
  - أن لا تصاحبها ممارسات غير أخلاقية كالكذب والإشاعات والإحتكار وتقديم المعلومات المضللة؛
  - أن لا تقوم على ممارسات غير مشروعة تتعلق بأسلوب التعاقد كالبيع الصوري، بيع ما لا يملك وبيع ما لم يتم قبضه؛
  - أن لا تشمل المضاربة على أي محذور شرعي كالربا أو العقود الصورية، أو الغرر المنهي عنه أو الغبن أو الاحتكار أو بيع الإنسان ما لا يملك أو بيع الكالئ بالكالئ، أو غير ذلك من المحظورات التي نهى عنها الشرع.
- وحتى يتم إنشاء سوق مالي إسلامي بمقوماته السابقة يتطلب الأمر ما يلي<sup>1</sup>:

- إعادة صياغة القوانين التي تحكم أسواق الأوراق المالية القائمة في البلاد الإسلامية لتتفق مع قواعد ومبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية؛
- إصدار أوراق مالية جديدة كبديل للأوراق المالية الحالية والتي تبين أنها مخالفة للشريعة الإسلامية، وفي الفقه الإسلامي متسع لذلك؛
- وضع ميثاق لقيم المتعاملين في أسواق الأوراق المالية الإسلامية يتضمن الدوافع والزواجر (الثواب والعقاب)، حتى يمكن ضمان عدم انحرافهم عن شرع الله؛
- وضع ميثاق بين كافة الدول الإسلامية للتعاون والتنسيق بينهم في التعامل في أسواق الأوراق المالية الموجودة لديهم؛
- التوسع في إنشاء المؤسسات المالية الإسلامية "مصارف إسلامية\_شركات استثمار إسلامية\_صناديق استثمار إسلامية\_شركات سمسرة إسلامية..." لدعم التعامل في أسواق الأوراق المالية الإسلامية.

بالإضافة إلى هذا فإن تعزيز سوق مالية إسلامية قائمة وتوسعة نطاقها يستلزم<sup>2</sup>:

- بنية تحتية مالية تدعم عمليات رأس المال المخاطر؛
- تسجيل المصارف والمؤسسات المالية في البورصة؛
- حماية حقوق الأسهم؛
- تداول الأسهم والتسوية السريعة لأي منازعات بشأن ذلك؛
- زيادة الإصدارات في السوق الأولية وتنشيط التداول في السوق الثانوية.

<sup>1</sup> - حسين شحاتة، فياض عطية، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية، مكتبة التقوي، القاهرة، 2001، ص: 102.

<sup>2</sup> - أحمد سفر، مرجع سبق ذكره، ص: 159.

ثالثاً: قدرة أسواق الأوراق المالية الإسلامية على مواجهة الأزمات المالية

1- مفهوم الأزمات المالية: يواجه أي اقتصاد في العالم أزمة مالية أو اقتصادية عندما يصطدم بعوامل تعيقه عن أداء وظائفه الإنتاجية أو الاستثمارية أو غيرها على النحو الطبيعي الذي يجب أن يكون عليه أو عندما تتفاعل مجموعة من العوامل التي تعيق الأسواق المالية والنقدية عن أداء مهامها في تجميع المدخرات من الوحدات الاقتصادية التي تحقق فوائض مالية إلى الوحدات التي تعاني عجز مالي بحيث تعمل السوق ومن ثم الاقتصاد في تناغم ويرتفع معدل الدخل وينعم المجتمع بمستويات أعلى من الرفاهية الاقتصادية، لذا يُعرف البعض الأزمة الاقتصادية بأنها فترة انقطاع في مسار النمو الاقتصادي حيث ينخفض الإنتاج وتقل معدلات الاستثمار وتزداد معدلات البطالة... إلخ، وهو ما قد يحدث على مستوى أي دولة أو منطقة، وقد يحدث على مستوى العالم بأكمله، وبالتالي توصف الأزمة بأنها عالمية حيث يتسع ويتعمق نطاق تأثيرها وتأثرها<sup>1</sup>.

وقد تطرق العديد من الكتاب والباحثين إلى تحديد مفهوم الأزمات المالية من وجهات نظر متعددة، فقد عرفت الأزمة المالية بأنها: التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة دول، والتي من أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية، والذي ينعكس سلباً في تدهور كبير في قيمة العملة وأسعار الأسهم، مما ينجم عنه آثار سلبية في قطاع الإنتاج والعمالة، وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخل والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية.

2- مواجهة أسواق الأوراق المالية الإسلامية للأزمات المالية

لقد أثبت المنهج الإسلامي نجاعته في معالجة الأزمات المالية، وهذا لأنه يعتمد على مجموعة من المبادئ المستنبطة من فقه المعاملات بصفة عامة وفقه التعامل في الأسواق بصفة خاصة، وأثبتت أسواق الأوراق المالية الإسلامية قدرتها على مواجهة تلك الأزمات المالية وفقاً للمنهج الإسلامي على النحو التالي:<sup>2</sup>

الالتزام بالقيم الإسلامية في كل الأمور ومنها المعاملات في الأسواق، وكلما كان الالتزام بالقيم ضعيفاً، كانت هناك فرص لحدوث الأزمات في المعاملات في الأسواق، ونلخصها في المجموعات الآتية:

- القيم الإيمانية: ومنها استشعار الخوف من الله والمحاسبة الأخروية.
- القيم الأخلاقية: ومنها الصدق والأمانة والإخلاص والعفو والتسامح والوسطية والوفاء.
- القيم السلوكية: ومنها التعاون والتضامن والأخوة والاستقامة والحلم والأناة والرفق.

<sup>1</sup> - محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية-دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة (2007\_2009)، أطروحة ضمن نيل شهادة الماجستير، علوم التسيير، تخصص: مالية الأسواق، جامعة ورقلة، 2011/2012، ص ص: 66\_67.

<sup>2</sup> - إيجاد سوق أوراق مالية إسلامية كمنهج لمعالجة الأزمات المالية، مرجع سبق ذكره، 17:48\_2016/09/30، موقع الاطلاع:

[http://giem.kantakji.com/article/details/ID/368#.V-zk9\\_k97IU](http://giem.kantakji.com/article/details/ID/368#.V-zk9_k97IU)



■ تجنب المعاملات الربوية، سواء أكانت في مجال الديون (ربا النسيئة) أم في مجال البيوع (ربا البيوع)، وتعتبر فوائده الديون وفوائد القروض، وفوائد السندات من الربا المحرم بأدلة من الكتاب والسنة وجمهور الفقهاء، كما تعتبر هذه الفوائد من أسباب حدوث الأزمات الاقتصادية بصفة عامة والأزمات في سوق الأوراق المالية.

■ تجنب البيوع غير المشروعة، ومنها ما يتم في سوق الأوراق المالية مثل: بيع الغرر، بيع العينة، .. الخ.

■ تطهير المعاملات من الاحتكار، سواء أكان احتكار كبار المتعاملين أم احتكار المؤسسات المالية والنقدية العاملة في تلك الأسواق، أم احتكار الدولة، ويجب أن تكون هناك منافسة حقيقية لا يشوبها غرر أو جهالة أو تدليس أو مقامرة أو مضاربة أو أي صورة من صور أكل أموال الناس بالباطل.

ومن مساوئ الاحتكار وأخطاره الجسيمة أنه يضيق المنافسة، ويقضي على صغار المتعاملين، ويؤدي إلى تركيز الثروة في يد فئة قليلة من المتعاملين تكون قادرة على السيطرة على المعاملات في الأسواق، ولقد تضمنت الشريعة الإسلامية القواعد والأحكام التي تعالج الاحتكار.

■ ضبط وترشيد الاستثمارات نحو المشروعات الضرورية والتي يحتاج إليها الناس جميعاً، وفيها منافع لحفظ الدين والعقل والنفس والعرض والمال، وتجنب توجيه الأموال نحو الإسراف والتبذير، وعدم إطفاق أي مال لا يقابله عائد مشروع.

وعموماً من المعالم الأساسية التي تسبب انهيار سوق الأوراق المالية: المقامرات والمضاربات والتعامل بالربا والاحتكار والتدخلات السياسية، ويمكن علاج الأزمات وفقاً للمنهج الإسلامي على المنهج التالي:<sup>1</sup>

- الالتزام بالقيم الإسلامية، إيماناً وأخلاقاً وسلوكاً؛
- تجنب المعاملات الربوية، والبيوع غير المشروعة، وتطهير المعاملات من الاحتكار؛
- عدم الإسراف والتبذير والتوجيه الرشيد للأموال في أوجه استخدامها المشروع؛
- الابتعاد عن التدخلات من قبل المنظمات المالية والنقدية العالمية؛
- القضاء على مصادر الشائعات المغرضة، وسيطرة أصحاب رؤوس الأموال الكبيرة في السوق المالي.

يمكن القول أنه للوقاية من الأزمات وتحقيق وتفعيل سوق مالية إسلامية لا بد:<sup>2</sup>

- العمل على التمسك بما هو موجود في كتاب الله وسنته في المعاملات الاقتصادية لتجنب الأزمات المالية وعدم الوقوع فيها، وصدق قول الله تعالى: ﴿ قَالَ اهْبِطَا مِنْهَا جَمِيعاً بَعْضُكُمْ لِبَعْضٍ عَدُوٌّ فِيمَا يَأْتِيَنَّكُمْ مِنِّي هُدًى فَمَنِ اتَّبَعَ هُدَايَ فَلَا يَضِلُّ وَلَا يَشْقَى (123) وَمَنْ أَعْرَضَ عَن ذِكْرِي فَإِنَّ لَهُ مَعِيشَةً ضَنْكاً وَنَحْشُرُهُ يَوْمَ الْقِيَامَةِ أَعْمَى (124) ﴾ سورة طه: (123-124)، وصدق قول رسول الله 'صلى الله عليه

<sup>1</sup> - جمال لعمارة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 18\_19.

<sup>2</sup> - إيجاد سوق أوراق مالية إسلامية كمنهج لمعالجة الأزمات المالية، مجلة الإقتصاد الإسلامي العالمية، مرجع سبق ذكره، 17:45\_2016/10/01، موقع الاطلاع:

- وسلم": "تركتم فيكم ما إن تمسكتكم به لن تضلوا بعدي أبدا، كتاب الله وسنتي" (متفق عليه). ويعنى ذلك أن من ينحرف عن شرع الله عز وجل سيكون حاله عاجلاً أو آجلاً الضلال والشقاء والبؤس والهلاك، وهذا من سنن الله عز وجل وآياته البينات.
- العمل على إنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامية ابتداءً من مختلف الدول الإسلامية غير الموجود فيها، والعمل على تطويرها من خلال ابتكار أدوات مالية تكون متوافقة مع الشريعة الإسلامية، وتميز بالمصداقية والكفاءة الاقتصادية.
  - العمل بأدوات مالية تتماشى مع الشريعة الإسلامية والإبتعاد عن المعاملات الربوية البعيدة عن منهج الله تعالى 'ورسوله' صلى الله عليه وسلم'.

### المطلب الثالث: نبذة عن بعض أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية

#### أولاً: سوق الأوراق المالية الجزائري

- إن الإصلاحات التي عرفتها المؤسسة العمومية في أواخر الثمانينات أدت إلى نشأة صناديق المساهمة والتي ملكت أسهم المؤسسات بأقساط متساوية نتيجة تحول هذه الشركات إلى شركات مساهمة بعد إصدار قانون جانفي 1988، مما استوجب نشأة سوق يسمح بتداول أسهم هذه الشركات.
- أ- نشأة البورصة في الجزائر: إن فكرة إنشاء بورصة الجزائر في تسعينيات القرن الماضي جاءت لمسايرة اقتصاد السوق وإرساء معاملة في الجزائر، ذلك أن تمويل التنمية الاقتصادية يتوقف على مدى تطور أسواق الأوراق المالية<sup>1</sup>. يقتضي التعامل في هذه البورصة إطاراً تنظيمياً فعالاً على أساس أطر وقوانين تحدد سيرها وتنظيمها وتنظم المعاملات بين الأطراف المتداخلة فيها، إلا أنه ورغم إنشاء البورصة في ديسمبر 1990 ومقرها الجزائر العاصمة، لم يتم وضع الأساس التشريعي المتعلق بها إلا في سنة 1993 حيث صدرت مجموعة من القوانين المتعلقة ببورصة القيم المنقولة في الجزائر ابتداءً من أبريل عام 1993<sup>2</sup>، يتعلق الأمر على الخصوص ب<sup>3</sup>:
- صدور المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993 المتمم والمعدل للأمر المتضمن قانون التجارة والذي يشير إلى المحاور الكبرى المنظمة لسوق القيم المنقولة.
  - صدور المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بسوق القيم المتداولة والذي أنشأت بمقتضاه لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، يحدد هذا المرسوم أنواع القيم المنقولة التي يمكن أن تصدر ويعطي كذلك إمكانية طلب الإدخار من الجمهور.

<sup>1</sup> - الشريف ربحان، الطاوس حمداوي، بورصة الجزائر-رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية، التواصل في العلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة باجي مختار، عنابة، عدد 34، جوان 2013، ص: 2.

<sup>2</sup> - رشيد هولي، مرجع سبق ذكره، ص: 38.

<sup>3</sup> - فتيحة ابن بوسحافي، بورصة الجزائر-واقع وآفاق، رسالة ضمن نيل شهادة الماجستير، تخصص: النقود ومالية، فرع علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003/2002، ص: 115.

ب- العقبات التي تعرقل تطور البورصة في الجزائر: يمكن حصرها في النقاط التالية<sup>1</sup>:

- على مستوى الإقتصاد الكلي: للإقتصاد الكلي عدة معطيات لا تشجع بتاتا تنمية إقتصاد للقيم

المنقولة بل تحد لجوء الأفراد أو الشركات والمؤسسات إلى البورصة لاقتناء الأوراق المالية منها:

✚ الضرائب: حتى تواجه الدولة العجز في ميزانيتها تلجأ إلى فرض ضرائب إضافية على المتعاملين

الإقتصاديين، تؤدي هذه الضغوط الضريبية إلى بعض الإختلالات في التوازن المالي للمؤسسات.

✚ التضخم: تتواصل ظاهرة التضخم في الجزائر رغم محصودات السلطات المتكررة لامتصاصه وهو يعرف

بارتفاع منتظم مستمر لأسعار السلع والخدمات، ومن بين أسبابه:

- عدم التوازن بين الكتلة النقدية والمقابل من الإنتاجية؛

- تدهور قيمة العملة الوطنية.

✚ السوق الموازي: لا يترك السوق الموازي خياراً أمام العائلات للإدخار في الأصول المالية نظراً لكونه

يمتص جزء كبير من مداخيلهم بسبب الندرة والأسعار الباهضة، يعني هذا أنه يدفعهم إلى الإستثمار في

الأصول أكثر ضماناً مثل المعادن النفيسة... إلخ ويتبين بوضوح أن السوق الموازي عامل يعيق تطور

البورصة.

- على مستوى الإقتصاد الجزئي: بورصة الجزائر لا تسمح بالتفاوض على القيم المنقولة إلا للمؤسسات

ناجعة في رصيدها أرباح تكون قد حققها للسنتين الأخيرتين التي تسبق الدخول في البورصة على الأقل.

وكما هو معلوم، يسيطر على جهاز الإنتاج منذ الإستقلال المؤسسات العمومية، فهي تملك 80% من

الإستثمارات، كانت هذه المؤسسات في حالة عجز إلى غاية أن تدخلت السلطات حينما قررت الانتقال إلى

اقتصاد السوق وتبنت سياسة التطهير المالي لهذا العجز، حالياً آثار النظام الإقتصادي القديم لا تزال موجودة ولا

تزال بعض المؤسسات الإقتصادية لم تصل إلى الأداء المطلوب. هذا العامل لا شك لا يسمح للبورصة بالتطور

وتحقيق التوسع.

- العامل القانوني: أغلبية المؤسسات الخاصة في الجزائر ممثلة في شكل شركات ذات مسؤولية محدودة أو

شركات أشخاص، هذا يعرقل السير الحسن للبورصة وتطورها، بحيث لا تسمح بالدخول إليها (البورصة)

إلا للشركات الأسهم.

- غياب الثقافة البورصية: لا يمكن الجزم تماماً بأن الثقافة البورصية منعدمة وإنما الأكيد أنه يتطلب الأمر

الكثير من الوقت والإمكانات من أجل ترسيخ ثقافة بورصية في أذهان الجزائريين خاصة وأن الثقافة المالية

في حد ذاتها غائبة في حياة أغلبية المواطنين.

<sup>1</sup> - فتحة ابن بوسحاقي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 240\_244.

- **العامل الديني:** يعد ضروريا مراعاة عنصر الدين وأخذه بعين الإعتبار قبل وضع سوق مالي حيز التطبيق، لأن المطبق للشريعة الإسلامية يرفض التعامل بالفائدة حيث يري فيها الربا.

ومن بين أهم الجوانب الواجب الإهتمام بها لتطور البورصة وتوسع نشاطها وتجاوز العقبات، إستقرار سياسي وإقتصادي لأن المستثمر يأخذ شكل المغامر، وجانب آخر ضرورة إرساء ثقافة بورصية حيث نجد أن السبب الرئيسي في جهل أغلبية المواطنين الجزائريين لمعني البورصة يتمثل في كون السلطات الجزائرية لم تفكر في إدراج مفاهيم السوق المالي في المنظومة التربوية أو حتى التطرق إليها من خلال وسائل الإعلام المختلفة كأى منتج جديد.

ولا بد للدول الإسلامية منها الجزائر مراعاة الجانب الديني، مما شك فيه أن المواطن المسلم بعقيدته يتحري تطبيق المبادئ الإسلامية، لذلك ضرورة الإبتعاد عن المعاملات المالية الربوية المحرمة لتعزيز وتوسع وتطوير السوق المالي لهذه الدول.

### ثانيا: بورصات الدول العربية

- 1- **بورصة تونس للأوراق المالية:** تأسست سوق الأوراق المالية بتونس عام 1989 وتتولي مراقبة أسواق الأوراق المالية وتنظيم وإدارة السوق والتحقق من سلامة التعامل فيه، وتطوير أطرها التشريعية والمؤسسية بهدف زيادة كفاءة السوق المالي وتعزيز الدور الرقابي وتنشيط التعامل فيه،<sup>1</sup> وتشمل مهامها الأساسية:<sup>2</sup>
  - تنظيم ومراقبة سوق الأوراق المالية والأدوات المالية القابلة للتداول بالبورصة؛
  - تسهيل تعبئة رؤوس الأموال الوطنية والأمنية من قبل الشركات لتمويل استثماراتها؛
  - حماية الإيداع الموظف في الأوراق المالية وكل الأدوات المالية الأخرى القابلة للتداول بالبورصة؛
  - التحقق من صحة وصدق المعلومات الموضوعة من المؤسسة المصدرة للأوراق المالية.
- 2- **سوق الإمارات للأوراق المالية:** أنشئ سوق الإمارات للأوراق المالية عام 1986، حيث أصدر المصرف المركزي قرار بشأن نظام وضاء بيع وشراء الأسهم والسندات بالدولة، ومع بداية عام 1996 قدمت وزارة الإقتصاد والتجارة مذكرة إلى مجلس الوزراء حول إقامة سوق الأوراق المالية في الدولة. ومن أهم فوائد قيامه مايلي:
  - المساهمة في تطوير الخدمات المالية، وقيام المزيد من شركات المساهمة؛
  - استقطاب جزء من الأموال المستثمرة بالخارج وإعادة ضخها في الإقتصاد الوطني؛
  - تعريف الجمهور بالأسهم المتداولة؛
  - تشجيع الإستثمار المشترك بين القطاع العام والخاص؛
  - تحسين نوعية الإستثمار وزيادة الوعي الإستثماري والإقبال على الشركات ذات الأداء الأفضل.

<sup>1</sup> - رشيد هولي، مرجع سبق ذكره، ص: 31.

<sup>2</sup> - رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص: 76\_77.

**3- سوق الأوراق المالية السعودية:** تعتبر السوق المالية فيها الأكبر والأكثر نمواً بين أسواق الشرق الأوسط بالرغم من عدم وجود سوق رسمية، إلا أنه تم تطوير آلية فريدة للتداول من خلال المصارف وبإشراف مؤسسة النقد العربي السعودي ووزارة التجارة السعودية. ورغم أن التعامل في هذه السوق مقتصر على مواطني دول مجلس التعاون الخليجي فإن البورصة السعودية تحتل المكانة الثالثة عشرة في عالم الأسواق الناشئة، كما تتميز بنظام تعامل إلكتروني متطور وبالتسوية التي تتم بعد إتمام الصفقة بيوم واحد. وعلى رغم ذلك فإن قائمة الشركات المسجلة محدودة إذ تضم 70 شركة فقط<sup>1</sup>.

**4- بورصة الكويت:** تم افتتاح أول بورصة كويتية في أوت 1972، أين تم تجميع ما يتم تداوله يوميا وإصداره في النشرة اليومية تتضمن عدد الأسهم المتداولة وأسعارها وحجم الصفقات، وفي سنة 1976 صدر قرار بإعادة تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة الكويتية أين تم الافتتاح الرسمي لبورصة الأوراق المالية الكويتية التي سميت بـ "سوق الكويت للأوراق المالية" سنة 1977 بموجب المرسوم الصادر في 1983/04/18<sup>2</sup>. يتولى وزير المالية وضع القواعد اللازمة في ما يتعلق بالأحكام الداخلية للسوق التي تنظم قيد وقبول الأوراق على أن تصدر هذه اللائحة خلال ثلاثة شهور، وتشتمل عضوية السوق على<sup>3</sup>:

- الشركات الكويتية التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام؛
- شركات المساهمة الكويتية المقفلة بقبول لجنة السوق عضويتها؛
- وسطاء الأوراق المالية المحدد أعمالهم وأحكام الرقابة عليهم.

**5- سوق البحرين للأوراق المالية:** تأسست بموجب المرسوم الأميري رقم (4) لسنة 1987، وبدأت أعمالها رسمياً في 17 يونيو 1989 مع 29 شركة مدرجة، ثم حلت محلها بورصة البحرين بموجب المرسوم الأميري رقم (60) لسنة 2010 الذي أصدره 'حمد بن عيسى آل خليفة' ملك مملكة البحرين. وتضم حالياً 50 شركة مدرجة وتعمل كهيئة مستقلة تحت إشراف مجلس إدارة مستقل يرأسه محافظ مصرف البحرين المركزي. تبدأ السوق جلساتها يومياً من 09:15 صباحاً إلى 09:30 صباحاً، ثم تشرع بجلساتها الإعتيادية للتداول من 09:30 صباحاً إلى 12:30 مساءً، باستثناء يوم الجمعة والعطل الرسمية، ومن أولويات سوق البحرين للأوراق المالية (خدمة تطوير سوق البحرين المالية)<sup>4</sup>:

- الإنفتاح على المجتمع الدولي بتسويق السوق عالمياً وزيادة التنسيق والربط مع الأسواق المالية العربية والأجنبية لزيادة اتساع السوق وفرص الإستثمار أمام المستثمرين المحليين والأجانب في سوق البحرين؛

<sup>1</sup> - رسمية أحمد أبو موسي، مرجع سبق ذكره، ص: 73\_74.

<sup>2</sup> - مفتاح صالح، مرجع سبق ذكره، ص: 188.

<sup>3</sup> - جمال جويدان الجمل، مرجع سبق ذكره، ص: 134.

<sup>4</sup> - رسمية أحمد أبو موسي، مرجع سبق ذكره، ص: 73.



- زيادة وتنوع الأدوات المالية المدرجة في السوق، مع العمل على تطوير قطاع الأوراق المالية وتحويلها إلى صناعة متكاملة تمتلك كافة المقومات والعناصر اللازمة من شركات ومؤسسات وشبكات معلومات فعالة؛

- تطوير عملية الإفصاح عن أوضاع الشركات المالية والقانونية والإدارية.

**6- سوق مسقط للأوراق المالية:** بدأ العمل بسوق مسقط للأوراق المالية في 1985/05/20 حيث عملت إدارة السوق على ترسيخ القواعد الأساسية للتعامل في السوق وفق أسس تعتمد على متابعة الإجراءات وعدالة التعامل، وتوفير المعلومات الصحيحة بشكل دائم ومستمر وعملت على تشجيع الاستثمار بالأوراق المالية ومراقبة نشرة الإصدار المتعلقة بطرح الأوراق المالية<sup>1</sup>، وشهدت حركة التداول في هذا السوق ارتفاعاً ملحوظاً علم 1996 من حيث عدد الأسهم والسندات المتداولة وحجم التداول وعدد العقود المنفذة، وقامت سلطنة عمان بفتح المجال للمستثمرين الأجانب للإستثمار في الشركات المساهمة العامة حتى 49% من رؤوس أموالها وذلك لحاجة السلطنة إلى رؤوس أموال كبيرة<sup>2</sup>.

**7- سوق الدوحة للأوراق المالية:** أسس بموجب القانون 1995/16 وبدأ عملها في 1997/05/26 وقبل إنشاء السوق كان التعامل بأسهم الشركات المساهمة في دولة قطر يتم من خلال عدة مكاتب للوساطة غير مرخصة للممارسة هذا النوع من العمل الأمر الذي أدى لتحديد أسعار الشراء والبيع على نحو غير عادل<sup>3</sup>.

**8- سوق أبو ظبي للأوراق المالية:** تم تأسيس سوق أبو ظبي للأوراق المالية طبقاً للقانون رقم 2000/03 الصادر عن المجلس التنفيذي، كمؤسسات حكومية عامة تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالإصلاحات الرقابية التنفيذية لممارسة مهامها وفقاً لأحكام وقوانين تضمن الشفافية وسلامة التداول وقد تم افتتاح السوق بتاريخ 2000/11/15<sup>4</sup>.

**9- سوق الخرطوم للأوراق المالية:** تأسس سوق الخرطوم للأوراق المالية عام 1994 بهدف نشر الوعي الإدخاري بين الجمهور، واستقطاب المدخرات الوطنية للإستثمار في الأوراق المالية والتي عرّفها القانون بأنها أسهم الشركات المساهمة العامة والصكوك التي يمكن أن تصدرها الدولة. ويلزم القانوني السوداني الشركات المساهمة العامة بتقديم بيانات وإحصائيات وافية، كما ينص القانون على السماح لغير السودانين بالإكتتاب في الأوراق المالية المصدرة من السوق الأولية وكذلك التعامل بها في السوق الثانوية.

<sup>1</sup> - بن اعمر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص: 148.

<sup>2</sup> - رسمية أحمد أبو موسي، مرجع سبق ذكره، ص: 74\_75.

<sup>3</sup> - بن اعمر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص: 152.

<sup>4</sup> - مرجع نفسه، ص: 152.

وقد أعدت السلطات السودانية مشروع قانون هيئة الأسواق المالية الذي اشتمل على أحكام عديدة في مجال أهداف الهيئة وغاياتها، وعضويتها ومجلس إدارتها وجمعياتها العمومية وماليتها العامة، وكذلك أحكام تتعلق بإدراج الأوراق المالية وأعمال الوكلاء والصرافين وأسس الإفصاح المالي<sup>1</sup>.

**10- سوق بيروت للأوراق المالية:** تأسست سوق الأوراق المالية في بيروت في 1920/7/3 ولم تهتم في بداية عهدها إلا بعمليات الذهب، نظراً لقلّة الشركات المساهمة المقبولة في السوق، ولم يتبلور دورها الحقيقي كسوق للأوراق المالية إلا في عام 1954 عندما صدر قانون جديد لسوق الأوراق المالية<sup>2</sup>. أغلقت السوق سنة 1983 بسبب الوضع الاقتصادي والأمني المتدهور، أعيد فتحها في سبتمبر 1995 لتعود التعاملات فيها في يناير 1996، بلغت قيمتها السوقية في 31 ديسمبر 2006، 8,3 مليار دولار.

**أ- لجنة بورصة بيروت:** تدير البورصة لجنة تتألف من رئيس ونائب رئيس وثمانية أعضاء يعينون بموجب مرسوم يتخذ في مجلس الوزراء بناء على اقتراح وزير المالية، مدة ولاية اللجنة أربع سنوات<sup>3</sup>، تتكون اللجنة على الشكل التالي<sup>4</sup>:

- رئيس يتم اختياره من بين اهل الاختصاص والخبرة؛
  - ممثل عن وزارة المالية يعين نائب رئيس وفي حال كان ممثل الوزارة من بين الموظفين فيجب ان يكون من موظفي الفئة الاولى العاملين فعلياً في وزارة المالية؛
  - ممثلان عن المصارف العاملة في لبنان يتم اختيارهما من بين ستة مرشحين تقترح اسماءهم جمعية المصارف؛
  - ممثلان عن العملاء يتم اختيارهما من بين ستة مرشحين تقترح اسماءهم جمعية وسطاء بورصة بيروت؛
  - ممثلان عن الشركات المساهمة اللبنانية المقبولة اسهمها في البورصة؛
  - ممثل عن الشركات المساهمة اللبنانية الاعضاء في بورصة بيروت؛
  - خبير لبناني او أجنبي يتم اختياره من بين اهل الاختصاص و الخبرة في شؤون البورصة.
- ب- الوسطاء في بورصة بيروت والعمليات التي يقوم بها:**<sup>5</sup> إن الوسطاء الذين يحق لهم إجراء العمليات في البورصة هم:

- الأشخاص الذين تم قبولهم من قبل لجنة البورصة بصفة عميل، قبل دخول النظام الداخلي الأخير (المرسوم رقم 7667) حيز التنفيذ، والذين أعربو ضمن مهلة شهرين من تاريخ دخول هذا النظام قيد التطبيق، عن رغبتهم بمتابعة مهنتهم شرط تقيدهم بالأحكام المتعلقة بقبول وتعليق وشطب الوسطاء؛

<sup>1</sup> - رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص: 77.

<sup>2</sup> - مرجع نفسه، ص: 76.

<sup>3</sup> - وسام ملاك، مرجع سبق ذكره، ص: 23.

<sup>4</sup> - بورصة بيروت، القانون والنظام الداخلي لبورصة بيروت، 18:11\_2016/09/25، موقع الاطلاع:

[www.bse.com.lb/.../byLawsAr.6d3a60c5-904c-4bd1-8dd0-fa3658](http://www.bse.com.lb/.../byLawsAr.6d3a60c5-904c-4bd1-8dd0-fa3658)

<sup>5</sup> - وسام ملاك، مرجع سبق ذكره، ص ص: 29\_30.



- الأشخاص المعنويون الذين يقبلون بصفة وسيط من قبل لجنة البورصة، يشار إلى أن حق الوساطة الممنوح للأشخاص الطبيعيين هو غير قابل للإنتقال عبر الإرث، ولا يمكن التنازل عنه للغير، وينحصر بالوسطاء وحدهم حق التداول بالصكوك (الأوراق) المالية المدرجة في البورصة باستثناء الحالات التالية:

✚ الهبات الرسمية؛

✚ الانتقالات الإرثية؛

✚ عمليات شخصين معنويين مدرجة أسهم أحدهما في البورصة عندما يملك أحدهما 20٪

على الأقل من رأسمال الآخر.

وعلى كل وسيط أن يستوفي كافة الشروط المفروضة، وأن يسدد الاشتراكات والرسوم والعمولات المتوجبة، والمحددة بموجب النظام الداخلي، وعليه أن يقدم كافة المعلومات والكشوفات الدورية للعمليات التي أجريت وفقاً للشروط المحددة من قبل اللجنة، بموجب قرار ينشر في الجريدة الرسمية.

**11- سوق الأوراق المالية المصرية:** تعتبر سوق المال في مصر من أقدم الأسواق المالية في الشرق الأوسط، فقط أنشأت أول سوق للأوراق المالية في الإسكندرية عام 1883 وأنشأت أكبر سوق للأوراق المالية في القاهرة عام 1890 لكي تتعامل كلاهما في الأوراق المالية<sup>1</sup>، وبصدور قرار عام 1997 بتنظيم سوق التداول تم الربط بين بورصتا الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية من خلال شبكة معلومات الكترونية على نحو يتيح للمتعاملين الإحاطة بكل ما يدور في البورصتين. وتشتمل عضوية البورصة المصرية على لجنة البورصة المكونة من الأعضاء المعاملين، والسامسة، والجمعيات العامة المنظمة للعمليات<sup>2</sup>.

وفيما يلي الإطار التنظيمي للبورصة المصرية:

- **لجنة البورصة:** تتكون من سبعة عشر عضواً، تسعة من السامسة، وخمسة من الأعضاء المنظمين، وثلاثة يعينهم الوزير المختص لمدة سنتين، ومن اختصاصاتها تحقيق السير الحسن للبورصة، لها سلطة تأديبية على جميع الأعضاء، كما تقوم بتحديد الحد الأعلى والحد الأدنى لأسعار الأوراق المالية.

- **مكتب لجنة البورصة:** يتكون من رئيس ونائب وأمين الصندوق، ويقوم المكتب بتصميم والإشراف لأعمال اللجنة.

- **الجمعية العامة:** تتكون من أعضاء البورصة، المعاملين والمنظمين وتختص بالتصديق على الميزانية وعلى حساب الإيرادات والمصروفات وإبداء التوصيات في جميع المسائل التي تتعلق بالبورصة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص: 70.

<sup>2</sup> - مفتاح صالح، معارفي فريدة، مرجع سبق ذكره، ص: 189.

<sup>3</sup> - حنفي عبد الغفار، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجمعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2000، ص: 397.

- **اللجنة العليا للبورصات:** يتم تشكيل اللجنة العليا للبورصات برئاسة هيئة سوق المال وعضوية مكتب لجنة كل بورصة ومندوب الحكومة لدى هذه البورصات .ومهمة اللجنة العليا للبورصات تتمثل في اتخاذ الإجراءات اللازمة من أجل التأكد من تطبيق القوانين واللوائح في كافة البورصات وإتباع أساليب عمل موحدة.
- **هيئة تحكيم البورصة:** ويتم تشكيل هيئة التحكيم من اجل الفصل في أي منازعة تقع بين أعضاء البورصة والوسطاء الرئيسيين وبعضهم البعض وبينهم وبين أي عميل، ولكن ذلك بشرط اتفاق الطرفين على التحكيم لدى الهيئة، والقرارات التي تتخذها هيئة التحكيم هي قرارات نهائية غير قابلة للإستئناف.
- **مجلس التأديب:** ويختص هذا المجلس بالفصل في المخالفات التي تقع في تنفيذ أحكام وقوانين البورصة ولوائحها وكذا الفصل في جميع مسائل حسن سير العمل والنظام داخل البورصة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص: 241.

### خلاصة

تعتبر سوق الأوراق المالية بمثابة قناة عبور بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز، وبالتالي فهي تسعى إلى تحقيق التوازن بين المعروض النقدي والطلب عليه، بالإضافة لهذا فهي تكتسي أهمية بالغة باعتبارها مكان يلتقي فيه البائع والمشتري من خلال السماسرة لتبادل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، ويعتبر الجانب الأساسي المحدد بالنسبة لكل البائع والمشتري، السعر المحدد بقوي العرض والطلب، وتشمل هذه السوق سوق أولية (سوق الإصدار، سوق الإكتتاب) وسوق الثانوية أو سوق التداول وهي الموقع الحقيقي لسوق الأوراق المالية، وتأخذ الشكل المنظم (موقع، توقيتات، قواعد، عضوية، تسجيل)، كما تأخذ شكل غير المنظم (دون موقع، تفاوض عبر الشاشات، مسجل وغير مسجل) وتضمنت دراستنا كفاءة السوق التي تعتبر محل إهتمام كثير المتعاملين، وتوصلنا إلى أن السوق الكفاء هي التي تكون فيها المعلومات متوفرة للجميع وبأقل تكاليف ممكنة مما يجعل الفاصل الزمني بين تحليلها والوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية قليل جداً، وتحقق كفاءة السوق بتوفر خاصيتين هما:

- كفاءة التسعير: المعلومات الجديدة تصل للمتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير؛

- كفاءة التشغيل: قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون تحمل المتعاملين تكلفة عالية.

ولمعرفة درجة تطور سوق الأوراق المالية يتم استخدام مؤشرات حالة السوق، عبارة عن قيم تعبر عن اتجاهات حركة السوق من حيث النشاط والتداول والعوائد أساساً لاتخاذ القرار، وتمثل العينات (الأسهم المختارة لتكوين المؤشر) محور إنشاء المؤشرات لحالة السوق، لذلك لا بد أن تتمتع العينة بشروط الاتساق والحجم والسعة، والمؤشر يساهم في تقديم تصور تحليلي للمتعاملين والأطراف المهتمة في سوق الأوراق المالية.

وبالنسبة للمبحث الثالث الذي تناول أسواق الأوراق المالية الناشئة لدول الإسلامية، فالدول التي توجد فيها هذه الأسواق ' الناشئة ' تسعى لتطويرها ومواكبة الدول المتطورة في هذا الصدد، ورغم الجهود المبذولة في ذلك إلا أنه لا تزال في مراحل نموها الأولية، وفي ضوء هذا ومتطلبات المرحلة القادمة والتحديات التي تواجه هذه الأسواق، ومن خلال الدراسة التي تناولناها في هذا الشأن (سوق الأوراق المالية الناشئة لدول الإسلامية) يجب تأكيد على بعض النقاط الآتية:

- الإهتمام أكثر بسوق الأوراق المالية وتمكينها من التطور وتبني تكنولوجيا جديدة؛

- ربط البورصات بشبكات معلومات وحواسب إلكترونية؛

- تحسين فعالية البورصات في تحقيق الأهداف المخططة؛

- نشر الثقافة المالية ومعلومات عن البورصة، مع الإهتمام بتدريب فرق الوسطاء الماليين؛

- ضرورة إنشاء بورصات أوراق مالية محلية إسلامية تنضبط بالضوابط الشرعية كخطوة أولية نحو إقامة بورصات أوراق مالية عالمية من خلال التأصيل الفقهي وإعداد وتهيئة الكوادر والخبراء في هذا المجال؛

- العمل بتداول أدوات مالية تماشي مع الشريعة الإسلامية. وهذا ما سنحاول التطرق إليه في الفصل الثاني إلى جانب محاولة الإمام بمختلف جوانب الهندسة المالية وأهميتها في سوق الأوراق المالية.

# الفصل الثاني: الهندسة المالية

## المفهوم، المنتجات والأزمات

### تمهيد

تعتبر الهندسة المالية من العمليات التطويرية تهتم بتصميم وتنفيذ الأدوات المالية المبتكرة، انطلاقاً من الدور الفعّال الذي تؤديه في تنشيط البورصات المالية العالمية، وتعتبر مفهوم جديد في علم المالية وتُوصف بأنها ابتكارات جديدة في مختلف المنشآت الاستثمارية بصفة عامة، وكذلك في الدور الاستراتيجي الذي تمنحه للمؤسسات المالية والمصرفية والأسواق المالية الناشئة، ومما لا شك أن ظهور الهندسة المالية ساهم ولا يزال في إعطاء مجالات للابتكارات، والغرض الأساسي من ذلك التحوط ونقل المخاطرة، وقد توسع مجال استعمالها بصورة كبيرة ليشمل أغراض الاستثمار والمضاربة وعمليات تطوير أدوات جديدة، ورغم إيجابيات استعمالها إلا أن هذا التوسع في استخدام أدوات الهندسة المالية أدى إلى ظهور أزمات مالية على مستوى الوحدات وحتى على المستوى الكلي، وبالتالي يظهر هناك جانب سلبي وراء استعمال الكبر لهذه الأدوات، الذي يؤدي إلى حدوث أزمات مالية عالمية، يصعب في الكثير من الأحيان الخروج منها.

إن حدوث الأزمات المالية أدى إلى العمل وسعي أكثر نحو بناء هندسة مالية قائمة على رسم سياسات مالية قوية وابتكار منتجات وأدوات مالية جديدة واستراتيجيات وآليات مرنة تتفاعل مع التغيرات المستمرة في أسواق المال العالمية والإقليمية والمحلية (أسعار الفائدة على السندات، أسعار الصرف، أسعار الأسهم، حجم التداول...)، ومن خلال هذا السعي وبعد الأزمات المالية العالمية، ظهرت أهمية الهندسة المالية الإسلامية كأداة مناسبة لإيجاد حلول وأدوات مالية جديدة تجمع بين الكفاءة الاقتصادية والجانب الشرعي<sup>1</sup> الشريعة الإسلامية الحنيفة<sup>2</sup>.

لقد شهدت الهندسة المالية الإسلامية عديد التطورات المتسارعة والمتلاحقة سواء في حجم السوق أو في مجال انتشارها التي وصلت حتى للدول غير الإسلامية، وهذا يُظهر مدى فعالية منتجات هذه الهندسة، التي تُبني على ابتكارات ومنتجات وأدوات مالية تُجسد خصوصية الاقتصاد الإسلامي، ومن أهم منتجاتها-الصكوك الإسلامية التي تعتبر أدوات وبدائل يجدر التعامل بها فهي تغني عن الأدوات المالية التقليدية التي يتخلى كثير من المتعاملين على التعامل بها، وذلك لكثرة الشبهات حولها وخشية الوقوع في الربا والمعاملات المالية المحرمة، ونظراً لأهمية هذه الأدوات نحاول الإلمام بها بشكل من التفصيل من خلال هذا الفصل، وهذا بعد تناول جانب الابتكارات المالية وأساسيات الهندسة المالية، والأزمات المالية ومختلف أسبابها ودور أدوات الهندسة المالية فيها، وتحديد مفهوم كلا من الهندسة المالية الإسلامية والتقليدية ومنتجات كل واحدٍ منها، وهذا من خلال المباحث الثلاثة الآتية:

- أساسيات الابتكار المالي والهندسة المالية
- الهندسة المالية والأزمة المالية
- الهندسة المالية الإسلامية

### المبحث الأول: أساسيات الابتكار المالي والهندسة المالية

يرى غالبية الخبراء والمحللين أن الابتكار والهندسة المالية هما القوة الدافعة للنظام المالي العالمي وذلك بغية الرفع من مستوى الكفاءة الاقتصادية، بزيادة فرص اقتسام المخاطر وتخفيض التكاليف، وفي الوقت الذي تهتم فيه الإدارة المالية التقليدية بإدارة الأوراق المالية للشركات وتلك المتداولة في سوق الأوراق المالية، فإن الهندسة المالية تهتم بإدارة الأدوات المالية بالتركيز على تنوعها وتخفيض المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها، وقد أصبحت الهندسة المالية عملية تطويرية إذ أنه لا يمكن لأحد أن ينكر الدور الذي تؤديه في تنشيط البورصات العالمية، وكذلك تعتبر بوصفها ابتكارات جديدة في المنشآت الإستثمارية بصفة عامة، فضلاً عن الأثر الذي أحدثته في التفكير الإستراتيجي للمنشآت المالية والمصرفية وظهور الأسواق المالية الناشئة، ولتوضيح أكثر قسمنا هذا المبحث للعناصر التالية:

- تطور الإبتكارات المالية؛
- أساسيات الهندسة المالية؛
- منتجات الهندسة المالية.

### المطلب الأول: تطور الإبتكارات المالية

يعتبر الابتكار المالي جزء هام في الجانب والمشهد الاقتصادي خاصة القرون القليلة الماضية، حيث عرفت الأسواق المالية إنتاج العديد من المنتجات المالية الجديدة، بما في ذلك عديد أشكال المشتقات المالية، ومنتجات نقل المخاطرة، وهناك من يرى أن أساس الابتكار هو فكرة أولية يتم تجسيدها على أرض الواقع بعد إخضاعها للإختبار لتتبلور في شكل منتج جديد أو خدمة جديدة أو اكتساب طريقة عملية جديدة لحل مشكل ما، وعلى هذا نحاول من خلال هذا المطلب التطرق للنقاط التالية:

- التطور التاريخي للإبتكارات المالية؛
- مفاهيم حول الإبتكارات المالية؛
- موقع الإبتكارات المالية الحديثة من الهندسة المالية.

### أولاً: التطور التاريخي للإبتكارات المالية

لقد كان نمو الأسواق المالية عبر تاريخها مرتبطاً بظهور ابتكارات جديدة من الأوراق المالية لذا سيتم التطرق إلى تاريخ الإبتكارات المالية.

**1- جذور الابتكارات المالية:** ظهرت الابتكارات المالية الجديدة مع تطور التجارة العالمية في القرن السابع عشر بعد توقيع معاهدة ويستفاليا <sup>\*</sup> "Westphalia\_1648" التي إنتهت بموجبها حرب الثلاثين عاماً، وانقسمت على إثرها الإمبراطورية الرومانية المقدسة إلى حوالي ثلاثمائة كيان سياسي ذات سيادات مستقلة، فظهرت الحاجة لتمويل هذه الأمم والولايات والأقاليم، جنباً إلى جنب مع المؤسسات الاقتصادية<sup>1</sup>.

خلال حرب الثلاثين عاماً، نجح الهولنديون في إقامة أسطول تجاري مزدهر، وتمويل تجارة مزدهرة من خلال التجارة بعيدة المدى عن طريق بحر البلطيق، هؤلاء التجار الأثرياء قللوا من الحاجة إلى السيولة عن طريق إصدار إيصالات التجارة السائلة المدعومة بنظام موحد للدفع، حيث سادت أمستردام كمركز للائتمان التجاري في أوروبا من خلال تقديم الائتمان على أساس الكمبيالات المستحقة الدفع في هولند، وكان هذا فجر المالية العامة الحديثة، كما تم استحداث أدوات الدين المدعومة من الضرائب المخصصة لغرض معين، فأدى الطلب على رأس المال إلى ظهور شركات المساهمة وأسواق الأوراق المالية المنظمة الأولى في العالم. وفيما بعد الحرب العالمية الثانية، أدى التوسع الكبير في الأسهم العامة وسوق الطرح العام الأولى إلى القدرة على تمويل التصنيع على نطاق واسع وشامل، فظهرت أسواق جديدة، في مجالات الطيران والسيارات والترفيه، والمطاط الصناعي والنفط مما جعل الولايات المتحدة تدفع بجانبها الاقتصادي نحو الاستثمارات الرأسمالية الضخمة<sup>2</sup>.

**2- التطور التاريخي للابتكارات المالية في مجال الرهن العقاري:** لعب الاقتراض برهونات عبر التاريخ أدواراً متعددة، لقد كان دائماً الشكل السائد للاقتراض في الاقتصاديات الزراعية، حيث كانت الأرض الأصل الأكثر أهمية، اقترض ملاك الأرض مقابل ربح محاصيلهم المستقبلية لتمويل استهلاكاتهم القائمة أو لتطوير ممتلكاتهم في: الزراعة\_المناجم\_التشغيل، حيث اقترض الفلاحون لتمويل التوسع، التحسين، والاستثمار في معدات جديدة، واستخدم أفراد التنمية الحضرية الاقتراض برهونات لتمويل التشييد، والشركات الصناعية استخدمته لتمويل مصانعها الجديدة، واستخدمته القطاعات الأسرية لتمويل مشتريات المنازل. إن الشكل الأولى للإقراض برهونات بدأ في العصور الوسطى حيث كان قرضاً مباشراً من شخص لآخر - كلاهما عادة أثرياء-<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - بوعكاز نوال، حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات للتغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمة المالية، رسالة ضمن نيل شهادة الماجستير، علوم التجارية، تخصص: دراسات مالية ومحاسبية معمقة، علوم التجارية، كلية علوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 2011/2010، ص: 07.

<sup>\*</sup> معاهدة سلام ويستفاليا "Westphalia"، تشير إلى سلسلة المعاهدات التي أنهت حرب الثلاثين عاماً الدينية في أوربا، كانت حرباً أوروبية شاملة ضمت تحالفات بين عدة دول وإمبراطوريات على امتداد القارة الأوروبية، حرب الثلاثين عاماً امتدت من 1618 إلى توقيع المعاهدة عام 1648 التي تم توقيعها في 24 أكتوبر، وكانت بين الامبراطور الروماني فيرديناند الثالث والأمراء الألمان الآخرين وممثلين عن الجمهورية الهولندية والفرنسية والسويدية.

<sup>2</sup> - بوعكاز نوال، مرجع سبق ذكره، ص: 7\_8.

<sup>3</sup> - مائير كوهين، مرجع سبق ذكره، ص: 133.



3- التطور التاريخي للابتكارات المالية في مجال تمويل الأعمال: الاتجاه نحو المزيد من التعقيد في تصميم المنتجات المالية يحتاج إلى تقنيات مناسبة، ويمكن تلخيص أهم الابتكارات المنوطة بتمويل الشركات من خلال الجدول الآتي:

**الجدول رقم 06: تطور الابتكارات المالية في مجال تمويل الأعمال والشركات**

المنتجات والخدمات	الأنشطة والعمليات	الأشكال التنظيمية
- ظهور الأسواق الحديثة ذات الإنتاجية العالية 1974.	- اختراع القيد المزدوج في مسك الدفاتر 1494.	- فتحت أول كلية إدارة الأعمال، في فيرونا 1284.
- مؤشر الأسهم الآجلة المتداولة 1982	- أول نشر لنظرية موديجلياني ميلر 1958.	- تأسس بورصة نيويورك 1972.
- ظهور صناديق المتداولة في البورصة 1989.	- عرض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية 1964.	- قانون نابليون الذي يعزز مفهوم الشركة المحدودة في أوربا 1807.
- ظهور أول صناديق الإستثمار الحديثة 1924.	- عرض أساليب موني كارلو للتمويل 1964.	- تأسست بورصة شيكاغو التجارية 1898.
- إدخال الخدمات المصرفية عبر الأنترنت 1995.	- وضع فرضية كفاءة الأسواق 1965.	- جامعة هارفارد تقدم أول برنامج ماجستير في إدارة الأعمال في العالم 1908.
- اختراع عقود مبادلة التعثر على السداد الحديثة 1997.	- صيغة Black-Scholes لتسعير الخيارات 1973.	- أصول صناديق التحوط الحديثة 1965.
		- تأسس ناسداك، سوق الأسهم الالكترونية الأولى في العالم 1971.

المصدر: بوعكاز نوال، حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات للتغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمة المالية، رسالة ضمن نيل شهادة الماجستير، علوم التجارية، تخصص: دراسات مالية ومحاسبية معمقة، علوم التجارية، كلية علوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 2011/2010، ص: 9.

**ثانياً: مفاهيم حول الابتكارات المالية**

الابتكار ليس مجرد الإختلاف عن السائد، بل لا بد أن يكون هذا الإختلاف متميزاً إلى درجة تحقيقه لمستوي أفضل من الكفاءة والفاعلية والمثالية ويمكن تحديد مفهوم الابتكار كالآتي:

1- **تعريف الابتكارات المالية:** الابتكار في اللغة يعني المبادرة إلى الشيء والإسراع إليه، وابتكار الشيء إدراك أوله وهو يدل على الإقدام على فعل يسبق به صاحبه بقية الناس، والتفكير الابتكاري هو تفكير مصاغ بطريقة تؤدي إلى نتائج إبداعية، ويسمى الفرد مبتكراً عندما يحقق نتائج إبداعية باستمرار.

■ **الابتكار اصطلاحاً:** هو عملية خلق أو إنتاج شيء جديد، على أن يكون أصيلاً وملائماً للواقع، ويحل مشكلة من المشكلات، ويكون ذا قيمة ويحظى بالقبول الاجتماعي، كما يعرفه تورانس Torrance بأنه قدرة الفرد على تجنب الطرق التقليدية في التفكير مع إنتاج أصيل وجديد يمكن تنفيذه أو تحقيقه<sup>1</sup>.

■ **الابتكار والإبداع<sup>2</sup>:** كلمة الابتكار عادة ما تأتي ملازمة لكلمة الإبداع، وقد استخدمت بعض الأبحاث والدراسات باستخدام الكلمتين وكأنهما واحد، والبعض الآخر من الدراسات والأبحاث فرق بينهما، وأن كل واحدة من تلك الكلمتين تعطي معناً مختلفاً عن الأخرى، والحقيقة أن هناك فرق بين الابتكار والإبداع، حيث أن الإبداع يتمثل في التوصل إلى حلٍ خلاقٍ لمشكلة ما أو إلى فكرة جديدة، في حين أن الابتكار هو التطبيق الخلاق أو الملائم لها، أي أن الابتكار ماهو إلى تحويل الفكرة الإبداعية إلى عمل إبداعي، فالعمل محكوم بإمكانية تطبيق الأفكار المبدعة، فليس من المهارة دائماً أن يحمل الإنسان أفكار مثالية مجردة عن الواقع وأكبر من قدرة البشر، بل المهارة في أن يحمل أفكاراً مبدعة خالقة قابلة للتطبيق. ومنه نخلص إلى أن: **الابتكار = الإبداع + التطبيق.**

- ومنهم من يرى أن الابتكار له علاقة بالإختراع منهم محمد أحمد عبد الجواد الذي يرى أن: 'الابتكار هو القدرة على الاختراع' بمعنى أنه لا يمكن أن يكون هناك ابتكار بدون اختراع، وفي هذا السياق هناك رؤية تشمل العلاقة بين الابتكار والاختراع، ومفادها أن الابتكار هو تطبيق ناجح للاختراع. أما ديورغ ماري Marie Debourg فتري بأن الابتكار هو تطبيق تجاري للاختراع، حيث أعطت مثال عن الليزر بأنه اختراع، أما الأقراص الليزرية فهو تطبيق تجاري لاختراع الليزر وحسب هذا الرأي فإنه يمكن التعبير عن الابتكار بالمعادلة التالية: **الابتكار = الاختراع + التطبيق التجاري<sup>3</sup>.**

**واختصاراً يعرف الابتكار بأنه:** التوصل أو الوصول إلى كل ما هو جديد<sup>4</sup>.  
ويمكن القول أن الابتكار يعتبر نشاطاً معقداً تتداخل في تكوينه مجموعة من العوامل التي تعمل إما على تحفيزه أو تثبيطه في بعض الأحيان، حيث تنقسم إلى ثلاث مجموعات من العوامل المترابطة وذات التأثير المتبادل، وهي مجموعة الخصائص الشخصية على مستوى الفرد المبتكر ومجموعة الخصائص التنظيمية في المؤسسة ومجموعة عوامل البيئة العامة في المجتمع<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، الجزء الأول، ص: 223.

<sup>2</sup> موسى بن منصور، الابتكار المالي في المؤسسات المالية الإسلامية مع الأصالة والتقليد، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة سطيف، يومي 6/5 ماي 2014، ص: 20.

<sup>3</sup> Marie Camille Debourg et al: pratique du marketing, BERTI éditions, 2e édition, Alger, 2004, p164.

<sup>4</sup> بن يعقوب الطاهر، هباش فارس، دور الابتكار التسويقي في اكتساب ميزة تنافسية لمنتجات المصارف الإسلامية، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة سطيف، يومي 6/5 ماي 2014، ص: 5.

<sup>5</sup> بوبعة عبد الوهاب، دور الابتكار في دعم الميزة التنافسية للمؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة اتصالات الجزائر للهاتف النقال ' موبليس'، رسالة ضمن نيل شهادة الماجستير، علوم التسويق، تخصص: إدارة الموارد البشرية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسويق، جامعة قسنطينة، 2012/2011، ص: 65.

- **الابتكار المالي:** بخصوص الابتكارات المالية تعددت تعاريف في هذا الشأن ومن بين هذه التعاريف نذكر:
  - تعريف باتر دوركر ' Peter Drucker ' أن الابتكار المالي هو وظيفة محددة من المشاريع، سواء كان في الأعمال التجارية الخاصة، أو في مؤسسة للخدمة العامة، وهي الوسائل التي يتمكن صاحب المشروع من خلالها أن يخلق: إما موارد جديدة تنتج ثروة، أو يمنح الموارد المتاحة إمكانيات إضافية لخلق الثروة<sup>1</sup>.
  - من الاقتصاديين أمثال الاقتصادي الأمريكي ' جوزيف شوميتير ' فيرى أن على الابتكار: أن يجلب إلى السوق منتجاً جديداً متميزاً عن غيره، وله وزنه في الأهمية، وأن يفتح أسواقاً جديدة؛
  - الإبتكار المالي هو: أي تطور جديد في نظام مالي وطني أو النظام المالي الدولي يعمل على<sup>2</sup>:
    - ✚ تحسين كفاءة المخصصات لعملية الوساطة المالية؛
    - ✚ تحسين الكفاءة التشغيلية للنظام المالي عن طريق خفض التكاليف ومخاطر المعاملات في الأسواق الأولية والثانوية التي يتم فيها التداول.

2- أنواع الابتكار المالي: لقد زاد تعقيد الابتكار المالي وسرعته، حيث أصبح من الصعب فهم ما يحدث من وقت لآخر، ويمكن الإلمام بأصناف الابتكار المالي كالاتي<sup>3</sup>:

- أ- لقد وضع بنك التسويات الدولية في 1986، نظاماً لتصنيف الابتكارات المالية كالتالي:
  - ابتكارات نقل المخاطرة: هي الابتكارات التي تقلل من المخاطر الكامنة في ورقة مالية معينة أو تمكن حاملها من التحوط ضد خطر معين مثل: عقود مبادلة التعثر على السداد CDS.
  - ابتكارات تعزيز السيولة: الابتكارات التي تعزز السيولة لديها القدرة على زيادة سيولة الأوراق المالية والأصول.
  - ابتكارات توليد الأسهم: هي أدوات تمنح خصائص الأسهم للموجودات، حيث أن طبيعة خدمة الديون فيها محددة سلفاً، كما يتم تحديد معدل العائد على الأصل بناء على أداء الجهة المصدرة.
  - ابتكارات للتأمين: بعض الأوراق المالية تعمل على تأمين المخاطر في مقابل تسديد قسط معين.
  - ابتكارات إدارة الأصول والخصوم: بشكل أو بآخر، تقوم جميع الأدوات تقريباً بتوسيع نطاق البنوك لإدارة الأصول والخصوم من خلال: تقديم مجال لإدارة المخاطر، توسيع فرص الإقراض، أو تغيير هيكل الخطر في الميزانية العمومية للبنك.
  - الابتكارات التمويلية: يمكن لبعض الأدوات توسيع مصادر التمويل المصرفي مثل: التوريق.

<sup>1</sup> - Peter Ferdinand Drucker, The Discipline of Innovation, Harvard Business Review, November-December 1998, p149.

<sup>2</sup> - بوعكاز نوال، مرجع سبق ذكره، ص: 04.

<sup>3</sup> - مرجع نفسه، ص: 5-6.

- ابتكارات توليد الائتمان: تستطيع هذه الابتكارات توسيع القدرة على الوصول إلى أسواق ائتمان معينة وبالتالي القدرة على زيادة إجمالي حجم الائتمان.
- ب- اقترح 'Perez، 2002' تصنيفاً بديلاً للابتكارات المالية مبيناً في الجدول الآتي:

**الجدول رقم 07: تصنيف الابتكارات المالية**

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

المصدر: بوعكاز نوال، حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات للتغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمة المالية، رسالة ضمن نيل شهادة الماجستير، علوم التجارية، تخصص: دراسات مالية ومحاسبية معمقة، علوم التجارية، كلية علوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 2010/2011، ص: 06.

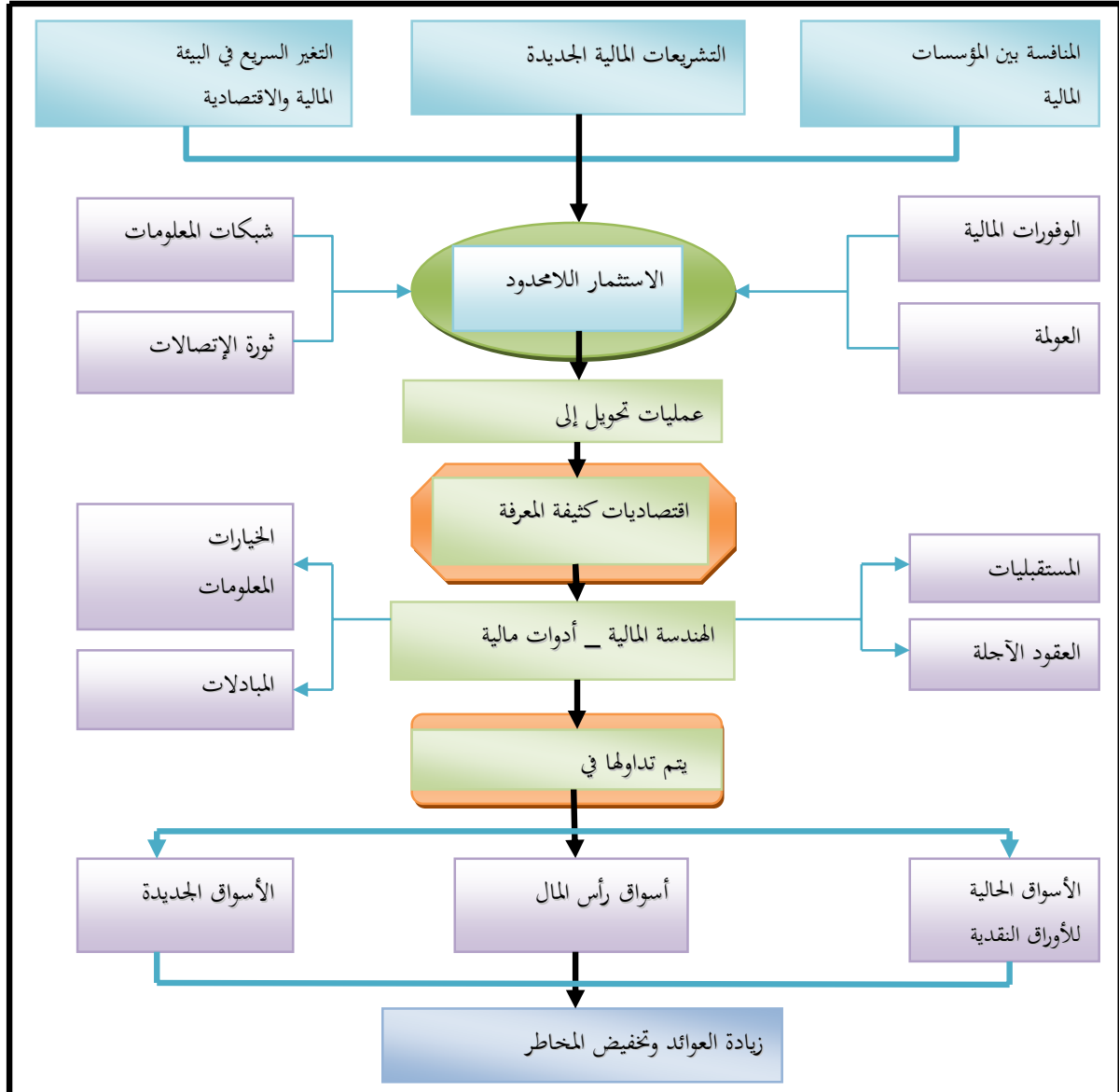
**ثالثاً: موقع الابتكارات المالية الحديثة من الهندسة المالية**

إن الابتكار يتضمن التغيير، والتغيير يتضمن عدم الاستقرار، وعدم الاستقرار غير مرغوب بطبيعة الحال، وهذا يعني أن الابتكار لا يطلب لذاته وليس هدفاً في نفسه، بل هو وسيلة لتوليد قيمة مضافة وإذا كانت هذه القيمة تعادل سلبيات عدم الاستقرار فسيكون هذا الابتكار مطلوباً ومحموداً، فقيمة الابتكار لا تنبع من غرابته أو جدته، بل من آثاره المالية والاقتصادية الإيجابية<sup>1</sup>، وقد أشار ميلر '1986 Miller' إلى أن الابتكار المالي قد سار بوتيرة سريعة، خاصة خلال السنوات العشرين حيث لم تكن الشركات بإصدار أوراق مالية جديدة مثل السندات ذات معدل الفائدة المتغير، بل ظهرت أيضاً أسواق جديدة تماماً.

ويوضح الشكل التالي كيفية ظهور الهندسة المالية وتداولها في الأسواق المالية كالآتي:

<sup>1</sup> - سامي بن ابراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، نشر مكتبة مكتبة الملك فهد الوطنية، الطبعة الأولى، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، السعودية، 2008، ص: 107.

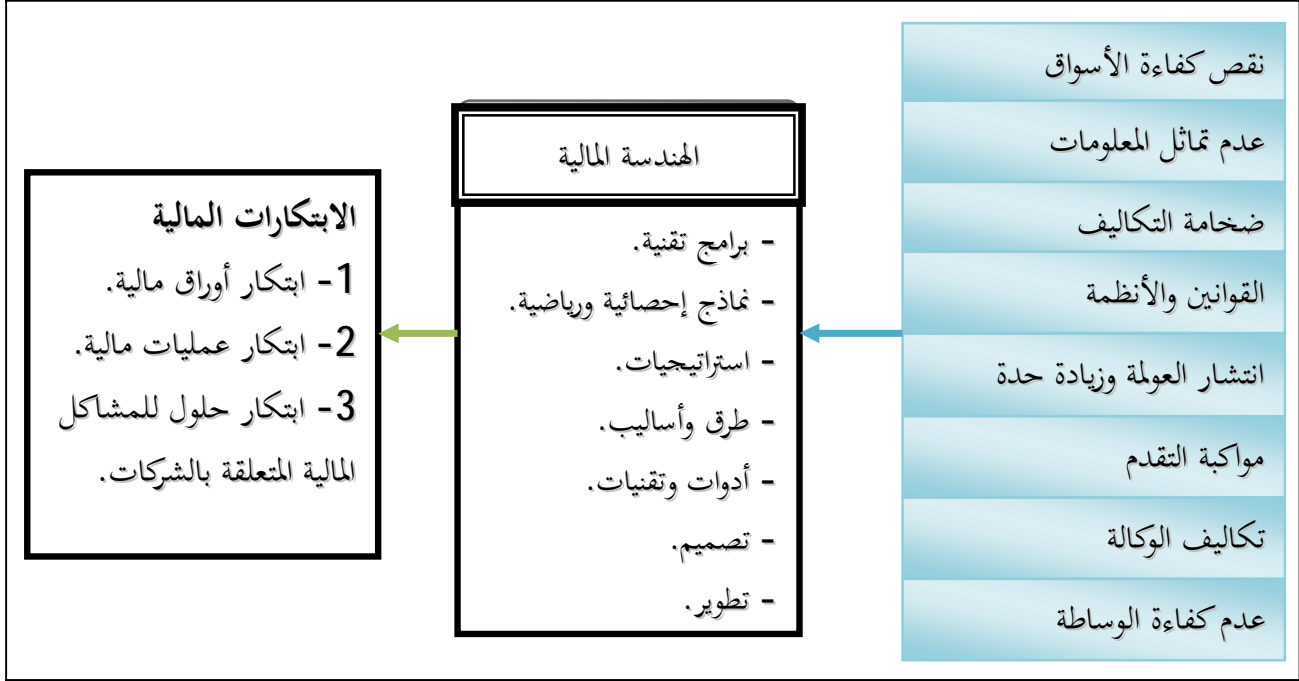
الشكل رقم 13: ابتكار الهندسة المالية وتداولها في السوق



المصدر: هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2007، ص: 25.

يتضح من الشكل بأن هذا التحول الإقتصادي ساعد على توفير المعلومات المالية والإقليمية والمحلية من خلال شبكات المعلومات وثورة الإتصالات، مما ترتب عليه إنتاج منتجات مالية جديدة وقدرة عالية على السيطرة على المخاطر المالية الجديدة في الأسواق الحالية للأوراق النقدية Monetary Markets وفي أسواق رأس المال Capital Markets وكذلك الأسواق الجديدة وبالشكل الذي يؤدي إلى زيادة العوائد وتخفيض المخاطر المالية.

ويمكن تلخيص علاقة الهندسة المالية بالابتكارات المالية من خلال الشكل الآتي:  
الشكل رقم 14: علاقة الهندسة المالية بالابتكارات المالية



المصدر: بوعكاز نوال، حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات للتغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمة المالية، رسالة ضمن نيل شهادة الماجستير، علوم التجارية، تخصص: دراسات مالية ومحاسبية معمقة، علوم التجارية، كلية علوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 2010/2011، ص: 18.

### المطلب الثاني: أساسيات الهندسة المالية

يعود ظهور مصطلح الهندسة المالية في علم التمويل وبروزه إلى الواجهة إلى الثمانينات من القرن الماضي وذلك مع ازدياد وتوسع انتشار الأدوات المالية المشتقة، وعلى الرغم من ذلك فإن مفهوم الهندسة المالية وتطبيقاتها تعتبر أقدم من ذلك بكثير على الرغم من أنها لم تكن متداولة كمصطلح، وعليه نحاول من خلال هذا المطلب الإلمام بالآتي:

- مفهوم الهندسة المالية؛

- إستراتيجية الهندسة المالية.

### أولاً: مفهوم الهندسة المالية

1- تعريف الهندسة المالية: تعددت تعريف الهندسة المالية واجتهد كثير الباحثين في تقديم تعاريف لها تنطلق من الزاوية التي ينظرون من خلالها للهندسة المالية ومن بين هذه التعاريف نذكر:  
■ هي تصميم أو هندسة العقود ومحافظ العقود والتي ينتج عنها تدفقات نقدية محددة مسبقاً ومشروطة بأحداث مختلفة، وبكلمات أخرى فالهندسة المالية تستخدم لإدارة الاستثمارات والمخاطر.



- الهندسة المالية استخدام الأدوات المالية مثل المشتقات والمستقبليات والمبادلات والخيارات والمنتجات ذات الصلة من أجل إعادة هيكلة أو إعادة تنظيم التدفقات النقدية وذلك من أجل تحقيق أهداف مالية محددة وبالأخص إدارة المخاطر المالية<sup>1</sup>.
- وتعرف كذلك على أنها: مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل<sup>2</sup>.
- هي تصميم، التطوير والتزود بتقنيات مالية مبتكرة وصياغة حلول عملية للمشاكل المالية.
- التحول النهائي للمنتج المالي (الموجود) لتحسين إيراداته أو تقليل مخاطره مما يجعل له دوراً في تغيير أوضاع السوق المالي.
- الهندسة المالية هي تلك الفلسفة التي تهتم بإدارة الأدوات المالية خارج الميزانية، بالإضافة إلى بنود المركز المالي وحسابات الأرباح والخسائر والتي تشتمل على تجارة الأوراق المالية والأدوات الاستثمارية لآجال قادمة<sup>3</sup>.

وقد لوحظ من مختلف التعاريف أن أغلب الباحثين يشتركون في التعريف الآتي:

هي أنشطة تهتم بعمليات التصميم والتطوير والقيام بعمليات لتنفيذ الأدوات المالية المبتكرة، والعمل على صياغة مجموعة من الحلول لمختلف المشاكل التمويلية، ومن خلال هذا التعريف يتضح أن الهندسة المالية تتضمن العناصر الآتية:

- ابتكار أدوات مالية جديدة، مثل: بطاقة الائتمان؛
- ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف الإجرائية لأعمال قائمة، مثل: التبادل من خلال الشبكة العالمية والتجارة الإلكترونية؛
- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون، أو إدارة الائتمان.

2- أهداف الهندسة المالية: يمكن تحديد أهم الأهداف من خلال النقاط الآتية<sup>4</sup>:

- خفض حجم المخاطر المالية من خلال إيجاد وتطوير مجموعة متنوعة من الأدوات المالية المستحدثة.
- إعادة هيكلة التدفقات النقدية من أجل تحقيق إدارة مالية أفضل، كاستخدام عمليات مبادلات سعر الفائدة.
- تحسين سيولة الأسواق المالية بشكل عام، والمتعاملين فيها بشكل خاص وذلك من خلال إتاحة الفرصة للتعامل مع مجموعة متنوعة من الأدوات المالية التي تتميز بالسيولة المرتفعة نسبياً.

<sup>1</sup> - محمد عبد الحميد عبد الحي، استخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، أطروحة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم المالية والمصرفية، قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة دحلج، الجمهورية العربية السورية، 2014/2013، ص: 03.

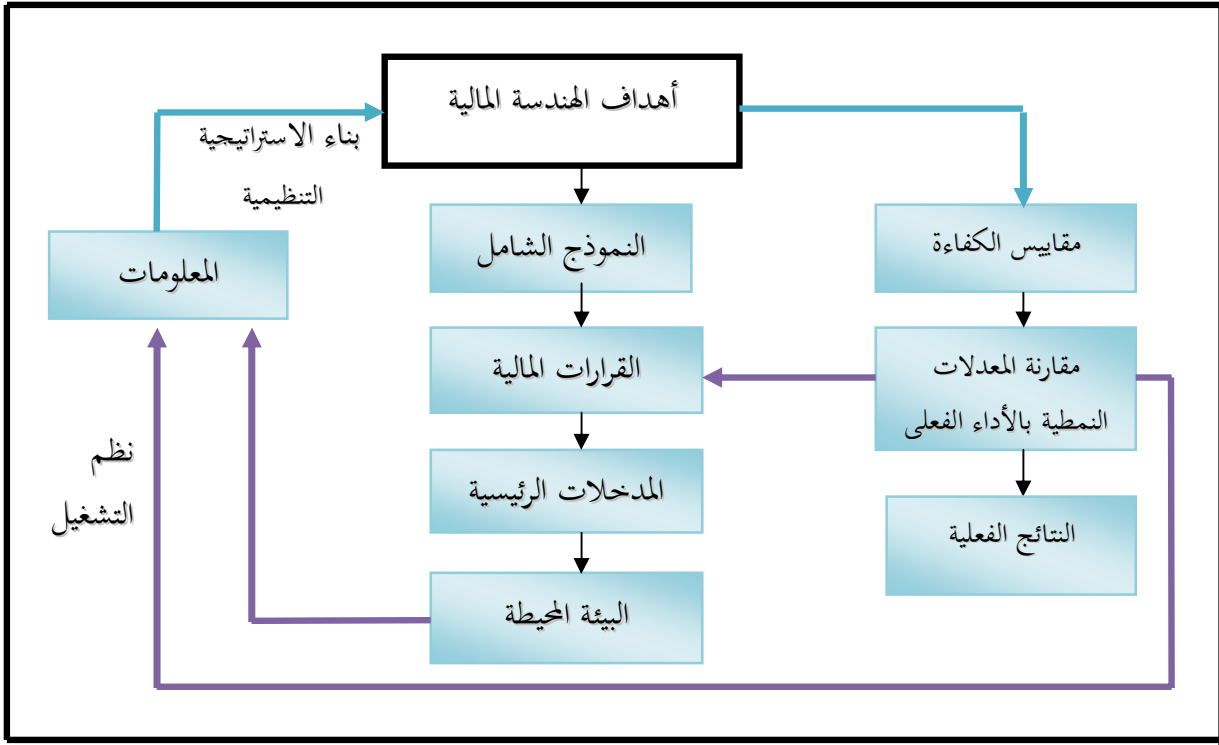
<sup>2</sup> - صالح مفتاح، ريمة عمري، الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تحقيق التنمية المستدامة، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة، 04/03/2012، ص: 227.

<sup>3</sup> - هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص: 22\_23.

<sup>4</sup> - محمد عبد الحميد عبد الحي، مرجع سبق ذكره، ص: 11\_12.

- تحقيق الكفاءة الاقتصادية بتخفيض تكاليف المعاملات من خلال إيجاد معاملات معينة والدخول بها، بحيث تكون هذه المعاملات كبيرة الحجم ومنخفضة التكلفة نسبياً، فتكالف المعاملات من خلال أدوات الهندسة المالية عادة ما تكون أقل من تكاليف التعامل بالطرق التقليدية.
  - تعزيز فرص تحقيق الربح من خلال إيجاد أدوات مالية جديدة، تكون مخاطرها أقل من سواها من الأدوات.
- والشكل التالي يوضح مختلف الأهداف المرجو تحقيقها بفعل آليات الهندسة المالية

الشكل رقم 15: أهداف الهندسة المالية



المصدر: فريد راغب النجار، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص: 74.

### 3- أسباب ظهور الهندسة المالية

- لقد كان التعامل بمنتجات الهندسة المالية منذ القدم، واتسع ظهورها منذ الثمانينات من القرن الماضي، ولقد كان وراء ظهور مختلف منتجات الهندسة المالية مجموعة من العوامل التي نذكر منها:
- إختيار اتفاقية بريتون وودز "Bretton Woods" وهو الأمر الذي ترتب عليه حدوث تقلبات عنيفة في أسعار الصرف، فكانت معاماةً لتطوير الصرف الآجل والبحث عن آلية للتحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف؛
  - زيادة حدة التضخم في بداية الثمانينات وما صاحبها من زيادة سريعة في معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل<sup>1</sup>؛

<sup>1</sup> - سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، الطبعة الأولى، القاهرة، 2005، ص: 77.

- انخيار أسواق الأوراق المالية العالمية المتتالية دفعت المستثمرين للبحث عن حماية أصولهم المالية من خلال أسواق المشتقات المالية؛
- تزايد المنافسة الشرسة بين المؤسسات المالية والمصرفية، مما دفع بها إلى البحث عن أدوات مالية جديدة لإدارة المخاطر وتقديم الحلول لمشاكل التمويل والقفز فوق القيود التي تفرضها السياسة النقدية<sup>1</sup>؛
- الهندسة المالية جاءت استجابة لقيود معينة تعوق عن تحقيق الأهداف الإقتصادية، كالربح والسيولة وتقليل المخاطرة؛
- الإحتياجات المختلفة للمستثمرين وطالبي التمويل وذلك بغية إشباع رغبات المستثمرين والمشاركين في أسواق المال عموماً، لذلك ظهرت الحاجة للابتكار ولإبداع وسائل جديدة لمقابلة هذه الحاجات<sup>2</sup>.

### ويمكن تلخيص الأسباب المباشرة لنشأة أدوات الهندسة المالية:

- نشير إلا أن الأسواق المالية العالمية شهدت منذ بداية الستينات من القرن الماضي ثورة في مجالات الابتكارات المالية، والتي شكلت اللبنة الأولى لتبلور مفهوم الهندسة المالية، هذه الأخيرة التي ستهتم بابتكار الأدوات الحديثة وأدوات إدارة المخاطر بالشكل الذي يضمن للشركات التخطيط لمستقبلها وخدمة أهدافها، ويمكن الإشارة للأسباب المباشرة التي ساهمت في ظهور الهندسة المالية<sup>3</sup>، كالآتي<sup>4</sup>:
- أن هذه الأدوات والوسائل المبتكرة تقلل تكاليف المعاملات بين الوحدات المختلفة (الفاعلية)؛
  - أنه عن طريقها يمكن خلق أنواع جديدة من الأوراق المالية وبذلك يمكن مقاسمة المخاطر بطرق جديدة وأبعاد جديدة؛
  - عن طريقها يمكن التغلب على كثير من العوامل الخارجية المؤثرة مثل تغير قوانين الضرائب والقوانين المنظمة لعمل الأسواق المالية في دولة دون الأخرى.

### وهناك عوامل أخرى يمكن الإشارة إليها كالتالي:

- زيادة عدد الأسواق المنظمة الجديدة: أدت زيادة عدد الأسواق المنظمة الجديدة للأسهم المستقبلية والمقايضات والابتكارات في الاتصالات وتقنية الحاسوب خلال السنوات الأخيرة إلى تخفيض تكاليف التجارة والأدوات المالية النمطية بشكل كبير جداً، ومن ثم زيادة مجالات استخدام الهندسة المالية بشكل واسع؛

<sup>1</sup> - محفوظ جبار، مريم عديلة، الهندسة المالية والتحوط من المخاطر في الأسواق الصاعدة - دراسة حالة السوق الكويتية للخيارات، مجلة العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، جامعة قلمة، 2010، ص: 24.

<sup>2</sup> - عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي، مداخلة ضمن مؤتمر كلية العلوم الإدارية الدولي الرابع حول: الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الإدارية والاجتماعية، جامعة الكويت، 16/15 ديسمبر، 2010، ص: 04.

<sup>3</sup> - لولو بوخاري، وليد عايب، آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وأثر الأزمة المالية على سوق الصكوك الإسلامية الدولية وأحكام الشريعة، مجلة الوحدات للبحوث والدراسات، العدد 12، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي برج بوغريج، 2011، ص: 622.

<sup>4</sup> - عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سبق ذكره، ص: 05.

- 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؛
- تطوير الأدوات داخل الأسواق، الأمر الذي مكّن من تحسين التكاليف وزيادة العائد والانفتاح على الأسواق المالية؛
- تعدد وتنوع إستراتيجيات الاستثمار نتيجة لتعدد وتنوع أدوات الاستثمار - خاصة المشتقات المالية -<sup>1</sup>؛
- محاولة الاستفادة من النظام المالي: إذ يعبر النظام المالي عن الهيئات والأعوان والآليات التي تسمح لبعض الأعوان خلال فترة زمنية معينة بالحصول على موارد التمويل، وللآخرين باستخدام وتوظيف مدخراتهم وتتوقف فعالية النظام المالي على قدرته على تعبئة الادخار وضمان أفضل تخصيص للموارد.<sup>2</sup>

### ثانياً: إستراتيجية الهندسة المالية

- لوضع استراتيجية للهندسة المالية يتوجب أخذ العناية بالتشغيل الفعّال لمصادر واستثمارات الأموال فضلاً عن التشغيل الديناميكي للمنتجات المالية الجديدة عن طريق الصفقات التي تُعقد لأوامر تنفيذ في المستقبل، وترتكز استراتيجية الهندسة المالية على<sup>3</sup>:
- تحديد فرص الاستثمار والتمويل في أسواق المال وخارج أسواق المال والتي تحقق جذب وربط إمكانيات المشروع بتلك الفرص؛
  - تجنب التهديدات والمخاطر المالية في الأدوات المالية مثل تذبذب أسعار الفائدة على السندات والقروض وتغيرات أسعار الصرف والمخاطر الأخرى؛
  - الاستفادة من تغيرات الأسعار في أسواق المال في تعديل محفظة الاستثمار لزيادة العائد وخفض المخاطر؛
  - بناء وإعادة بناء المنظومات المالية في الأجل القصير والأجل الطويل بصفة دورية في ضوء التغيرات الداخلية والخارجية بسوق المال والبيئة المحيطة.
- ووفقاً لذلك يمكن تحديد مفهوم استراتيجية الهندسة المالية على أنها خطة طويلة الأجل تأخذ بالحسبان كافة المقومات الداخلية من نقاط قوة وضعف في المراكز المالية التي تتعدد مداخل أنواعها وكذلك تأخذ البيئة الخارجية بكل متغيراتها وبالتركيز أساساً على الجوانب والمؤثرات المالية، كما أن أن استراتيجية الهندسة المالية لا تركز فقط على إدارة الأدوات المالية خارج المركز المالي، ولكن تهتم أيضاً بالإدارة المالية المتكاملة أي بالتنسيق بين المنتجات والأدوات المالية داخل وخارج المركز المالي. وأن الهدف هو تحقيق أقصى الأرباح بأقل المخاطر.

<sup>1</sup> - لخلو بوخاري، وليد عايب، مرجع سبق ذكره، ص: 623.

<sup>2</sup> - محمد كريم قروف، الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، مداخلة ضمن الملتقى الدولي الأول حول: الإقتصاد الإسلامي، - الواقع ورهونات المستقبل -، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، 24/23 فيفري 2011، ص: 06.

<sup>3</sup> - هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 47\_48.

وبالتالي يمكن اعتبار أدوات الهندسة المالية بمثابة استراتيجيات تحوط، تستخدم من قبل إدارة المخاطر، وذلك من خلال أخذ مراكز عكسية عند التعامل في أدوات المشتقات، إذ يمكن استخدامها من خلال العقود المستقبلية والعقود الآجلة والخيارات والمبادلات، وعلى المتحوط إذا استعمل إحدى هذه الأدوات أن يتأكد من انخفاض أو تقليل نسبة التحوط إلى المخاطرة، ويتمثل ذلك في عدد الوحدات لأداة التحوط اللازمة لتغطية وحدة واحدة من الأداة النقدية.

ويبقى المتحوط معرضاً لمشاكل تتعلق بالاحتماء من مخاطر معينة تتمثل أساساً في اختيار نوع الأداة المناسبة تماماً في موقف ما، ويمكنه الاعتماد لمواجهة ذلك على جانب المخاطرة الملازم للمركز النقدي المرغوب في تغطيته، نوع المخاطرة التي يرغب المتحوط في تغطيتها، تكلفة التحوط وفعالية أدوات التحوط المختلفة<sup>1</sup>.

وللتحوط من مختلف المخاطر التي قد تواجه المستثمرين، هناك إستراتيجيتين لذلك<sup>2</sup>:

أ- استراتيجية التحوط باستخدام مركز قصير: حيث تسمح هذه الإستراتيجية للمستثمر بأن يبيع أصلاً مالياً أو سلعة وفق عقد ينفذ مستقبلاً، فيتجنب مخاطر انخفاض الأسعار من خلال الاحتفاظ بمركز قصير في السوق المستقبلي، يحقق بذلك الربح المتمثل في الفرق بين السعر السوقي للأصل أثناء التنفيذ 'منخفض' وسعر البيع المتفق عليه في العقد 'مرتفع'.

يعتبر البيع على المكشوف\* مثلاً على ذلك، حيث يقوم من خلاله المستثمر الذي يتوقع انخفاض القيمة السوقية لأوراق مالية معينة، باقتراض تلك الأوراق من السمسار، من أجل بيعها في الوقت الحاضر، على أن يقوم بشرائها عند انخفاض قيمتها، ثم تسليمها للمقرض في الوقت المتفق عليه، وبالتالي يستفيد المستثمر من قيمة الفرق بين ثمن بيع الورقة المالية وثمان شرائها.

ب- استراتيجية التحوط باستخدام مركز طويل<sup>3</sup>: حيث تسمح هذه الاستراتيجية للمستثمر بأن يشتري أصلاً مالياً أو سلعة وفق عقد ينفذ مستقبلاً، فيتجنب مخاطر ارتفاع الأسعار من خلال الاحتفاظ بمركز طويل في السوق المستقبلي، ويحقق بذلك الربح المتمثل في الفرق بين السعر السوقي للأصل أثناء التنفيذ 'السعر المرتفع' وسعر البيع المتفق عليه في العقد 'السعر المنخفض'.

والشكل الموالي يوضح آلية التحوط باستخدام المركزين القصير والطويل:

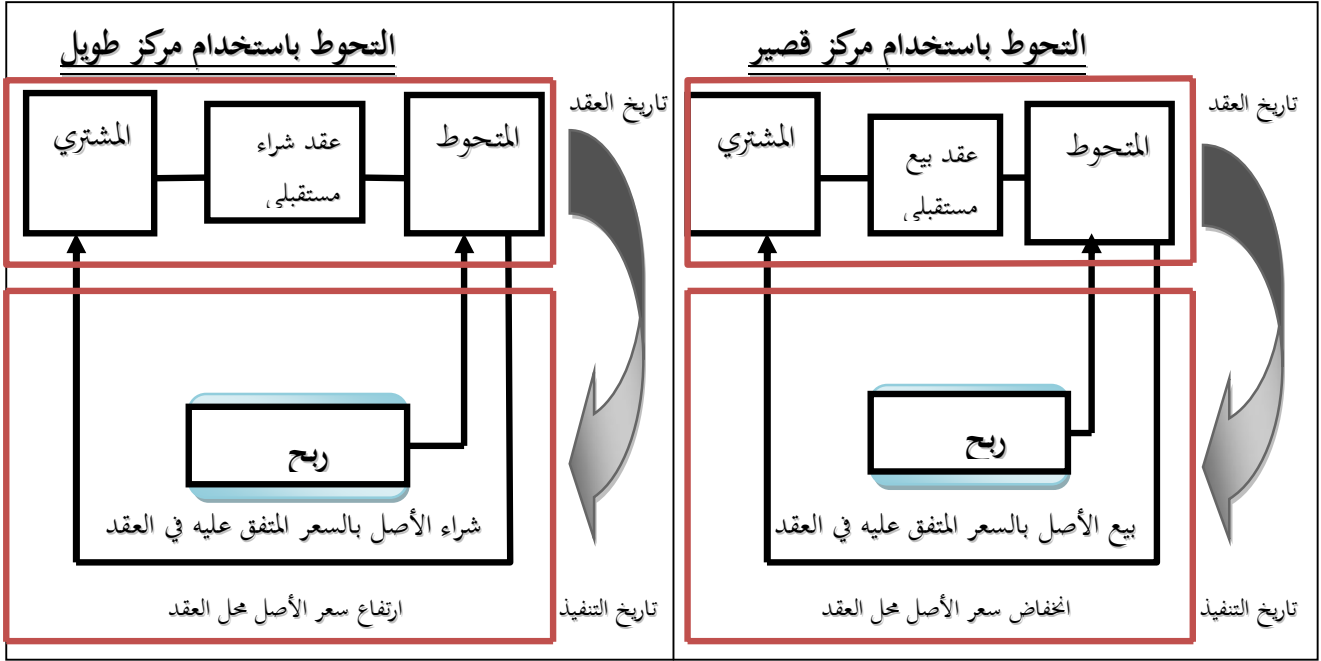
<sup>1</sup> - محفوظ جبار، مريم عديلة، مرجع سبق ذكره، ص: 28.

<sup>2</sup> - آمال لعمش، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية - دراسة نقدية لبعض المنتجات المصرفية الإسلامية - رسالة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، فرع: دراسات مالية ومحاسبية معمقة، كلية علوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 2012/2011، ص: 70.

\* البيع على المكشوف هو اسم يطلق على عملية بيع أحد الأصول دون امتلاكها في الواقع، حيث يتوقع المستثمر أن سعر هذا الأصل سينخفض فيصبح بإمكانه إعادة شرائه بسعر أدنى، وبذلك يكون قد حقق ربحاً من الفرق بين السعر الذي يبيع الأصل عليه والسعر الذي دفعه لشرائه مجدداً.

<sup>3</sup> - آمال لعمش، مرجع سبق ذكره، ص: 70.

الشكل رقم 16: استراتيجية التحوط باستخدام مركز قصير ومركز طويل



المصدر: آمال لعمش، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية\_ دراسة نقدية لبعض المنتجات المصرفية الإسلامية\_ رسالة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، فرع: دراسات مالية ومحاسبية معمقة، كلية علوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 2012/2011، ص: 72.

يتبين من خلال الشكل السابق أن المحتوظ يربح عند إبرام العقد المستقبلي في حالتين هما:

- كونه بائع الأصل، وفي هذه الحالة يجب أن يحدث انخفاض في سعر الأصل محل العقد في تاريخ التنفيذ حتى يستفيد من الفرق بين السعرتين (سعر البيع المتفق عليه أعلى من سعر السوق)؛
- كونه مشتري الأصل، وفي هذه الحالة يجب أن يحدث ارتفاع في سعر الأصل محل العقد في تاريخ التنفيذ حتى يستفيد من فرق السعرتين (سعر الشراء المتفق عليه أقل من سعر السوق).

المطلب الثالث: أهم منتجات الهندسة المالية

يعتبر التوريق والمشتقات المالية أهم منتجات الهندسة المالية، وفي هذا الاطار سوف نتناول هاتين الأداةين بالتفصيل من خلال هذا المطلب، وقبل التطرق لهذين الأداةين بالتفصيل نشير إجازاً إلى مفهوم أدوات الهندسة المالية.

أولاً: مفهوم أدوات الهندسة المالية

- 1- تعريف أدوات الهندسة المالية: لهذه الأدوات (أدوات الهندسة المالية) العديد من التعاريف والتي يطلق عليها بالمشتقات، ومن هذه التعاريف نذكر<sup>1</sup>:
  - أنها أوراق مالية تعتمد قيمتها على أوراق مالية أخرى؛

<sup>1</sup> - هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص: 57\_58.



- عقد تعتمد قيمته على أو تشتق من: قيمة أحد الموجودات الضمنية، أو من سعر مرجعي أو من مؤشر.
- عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة مرجعية، يمكن استخدامها لأغراض متعددة كالتحوط والاستثمار والمضاربة، ويكون تقلب قيمتها أشد من تقلب قيمة الموجود الضمني لها وتتعلق بفقرات والتزامات خارج الميزانية العمومية.
- هي عبارة عن أدوات ووسائل تتيح لمستخدميها قدرًا كبيراً من التحوط ضد المخاطرة وهي في غاية الأهمية لأي سوق مالي في مرحلة التطور والنضج، كما أن دخول هذه الأدوات للأسواق المالية لا بد وأن يكون في إطار سليم يسمح للجهات الرقابية بوضع ضوابط قوية من حيث الملاءمة المالية للشركات التي ستقوم بها من جهة والتدريب لإيجاد الخبراء اللازمين في هذا المجال من جهة أخرى.

### 2- أسباب تطوير الهندسة المالية: يمكن حصرها في النقاط الآتية:

- **العولمة:** وما أدت إليه من الاتجاه العالمي نحو إلغاء القيود المالية والاستثمارية أو الحد منها؛
- **الثورة المعلوماتية والالكترونية:** أدت إلى توسيع عمليات الاتصال والتوسع في التجارة الالكترونية بين مختلف المتعاملين في أنحاء العالم؛
- **تزايد الطلب على منتجات مالية جديدة** من الزبائن ولا سيما التي تقدم فرص أوسع لتحقيق إيرادات وإدارة المخاطر؛
- **المنافسة الشديدة** بين المصارف والمؤسسات المالية والاستثمارات، جعل التفكير في تقديم منتجات مالية جديدة وبصورة مستمرة للزبائن؛ مما أدى إلى توسيع قاعدة الأسواق المالية وتوفير منتجات مالية واستثمارية جديدة أمام المؤسسات المالية وخاصة البنوك، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الآتي:

### الشكل رقم 17: توسيع قاعدة الأسواق المالية



المصدر: هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى،

عمان، 2007، ص: 61.

ثانياً: التوريق

تشير كلمة التوريق أو التسنييد إلى تعريب لمصطلح إقتصادي إنكليزي Securitization، الذي يعني جعل الديون المؤجلة في ذمة الغير صكوكاً قابلة للتداول في سوق ثانوية، وقد إشتقت هذه التسمية مما جاء في قوله تعالى: **بسم الله الرحمن الرحيم: ﴿... فابعثوا أحدكم بؤرقكم هذه إلى المدينة...﴾**. سورة الكهف، الآية 19. والورق الدراهم المضروبة من الذهب والفضة<sup>1</sup>.

**1- تعريف التوريق:** على أنه بيع الأصول المالية (قروض، ذمم، ديون... الخ) المملوكة للبنوك أو الشركات إلى وحدات ذات غرض خاص لتحويلها من أصول ذات سيولة منخفضة إلى أصول مالية جديدة 'سندات' ذات سيولة مرتفعة قابلة للتداول في أسواق المال بضمان هذه القروض أو الذمم أو الديون وتحمل كوابن ثابت ولها تاريخ استحقاق محدد<sup>2</sup>.

- وهو أداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية، بمشدد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة بأصول ثم وضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانياً ثم يعرض على الجمهور من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية تقيلاً للمخاطر وضماف للتدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك<sup>3</sup>.

ويمكن توضيح عملية التوريق كما يلي<sup>4</sup>:

- تجميع الأصول بحيث تكون تدفقاتها النقدية معروفة ويمكن التنبؤ بخصائصها؛
- عزل الأصول التي تتضمن مخاطرة عن باقي أصول المجمع؛
- هيكلة سيل التدفقات النقدية المدعومة بالأشكال المختلفة من تعزيزات الديون الداخلية والخارجية؛
- توفير سيولة خارجية لتقليل الفجوة بين الحصول على التدفقات النقدية والقيام بدفع الإلتزامات المترتبة على التسنييد\*؛

<sup>1</sup> - أخلص باقر النجار، قراءة في مفردات التوريق، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 23، المجلد السادس، كانون الثاني، قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة، 2009، ص: 197.

<sup>2</sup> - شيماء إبراهيم محمد نواره، الإفصاح عن توريق الديون في البنوك التجارية المصرية، أطروحة ضمن نيل شهادة الماجستير، جامعة قناة السويس، مصر، 2007، ص: 02.

<sup>3</sup> - ساسية جدي، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية\_دراسة حالة ماليزيا والسودان\_، رسالة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: أسواق مالية وبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2015/2014، ص: 62.

<sup>4</sup> - ربيع بوصيب العائش، دور الهندسة المالية في خفض مخاطر المحافظ المالية\_ تحليل دور استراتيجيات الخيارات في بناء مخفضة التحوط في السوق المالي القطري للفترة 2007\_2011، رسالة مقدمة لاستكمال شهادة الماجستير، علوم التسيير، تخصص: مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، 2012/2011، ص ص: 28\_29.

\* التسنييد (نسبة إلى السندات): وهي في اللغة كل ما يستند إليه ويعتمد عليه من حائط وغيره، ويقصد بالتسنييد تحويل الديون من المقرض الأساسي إلى مقرضين آخرين، وعادة ما يتم ذلك عن طريق شركات التوريق.

- إصدار سندات أو أوراق مستندة للأصول والتي تعتبر مدعومة بتعزيز الديون والسيولة وهكذا يتم تحويل الديون إلى أوراق مالية قابلة للتداول.

فالتوريق يعني إذن إمكانية الحصول على تمويل جديد بضمان الديون المصرفية القائمة، إما من خلال إنشاء أصول مالية جديدة أو من خلال تحويل الموجودات من المقرض الرئيسي إلى مستثمرين آخرين، وتحويل القروض إلى أوراق مالية تعطي للدائن فرصة ترويج قروضه وتحويلها إلى دائنين آخرين ببيع الأوراق التي تمثلها وتداولها في البورصة.

والتوريق بالنسبة للأوراق المالية: هي صكوك تثبت حق صاحبها في ملكية جزء شائع من صافي أصول أو موجودات الشركة وما ينتج عن استثمارها من ربح مثل الأسهم، أو الحق في دين على الشركة مصدره الورقة مثل السندات، وتكون قابلة للتداول بالبيع والشراء في أسواق رأس المال ومما يدعم أولوية مصطلح التوريق على سواه، إن تحويل الأصول في عملية التوريق يكون إلى أوراق مالية قابلة للتداول في البورصة وهي الأسهم والسندات والصكوك، ووثائق الاستثمار<sup>1</sup>.

## 2- مزايا التوريق ومخاطره: يمكن تمثيل مزايا التوريق ومخاطره في النقاط الآتية:

### أ- مزايا التوريق: يمكن حصرها كالآتي:

- الإقتراض من الأسواق العالمية: تعاني المؤسسات المالية في الدول النامية من عدم القدرة على الاقتراض الطويل الأجل من الأسواق المالية العالمية، نظرًا لتصنيف السيادي المتدني للدول، وقد عمدت بعض المؤسسات المالية إلى التوريق بعض موجوداتها كوسيلة لتحسين تصنيفها الائتماني<sup>2</sup>؛
- يضمن التوريق البقاء كالأستمرارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك بتوريق قروضها وضمانها من قبل مؤسسات خاصة حتى تخفف عنها كلفة الاقتراض نتيجة للمخاطر الكبيرة المحيطة بها<sup>3</sup>؛
- يضمن التوريق تمويل الدين العام بدلاً من إعادة الجدولة وتفاقم الديون الخارجية<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - ربيع بوضيغ العائش، مرجع سبق ذكره، ص: 29\_30.

<sup>2</sup> - أخلاص باقر النجار، مرجع سبق ذكره، ص: 203.

<sup>3</sup> - محمود محي الدين، التوريق\_الأبعاد الاقتصادية والمالية\_، مجلة اتحاد المصارف العربية، العدد 257، بيروت، ص: 54.

<sup>4</sup> - ساسية جدي، مرجع سبق ذكره، ص: 64.

ب- مخاطر التوريق: تتمثل كمايلي:

- المخاطر الائتمانية: ' المدین، والمستثمر، وعدم التزامه بالتسديد ' ويعد هذا النوع من أبرز أنواع المخاطر التي تتعرض لها الأعمال المصرفية، وتعرف بأنها الخسائر المالية الناتجة عن عدم قدرة العميل على الوفاء بالتزاماته في المواعيد المقررة<sup>1</sup>؛
- مخاطر السوق: هي المخاطر المتعلقة بالإيرادات نتيجة التغيرات في أسعار الفائدة والتقلبات في أسعار الصرف وأسعار الأوراق المالية وأسعار السلع<sup>2</sup>؛
- مخاطر التشغيل: وهي المخاطر الناجمة عن الخسائر التي تنشأ عن عدم كفاءة أو فشل العمليات الداخلية والأفراد والنظم، أو تنشأ نتيجة لأحداث خارجية؛
- المخاطر القانونية: وتقع هذه المخاطر في حالة انتهاك القوانين والقواعد المقررة من قبل السلطات<sup>3</sup>؛
- مخاطر الضمانات والكفالات 'عدم الالتزام وعدم التحصيل أو التسديد'؛
- مخاطر السمعة: تنشأ هذه المخاطر في حال فشل المصرف في إرساء شبكة موثوقة وآمنة لتقديم الخدمات، أو تقديم خدمات غير كفوءة.

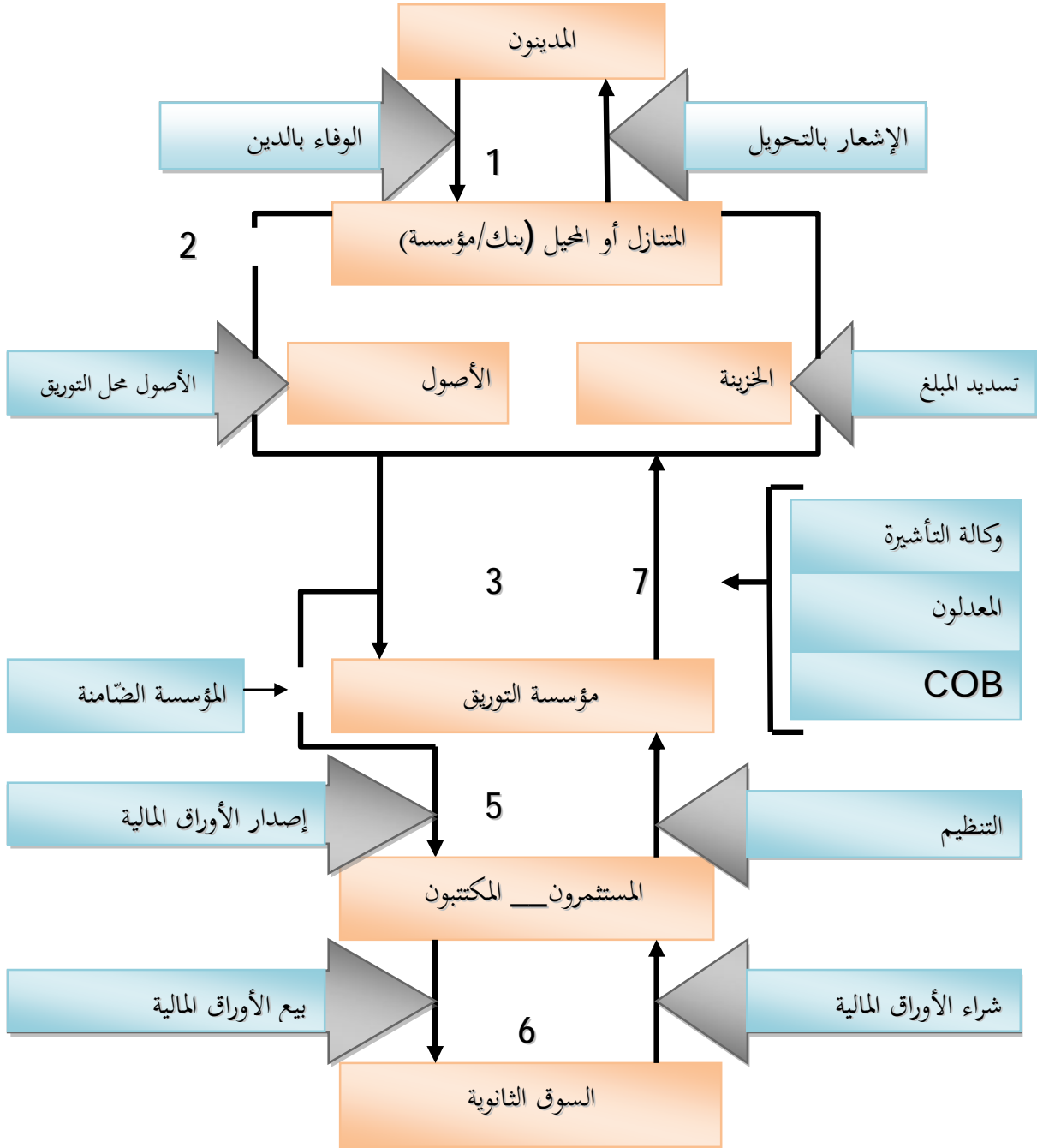
3- آليات عمل التوريق: يمكن توضيح هذه الآليات من خلال الشكل الآتي:

<sup>1</sup>- D.Maher Hasan, "The significance Of Basel 1 and Basel 2 For the Future Of the Banking IndustryWith Special Emphasis On Credit Information", Union Of Arab Banks, 2002, P: 88.

<sup>2</sup>- أخلص باقر النجار، مرجع سبق ذكره، ص: 205.

<sup>3</sup>- ساسية جدي، مرجع سبق ذكره، ص: 65.

الشكل رقم 18: آليات عمل التوريق



المصدر: راتول محمد، مداني أحمد، دور التوريق كأداة مالية في التمويل وتطوير البورصة في الجزائر\_ قراءة في القانون رقم 06\_05 الصادر في 20 فبراير 2006 المتضمن توريق القروض الزهنية\_ مداخلة ضمن الملتقى الدولي الأول حول: سياسة التمويل وأثرها على اقتصاديات المؤسسات\_دراسة حالة الجزائر والدول النامية\_ كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 22/21 نوفمبر 2006، ص: 06.

بيانات الشكل:

'1'- للبنك أو المؤسسة المتنازلة (Cédant) دين على المدين الذي يجب على هذا الأخير أن يوفي به، والذي يُمنح له إشعار بتحويله؛

- '2- يملك البنك أو المؤسسة المتنازلة الأصول محل التوريق التي هي جزء من الديون إتجاه المدينين؛
- '3- تحويل الأصول واسترجاع قيمة الديون المباعة؛
- '4- الضمان برفع وتبعية الأوراق المالية؛
- '5- إصدار الأوراق المالية من طرف مؤسسة التوريق؛
- '6- بيع وشراء الأوراق المالية في سوق الثانوية من طرف المكتتبين؛
- '7- تعديل، تسعير، موافقة لجنة عمليات البورصة (COB)، تدوين المعلومات.

### ثالثاً: المشتقات المالية

تمثل المشتقات إحدى التطورات الرئيسية في الأسواق المالية التي ظهرت في القرن الماضي إذ نشأت وتطورت بشكل ملحوظ في الربع الأخير منه، ولقد تعددت التعاريف التي أعطيت لها لأهميتها وتوسع نطاق استعمالها، خصوصاً فيما يتعلق بإدارة المخاطر المالية. ونحاول من خلال هذا الفرع الإلمام بالنقاط التالية:

- تعريف المشتقات المالية؛
- المتعاملون في المشتقات المالية؛
- فوائد استخدام المشتقات المالية.

#### 1- تعريف المشتقات المالية

كما أسلفنا الذكر تعددت التعاريف بخصوص المشتقات ويمكن الإشارة لتعاريف الآتية:

- تعرف بأنها تعهد تسليم منتجات سواء حقيقية أو أساسية أو إعطاء الحق في شرائها أو بيعها في المستقبل وبالتالي فهي أدوات تعتمد على قيمة مرجعية لشيء آخر، وسميت بالمشتقات لأن قيمتها تشتق من قيمة الموجودات الأساسية أي أن قيمة الموجود أو سعره تعتمد على أو تشتق من موجود آخر، وتعرف هذه الموجودات بالموجودات الأساسية والتي قد تتضمن فقرات مثل أسهم الشركات، الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، العملات، أدوات السوق النقدية، مؤشرات الأسهم والسندات<sup>1</sup>.
- فالمشتقات المالية هي عقود مالية، وكما يدل عليها اسمها فإن قيمتها السوقية تشتق أو تتوقف على القيمة السوقية لأصل آخر يتداول في سوق حاضر، فقيمة عقد خيار لبيع سند ما تتوقف على القيمة السوقية لهذا السند في سوق الأوراق المالية، وسعر العقد المستقبلي لشراء سلعة يتوقف على سعر تلك السلعة في السوق الحاضر الذي يتداول فيه<sup>2</sup>.

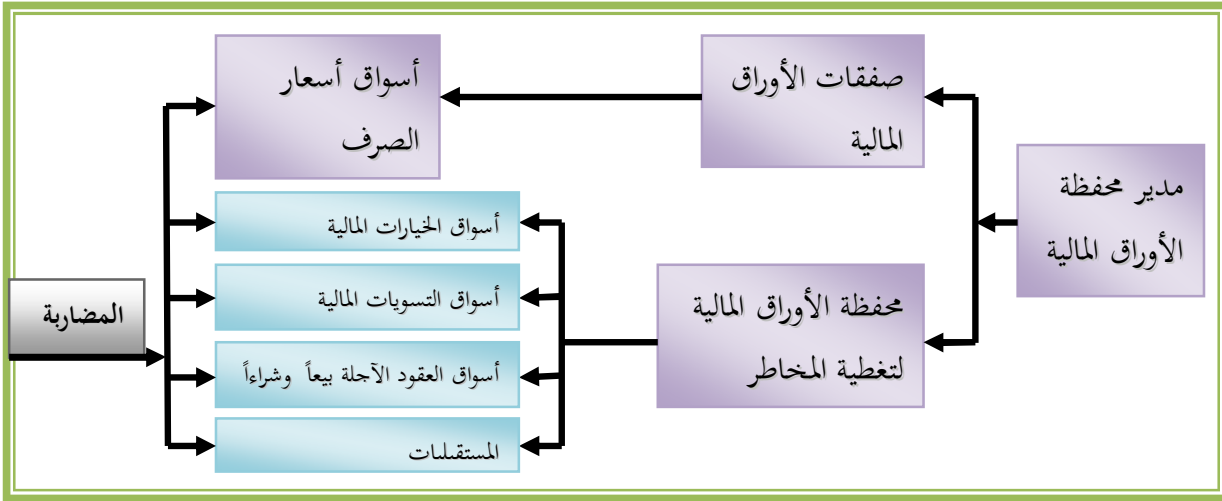
<sup>1</sup> - حاكم الربيعي، ميثاق الفتاوي وآخرون، المشتقات المالية - عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلات -، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2011، ص: 15.

<sup>2</sup> - بزاز حليلة، المشتقات المالية ومخاطرها، مداخلة ضمن الملتقى الاقتصادي الدولي الأول حول: أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة فسنطية، يومي 06/05 ماي 2009، ص: 02.



- وهي (المشتقات المالية) عبارة عن عقود مالية تتعلق ببند خارج الميزانية وتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الموجودات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها.<sup>1</sup>
- المشتقات من الأوراق المالية هي: التي لا تنشأ من تلقاء نفسها بل تعتمد في وجودها على وجود أصل مالي أو مادي موجود بالفعل، ولذلك يطلق عليها أوراق مالية مشتقة أي تشتق من أصل آخر موجود. وبالتالي المشتقات المالية هي الأدوات المالية الناتجة من أدوات مالية أخرى كما هو موضح فيما يلي:

### الشكل رقم 19: أسواق مشتقات الأوراق المالية



المصدر: فريد راغب النجار، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص: 403.

## 2- المتعاملون في المشتقات المالية: يصنف المتعاملون في المشتقات المالية إلى فئتين<sup>2</sup>:

- أ- الفئة الأولى: المستخدمون النهائيون، وهم الذين يقومون بإبرام عقود المشتقات المالية إما لغرض الاحتياط وإما لغرض المضاربة، وتشمل هذه الفئة مجموعة واسعة من المؤسسات مثل المصارف، وشركات التأمين، وشركات الاستثمار، وصناديق الاستثمار وصناديق التقاعد.
- ب- الفئة الثانية: فئة الوسطاء وصناع السوق الذين يلون احتياجات المستخدمين النهائيين، من خلال استعدادهم الدائم للبيع أو الشراء، محققين أرباحهم من خلال الفروق بين أسعار البيع و أسعار الشراء التي يعرضونها، وتشمل هذه الفئة شركات الاستثمار، والمصارف الفاعلة في الأسواق العالمية.

<sup>1</sup> - بلعوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، جامعة الشلف، عدد 2010\_2009/07، ص: 338.

<sup>2</sup> - بزاز حليلة، مرجع سبق ذكره، ص: 02.

### 3- فوائد استخدام المشتقات المالية: ما أبرز هذه الفوائد مايلي<sup>1</sup>:

- ان التعامل بالمشتقات المالية يكون أقل كلفة من التعامل بالموجودات الأساسية كالأسهم والسندات... الخ؛
  - يمكن للمؤسسات المالية والمصرفية والمستثمرين عموماً التحوط من المخاطر المحتملة وذلك باستخدام أموال أقل مما لو اقتنت موجودات تظهر في الميزانية؛
  - تقليل التكاليف للمصدرين والمستثمرين وترفع من العوائد وتوسع مجموعة بدائل التمويل والاستثمار وتقلل مخاطر الخسارة إذا ما أحسنت إدارة مخاطرها.
  - تدعم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية والمصرفية لزبائنها وتساهم في بناء محافظ مالية أكثر تنوعاً.
- إن استعمال هذه الأدوات بصورة صحيحة يمكن أن يقلل من المخاطرة ويؤدي إلى تحقيق مكاسب كبيرة جداً قد تصل إلى 100 بالمئة من الاستثمار، ويرى آخرون بأن هذه الأدوات أصبحت ضرورية في ظل ظروف المنافسة الحالية<sup>2</sup>.

### المبحث الثاني: الهندسة المالية والأزمة المالية

منذ ظهور الأسواق المالية وهي في حالة تطور مستمر يتماشى وتطور الفكر الإنساني الذي يسعى إلى زيادة رفاهيته وتعظيم موارده، وقد كان من نتائج هذا التطور زيادة كفاءة هذه الأسواق وتربطها، وفي سبيل تحقيق هذا طور المهندسين الماليين أدوات مالية جديدة 'كالتوريق والمشتقات المالية' تمنح حاملها هامشاً إضافياً لتنويع حافظته المالية، مما يتيح له الفرصة لتحسين إدارة المخاطر المالية المرتبطة بهذه المحفظة من جهة، ومن جهة أخرى تحقيق أرباح، كما توفر هذه الأدوات مصادر تمويلية بتكاليف أقل، ورغم المزايا العديدة لأدوات الهندسة المالية إلا أنها لم تمنع من حدوث هزات مالية على مستوى القطاع أو المؤسسات المالية التي تتعامل بها، وبالتالي أدوات الهندسة المالية: أدوات حلول مالية أو أدوات أزمات مالية، فمنذ أن ظهرت أدوات الهندسة المالية في الغرب قبل 150 عاماً تقريباً أثارت ولا تزال تثير الكثير من الجدل حول آثارها الحقيقية على الاقتصاد ككل وعلى النظام المالي بشكل خاص. ولتوضيح قسمنا هذا المبحث إلى:

- ماهية الأزمة المالية؛
- مختلف أسباب الأزمات المالية؛
- الأزمة المالية ودور أدوات الهندسة المالية فيها.

<sup>1</sup> - بن رحم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة\_أدوات مستحقة لتغطية المخاطر أم لصناعتها\_، مداخلة ضمن الملتقى الدولي الأول حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 21/20 أكتوبر 2009، ص: 10.

<sup>2</sup> - هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص: 110.

## المطلب الأول: ماهية الأزمة المالية

تتعرض الاقتصاديات عبر تطورها إلى أزمات مالية تختلف في حدتها ومُسببات حدوثها باختلاف خصائص هذه الاقتصاديات، وتأتي هذه الأزمات المالية كمؤشر على هشاشة وسوء أداء في النظام المالي سواءً من حيث السياسات المتبعة في تسيير بعض المتغيرات المالية مثل: سياسة تسيير المديونية الخارجية أو تسيير القروض والودائع المصرفية، أو أخطاء على مستوى السياسات التشريعية. ونشير من خلال هذا المطلب للفروع التالية:

- مفهوم الأزمة المالية؛
- أنواع الأزمات المالية؛
- أهم النظريات المفسرة للأزمات المالية والاقتصادية.

### أولاً: مفهوم الأزمة المالية

**1- تعريف الأزمة المالية:** لا يوجد تعريف أو مفهوم محدد للأزمة المالية، لكن من المفاهيم المبسطة لمصطلح الأزمة المالية، هو أن الأزمة المالية هي اضطراب حاد ومفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في عدد من المؤسسات المالية تمتد آثاره إلى القطاعات الأخرى.<sup>1</sup> وتعرف على أنها: تلك التذبذبات ذات السعة الكبيرة التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجموعة من المتغيرات المالية: حجم الإصدار، أسعار الأسهم والسندات، القروض والودائع المصرفية ومعدل الصرف، عندما تنهار قيم هذه المتغيرات نكون حينئذ أمام أزمة مالية<sup>2</sup>.

- كما يمكن تعريفها على أنها: "تتمثل في الاضطراب الذي يحدث في الأوراق المالية، ويتميز هذا الأخير بالانخفاض في أسعار الأصول، وإعسار المدينين والوسطاء وهذا الإضطراب ينتشر عن طريق تشعب النظام المالي، ويعمل على إتلاف طاقة السوق، كما يؤثر على فعالية رؤوس الأموال في الاقتصاد"<sup>3</sup>.
- وتعرف كذلك على أنها: الانخفاض المفاجئ في أسعار نوع أو أكثر من الأصول، والأصول إما رأس مال مادي يستخدم في العملية الإنتاجية\_الآلات، المعدات، الأبنية...، وإما أصول مالية وهي حقوق ملكية لرأس المال المادي مثل: الأسهم، حسابات الادخار، أو أنها حقوق ملكية للأصول المالية، وهذه تسمى

<sup>1</sup> - عبد الله شحاتة، الأزمة المالية: المفهوم والأسباب، 14:53\_2016/12/27، موقع الإطلاع:

<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/01/zzzz.doc>

<sup>2</sup> - كمال العقرب، بالحمدي سيد علي، أهم الأزمات المالية الناتجة عن أنشطة الأسواق المالية التقليدية وخيار الأسواق المالية الإسلامية كبديل، المتلقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية\_النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 6/5 ماي 2009، ص: 06.

<sup>3</sup> - Girardin Eric, Finance international l'état actuel de la théorie, édition economica, Paris, 1992, P: 409.



- إن تصاعدها المفاجئ يؤدي إلى درجات عالية من الشك في البدائل المطروحة لمعالجة الأحداث المتسارعة نظراً لأن ذلك يتم تحت ضغط نفسي عالٍ، وفي ظل ندرة المعلومات أو نقصها<sup>1</sup>؛
- عدم وفرة المعلومات وضعف صحتها؛
- احساس بالخطر مما يصاحبه زيادة في حدة التوتر<sup>2</sup>.

كما توجد عدة مؤشرات لحدوث أزمة مالية والتي تتصل بالسياسات الاقتصادية الكلية، وكذلك بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية والنقدية، ويترتب عنها عدم الثقة لدى المستثمرين في الدولة لتحقيق طموحاتهم الاستثمارية، وندرج هذه المؤشرات فيما يلي<sup>3</sup>:

- الإرتفاع في معدل البطالة ومعدلات التضخم والمستوى العام للأسعار؛
- إرتفاع معدلات الفائدة على الودائع والقروض المحلية؛
- إرتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي قيمة القروض المحلية؛
- إنخفاض قيمة الاحتياطي النقدي من العملات الحرة؛
- إنخفاض نسبة النمو الاقتصادي، بتراجع الناتج المحلي الإجمالي؛
- إرتفاع الرقم القياسي للعجز في الحسابات الجارية إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي؛
- غلبة الأصول المالية عالية المخاطر كأصول العقارية على أسواق الائتمان؛
- تسرب الضعف إلى الجهاز الإداري المنوط به الإشراف على أسواق المال وقطاعات البنوك؛
- غياب الشفافية والإفصاح والتين يستلزمهما التطبيق السليم لمعايير المحاسبة الدولية عند عرض القوائم المالية للمؤسسات الاقتصادية، مما يحجب عن المستثمرين الظروف التي تساعدهم على تقييم أصول هذه المؤسسات بصورتها الحقيقية؛
- سيطرة بعض المؤسسات على الأسواق المالية، وما ينجم عن ذلك من سهولة تحكمها في هذه الأسواق.

بما أن الأزمة تمثل تهديداً لحياة الفرد وممتلكاته ومقومات بيئته فإن مجابهتها تُعد واجباً مصيرياً، وإن ذلك يستوجب خروجاً عن الأنماط التنظيمية المألوفة واحتكار النظم أو نشاطات تمكن من استيعاب ومواجهة الظروف الجديدة المترتبة على التغيرات الفجائية، وكذلك التحكم في الطاقات وحسن توظيفها في إطار مناخ ملائم يتسم بتنسيق وفهم فعّال<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 173.

<sup>2</sup> - علي بن هلهول الرويلي، الأزمات\_تعريفها، أبعادها، أسبابها، الحلقة العلمية الخاصة بمنسوبي وزارة الخارجية 'إدارة الأزمات'، قسم البرامج الخاصة، كلية التدريب، جامعة نايف العربية للعلوم الإدارية، الرياض، 04/ماي 2011، ص: 07.

<sup>3</sup> - بوعكاز نوال، مرجع سبق ذكره، ص: 67\_68.

<sup>4</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 174.

## ثانياً: أنواع الأزمات المالية

تصنف الأزمات المالية إلى الأنواع الآتية:

**1- الأزمات المصرفية:** تظهر الأزمات المصرفية عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع، فبما أن البنك يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي، فلن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلبات المودعين إذا ما تخطت تلك النسبة، وبالتالي يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك، وإذا حدثت مشكلة من هذا النوع وامتدت إلى بنوك أخرى، فتسمى في تلك الحالة أزمة مصرفية<sup>1</sup>.

وتعرف على أنها تلك التذبذبات التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية، حجم الإصدار، أسعار الأسهم والسندات، وكذلك اعتمادات الودائع المصرفية، ومعدل الصرف. كما تعرف الأزمات المصرفية بأنها الحالة التي تصبح فيها البنوك في حالة إعسار مالي، بحيث يتطلب الأمر تدخلاً من البنك المركزي لضخ أموال إضافية لهذه البنوك أو إعادة هيكلة النظام المصرفي<sup>2</sup>.

**2- أزمات أسواق المال حالة الفقاعات:** تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصادياً بظاهرة الفقاعة، حيث تتكون الفقاعة عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، على نحو ارتفاع غير مبرر، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل - كالأسهم على سبيل المثال - هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل، في هذه الحالة يصبح اختيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاه قوي لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتنهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في القطاع نفسه أو القطاعات الأخرى<sup>3</sup>.

**3- أزمة عملة:** أو ما يسمى بأزمات سعر الصرف، أو أزمات النقد الأجنبي، يحدث هذا النوع من الأزمات عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة، لذلك تسمى هذه الأزمة أيضاً بأزمة ميزان المدفوعات، وتحدث تلك الأزمات لدى اتخاذ السلطات النقدية قراراً بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة، وبالتالي تحدث أزمة قد تؤدي لانخفاض سعر تلك العملة، وهو شبيه بما حدث في تايلاندا وكان السبب المباشر في اندلاع الأزمة المالية في شرق آسيا عام 1997<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - عبد الله شحاتة، الأزمة المالية: المفهوم والأسباب، 16:26\_2016/12/28، موقع الإطلاع:

<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/01/zzzz.doc>

<sup>2</sup> - عبد الغاني حريزي، دور التحرير المالي في الأزمات والتعثر المصرفي، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية: السياسات والاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية والاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 21/20 أكتوبر 2009، ص: 205.

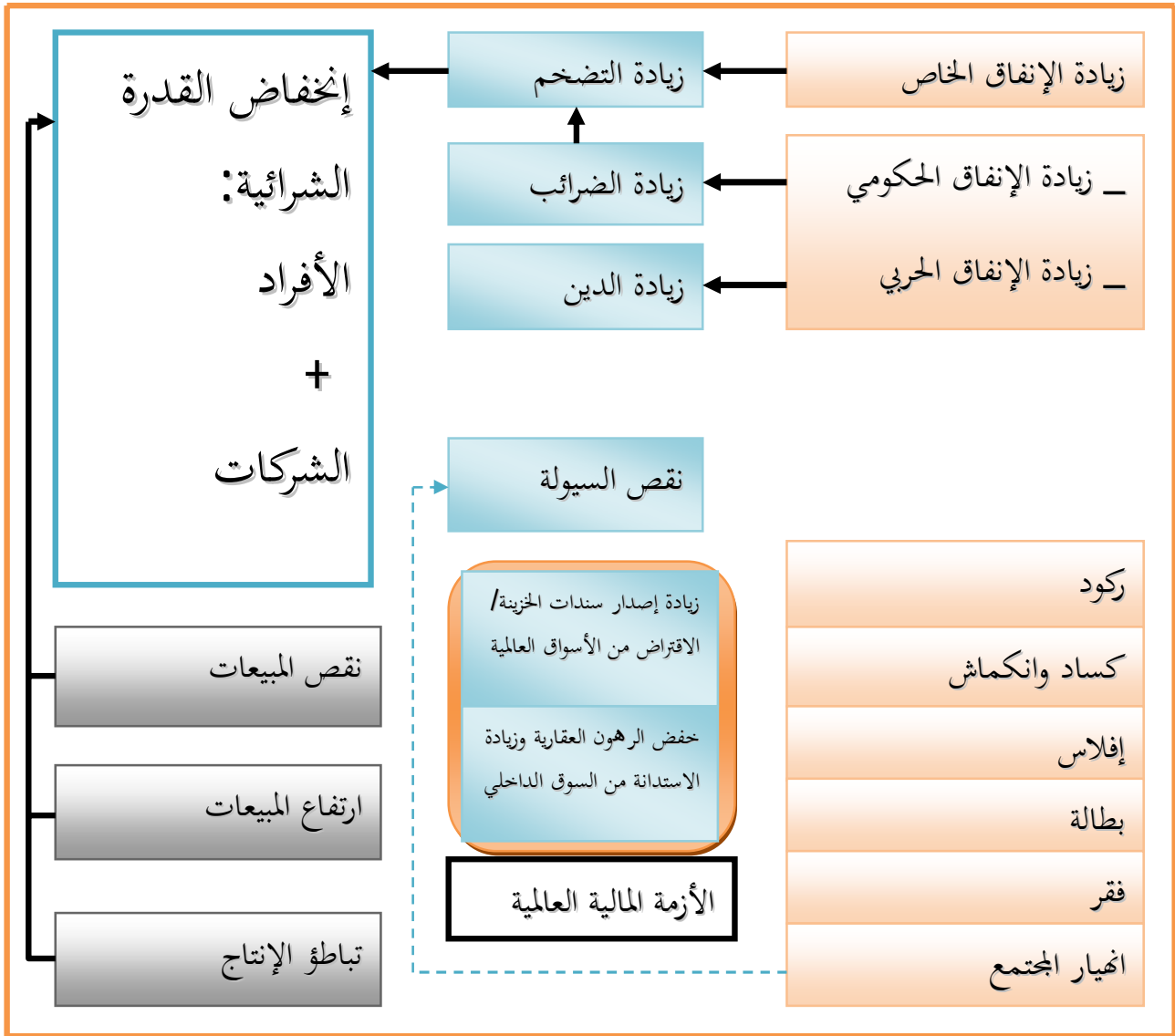
<sup>3</sup> - بوعكاز نوال، مرجع سبق ذكره، ص: 169.

<sup>4</sup> - المنسيع رابح أمين، الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007، أطروحة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع: نفود وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2010، 2011، ص: 67.



4- أزمة مديونية خارجية: تعني عدم قدرة بلد ما أو مجموعة من البلدان على خدمة ديونها الخارجية، أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث، ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة، ويحاولون تصفية القروض القائمة<sup>1</sup>. ويمكن توضيح نموذجاً للأزمات المالية العالمية كالتالي:

الشكل رقم 21: نموذج للأزمات المالية العالمية



المصدر: بوعكاز نوال، بوعكاز نوال، حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات للتغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمة المالية، رسالة ضمن نيل شهادة الماجستير، علوم التجارية، تخصص: دراسات مالية ومحاسبية معمقة، علوم التجارية، كلية علوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 2011/2010، ص: 168.

<sup>1</sup> - حروفش سهام، صحراوي إيمان، دور الأساليب الحديثة لإدارة المخاطر الائتمانية للبنوك في التخفيف من حدة الأزمة المالية الحالية، الملتقى الدولي: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية: السياسات والاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية والاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 21/20 أكتوبر 2009، ص: 590.

ثالثاً: أهم النظريات المفسرة للأزمات المالية والاقتصادية

ظهرت في الفكر الاقتصادي الرأسمالي العديد من النظريات الاقتصادية المفسرة للأزمات المالية الاقتصادية ومن أهم هذه النظريات نذكر:

**1- النظرية الماركسية:** حسب ماركس وأتباعه، فإن التناقضات الموجودة في النظام الاقتصادي الرأسمالي هي الأساس في حدوث الأزمات الاقتصادية، فهم لا يعتبرون الأزمات بمثابة طارئ في الرأسمالية، وإنما يعتبرونها العنصر الأساس لتنظيمها وضبط آلياتها، وعن طريقها تتجاوز الرأسمالية بشكل مؤقت تناقضاتها<sup>1</sup>.

**2- النظرية النقدية:** وهي من بين أهم النظريات التي فسرت الأزمات الاقتصادية بإرجاعها إلى التوسع والانكماش في الكتلة النقدية والائتمان، بل أن الجميع تقريباً يتفقون على أن الجانب النقدي هو المسبب الرئيسي لكل الأزمات الاقتصادية، مع الإقرار بأن سلوك المتغيرات الكمية للنقود يتأثر هو الآخر بتحركات المتغيرات غير النقدية كالإنتاج والدخل ومستوى الأسعار والفائدة وتوزيع الدخل والثروة، وبالرغم من فصلها بين الجانب النقدي والحقيقي الذي أثبت الواقع عدم صحته فيما بعد إلا أنها أقرت بأن التغيرات في كمية النقود وفي سرعة تداولها سينعكس تأثيرها في الجانب النقدي 'المستوى العام للأسعار'، الذي هو متوسط أسعار السلع والمنتجات 'الجانب الحقيقي من الاقتصاد'<sup>2</sup>.

**3- النظرية النقدية الكينزية:** أنصار المدرسة الكينزية فقد فسروا أسباب الأزمات الاقتصادية التي تعرض لها النظام الرأسمالي في المدة الزمنية المختلفة هو يرجع إلى هبوط الطلب الكلي عن العرض الكلي، وحددوا سبب ذلك، بارتفاع أسعار النفط الخام في عام 1973 والتي تسببت بزيادة كلفة الإنتاج المتوقعة من قبل المنظمين ومن ثم الأرباح المتوقعة، مما أدى إلى رفع سعر العرض الكلي لكل مستوى للاستخدام، وبسبب بقاء منحنى الطلب الكلي على حاله، لم تتوقع المشروعات زيادة في الإيرادات فيحدث الركود الاقتصادي<sup>3</sup>.

**4- النظرية النقدية الكمية الحديثة:** وتعرف أيضاً بمنهج شيكاغو أو النقديون، ظهرت منذ نهاية عقد الخمسينات من القرن العشرين بزعامة ميلتون فريدمان، وهي آخر إنتاج الفكر الاقتصادي النقدي الذي أرجع التقلبات في النشاط الاقتصادي ومن ثم عدم الاستقرار والأزمات الاقتصادية إلى التغيرات في كمية النقود التي لا تتناسب مع التغيرات في إنتاج السلع والخدمات، ويؤكد على ذلك فريدمان بالقول بأنه لم يحدث قط أن وقعت

<sup>1</sup> - ربيع بوضييع العائش، مرجع سبق ذكره، ص: 56.

<sup>2</sup> - مرجع نفسه، ص: 57.

<sup>3</sup> - الأزمات المالية العالمية - الأسباب والآثار والمعالجات -، جامعت سانت كليمنتس العالمية، قسم الاقتصاد العام، العراق، 2011، ص: 37.

14:12\_2016/12/30، موقع الإطلاع:

<http://stclements.edu/grad/grademan.pdf>

حادثة تغيرت فيها كمية النقود بشكل كبير لكل وحدة إنتاج دون أن تصطبح معها تغييراً في مستوى الأسعار بشكل كبير أيضاً وفي الاتجاه نفسه<sup>1</sup>.

ويمكن تحديد العلاقة بين الأزمة الاقتصادية والأزمة المالية: الأزمة الاقتصادية تعرف على أنها: 'حالة حادة من المسار السيئ للحالة الاقتصادية للبلاد أو لأقليم أو للعالم بأسره، تبدأ عادة جراء انهيار أسواق المال، وترافقها ظاهرة جمود أو تدهور في النشاط الاقتصادي تتميز بالبطالة، الإفلاس، التوترات الاجتماعية وانخفاض القدرة الشرائية'.

وهناك من يصنف بعضاً منها إلى أزمات اقتصادية دورية يمكن رصد مقوماتها والوقاية منها بمعالجة بواعثها التي تظهر جلياً من خلال الدورات\* الاقتصادية التي يمر بها الاقتصاد القومي في دول اقتصاديات السوق الخاصة، إذ تشغل الأزمة الدورية مركز الصدارة في ترتيبية الأزمات الاقتصادية<sup>2</sup>.

وحسب كندلبرج: فإن الأزمة المالية والأزمة الاقتصادية تربطهما علاقة قوية، فالدخول في ركود أين يكون هناك تباطؤ في النمو الاقتصادي يتزامن غالباً مع أزمة في النظام المصرفي والمالي، من خلال شح في عرض التمويل، وانهيار أسعار الأصول المالية، وإفلاس وإعادة بناء القطاع البنكي، وهو ما يزيد من حدة الأزمة الاقتصادية، كما أن الأزمة المالية تعطي الإشارة وتعتبر كسبب في الانعكاس نحو الأزمة الاقتصادية<sup>3</sup>. وعموماً يمكن القول أن الأزمة الاقتصادية ذات أبعاد أشمل وأوسع من الأزمة المالية.

### المطلب الثاني: مختلف أسباب الأزمات المالية

تعددت مختلف أسباب حدوث ما يسمى ب' الأزمة المالية ' وذلك لعديد المتغيرات الاقتصادية التي يمكن أن تتسبب في ذلك وأصبحت تمس غالبية جوانب حياتنا إما بشكل أو بآخر، لذا كان على لا بد تحديد أهم أسباب حدوثها لتسهيل طرق معالجتها، وللإلمام أكثر قسمنا هذا المطلب للفروع الآتية:

<sup>1</sup> - ربيع بوصبيح العائش، مرجع سبق ذكره، ص: 56\_57.

\* هناك نوعين من الدورات الاقتصادية: دورات قصيرة الأجل سماها شومبيتر دورات جوغلار، تكريماً لمؤسس نظرية الدورة، تدوم هذه الدورات من 6 إلى 11 سنة والمدة المتوسطة هي ثماني سنوات، ودورات طويلة لمدة 40 إلى 60 سنة 'الحركات الكوندراتيفية'، وهي تسمية وضعها كذلك شومبيتر تكريماً للاقتصادي الروسي أبرزها وحاول تفسيرها، تضاف إلى هاتين الحركتين الدوريتين التقليديتين، على الأقل 3 نماذج أخرى للدورات: دورات أقصر تكمل الأخرى مثل: دورات كيتشن 40 شهراً، ودورات أطول تكاملت معها الأخرى مثل: الدورات المناخية ل"ويلر"، بطول 100 سنة تقريباً، وهناك ما يعرف بدورات ليس متعاقبة.

<sup>2</sup> - نادبة العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج 'دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية'، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد التنمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2013/2012، ص: 05\_06.

<sup>3</sup> - نادبة العقون، مرجع سبق ذكره، ص: 06.

- أسباب الأزمة المالية؛
- قنوات انتشار الأزمات المالية؛
- بعض الآثار المترتبة عن الأزمات المالية؛

### أولاً: أسباب الأزمة المالية

تعددت الأسباب المفسرة لظهور الأزمات المالية وتختلف من حيث نوع هذه الأزمات كما تختلف أيضاً حدتها وتأثيرها ومداهما الزمني، ورغم أن لكل أزمة خصائصها وأسبابها، إلا أن هناك عوامل مشتركة توجد في معظم الأزمات ألا وهي:

#### 1- عدم استقرار الاقتصاد الكلي

من أحد أهم مصادر الأزمات الخارجية، التقلبات في شروط التبادل التجاري، فعندما تنخفض شروط التجارة يصعب على عملاء البنوك المشتغلين بنشاطات ذات علاقة بالتصدير والاستيراد الوفاء بالتزاماتهم خصوصاً خدمة الديون، وتشير بيانات البنك الدولي إلى أن حوالي 75% من الدول النامية التي حدث بها أزمة مالية، شهدت انخفاضاً في شروط التبادل التجاري بحوالي 10% قبل حدوث الأزمة، وشكل انخفاض شروط التجارة سبباً رئيسياً للأزمة المالية في حالة كل من فنزويلا والإكوادور، وهذا للإعتماد الكبير على صادرات النفط الخام مع صغر حجم الاقتصاد وقلة تنوعه<sup>1</sup>.

وتعتبر التقلبات في معدلات الفائدة العالمية أحد المصادر الخارجية المسببة للأزمات المالية في الدول النامية، كما تعتبر التقلبات في أسعار الصرف الحقيقية المصدر الثالث من مصادر الاضطرابات في المستوى الاقتصادي الكلي، وهي كانت سبباً مباشراً أو غير مباشر لحدوث العديد من الأزمات المالية، وأكدت دراسات أن 22 دولة نامية في أمريكا الجنوبية عانت اضطرابات في أسعار الصرف الحقيقية، وذكرت الدراسة أن وقوع الأزمة أحدث ارتفاعاً حاداً في أسعار الصرف الحقيقية كأحد آثار ارتفاع الأرباح في قطاع التجارة الخارجية أو ارتفاع معدلات الفائدة المحلية<sup>2</sup>.

2- عدم تماثل المعلومات: تعد مشكلة عدم تماثل المعلومات من بين أهم العوامل الأساسية التي تؤدي إلى عدم الاستقرار المالي والإسهام في حدوث أزمات مالية ومصرفية، وهي تعبر عن موقف يكون أحد أطراف المتعاملين الماليين لديه معلومات أكثر من الآخرين مما يترتب على ذلك أن الطرف الآخر لن يستطيع تقييم المخاطر بشكل سليم وينتج عنه اتخاذ قرارات خاطئة، كما يترتب عليها تزايد المخاطر المعنوية، في نفس الوقت

<sup>1</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 174.

<sup>2</sup> - بن عيسى عبد القادر، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية\_ دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى غاية ديسمبر 2010، رسالة ضمن نيل شهادة الماجستير في العلوم التسيير، تخصص: مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011/2012، ص: 98.

تنشأ ظاهرة ما يسمى بالمستفيد المجاني، حيث لا يستطيع من لديه المعلومات منع الآخرين من الاستفادة منها، كل ذلك ممكن أن يعوق التشغيل الكفء للنظام المالي والمصرفي وانتشار ما يسمى سلوك القطيع وانتشار العدوى (سريان الإشاعات)<sup>1</sup>.

**3- اضطرابات القطاع المالي:** يعتبر القطاع المالي الكفء والسليم مكوناً أساسياً في قابلية حساب رأس المال للتحويل، إذ يساعد البنوك على استثمار رؤوس الأموال بكفاءة وقدرة على مواجهة الصدمات، وعلى هذا الأساس يكون من الأفضل التعامل بجرأة مع المشاكل الأساسية في القطاع المالي، وخلق البيئة السليمة التي يمكن من خلالها استخدام رؤوس الأموال عندما تستأنف تدفقها إلى الداخل استخداماً منتجاً، إذ يشكل التوسع في الائتمان والتدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال من الخارج، وانحياز أسواق الأوراق المالية القاسم المشترك الذي سبق حدوث الأزمات المالية، إلى جانب الانفتاح الاقتصادي والتجاري والتحرير المالي غير الوقائي وغير الحذر بعد سنوات من الانغلاق وسياسات الكبت المالي، مما في ذلك صغر حجم دور القطاع المالي في الاقتصاد، وعدم التهيئة الكافية للقطاع المالي والضعف في الأطر المؤسسية والقانونية والتنظيمية،<sup>2</sup> وينعكس ضعف القطاع المالي أساساً فيما يلي:

**أ- عدم تلائم أصول وخصوم المصارف:** يؤدي التوسع في منح القروض إلى ظهور مشكلة عدم التلاؤم والمطابقة بين أصول وخصوم المصارف، خصوصاً من جانب عدم الاحتفاظ بقدر كاف من السيولة لمواجهة التزاماتها الحاضرة والعاجلة في فترات تكون فيها أسعار الفائدة العالمية مرتفعة وأكثر جاذبية من أسعار الفائدة المحلية، أو عندما تكون أسعار الفائدة المحلية عالية وسعر الصرف ثابتاً، مما يغري المصارف المحلية بالاقتراض من الخارج، وقد يتعرض زبائن المصارف كذلك إلى عدم التلاؤم بالنسبة للعملة الأجنبية وعدم التلاؤم أيضاً بالنسبة لفترات الاستحقاق.<sup>3</sup>

**ب- تحرير مالي غير وقائي:** يعني التحرير المالي دخول مصارف أجنبية إلى السوق المالي، مما يزيد الضغوط التنافسية على المصارف المحلية لا سيما في أنشطة ائتمانية تكون غير مهيأة لها، وقبول أنواع جديدة من المخاطر قد لا يتحملها المصارف، وبدون الإعداد والتهيئة والرقابة اللازمة قبل التحرير المالي فإن المصارف قد لا تتوفر لها الموارد والخبرات اللازمة للتعامل مع هذه الأنشطة والمخاطر الجديدة، وقد بينت أغلب الدراسات أن أغلب الأزمات المالية حدثت من عملية التحرير المالي.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - بن عيسى عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 99.

<sup>2</sup> - نادبة العقون، مرجع سبق ذكره، ص: 17.

<sup>3</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 176.

<sup>4</sup> - ناجي التوني، الأزمات المالية، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية الاقتصادية العربية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، العدد 29، ماي 2004، ص: 05.



ويترافق ذلك أيضا مع التوسع في منح الائتمان، والذي بدوره يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة المحلية خصوصا في القروض العقارية أو القروض المخصصة للاستثمار في سوق الأوراق المالية<sup>1</sup>.

ت- ضعف النظام المحاسبي والرقابي وانعدام الشفافية والإفصاح عن المعلومات: تعاني معظم الدول التي تعرضت لأزمات مالية من الضعف في النظام والإجراءات المحاسبية المتبعة ودرجة الإفصاح عن المعلومات، خصوصا فيما يتعلق بالديون المعدومة ونسبتها في محفظة المصرف الائتمانية<sup>2</sup>، أما على المستوى الدولي فإن غياب الشفافية والإفصاح عن المعلومات يؤدي إلى سلوكيات جماعية للمستثمرين الدوليين، وإلى عدوى وانتشار الاضطرابات المالية، كما أن الضمانات الضمنية للديون تخلق ما يعرف بالخطر المعنوي<sup>3</sup>.

4- تشوه نظام الحوافز: إن ملاك المصارف والإدارات العليا فيها لا يتأثرون ماليا من جراء الأزمات المالية التي ساهموا في حدوثها، فلا يتم مثلا إنهاء خدماتهم أو تحميلهم الخسائر التي حدثت من جراء الأزمة خصوصا عند تحمل المصرف مخاطر زائدة عن مقدرته، ومن ناحية أخرى، فقد دلت التجارب العالمية أيضا على أن الإدارات العليا في المصارف وقلة خبرتها، كانت من الأسباب الأساسية للأزمات المصرفية، وأن عملية تعديل هيكل المصرف، وتدوير المناصب الإدارية لم ينجح في تفادي حدوث الأزمات أو في الحد من آثارها، لأن نفس الفريق الإداري ظل في مواقع اتخاذ القرار<sup>4</sup>.

5- الانفصام المتزايد بين الاقتصاد العيني والاقتصاد المالي والنقدي: أي تدفقات السلع والخدمات وتدفقات النقود والائتمان، حيث أخذت هذه التدفقات الأخيرة تكتسب استقلالية متزايدة منذ النصف الأول من السبعينيات، وقد أصبح هناك انفصام متزايد بين رأس المال المنتج ورأس المال النقدي، أي بين الاقتصاد الحقيقي وما يسمى بالاقتصاد الرمزي، وأصبحت هناك مفاضلة متصاعدة بين استخدام رأس المال في الديون واستخدامه في الإنتاج، وأيضا بين المضاربة والاستثمار، وهو تطور خطير يكشف عن ازدياد الطابع الطُفيلي للرأسمالية المعاصرة<sup>5</sup>.

ومن التفسيرات الحديثة للأزمة المالية ما طرحته نظرية المباريات 'game theory' تحت ما يعرف 'بمباريات التنسيق بين اللاعبين في الأسواق المالية'، إذ تؤكد أدوات التحليل الإقتصادي وجود علاقات موجبة بين القرارات التي

<sup>1</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 177.

<sup>2</sup> - مرجع نفسه، ص: 177.

<sup>3</sup> - سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في ظل العولمة، مكتبة مدبولي للنشر، القاهرة، 1999، ص: 136.

<sup>4</sup> - نادبة العقون، مرجع سبق ذكره، ص: 18.

<sup>5</sup> - قدي عبد المجيد، الجوزي جميلة، الأزمة المالية الراهنة وتداعياتها على الأداء المتوقع للاستثمارات الأجنبية المباشرة\_حالة الجزائر، مداخلة ضمن ملتقى الدولي الرابع حول: الأزمة المالية العالمية الراهنة وانعكاساتها على اقتصاديات دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، فندق الأوراسي (الجزائر)، يومي 9/8 ديسمبر 2009، ص: 95.



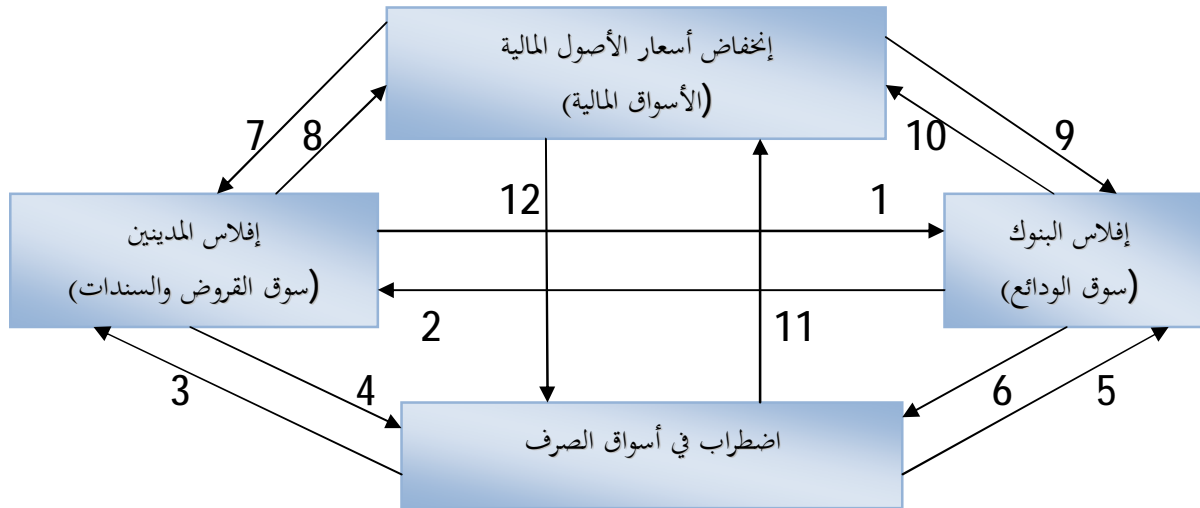
يتخذها لاعبو الحلبة الاقتصادية (المضاربون، المستثمرون،...)، فقد يكون قرار المستثمر في كثير من الأحيان باتخاذ الاتجاه الذي يتوقع هذا المستثمر الآخري أن يتخذه، بمعنى آخر قد يكون قرار شراء أصل ما، بناءً على التوقع بأن قيمة ذلك الأصل ستزداد، وأن له القدرة على توليد دخل مرتفع، بينما في أحيان أخرى قد يتخذ المستثمر القرار ذاته نظرًا لتوقعه قيام المستثمرين الآخريين بأخذ ذات القرار، حينئذ تبدو الصورة مختلفة. وقد أكدت بعض النماذج الرياضية التي استخدمت لتحليل أزمات العملة مثل نموذج بول كروجمان Paul Krugman ذلك السلوك، هو على سبيل المثال: أن نظام سعر الصرف الثابت قد يحتفظ باستقراره لفترة طويلة، ولكن قد يحدث له انهيار سريع لمجرد وجود عوامل قد تسبب أن يتوقع الآخرون انخفاض سعر الصرف، ومن ثم يبدأ السعر في الانخفاض وربما الانهيار فعلياً<sup>1</sup>.

### ثانياً: قنوات انتشار الأزمات المالية

الأزمة المالية تبدأ بإحدى المتغيرات ثم سرعان ما تنتشر إلى كل فروع النظام المالي ثم إلى الاقتصاد الوطني ككل، ونجد ضمن الأزمة المالية العديد من الأنواع من الأزمات يمكن لأي منها أن تصبح أزمة شاملة بفعل ما يسمى بخاطر النظام.

والشكل الموالي يلخص قنوات انتشار الأزمات المالية:

### الشكل رقم 22: قنوات انتشار الأزمات المالية



المصدر: المانسيح رابع أمين، الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007، رسالة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع: نقود وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2011/2010، ص: 70.

<sup>1</sup> - عبد الله شحاتة، الأزمة المالية: المفهوم والأسباب، 2017/01/01، 17:42، موقع الإطلاع:

يوضح هذا الشكل مختلف القنوات المحتملة لإنشاء الأزمات المالية بين مختلف الأسواق، سوق القروض، سوق المالية، سوق الودائع ' البنوك ' وأسواق الصرف، وفيما يلي شرح لهذه القنوات<sup>1</sup>:

**القناة رقم 1:** وتمثل انتقال أزمة المديونية من سوق القروض والسندات نحو الجهاز المصرفي فالانقطاع عن دفع خدمة الديون الخاصة من طرف بعض الدول قد يؤثر سلباً على البنوك ويزيد من احتمال إفلاسها وهو ما حدث في أزمة المديونية سنة 1982؛

**القناة رقم 2:** تبين الحالة العكسية للقناة 1، حيث أن ظهور حالات إفلاس لدى البنوك سيؤدي إلى انخفاض تقديم القروض إلى المدينين وبالتالي احتمالات إفلاسهم كذلك، والشاهد على ذلك ما حدث في الأزمة البنكية في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1929؛

**القناة رقم 3:** أزمة في سعر الصرف من شأنها أو تؤدي إلى اضطرابات في أسعار السندات نتيجة تخلي المستثمرين عنها والتحول إلى سندات بعملة أخرى؛

**القناة رقم 4:** إفلاس المدينين من شأنه أن يحدث هلع لدى المستثمرين (الأجانب خاصة) فيقومون بالتخلي عن تلك السندات فيحدث هناك اضطراب في سعر صرف عملتها نتيجة كميات البيع الكبيرة المعروضة؛

**القناة رقم 5:** قد يؤدي تخفيض قيمة العملة أو مجرد توقعات بذلك، إلى ظهور موجة من سحب الودائع لدى البنوك قصد تحويلها إلى عملات أجنبية لتفادي خسائر الصرف، وهو ما يسبب أزمة مصرفية لدى البنوك؛

**القناة رقم 6:** إذا تم إفلاس العديد من البنوك ذات التزامات خاصة مع الخارج، سيؤدي ذلك إلى تسجيل خسائر الصرف من طرف الأعوان الذين يقومون بعمليات مع الخارج؛

**القناتين رقم 7-8:** وتمثلان الانتقال من الأزمة في أسواق الأسهم إلى أزمة في أسواق السندات وهي غالبية الحدوث بالنظر إلى أن الاستثمار في السندات هو بديل عن الاستثمار في الأسهم؛

**القناتين رقم 9-10:** وتُعبّر عن انتقال الأزمة من أسواق الودائع إلى أسواق المال والعكس، حيث عدد كبير من البنوك تعتبر كمتعاملين في السوق المالية، سواء كوسطاء ماليين أو تجار أوراق مالية كما أن البنوك خاصة في الدول المتقدمة تمتلك حصة كبيرة من رصمة السوق المالية؛

**القناتين رقم 11-12:** وتصف كيف يمكن لأزمة في أسواق الصرف أن تتحول إلى أزمة في أسواق المال والعكس، فمثلاً عند تخفيض العملة يحدث هلع لدى المستثمرين الأجانب ويقبلون التخلي عن أصولهم المالية والمقيمة بتلك العملة.

### ثالثاً: بعض الآثار المترتبة عن الأزمات المالية

ينتج عن حدوث الأزمة المالية العديد من الآثار، والذي يدفع ثمنها الكُل خاصة الفقراء، ويمكن إدراج أهم الآثار في نقاط الآتية:

<sup>1</sup> - المانيسع رابع أمين، مرجع سبق ذكره، ص: 70\_71.

1- أثر الأزمة المالية على النمو الاقتصادي، حيث عانت معظم الدول التي تعرضت للأزمات المالية من تدهور وتراجع في معدل النمو الاقتصادي<sup>1</sup> الفرق بين معدل النمو للستين اللاحقين للأزمة والثلاث سنوات (الهادئة) السابقة لها، فالأزمات المالية مما يترتب عنها من غياب الثقة وعدم التأكد، تجعل البنوك تتردد أكثر في منح قروض جديدة لزيائنها الذي تكون ملاءتهم غير واضحة.

2- وتأثر الأزمة المالية في مستوى المبادلات، حيث يؤدي التراجع في منح القروض إلى الإضرار بحجم الصادرات والواردات بسبب الارتفاع في تكاليف المبادلات، من خلال الارتفاع في معدل الفائدة، وبالتالي يعاني المنتجون من صعوبات كبيرة لتمويل أنشطتهم التمويلية<sup>1</sup>.

3- تراجع التدفقات المالية الواردة إلى بعض الدول خاصة التي تعتمد على الإيرادات النفطية بشكل كبير في تمويل نشاطها الاقتصادي، هذا كان من العوامل الأكثر تأثيراً لامتداد الأزمة إلى تلك الاقتصاديات، وهذا ما حدث في الأزمة المالية العالمية سنة 2008، وبالنسبة لدول غير النفطية مثل الأردن وتونس وسورية ولبنان ومصر والمغرب وموريتانيا، فإن انكماش الطلب الخارجي لدى الشركاء التجاريين الرئيسيين لها، وخاصة دول الاتحاد الأوروبي، بالإضافة إلى تراجع التدفقات المالية الواردة إليها من خلال عائدات السياحة وتحويلات العاملين بالخارج والاستثمارات الأجنبية المباشرة كانت العوامل الرئيسية الأخرى التي امتدت الأزمة من خلالها إلى تلك الدول<sup>2</sup>.

4- تؤدي الأزمات المالية إلى تراجع النشاط الاقتصادي، وتحمل ميزانية الدولة تكاليف باهضة، نتيجة تدخل الدولة في حدوث الأزمة، ويمكن التمييز في هذا الإطار بين أربع أشكال لتدخل الدولة:

- تدخل تنظيمي: من خلال تحديد قواعد قانونية لتوزيع الخسارة، وكذلك شروط تطبيق هذه القوانين؛
- تدخل نقدي: عن طريق ضخ السيولة بقدر معتبر من طرف البنك المركزي باعتباره مقرض الملاذ الأخير؛
- تدخل مالي: من خلال التدخل في الأسواق لدعم الأسعار (الصرف، البورصة، السندات)؛
- تدخل ميزاني: من خلال توزيع الخسارة وجعلها جماعية وذلك بإعادة التوزيع الضريبي<sup>3</sup>.

5- تعميق حدة البطالة والفقير، تسببت الأزمات المالية بمشاكل اجتماعية ضخمة، وخاصة فيما يتعلق منها بارتفاع مستويات البطالة والفقير، فمثلاً في حالة انكماش وتراجع النشاط الاقتصادي، وعندما تغلق مختلف المؤسسات أبوابها أو يصبح نشاطها بطيئاً، يحدث تسريح للعمال وتخفيض في الأجور، وهنا تصبح المساعدات التي تقدمها الدولة غير كافية، والحالة الصحية والغذائية والتعليمية متدهورة، ونسبة الفقر والبطالة مرتفعة.

<sup>1</sup> - نادبة العقون، مرجع سبق ذكره، ص: 37.

<sup>2</sup> - جمال الدين زروق، الأزمة المالية العالمية وقنوات تأثيراتها على اقتصادات الدول العربية، دراسات اقتصادية، الدائرة الاقتصادية والفنية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2011، ص: 02.

<sup>3</sup> - نادبة العقون، مرجع سبق ذكره، ص: 41.

وعموماً، يترتب عن الأزمات المالية الخطيرة تراجع في حجم الإنتاج العالمي وحجم التجارة العالمية، كما أن البلدان النامية في معظم الأحيان، تعاني أكثر من البلدان المتقدمة من آثار الأزمات المالية، وهذا يعني دون شك أن هذه الأسواق أقل صلابة في مواجهة الأزمات الخارجية.

ويمكن عرض بعض النقاط لكيفية التعامل مع الأزمات المالية وتفادي تكرارها:

- ارساء الشفافية لأنها تعد أمراً ضرورياً لكسب ثقة المستثمرين المحليين والأجانب على حد سواء؛
- لا بد من تدخل البنوك المركزية لإنقاذ البنوك الكبيرة التي تعرضت للإفلاس من خلال ضخ السيولة فيها وتصحيح وضعها المالي ولو مؤقتاً، بهدف إعادة زرع الثقة فيها من قبل المتعاملين معها؛
- القضاء على مشكلة التضخم حالما تظهر لأنه أمر غير مرغوب فيه، يؤدي عملياً إلى تآكل القوة الشرائية للعملة؛
- تكييف السياسات الضريبية بحيث لا تشجع استثمار الأموال على المدى القصير كوسيلة للتحكم بظاهرة المضاربة السريعة، والتي قد تؤدي إلى انعكاسات سلبية على أداء السوق كله في حال لم يتم التحكم فيها؛
- تحرير الأسواق بشكل مدروس من حيث القوانين والتشريعات اللازمة، وبشكل تدريجي<sup>1</sup>؛
- يجب على صانعي السياسة تطوير أسواق محلية للسندات، مما يؤدي إلى وساطة مالية أكثر كفاءة بين الادخار والاستثمار، ويجب أن يكون لدى أسواق المال والدين المحلي خصائص مرغوب فيها من حيث الاتساع والعمق والسيولة، ويجب إعطاء أهمية شديدة لتطوير أسواق حقوق الملكية أي الأسهم بحيث تجنب تدفقات استثمارية وتقلل المخاطر النظامية وغيرها مما ينجم عن التدفقات المالية القائمة على النظام المصرفي المحلي، و الائتمان ذي الأمد القصير؛
- تسعير السوق للمخاطر هو أمر شديد الأهمية في تقليل احتمال الأزمات، إن تقديم محافظ القروض المصرفية والأصول معرض إلى المشاكل المتعلقة بعدم تماثل المعلومات أكثر من تسعير السوق للأوراق المالية المتداولة في السوق؛
- يجب على صانعي السياسة وعلى السلطات التنظيمية أن تتحكم في مدى تعرض القطاع المصرفي وغير المصرفي سواء كان عاماً أو خاصاً، لمخاطر التمويل الخارجي<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - زهبة كواش، فتحية بن حاج جيلالي مغراوة، الأزمات المالية وعلاقتها بسعر الفائدة، مداخلة ضمن الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية\_ النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسير، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 6/5 ماي 2009، ص: 15.

<sup>2</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 178.

### المطلب الثالث: الأزمة المالية ودور أدوات الهندسة المالية فيها

بعد حدوث الأزمات المالية وما ترافقه من انعكاسات سلبية على اقتصاديات كثير من الدول المتأثرة بهذه الأزمة، أصبح إزاماً على الأطراف السياسية والمفكرين الاقتصاديين، التفكير ملياً وبجدية عن البدائل والحلول للخروج من هذه الأزمة، مما يستوجب طرح آليات جديدة، ومنتجات مالية التي يمكن بواسطتها الخروج من هذه الأزمات إذ أحسن استعمالها، وهذا ما نحاول الإلمام بجوانبه من خلال الفرعين الآتين:

- عرض بعض الأزمات المالية؛
- دور الهندسة المالية في الأزمات المالية.

#### أولاً: عرض بعض الأزمات المالية

يرجع تاريخ الأزمات المالية العالمية إلى أواخر القرن التاسع عشر، وتبلورت في أزمة الكساد الكبير في 1929-1933، ولذلك فهي ليست ظاهرة جديدة في الاقتصاد العالمي، وخلال الثمانينيات والتسعينيات من القرن العشرين عانت كثير من الدول-سواء الصناعية أو الناشئة - من هذه الأزمات وبدرجات متفاوتة، ولا يمكن التعرض لجميع الأزمات لأنها عديدة، وتختلف أسبابها ومداهها لكن يمكن التعرض على سبيل الذكر وليس الحصر لأهم الأزمات.

- عرض أزمة 1929؛
- أزمة البورصات 1987 (يوم الإثنين الأسود)؛
- أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997.

#### 1- عرض أزمة 1929

تعد أزمة 1929 أشهر الأزمات المالية التي شهدتها الاقتصاد العالمي وأقواها أثراً، والتي وانطلقت من الولايات المتحدة الأمريكية لتنتشر بعدها إلى البلدان الصناعية الأخرى، واتسمت بمجموعة من الخصائص التي ميزتها من غيرها من الأزمات السابقة، وكانت محل جدال ونقاش حول الظروف التي أدت إليها وكذا النتائج التي أفرزتها.

#### أ- نبذة عن أزمة 1929

بدأت أسعار الأوراق المالية لبورصة نيويورك بالازدهار منذ عام 1924، واستمرت بالارتفاع على مدى خمس 05 سنوات إلى أن وصلت إلى أعلى مستوياتها في 24 أكتوبر 1929، وارتفع مؤشر داو جونز ارتفاعاً شديداً لم يسبق له مثيل، ففي 02 سبتمبر عام 1929، أقلل المؤشر عند 381 نقطة، وفي 02 أكتوبر من نفس العام انخفض المؤشر بما يعادل 49 نقطة، وفي 23 أكتوبر سجل المؤشر 306 نقطة، واستمر انخفاض أسعار الأوراق المالية بعد ذلك لمدة

ثلاث سنوات، حيث أقلل المؤشر في 08 جويلية عام 1932 عند 41 نقطة فقط<sup>1</sup>، وإفلاس 3500 مصرف في يوم واحد، وقد بلغت الأسعار أقصاها في سبتمبر 1929 بـ 216، ثم بدأ الانخفاض إلى أن وصل 34 دولار في جوان 1932<sup>2</sup>، ولمزيد من التوضيح أكثر أنظر الجدول أدناه:

**جدول رقم 08: تطور أسعار الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1926 - 1938**

الوحدة: دولار أمريكي

اليان	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938
جانفي	102	106	137	193	149	103	54	46	84	81	114	148	100
فيفري	102	108	135	192	156	110	53	43	88	80	120	154	99
مارس	96	109	141	196	167	112	54	42	85	75	124	154	96
أفريل	93	110	150	193	171	100	42	49	88	79	124	144	86
ماي	93	113	155	193	160	81	38	65	80	86	118	138	86
جوان	97	114	148	191	143	87	34	77	81	88	119	134	92
جويلية	100	117	148	203	140	90	36	84	80	92	128	142	106
أوت	103	112	153	210	139	89	52	79	77	95	131	144	103
سبتمبر	104	129	162	216	139	76	56	81	76	98	133	124	104
أكتوبر	102	128	166	194	118	65	48	76	76	100	141	105	114
نوفمبر	103	131	179	145	109	68	45	77	80	110	146	96	114
ديسمبر	105	136	178	147	102	54	45	79	80	110	144	95	112

المصدر: بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية،

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص: 179.

ب- أسباب أزمة 1929: يعود انهيار أزمة 1929 إلى جملة من الإنحرافات الحاصلة في سوق الأوراق المالية:

- اتساع تدهور الأسعار نتيجة فشل محاولات تنظيم السوق، وعمليات البيع الشاملة من أجل عمليات البيع الموقوف وطلبات حد الضمان؛
- زيادة العرض وحدوث المزيد من التدهور في الأسعار، نتيجة تصفية صفقات الشراء النقدي الجزئي وذلك ببيع الأوراق المالية محل الصفقة، لعدم توفر السيولة الكافية لدى بعض المتعاملين لزيادة مساهماتهم، وأن البعض الآخر لم يكن لديه الثقة في استعادة السوق لتوازنه<sup>3</sup>؛

<sup>1</sup> - بن عيسى عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 102.

<sup>2</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 179.

<sup>3</sup> - صالح سلام عماد، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، شركة أبو ظبي للطباعة والنشر، أبو ظبي، 2002، ص: 301.



- البيع على المكشوف، حيث سارع المضاربون وغيرهم ممن يرغبون في التغطية إلى الزيادة في بيع الأسهم على المكشوف، وذلك ببيع الأسهم التي ليس في ملكيتهم بأسعار محددة سلفا، على أمل شرائها عند انخفاض السعر وتسليمها للمشتري بعد جني الأرباح، ولعلا الانتشار الواسع لهذا النوع من البيوع وبصورة فوضوية آنذاك قد ساعد كثيرا في تعميق الأزمة<sup>1</sup>؛
- الممارسات غير الأخلاقية، ومن أهمها: البيع الصوري، الشراء بغرض الاحتكار، استغلال ثقة العملاء، اتفاقيات التلاعب في أسعار الأوراق المالية والتي أسهمت بدور فعال في تعميق الأزمة<sup>2</sup>.

ت- نتائج أزمة 1929: يمكن تلخيص نتائج أزمة 1929 في العناصر الآتية:

- تسببت في زعزعة النظام الرأسمالي بأكمله، وكان لها صفة دورية انطلاقا من ارتباطها الوثيق بالأزمات الاقتصادية الدورية في النظام الرأسمالي؛
- استمرت هذه الأزمة لفترة طويلة نسبيا حوالي أربع سنوات واختلاف حدثها من بلد لآخر بشكل كبير<sup>3</sup>؛
- إفلاس الكثير من الشركات، وتفشي البطالة، وانخفاض الطلب على السلع والخدمات، وتدنّت الأسعار، كما أن حجم الاستثمار قد تقلص بشكل كبير نتيجة لأحجام المقرضين من منح الائتمان، ومن ثم فإن البنوك قد واجهت صعوبات عدة في استرداد مستحقاتها، وهو الأمر الذي تركها تعجز في مجابهة سحب زبائنها لودائعهم، مما نجم عنه إغلاق العديد من هذه البنوك<sup>4</sup>؛
- الانخفاض الكبير في مستويات أسعار الفائدة في البنك المركزي لنيويورك إلى 2,6% في الفترة 1930-1933، مقابل 5,2% سنة 1929<sup>5</sup>، وانخفاض سعر الخصم في بنك إنجلترا خلال نفس الفترة 1930-1933، بحدود 3,1% مقابل 5,5% سنة 1929<sup>6</sup>؛
- امتدت آثار هذه الأزمة إلى خارج الولايات المتحدة الأمريكية لتضرب دول أوروبا الغربية؛
- فقدان شرعية القروض الأساسية للنظام الاقتصادي الكلاسيكي الحر؛
- قيام الاقتصاديين في الغرب بالبحث عن حلول لمشكلات الاقتصاد الحر؛
- ظهرت النظرية الكينزية لتؤكد على ضرورة تدخل الدول في الحياة الاقتصادية<sup>7</sup>.

1 - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 180.

2 - بن عيسى عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 103.

3 - نادية العقون، مرجع سبق ذكره، ص: 90.

4 - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 180.

5 - المانسيح رابح أمين، مرجع سبق ذكره، ص: 82.

6 - مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية ومشكلاتها في العالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزء الثاني، الجزائر، 2005، ص: 100.

7 - حازم السيد حلمي عطوة مجاهد، تداعيات الأزمة المالية الحالية عالميا وأثرها على الوطن العربي، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر "الجوانب

القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، 2/1 أبريل 2009، ص: 04.

## 2- أزمة البورصات 1987 (يوم الإثنين الأسود)

أ- عرض أزمة البورصات 1987: وهي من الأزمات المهمة التي واجهت الاقتصاد الرأسمالي وحدثت في الولايات المتحدة الأمريكية أيضا، وكان وقت حدوثها يوم الاثنين بتاريخ 19 أكتوبر 1987 الذي أطلق عليه اليوم الإثنين الأسود، حيث بدأت الأزمة في اللحظات الأولى للافتتاح في يوم الإثنين الموافق ل 19 أكتوبر من عام 1987، وذلك بسبب خلل في التوازن بين العرض والطلب، جراء سيل متدفق من أوامر البيع لم يسبق له مثيل ليس فقط في الأسواق الحاضرة بل وأيضا في سوق العقود المستقبلية، وعلى الرغم من الانخفاض في كافة الأسواق حتى نهاية الأسبوع، أي إلى يوم الجمعة 16 أكتوبر<sup>1</sup> وشهد انخفاض كبير عند الافتتاح في يوم الإثنين حيث بلغ في المتوسط حوالي 22,6% مقارنة بأسعار الإقفال في يوم الجمعة السابق، كما فقد مؤشر داو جونز 508 نقطة في ذلك اليوم<sup>2</sup>. ويمكن إبراز اتجاه النزولي لمؤشرات الأسهم لعديد أسواق العالم من خلال الجدول الآتي:

الجدول رقم 09: نسب التغيير في قيم مؤشرات 15 دولة خلال عام 1987 وشهر أكتوبر من نفس العام

البلد	بالعملة المحلية أكتوبر 1987	بالدولار أكتوبر 1987
أستراليا	41.8 -	03.6-
النمسا	11.4 -	17.6 -
بلجيكا	23.2-	15.5-
كندا	22.5-	4.00+
الدنمارك	12.5-	4.5-
فرنسا	22.9-	37.8-
ألمانيا	22.3-	26.8-
هونغ كونغ	45.8-	11.3-
إيرلندا	29.6-	12.3-
إيطاليا	16.3-	32.4-
اليابان	12.8-	8.5+
ماليزيا	39.8-	6.9+
المكسيك	35.00-	158.9+
هولندا	23.3-	18.9-
نيوزيلندا	29.3-	28.7-

المصدر: بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية،

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص: 182.

<sup>1</sup> - بن عيسى عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 103\_104.

<sup>2</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 181.

ومن خلال الجدول نلاحظ الآتي:

- أنه خلال عام 1987 لم يبدو أي اتساق في اتجاه التغيير في أسعار السوق، فبعضها كان موجبا والآخر سالبا، أما في شهر أكتوبر الذي حدثت فيه الأزمة فقد أخذت الأسعار في الاتجاه النزولي؛
- إنه بمقياس الدولار كان أداء سوق اليابان خلال عام 1987 متميزا، إذ سجل فيه المؤشر ارتفاعا بلغ 41.4%، أما أسوء أداء فقد كان لسوق نيوزيلندا حيث سجل المؤشر انخفاضا نسبته 23.8%؛
- وبالنسبة للمكسيك أظهر المؤشر المحسوب على أساس الدولار لعام 1987 تحسنا ضئيلا 5.5% بالمقارنة مع التحسن المحسوب على أساس العملة المحلية 158.9% ويرجع الفرق لتدهور قيمة العملة المحلية؛
- كان التدهور في قيم المؤشرات في شهر أكتوبر عاما ومع هذا فقد كان الانخفاض بالعملة المحلية والدولار عند حده الأدنى في النمسا والدانمارك واليابان، بينما كان في حده الأقصى في أستراليا وبعض دول آسيا ونقصد بها هونغ كونغ وسنغافورة وماليزيا.

ب- أسباب أزمة البورصات 1987: تعود انهيارات أزمة البورصات لعام 1987 إلى أسباب تتعلق بكفاءة السوق، وأخرى تتعلق بمتغيرات تنظيمية ترتبط بالسوق الأمريكية، ويمكن الإشارة إليهم كالتالي:

- أسباب تتعلق بكفاءة السوق: ظهرت تفسيرات متناقضة، ومنها ما يقضي بأن ما حدث في أكتوبر لا يخرج عن كونه رد فعل مبالغ فيه من قبل المستثمرين، وتفسير آخر يقضي بأن ما حدث لا يخرج عن كونه رد فعل متأخر لتصحيح أوضاع سابقة، وكلا التفسيرين يشير إلى أن السبب يرجع إلى عدم كفاءة السوق أو على الأقل ضعف تلك الكفاءة، أما التفسير الثالث فيقضي بأن ما حدث ما هو إلا انعكاس لمعلومات غير سارة عن حالة الاقتصاد المستقبلية، وإذا ما صح هذا التفسير، فإن ما حدث لا ينبغي أن يوصف بأنه أزمة، بل إنه منقذ من أزمة عنيفة كانت على وشك أن تعصف باقتصاديات العالم بأسره، بل وربما كانت أكثر عنفاً من أزمة أكتوبر من عام 1929، وبعبارة أخرى إن ما حدث كان بمثابة ضوء أحمر دفع بالمهتمين بشؤون الاقتصاد إلى ضرورة البحث عن حلول لمواجهة كارثة محددة.<sup>1</sup>

- أسباب تتعلق بالمتغيرات التنظيمية: نشأ الإدعاء بأن سوق العقود المستقبلية كانت سبباً في حدوث التدهور في أسعار الأسهم في السوق الحاضرة، من الطريقة التي تواجه بها تلك السوق الخلل بين العرض والطلب، فعلى عكس السوق الحاضرة التي تواجه الخلل بتأني حتى لا تحدث تغيرات سعرية كبيرة في الأسعار، فإن الأسعار في أسواق العقود تقفز مباشرة إلى المستوى الذي عنده يحدث التوازن بين أوامر البيع وأوامر الشراء، وهذا ما حدث أثناء الأزمة، فقد نجم عن تجمع أوامر البيع في ليلة الاثنين الأسود إلى حدوث انخفاض كبير عند افتتاح بورصة العقود في ذلك اليوم، وقبل أن يبدأ التعامل في السوق الحاضرة بسبب تأجيل الافتتاح، وكان فرق التسعير بين السوق الحاضرة وسوق العقود يتراوح ما بين 2% إلى 3%

<sup>1</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 183.

في الحالات العادية<sup>1</sup>، وعند حلول الأزمة، فإن فرق الأسعار بين السوقيين وصل ما بين 20% إلى 30%، وهو ما حمل المستثمرين الذين انتابهم شعور بالخوف الكبير والقلق المفرط في التخلص مما بحوزتهم من الأسهم، وهو ما جر سيلاً كبيراً من أوامر البيع في السوق الحاضرة مرفوقاً بتدهور حاد في الأسعار على النحو الذي لم تتمكن معه أي إستراتيجية للمراقبة من تصحيح الاختلال الحاصل بين العرض والطلب في تحديد سعر متوازن عادل<sup>2</sup>.

### 3- أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997

تعتبر أزمة دول جنوب شرق آسيا من أشهر الأزمات المالية الحالية، وبالنظر إلى تاريخ هذه الدول وما حققته من سجل رائع في الأداء الاقتصادي على مدى ثلاثة عقود، حيث احتلت مركزاً مرموقاً بين دول العالم خلال السنوات التي سبقت الأزمة تميزت بالنمو السريع، التقدم في القطاع الزراعة والتضخم المنخفض، والتقدم في المجال التكنولوجي واجتياز حاجز التقنية العالية، السيطرة على الديون الخارجية واستقرار الاقتصاد الكلي<sup>3</sup>.

#### أ- أسباب أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997

اجتمعت مختلف الآراء على أن العامل الرئيسي الذي أدى إلى بداية الأزمة الآسيوية تمثل في الضعف المالي الذي شمل عدة جوانب مترابطة هي كالاتي<sup>4</sup>:

- كثير من المؤسسات المالية والشركات بالدول المتأثرة بالأزمة كانت تقترض بالعملة الأجنبية بدون تحوط كافٍ الأمر الذي جعلها تتعرض إلى أخطار انخفاض قيمة عملاتها؛
- مثلت الديون قصيرة الأجل حجماً كبيراً من إجمالي الديون، في حين كانت الأصول المالية طويلة الأجل، وكانت النتيجة أن تدافع المودعون على سحب ودائعهم من المصارف بصورة غير عادية؛
- كانت أسعار الأسهم والعقارات قد ارتفعت بشكل كبير قبل الأزمة، الأمر الذي أدى إلى حدوث انكماش شديد في أسعار الأصول؛
- انخفاض أسعار الفائدة لدى الدول المتقدمة منذ منتصف التسعينيات، أدى إلى تدفق رؤوس أموال ضخمة في تايلاندا وبقية المنطقة<sup>5</sup>؛

<sup>1</sup> - بن عيسى عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 105.

<sup>2</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 184.

<sup>3</sup> - نادية العقون، مرجع سبق ذكره، ص: 100.

<sup>4</sup> - بن عيسى عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 106\_107.

<sup>5</sup> - المانسيح رابح أمين، مرجع سبق ذكره، ص: 79.

- انخفاض المدخرات المحلية بالمقارنة بحجم الإستثمار مما أدى بها إلى اللجوء إلى الإقتراض الخارجي وبشكل مكثف<sup>1</sup>، مع ضعف النظم المالية والرقابة المصرفية،<sup>2</sup> إضافة إلى العجز في الميزان التجاري وميزان المدفوعات.

ب- بخصوص الإجراءات المتبعة لحل الأزمة سنت معظم حكومات آسيا سياسات مالية لمكافحة هذه الأزمة ورغم ذلك فقد أطلق صندوق النقد الدولي برنامجاً كلفته 40 بليون دولار أمريكي لدعم اقتصادات إندونيسيا وتايلند وكوريا الجنوبية، وهي أكثر الاقتصادات تأثراً بالأزمة، حيث كان الهدف من هذه الخطوة كبح الأزمة عن التحول إلى أزمة مالية عالمية، رغم ذلك لم تساعد هذه الجهود كثيراً بإعانة اقتصاد إندونيسيا المحلي، وقد اضطر إثر ذلك الرئيس الإندونيسي "سوهارتو" إلى الاستقالة في 21 مايو عام 1998 بعد ثلاثين عاماً من الحكم المتواصل، وذلك إثرى احتجاجات عارمة أعقبت ارتفاع الأسعار في البلاد، بدأت آثار الأزمة بالانخفاض مع عام 1998، في العام ذاته انخفض معدّل نمو اقتصاد الفلبين إلى قرابة الصفر، لم تستطع سوى سنغافورة وتايوان الاحتماء إلى حدّ ما من الأزمة، إلا أنّ كليهما واجها أضراراً كبيرة، خصوصاً سنغافورة الواقعة بين ماليزيا وإندونيسيا المتضرتين، رغم ذلك، رأى الاقتصاديون إشارات بحلول عام 1999 بأن اقتصادات آسيا أخذت بالتعافي، منذ الأزمة المالية الآسيوية بدأت اقتصادات آسيا تعمل على موازنة نفسها عبر المراقبة المالية المستمرة<sup>3</sup>.

وقد أنفقت الحكومة التيلندية مليارات الدولارات بالعملية المحلية من أجل دعم أو مساندة المؤسسات المصرفية المتأزمة دون التوجه نحو إغلاقها أو دمجها أو تأهيلها<sup>4</sup>.

ونشير إلى أن النمر الآسيوية لجأت إلى صندوق النقد الدولي والبنك الدولي بالتنسيق مع بعض الدول المتقدمة لتتخطى هذه الأزمة، وطبقت أغلب الدول الآسيوية الشروط التي فُرضت عليها فيما عدا ماليزيا التي كانت الدولة الوحيدة التي لم تقبل مساعدة صندوق النقد الدولي واتبعت الإجراءات التالية لعلاج الأزمة:

- تأهيل الثروة البشرية التي تملكها، الأمر الذي ساعدها على سرعة النهوض من الأزمة؛
- اعداد عمال مؤهلين للعمل ومتعلمين؛
- تنفيذ حملات إعلامية توضح الأزمة وتبث الثقة في الشعب للنهوض بالدولة؛
- عدم الاندفاع لإقامة الاستثمارات وإنما الإعداد للاستثمارات بأسلوب علمي؛
- الانتباه لهزات البورصة؛

<sup>1</sup> - نادية العقون، مرجع سبق ذكره، ص: 100.

<sup>2</sup> - أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة- إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا-، دار النيل للطباعة والنشر، القاهرة، 2001، ص: 51.

<sup>3</sup> - الأزمة المالية الآسيوية 1997، ويكيبيديا الموسوعة الحرة، 17:41\_2017/03/01، موقع الإطلاع:

<http://www.adbi.org/files/2012.08.28.wp377.central.banking.financial.stability.asia.pdf>

<sup>4</sup> - نادية العقون، مرجع سبق ذكره، ص: 107.



- متابعة المؤشرات الاقتصادية الكلية للدولة، ومعرفة حجم الديون والاستثمارات<sup>1</sup>.

### ثانياً: دور الهندسة المالية في الأزمات المالية

اختلفت الآراء حول دور الهندسة المالية وعلاقتها بالأزمة المالية، فتعددت الآراء حول أهمية وفائدة الهندسة المالية ودورها المهم في الخروج من الأزمات، وآراء أخرى ترجع أسباب أغلب الأزمات للإستعمال الخاطئ للهندسة المالية.

#### 1- دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية العالمية 2008

إن لأدوات الهندسة المالية الإسلامية القدرة على احتواء التقلبات الاقتصادية حيث تحدث الكارثة المالية نتيجة اختلال علاقة المديونية بالثروة، فإذا كان نمو المديونية لا يقابله حصول نمو مواز له في الثروة فذلك يمثل ناقوس الخطر لأنه سيؤدي إلى تفاقم الديون على حساب الثروة ومن ثم الانهيار أو في الإصلاح الفقهي يمثل الدين الذي ليس له مقابل من الثروة الربا، ومن هنا تبرز خطورة الربا على النظام الاقتصادي، ويبرز دور الهندسة المالية الإسلامية إذ أنها تقوم على مبدأ تحريم الربا ومن ثم إمكانية احتواء التقلبات الاقتصادية، دلنا أيضاً الشريعة الإسلامية على مبدأ إسلامي آخر تقوم عليه الهندسة المالية الإسلامية والتمويل الإسلامي، وهو مبدأ يعبر عن التكافل الاجتماعي بين البشر وهو مبدأ إنظار المعسر، وبإجماع العلماء فهو فريضة واجبة وليست مستحبة. قال الله تعالى: ﴿ وَإِنْ كَانَ ذُو عُسْرَةٍ فَنَظِرَةٌ إِلَىٰ مَيْسَرَةٍ ﴾ سورة البقرة، جزء من الآية 280 ويساهم هذا المبدأ في احتواء التقلبات الاقتصادية من خلال ما يلي<sup>2</sup>:

- تدعو الشريعة الإسلامية إلى ضرورة ضمان السكن للمدين حتى وإن عجز عن السداد فله الحق في ذلك؛
- لا يباع مسكن المدين الذي ثبت عجزه عن السداد، بل يجب إنظاره، لينتفع المدين بالإمهال وينتفع الدائن من خلال احتفاظه بقيمة أصوله متماسكة، مما يقلل احتمالات الإفلاس والانهيار؛
- يكون الدائن أكثر حذراً في منح الائتمان إذا علم مسبقاً أنه لن يستطيع الإسترباح من المعسر.

ويمكن القول أنه في مرحلة الرواج فإن إلغاء الفائدة الربوية يعمل على ضبط التوسع في الائتمان، فلا تتحول السوق إلى فقاعة تهدد الاقتصاد، وفي مرحلة الرواج فإن إنظار المعسر سوف يقلل من معدل تراجع أسعار الأصول وبالتالي تجنّب السوق من الانزلاق في حالة الانهيار، والجمع بين هذين المبدأين الإسلاميين سوف يعمل على احتواء التقلبات الاقتصادية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - أزمات اقتصادية - أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997\_1998 (الاثنين المجنون)، منتدى الأعمال الفلسطيني، 2017/03/01، 17:58، موقع الإطلاع:

<http://pbf.org.ps/site/?q=pages/view/6446>

<sup>2</sup> - شوقي جباري، فريد خميلي، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمة المالية، المؤتمر الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، عمان، يومي 02/01 ديسمبر 2012، ص: 18.

<sup>3</sup> - بوعكاز نوال، مرجع سبق ذكره، ص: 191.



## 2- أهمية أدوات الهندسة المالية في إدارة المخاطر

يمكن من خلال عقود أدوات الهندسة المالية ابتداء طرق جديدة لإدارة المخاطر، إذ يمكن من خلالها تجزئة المخاطر المتجمعة في الأدوات المالية التقليدية مثل مخاطر تقلب الأسعار ومخاطر سعر الفائدة ومخاطر أسعار صرف العملات الأجنبية، وإدارة كل نوع من هذه المخاطر على حدى من خلال عملية التحوط، إذ يمكن أن تستعمل المستقبلات والعقود الآجلة والخيارات للتحوط من مخاطر تقلب الأسعار والفوائد وأسعار صرف العملات الأجنبية، كما يمكن استعمال المبادلات وغيرها في إدارة مخاطر تقلب أسعار الفائدة وتحديد مستويات تكاليف الفائدة على وفق استراتيجيات خاصة<sup>1</sup>.

على الرغم من فوائد أدوات الهندسة المالية فهي تنطوي على مخاطر عدة، فكما جاءت الهندسة المالية كانعكاس للابتكار، والذي حتماً يساهم في الرفع من الكفاءة الاقتصادية والإنتاجية ومن ثم يعمل على زيادة مستوى الرفاهية، فإن هذه الرفاهية تعادل ما قد يحدث من عدم استقرار بسبب طبيعة الابتكار نفسه، والذي من غير السهل إطلاقاً التفرقة بين تأثيره، فهذه الأدوات المالية تتمتع بمزايا كبيرة تشير في الوقت نفسه إلى حجم المخاطر التي تنجم عن استخدامها والتي تتعلق بنوعية الأهداف المطلوب تحقيقها وكذا سلامة الاحتياطات الواجب اتخاذها، فسوء استعمال المشتقات وتحويل أهداف التعامل بها إلى المضاربة بالتوقعات وعدم الالتزام بقواعد وأسس التسيير السليم لهذه الأنشطة بالإضافة إلى غياب رقابة فعّالة تؤدي كلها إلى آثار كارثية في عديد المرات، كما أنه حتى التعامل مع آثار هذه الهزات نظراً لتعدد طبيعتها لم يعد بالأمر الهين، وهو الأمر الذي يؤكد على ضرورة إعادة تحديد دور هذه الأدوات ضمن الصناعة المالية والمصرفية بما يتطلبه من تأكيد على مزاياها واستعمالاتها الهادفة والحد من الاستخدامات غير المناسبة لها<sup>2</sup>.

ويمكن القول أن الهندسة المالية تنقسم بين فريقين متعاكسين<sup>3</sup>، رغم مرور أكثر من ربع قرن على التعامل بأدوات الهندسة المالية، إلا أن المختصون والمتعاملون لا زالوا ينقسمون وبصورة واضحة إلى فريقين متعاكسين، ففي حين يُصر الفريق الأول على الحذر من التعامل بهذه الأدوات الجديدة وعدم التعامل بها إطلاقاً بسبب المخاطر الكبيرة التي تصاحبها، أما الفريق الآخر أكثر تفاؤلاً حيث يرى بأن هذه التقنية من خلال ما توفره من أدوات تعد مفتاحاً لحل العديد من المشاكل والمصاعب التي تواجه المتعاملين في الأسواق المالية عن طريق إمكانية استعمالها في إدارة المخاطرة بصورة فعّالة نظراً للمرونة العالية والتنوع الكبير فيها، ومن بين الفوائد التي يمكن التطرق إليها كالآتي:

<sup>1</sup> - المانسع رابح أمين، مرجع سبق ذكره، ص: 51.

<sup>2</sup> - طارق خاطر، لحسن دردوري، دور الأدوات المالية الحديثة في الصناعة المصرفية وانعكاسها على النظام المصرفي، مداخلة ضمن فعاليات الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20/21 أكتوبر 2009، ص: 10.

<sup>3</sup> - شوقي جباري، دور الهندسة المالية في تأجيج شرارة الأزمة الراهنة، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، 06/03/2017\_17:27، موقع الإطلاع:

- أن التعامل بأدوات الهندسة المالية التقليدية يكون أقل تكلفة من التعامل بالموجودات الأساسية كالأسهم والسندات..؛
- تدعيم الخدمات التي تُقدمها المؤسسات المالية والمصرفية لزيائنها وتساهم في بناء محافظ مالية أكثر تنوعاً؛
- تقليل التكاليف للمصدرين والمستثمرين وترفع من العوائد وتوسع مجموعة بدائل التمويل والاستثمار وتقلل مخاطر الخسارة إذا ما أحسنت إدارة مخاطرها.

### المبحث الثالث: الهندسة المالية الإسلامية

تعتبر الهندسة المالية الأداة المناسبة التي يمكنها تقديم مساعدة فعّالة لتحقيق الأهداف الإستراتيجية التي تتبناها منشآت الأعمال، فاستخدام منتجات الهندسة المالية خاصة من قبل المنشآت المالية والمصرفية ذو فائدة كبيرة فهي تساهم بشكل فعّال في تنويع محافظها الاستثمارية وتزيد من عوائدها، فضلاً عن دورها في ابتكار طرائق جديدة لقياس وتحسين إدارة مخاطرها وحمايتها من المخاطر الكبيرة التي يمكن أن تتعرض لها جراء التقلبات المستمرة في بورصات السلع والأوراق المالية، ويبقى الغرض الأساسي هو التحوط وإدارة المخاطر، وهذا ما عجزت عليه الهندسة المالية التقليدية في قدرتها على منع وقوع الأزمات، وكذلك في إيجاد حلول ناجعة لها، ولما للهندسة المالية من دور فعّال كما سلف الذكر، فإن الضرورة حتمية في الواقع العملي إلى وجود أسواق وأدوات مالية وابتكارات وحلول إبداعية مضبوطة بالشريعة الإسلامية ' الهندسة المالية الإسلامية' ذات كفاءة، قادرة على الوقاية ومواجهة الأزمات وتفعيل النشاط الإقتصادي. ومن خلال هذا نحاول الإمام بالمطالب الآتية:

- مدخل للهندسة المالية الإسلامية؛
- منتجات الهندسة المالية الإسلامية؛
- الصكوك المالية الإسلامية.

### المطلب الأول: مدخل للهندسة المالية الإسلامية

للهندسة المالية في الإسلام ' الهندسة المالية الإسلامية' تاريخ وأهمية بالغة وهذا ما نحاول الإمام به من خلال الفروع الآتية:

- مفهوم الهندسة المالية الإسلامية؛
- أهمية وخصائص الهندسة المالية الإسلامية.

### أولاً: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية

1\_ تاريخ الهندسة المالية في الإسلام: من حيث الواقع، فالصناعة المالية الإسلامية وُجدت منذ أن جاءت الشريعة الإسلامية بأحكامها المطهرة، وربما كان توجيه النبي ' صلى الله عليه وسلم' لبلال المازني ' رضي الله عنه'

عندما أراد أن يبادل التمر الجيد بالتمر الرديء، فقال له 'صلى الله عليه وسلم' "لا تفعل بع الجمع\* بالدرهم واشتر بالدرهم جنيهاً".<sup>1</sup> - وعن أبي سعيد الخدري، وأبي هريرة رضي الله عنهما، أن رسول الله 'صلى الله عليه وسلم' استعمل رجلاً على خبير، فجاءه بتمر حبيب، فقال: "أكل تمر خبير هكذا؟" قال: لا والله يا رسول الله، إنا لناخذ الصاع من هذا بالصاعين، والصاعين بالثلاث، فقال: "لا تفعل بع الجمع بالدرهم، ثم اتبع بالدرهم جنيهاً".<sup>2</sup>

وهذا إشارة لأهمية البحث عن حلول تلي الحاجات الاقتصادية دون إخلال بالأحكام الشرعية، والناظر في الفقه الإسلامي يجد العديد من المحاولات القديمة للإبتكار لسد بعض الاحتياجات التمويلية التي واجهها الناس في السابق، ولا يزال للآن<sup>3</sup>.

لكن الملاحظ أن الشريعة الإسلامية لم تأت بتفصيل هذه الحلول، وإنما جاءت بتفصيل ما لا يحل من المعاملات المالية، وهذا يتفق مع القول بأن الأصل في المعاملات الحل إلا ما عارض نصاً أو حكماً شرعياً ثابتاً، وعليه فالشريعة الإسلامية لم تحجز دائرة الابتكار، وإنما على العكس حجرت دائرة الممنوع وأبقت دائرة المشروع متاحة للجهد البشري في الابتكار والتجديد.

كما يمكننا من خلال تتبع التاريخ الإسلامي الوصول إلى أنه تم استخدام الهندسة المالية في كثير من المعاملات المالية، ومن أمثلتها ما أجاب به الإمام 'محمد بن الحسن الشيباني' حين سئل عن مخرج للحالة التالية: إذا قال شخص لآخر: اشتر هذا العقار - مثلاً - وأنا اشتريه منك وأرجحك فيه، وخشي إن اشتراه ألا يشتريه منه من طلب الشراء، فقال الإمام: المخرج أن يشتري العقار مع خيار الشرط له، ثم يعرضه على صاحبه، فإن لم يشتريه فسخ العقد ورد المبيع. فقيل للإمام الشيباني: رأيت إن رغب صاحبه من طلب الشراء في أن يكون له الخيار مدة معلومة، فأجاب: المخرج أن يشتري مع خيار الشرط لمدة أكبر من مدة خيار صاحبه، فإن فسخ صاحبه العقد في مدة خياره استطاع هو الآخر أن يفسخ العقد فيما بقي من المدة الزائدة على خيار صاحبه<sup>4</sup>.

إن الحلول أو المخارج التي أشار إليها الإمام الشيباني رحمه الله هي هندسة مالية بالمعنى الحديث للمصطلح وهي حلول مبتكرة للمشاكل المالية التي كانت تواجه الأفراد خلال تلك الفترة، بل وتستخدم هذه الحلول إلى يومنا.

<sup>1</sup> - هناء محمد هلال الحنيطي، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية، ورقة بحثية تدخل ضمن المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصاد إسلامي، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، 1\_2/ديسمبر 2010، ص: 07.

\* تمر مختلط من أنواع متفرقة وليس مرغوباً فيه، ولا يخلط إلا لرداءته.  
\* الطيب، نوع جيد من أنواع التمر.

<sup>2</sup> - مجلة البحوث الإسلامية، الرئاسة العامة للبحوث العلمية والإفتاء، المملكة العربية السعودية، موقع الإطلاع: 12:46\_2017/03/20

<http://www.alifta.net/Fatawa/fatawaDetails.aspx?BookID=2&View=Page&PageNo=1&PageID=7235&languageName>

<sup>3</sup> - هناء محمد هلال الحنيطي، مرجع سبق ذكره، ص: 08.

<sup>4</sup> - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الإقتصاد الإسلامي، العدد 02، 2007، ص: 20.

## 2- تعريف الهندسة المالية الإسلامية

انطلاقاً من تعريف الهندسة المالية التي أشرنا إليها سابقاً من هذا الفصل (المبحث الأول\_المطلب الثاني)، فإنه يمكن تعريف الهندسة المالية الإسلامية على أنها: "مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، إضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار الشريعة الإسلامية الحنيفة<sup>1</sup>.

ويلاحظ على هذا التعريف أنه مطابق لتعريف (الهندسة المالية المشار إليه سابقاً) غير أنه أضاف عنصراً جديداً هو أنه يأخذ بعين الاعتبار ضرورة أن يكون موافقاً للشريعة الإسلامية، وهذا التعريف يشير إلى أن الهندسة المالية الإسلامية تتضمن العناصر التالية<sup>2</sup>:

- ابتكار أدوات مالية وآليات تمويلية جديدة؛
- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة؛
- أن تكون الابتكارات المشار إليها سابقاً، سواء في الأدوات أو العمليات التمويلية موافقة للشرع مع الابتعاد بأكبر قدر ممكن عن الاختلافات الفقهية مما يميزها بالمصادقية الشرعية.

وعليه يمكن القول أن الهندسة المالية الإسلامية أساسها الدين الإسلامي، وقد ورد عن النبي **صلى الله عليه وسلم** قال: " من سن في الإسلام سنة حسنة فله أجرها وأجر من عمل بها إلى يوم القيامة، لا ينقص ذلك من أجورهم شيئاً، ومن سن في الإسلام سنة سيئة فعليه وزرها ووزر من عمل بها إلى يوم القيامة، لا ينقص من أوزارهم شيئاً ". ويستدل من هذا الحديث الدعوة للابتكار وإيجاد الحلول للمعضلات المختلفة المالية وغير المالية طالما كانت في مصالح العباد وإذا كان الحديث يشير إلى أهمية الابتكار، إلا أنه نبه كذلك إلى خطورة الابتكار الضار غير المشروع<sup>3</sup>.

## 3- مبادئ الهندسة المالية الإسلامية

المقصود من الهندسة المالية هو ما يلي مصلحة حقيقية للمتعاملين في السوق المالية وليس مجرد عقد صوري من العقود الوهمية، وهذا هو ما يؤكد القيمة المضافة للابتكار، وهو مما يميز الهندسة المالية من محاولات الالتفاف على الأنظمة والقوانين والاحتيايل على الأحكام الشرعية، فالحيل الشرعية والفقهية لا تنتج قيمة مضافة ولا تلبي حاجة فعلية، بل ولا تدخل تحت مفهوم الهندسة المالية المنشودة في الصناعة المالية الإسلامية. وقد تم تحديد مبادئ الهندسة المالية الإسلامية في أربعة مبادئ، هي<sup>4</sup>:

<sup>1</sup> - صالح مفتاح، رمة عمري، الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تحقيق التنمية المستدامة، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية

المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة، يومي 04/03 ديسمبر 2012، ص: 227.

<sup>2</sup> - محمد كريم قروف، مرجع سبق ذكره، ص: 11.

<sup>3</sup> - صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص: 229\_230.

<sup>4</sup> - محمد كريم قروف، مرجع سبق ذكره، ص: 13.

أ- مبدأ التوازن: والمقصود بهذا المبدأ هو التوازن بين مختلف الحوافز الإنسانية، سواء مما يخص المصالح الشخصية وما يخص المصالح الاجتماعية، وما يتعلق بتحقيق الربح، وما يتعلق بالأعمال الخيرية، وما يتعلق بالمنافسة وما يتعلق بالتعاون، فالشريعة الإسلامية نجحت في تحقيق التوازن بين مختلف الحاجات والرغبات ووضعت الكل في الإطار المناسب، وهذا يؤكد أنه من الممكن تحقيق أهداف اقتصادية مهمة، وعلى رأس تلك الأهداف قضية إدارة المخاطر؛

ب- مبدأ التكامل: وهو مبدأ يحكم تطوير المنتجات المالية، حيث يمثل التكامل بين المصالح الشخصية مع الاعتبارات الموضوعية، بين تفضيلات الزمن والمخاطرة وبين توليد الثروة الحقيقية؛

ت- مبدأ الحل: وينطلق هذا المبدأ من قاعدة أن الأصل في المعاملات الحل والجواز، إلا إذا خالفت نصاً أو قاعدة شرعية، وبناء على هذا فإن قاعدة الحل هي الأساس للابتكار المالي، لكن بشرط أن يلتزم هذا الابتكار في حدود دائرة الحلال التي لها حدود واسعة، وأن يتعد عن دائرة المحظور والحرام المحصور في حدود ضيقة مقارنة مع دائرة الحلال الواسعة؛

ث- مبدأ المناسبة: المراد بالمناسبة هنا تناسب العقد مع الهدف المقصود منه، بحيث القصد مناسباً وملائماً للنتيجة المطلوبة مع الهدف المقصود منه، وهذا مدلول القاعدة الفقهية، " العبرة بالمقاصد والمعاني لا بالألفاظ والمباني".

- إن مبادئ الهندسة المالية تظهر ضرورة الهندسة المالية الإسلامية في مجالات ابتكارات، وهذا الاتجاه أحوج من يحتاج له علماء المالية أو التمويل الإسلامي في سعيهم الحثيث للتخلص من الأوراق المالية الربوية واستبدالها بأخرى توافق الشرع الإسلامي من حيث المنشأ والاستمرارية وكذلك استلهاهم المستجدات الأخرى التي قد يفرزها العصر<sup>1</sup>.

## ثانياً: خصائص وأهمية الهندسة المالية الإسلامية

### 1- خصائص الهندسة المالية الإسلامية

الصناعة المالية الإسلامية تهدف إلى إيجاد منتجات وأدوات مالية تجمع بين المصدقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية فالمصدقية الشرعية هي الأساس في كونها إسلامية، والكفاءة الاقتصادية هي الأساس في قدرتها على تلبية احتياجات الاقتصادية ومنافسة الأدوات التقليدية، ويمكن توضيحها كالتالي:

#### أ- المصدقية الشرعية

تعني المصدقية الشرعية أن تكون المنتجات الإسلامية موافقة للشرع بأكثر قدر ممكن، وهذا يتضمن الخروج من الخلاف الفقهي قدر المستطاع، إذ ليس الهدف الأساسي من الصناعة المالية الإسلامية ترجيح رأي فقهي على

<sup>1</sup> - محمد كريم قروف، مرجع سبق ذكره، ص: 13\_14.



آخر، وانما التوصل إلى حلول مبتكرة تكون محل اتفاق قدر الإمكان، وعليه ينبغي التفريق بين ما هو جائز شرعاً، وبين ما تطمح إليه الصناعة المالية الإسلامية،<sup>1</sup> فهي تطمح لمنتجات وآليات نموذجية، حيث أن الشرع قابل للتطبيق لكل زمان ومكان، أي أن الحلول التي تقدمها الهندسة المالية الإسلامية ينبغي أن تكون نموذجاً للاقتصاد الإسلامي<sup>2</sup>.

ويمكن تحديد ضوابط خاصة بالهندسة المالية الإسلامية كالآتي<sup>3</sup>:

- تحريم الربا أخذاً وعطاءً بأنواعه الثلاثة: ربا الفضل والنسيئة ورتبا الدينون؛ قال الله تعالى: ﴿ وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا ﴾ وقالى تعالى: ﴿ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنتُمْ مُؤْمِنِينَ فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ وَإِن تَبتم فَلِكُم رُؤُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلُمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ ﴾. سورة البقرة، الآية: 278\_279.

نقل القرطبي في تفسير هذه الآية أن الإمام مالكا قال إني تصفحت كتاب الله وسنة نبيه صلى الله عليه وسلم فلم أرى شيئاً أشر من الربا، لأن الله أذن فيه بالحرب<sup>4</sup>.

- تحريم الميسر\* والقمار\*\* وأكل أموال الناس بالباطل؛ قال الله تعالى: ﴿ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِنَّمَا الْخَمْرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْلَامُ رِجْسٌ مِنْ عَمَلِ الشَّيْطَانِ فَاجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ \* إِنَّمَا يُرِيدُ الشَّيْطَانُ أَنْ يُوقِعَ بَيْنَكُمُ الْعَدَاوَةَ وَالْبَغْضَاءَ فِي الْخَمْرِ وَالْمَيْسِرِ وَيَصُدَّكُمْ عَنْ ذِكْرِ اللَّهِ وَعَنِ الصَّلَاةِ فَهَلْ أَنْتُمْ مُنتَهُونَ ﴾ سورة المائدة، الآية 90-91.

وقال تعالى: ﴿ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالِكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ ﴾ سورة النساء، الآية 29.

- التيسير ورفع الحرج، أي بدون مشقة حيث جعل الله سبحانه وتعالى باب التعاقد مفتوحاً أمام العباد وجعل الأصل فيها الإباحة، ولم يضع من القيود إلا تلك التي تمنع الظلم أو تحرم أكل أموال الناس بالباطل؛

1- عبد الكريم قنودز، مرجع سبق ذكره، ص: 22.

2- صالح مفتاح، رمة عمري، مرجع سبق ذكره، ص: 228.

3- هناء محمد هلال الحنيطي، مرجع سبق ذكره، ص: 08.

4- على بن نايف الشحود، الباحث في القرآن والسنة، الفصل في أحكام الربا، الباب السابع، فوائد البنوك، 11:19\_2017/03/25، موقع الإطلاع:

<http://ekladata.com/WTgyB77QhxRMgB7zSBmwrTTT3Hc.pdf>

\* كل شيء فيه حظ فهو من الميسر، الميسر بصفة عامة: معناه الضرب بالقداح على الأموال والثمار، ولقد أجمع الفقهاء على تحريمه والسبب في ذلك كما ورد في القرآن الكريم أنه يلهي عن ذكر الله وعن الصلاة، ومن المنظور الاقتصادي الإسلامي فإنه كسب بدون جهد وبدون قيمة مضافة إلى الإنتاج القومي فلا يحقق تنمية بل يقود إلى التخلف وإلى أكل أموال الناس بالباطل. وللمزيد يرجى الاطلاع من موقع:

<http://forum.brg8.com/t70167.html>

\*\* القمار: معناه اللعب على عوض بأن يخرج كل واحد من اللاعبين مالاً على أن من غلب فله أخذ المالين، وهو حرام بالإجماع لأنه من صور أكل أموال الناس بالباطل.



- القيم والأخلاق في المعاملات المالية الإسلامية: يقوم الاقتصاد في الإسلام على العقود الشرعية الحاكمة، وهذه العقود الحاكمة تحكمها مجموعة من المبادئ والقيم الأخلاقية، وقد أكد النورسي على القيم الخلقية الإسلامية وضرورة إستيعابها فكرياً وسلوكياً، إذ ينطلق من قاعدة بناء المسلم الفرد ليستقيم المجتمع الإسلامي ككل ومن أهم القيم الإيجابية التي تناولها النورسي ما يلي: الإخلاص، والإخوة، والاستغفار، والاستقامة، والاقتصاد، والأمانة، والإنصاف، والإيثار والتنظيف، والتطهير، والتواضع، والعفة، والتوكل، والتساند، والتعاون، والتضحية والحب، والخير، والشجاعة، والسخاء، والصبر، والصدق، والعدل، والعزة، والعمل والكرامة، والكرم والمحبة، والوفاء والهمة<sup>1</sup>، ومن أهم المبادئ الأخلاقية في المعاملات المالية الإسلامية حسن المطالب وحسن القضاء والتيسير على المعسر، **يقول الله تعالى: ﴿ وَإِنْ كَانَ ذُو عُسْرَةٍ فَنَظِرَةٌ إِلَىٰ مَيْسَرَةٍ ﴾** سورة البقرة، الآية 280.

- تحريم الغرر\* بما في ذلك الجهالة والغبن والتدليس؛ عن أبي هريرة رضي الله عنه قال: نهي رسول الله - صلى الله عليه وسلم - عن بيع الحصة وعن بيع الغرر. أخرجه الإمام مسلم، وآخرون.

وقد أخرج مسلم النهي عن بيع الغرر من حديث أبي هريرة، وابن ماجه من حديث ابن عباس، والطبراني من حديث سهل بن سعد، ولأحمد من حديث ابن مسعود رفعه: **(لا تشتروا السمك في الماء فإنه غرر)**، وشراء السمك في الماء نوع من أنواع الغرر، ويلتحق به الطير في الهواء، والمعدوم والمجهول والآبق\*، ونحو ذلك.

- العمل على تحقيق الاستثمار الحقيقي وتحريم الاستثمار الوهمي حيث تقوم العقود الإسلامية على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة والاستثمار الحقيقي؛

- تحريم بيع ما لا يملك، نهي رسول الله 'صلى الله عليه وسلم' عن ذلك، روى أصحاب السنن عن حكيم بن حزام 'رضي الله عنه' أنه قال: أتيت رسول الله صلى الله عليه وسلم فقلت: يأتيني الرجل يسألني من البيع ما ليس عندي، أبتاع له من السوق ثم أبيع، قال: لا تبع ما ليس عندك. صححه الألباني<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - عبد الحميد محمود البعلی، الأخلاق المهنية في المؤسسات المالية الإسلامية - نطاقها ومتطلباتها والجزاءات المترتبة عن مخالفتها، الديوان الأميري، الطبعة الأولى، الكويت، 2006، ص: 68.

\* الحصة، منهم من يقول فيها: بعتك من هذه الأثواب ما وقعت عليه الحصة التي أزميتها، أو بعتك من هذه الأرض من هنا إلى ما انتهت إليه هذه الحصة.

\* الآبق: العبد الهارب من سيده.

\* الغرر: هو ما كان له ظاهر يُغَرُّ المشتري وباطن مجهول، ونقل عن الأزهری قوله: بيع الغرر: ما كان على غير عهدة ولا ثقة. وللمزيد من الإطلاع حول الغرر وأحكامه يرجى الإطلاع من موقع: 14:37\_2017/03/25.

<http://www.altawhed.net/article.php?i=792>

<sup>2</sup> - مركز الفتوي، تحريم بيع ما لا تملك والبدائل المتاحة، 14:46\_2017/03/25، موقع الإطلاع:

<http://fatwa.islamweb.net/fatwa/index.php?page=showfatwa&Option=FatwaId&Id=304981>

- التوازن، فيتطلب وجود العدالة في تحمل كل طرفي العقد لالتزاماته مقابل الحصول على حقوقه، وكذلك مراعاة الالتزام بالشروط فالمسلمون عند شروطهم، وموجب ذلك كله إلى حكمة الشريعة ورغبتها في قطع الطريق على النزاع والخصومة.

إن هذه الضوابط تؤكد على تطبيق المصادقية الشرعية، وهي أن تكون المنتجات والتصاميم المالية الإسلامية متوافقة مع مبادئ الدين الإسلامي، مما يؤدي إلى ثقة وقناعة العملاء بالمنتجات المالية الإسلامية التي تعتبر ترجمة عملية للقيم والمثل الراقية التي جاء بها الإسلام، بدون هذه المنتجات تظل المبادئ حبراً على ورق لا رصيد لها من الواقع، ويظل الواقع رهناً للأطماع الشخصية والنزعات الأنانية، ليس لأن الناس لا يحبون الخير والفضيلة، ولكن لأنهم لا يملكون حلقة الوصل بين القيم الفطرية النبيلة وبين التحديات العملية.

### ب- الكفاءة الاقتصادية

تتميز الهندسة المالية الإسلامية بالإضافة إلى المصادقية الشرعية بخاصية أخرى مناظرة لتلك التي تتميز بها الهندسة المالية التقليدية وهي الكفاءة الاقتصادية، والكفاءة الاقتصادية تعني قدرتها على تحقيق الربحية الملائمة وحسن التعامل مع المخاطر، مع مراعاة تيسير المعاملات وتخفيض تكلفتها قدر الإمكان،<sup>1</sup> وينبغي لمنتجات صناعة الهندسة المالية الإسلامية أن تكون ذات كفاءة اقتصادية عالية مقارنة بالمنتجات المالية التقليدية، ويمكن لهذه المنتجات زيادة الكفاءة الاقتصادية عن طريق توسيع الفرص الاستثمارية في مشاركة المخاطر، وتخفيض تكاليف المعاملات وتكاليف الحصول على المعلومات وعمولات الوساطة والسمسرة.<sup>2</sup>

- **الابتكار الحقيقي بدل التقليد:** يعتبر التنوع المتوفر في المنتجات المالية الإسلامية تنوعاً حقيقياً ليسو صورياً في كما في أدوات الهندسة المالية، حيث أن كل أداة من أدوات الهندسة المالية الإسلامية لها طبيعة تعاقدية وخصائص تميزها عن غيرها من الأدوات الأخرى، سواء تعلق الأمر بالمخاطر الضمانات أو التسعير، وهذا من منطلق أن المقصود بالهندسة المالية ما هو يلي مصلحة حقيقية للمتعاملين الاقتصاديين في الأسواق وليس مجرد عقد صوري من العقود الوهمية، وهذا ما يؤكد القيمة المضافة للابتكار.<sup>3</sup>

## 2- أهمية الهندسة المالية الإسلامية

تحتل الهندسة المالية الإسلامية بأهمية بالغة ويمكن إبراز أهم النقاط كالتالي:

- إن الأصل في المعاملات الإباحة، فلا يجوز المسارعة إلى تحريم صورة من صور المعاملات المستحدثة حتى يتبين أن الشريعة قد حرمتها؛

<sup>1</sup> - الكاتب الدكتور أشرف دوابة، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة المجتمع، 16:07\_2017/03/25، موقع الإطلاع:

<http://mugtama.com/misc/item/46081-2016-11-19-16-37-55.html>

<sup>2</sup> - صالح مفتاح، رمة عمري، مرجع سبق ذكره، ص: 228.

<sup>3</sup> - محمد الأمين خنيوة، حنان علي موسى، منتجات الهندسة المالية الإسلامية\_الواقع والتحديات ومناهج التطوير، مجلة الواحات للبحوث والدراسات

العدد12، جامعة غرداية، 2011، ص: 642.

- يؤدي البحث والتطوير في علم الهندسة المالية الإسلامية، إلى استكمال المنظومة المعرفية للاقتصاد الإسلامي، وبالتالي تتمكن من مواكبة التطورات الحاصلة في العلوم المالية والاستفادة منها، بدلاً من اتخاذ المواقف الحيادية اتجاهها، فلا يجوز المسارعة إلى تحريم صورة من صور المعاملات المستخدمة حتى يتبين أن الشريعة قد حرمتها، فإن تبين تحريمها لا تكفي بذلك بل يجب تقديم البديل، الأمر الذي يرفع الحرج والمشقة على جمهور المتعاملين المسلمين الذين يتعاملون بالمنتجات المالية التقليدية؛

- إن العبرة في المعاملات المالية للعلل والمقاصد حيث أن أحكام فقه المعاملات معللة وعللها مرتبطة بالحكم الشرعي وجوداً وعلماً بعكس فقه العبادات التي يجب التوقف فيها عند حدود النص، لذلك فعملية إلحاق العقود المالية المستجدة بأصول لها في الفقه الإسلامي مسترشدين بالعلة<sup>1</sup>؛

- يساعد علم الهندسة المالية الإسلامية في إيجاد الأطارات الإدارية، التي يتطلبها العمل المالي الإسلامي، والتي تجمع بين المعرفة الشرعية والخبرة المالية الإسلامية<sup>2</sup>؛

- معظم الأدوات التمويلية الموجودة هي تلك التي تم تطويرها منذ قرون مضت، وقد كانت تفي بحاجات المجتمعات آنذاك، لكن الحاجات التمويلية للأفراد والمؤسسات في الوقت الحاضر تتزايد بشكل مستمر، وهو ما يتطلب إيجاد ما يلبي تلك الحاجات التمويلية وذلك في إطار الالتزام بالحلال، وهنا تبرز أهمية الهندسة المالية الإسلامية في تحقيق ذلك<sup>3</sup>؛

- ابتكار منتجات مالية جديدة تتماشى مع حاجات العملاء والمتعاملين الاقتصاديين لحلال، والخروج عن نطاق استخدام المنتجات المالية الموجودة الحاليين في إطار الالتزام لتالي ضمان والتي تم صياغتها استجابة لحاجات معينة، لا تتماشى مع الشريعة الإسلامية و استمرارية النظام المالي ككل مع استفادة كل أجزائه<sup>4</sup>؛

- رفع الحرج والمشقة عن جمهور المتعاملين من المسلمين الذين يتعاملون بالعقود المالية بمستجداتها الحديثة، ولكي يكون للفقه الإسلامي حضور قوى على الساحة الاقتصادية بدلاً من تعطيله؛

- إن المعاملات المالية وإن كانت مقاصد المكلفين فيها لا تخرج (في الجملة) عن معاني الاكتساب وطلب الرزق وتنمية المال وقضاء الحوائج الدنيوية والأخروية، إلا أن السمة وسائلها التبدل والتغير والتطور بحسب الأمكنة والأزمنة، والأحوال والعبادات والأعراف الجارية... وهذا ما يستدعي عدم غلق باب الاجتهاد في تكييف العقود الموجودة أو تطويرها أو إيجاد أخرى مستحدثة لما في ذلك من رفع المشقة والحرج على الناس **يقول ابن تيمية رحمه الله:** " تصرفات العباد من الأقوال والأفعال نوعان: عبادات يصلح بها دينهم، وعبادات يحتاجون إليها في دنياهم، فباستقراء أصول الشريعة نعلم أن العبادات التي أوجبها الله وأحبها لا يثبت الأمر بها إلا بالشرع، وأما

<sup>1</sup> - عبد الكريم قندوز، مرجع سبق ذكره، ص: 39.

<sup>2</sup> - محمد الأمين خنيوة، حنان علي موسى، مرجع سبق ذكره، ص: 643.

<sup>3</sup> - عبد الكريم قندوز، مرجع سبق ذكره، ص: 40.

<sup>4</sup> - محمد الأمين خنيوة، حنان علي موسى، مرجع سبق ذكره، ص: 644.

العادات فهي ما اعتاده الناس في دنياهم مما يحتاجون إليه، والأصل فيه عدم الحظر".<sup>1</sup>

وعلى غرار أهميتها تسعى الهندسة المالية الإسلامية إلى تحقيق مجموعة من الأهداف، منها<sup>2</sup>:

- توفير منتجات مالية إسلامية ذات جودة عالية تعتبر كبديل شرعي للمنتجات المالية التقليدية تمتاز بالمصادقية الشرعية؛
- تحقيق الكفاءة الاقتصادية، والعمل على تقليل مخاطر الاستثمار بتنوع صيغه؛
- تحقيق عوائد مجزية للمستثمرين وتنوع مصادر الربحية؛
- الإسهام في إنعاش الاقتصاد وذلك بالاستفادة من رؤوس الأموال التي تعزف عن المشاركة في المشاريع التي تُمول ربوياً؛
- المساعدة في تطوير أسواق المال المحلية والعالمية من خلال إيجاد أوراق مالية إسلامية؛
- توفير حلول شرعية مبتكرة لإشكالات التمويل.

### المطلب الثاني: منتجات الهندسة المالية الإسلامية

لقد أفرزت الهندسة المالية الإسلامية مجموعة من المنتجات المالية التي يمكن أن تلبي الاحتياجات التمويلية والاستثمارية لمختلف المتعاملين، لقد كانت هذه المنتجات متنوعة بين منتجات أصلية تم استنباطها من مختلف كتب الفقه لتعكس جذور المالية الإسلامية المتوافقة وضوابط المعاملات المالية التي أقرتها آيات القرآن الكريم والأحاديث النبوية الشريفة، كما نجد المنتجات الأخرى التي تقوم على محاكاة المنتجات المالية التقليدية، مع إضفاء الصبغة الشرعية عليها، وتكييفها وفق ضوابط وأحكام الشريعة الإسلامية، لتحقيق بذلك نفس الأهداف التي ترمي إليها المنتجات التقليدية. ومن أبرز ما تحقق من خلال الهندسة المالية الإسلامية الصكوك الإسلامية، المشتقات المالية الإسلامية والتوريق (التصكيك)، وستتناول بالدراسة والتحليل من خلال هذا المطلب كل من: المشتقات المالية الإسلامية، والتوريق الإسلامي، مع تخصيص المطلب القادم\_المطلب الثالث\_ للصكوك المالية الإسلامية بالتحليل والتفصيل.

### أولاً: المشتقات المالية الإسلامية

عرفت أسواق الأوراق المالية الإسلامية تطوراً ملحوظاً من حيث نطاق التعاملات المالية أو من حيث حجم الإصدارات للأوراق المالية الإسلامية، كما كانت نتائج مؤشرات أسواق الأوراق المالية الإسلامية في الغالب إيجابية، ولتطوير أسواق الأوراق المالية يجب أن توفر الأسواق أدوات استثمار تتيح فرص استثمارية لجميع المتعاملين مع أكبر عوائد وبأقل مخاطر، وهذا لن يكون إلا بتطوير المنتجات المالية بواسطة الهندسة المالية الإسلامية.

<sup>1</sup> - عبد الكريم قندوز، مرجع سبق ذكره، ص: 41.

<sup>2</sup> - هناء محمد هلال الحنبطي، مرجع سبق ذكره، ص: 8\_9.

## 1- إمكانية إنشاء مشتقات مالية إسلامية

لقد اخترعت المشتقات المالية في الأصل لغرض الحيلة والحماية من الأخطار، مثل: تقلبات أسعار الفائدة وأسعار العملات وغيرها من المخاطر في عالم الاستثمار و المال، ذلك لأنها تسمح بتحويل قيمة الأصل أو الدين من طرف إلى آخر، وتعتبر المشتقات المالية التقليدية بشكلها الحالي محرمة شرعاً، وفي هذا الإطار انقسم الرأي الإسلامي حول المشتقات المالية إلى:

أ- **الفقه المحافظ:** يرفض استعمال المشتقات المالية بصفة عامة بسبب عدم مطابقتها لضوابط الشريعة الإسلامية وتسببها في الإختلالات في أسواق المال.

ب- **الرأي الآخر الإصطلاحي:** يرى أنه يمكن من خلال استخدام الهندسة المالية الإسلامية إيجاد بدائل للمشتقات المالية تحقق نفس مزايا المشتقات المالية التقليدية و تكون متوافقة و توجيهات الشرع الإسلامي<sup>1</sup>.

إن اختلاف الرأي الفقهي حول المشتقات يعود أساساً إلى تباين التفسيرات الفردية للعقود والأدوات المباحة شرعاً وإختلاط في المعلومات حول تقنيات المشتقات وهيكلتها، فالعديد من صناع القرار والمتعاملين في السوق المالي يجهلون العديد من المشتقات ومعاملاتها مما يحول دون التوصل إلى فهم موضوعي لمزايا وعيوب المشتقات، ويجب أن نعرف أن إستعمال المشتقات في ضوء الشريعة الإسلامية الغراء يمكن أن يجعلنا نستفيد من المزايا العديدة لهذه الأداة ومنها: قدرة المشتقات على تحويل الخطر وبالتالي تحقيق نوع من الاستقرار، كما يمكن أن تحسن إدارة السيولة وزيادتها بتكلفة منخفضة<sup>2</sup>.

إن تطوير مشتقات مالية إسلامية، أصبح ضرورة ملحة بالنسبة للتمويل الإسلامي و لكن تطويرها يجب أن تتوفر فيه الشروط التالية<sup>3</sup>:

- يجب أن تكون المشتقات متوافقة مع الشريعة الإسلامية؛
- البحث في صيغ التمويل الإسلامي وكيفية تنويعها<sup>4</sup>.
- يجب أن تكون قابلة للتداول في أسواق المال الدولية.

<sup>1</sup> - حنيوة محمد أمين، حنان على موسي، منتجات الهندسة المالية- الواقع والتحديات ومناهج التطوير-، 16:46\_2017/03/27، موقع الإطلاع:

<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2011/03>

<sup>2</sup> - آمال حاج عيسى، فضيلة حويو، المشتقات المالية من منظور النظام المالي الإسلامي، مداخلة ضمن الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية المصرفية- النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً-، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 6/5 2009، ص: 19.

<sup>3</sup> - حنيوة محمد أمين، حنان على موسي، مرجع سبق ذكره، 17:02\_2017/03/27، موقع الإطلاع:

<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2011/03>

<sup>4</sup> - آمال حاج عيسى، فضيلة حويو، مرجع سبق ذكره، ص: 20.



## 2- الإطار الشرعي لعقود المشتقات المالية

### أ- عقود الخيارات

- تعريف الخيار في الفقه الإسلامي<sup>1</sup>: الخيار لغة: اسم مصدره من الاختيار، والفعل منه اختار، وقول الرجل أنا بين خيرتين هو مصدر اختار أيضاً، قال الله تعالى: ﴿وَرَبُّكَ يَخْلُقُ مَا يَشَاءُ وَيَخْتَارُ مَا كَانَ لَهُمُ الْخِيَرَةُ﴾ الآية رقم 68 سورة القصص. وقول "خيرته بين الشيئين" أي: فوضت إليه الخيار، وفي البيع هو: طلب خير الأمرين بإمضاء البيع أو فسخه.

الخيار في الإصطلاح الفقهي: هو عبارة عن حق العاقد في فسخ العقد أو إمضائه؛ لظهور مسوغ شرعي، أو بمقتضى اتفاق عقدي، وعرفه صاحب أحكام المعاملات الشرعية الشيخ علي الخفيف بالآتي: 'هو ما يثبت لأحد العاقدين أو لغيرهما من الحق في إمضاء العقد أو فسخه بناء على اشتراط ذلك له'.

أما الاختيار فقد عرفه الحنفية بأنه: 'القصدي إلى أمر متردد بين الوجود والعدم داخل قدرة الفاعل بترجيح أحد الأمرين على الآخر'. ولخص هذا التعريف ابن عابدين\* بقوله: 'الاختيار هو: قصد إلى الشيء وإرادته'.

ويعرف عقد الخيار في الاقتصاد المعاصر<sup>2</sup>: هو عقد يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية في تاريخ لاحق، وبسعر يحدد وقت التعاقد، على أن يكون لمشتري الاختيار الحق في التنفيذ من عدمه، وذلك في مقابل مكافأة يدفعها للبائع، والذي يطلق عليه محرر الاختيار.

- التكييف الشرعي لعقود الخيارات: سوف لن نبحث كل التكييفات الفقهية بل نكتفي بالتناول التكييف الأبعد عن الخلاف الفقهي، حيث تصل خيارات العقود في الفقه الإسلامي إلى ثلاثة وثلاثون نوعاً، وأشبه الخيارات الفقه الإسلامي بالخيار الاقتصادي هو خيار الشرط لذلك نحاول القول فيه: تعريفه\_وحكم شرعيته، بالإضافة إلا التطرق: عقد الشراء هو بيع عربون، وعقد خيار البيع هو التزام أو ضمان أو كفالة كالآتي:

الخيارات في إطار بيع العربون وخيار الشرط: خيار الشرط، يدخل الشخص في العقد اللازم 'البيع أو الإجارة أو الاستصناع'، ويشترط لنفسه حق الفسخ بإرادته المنفردة خلال مدة معلومة؛ وهو ما يتيح الفرصة للتحوط في الحصول على سلعة يُؤمل الربح منها، وله الحق في عرض محل الخيار لطرف آخر خلال مدة العقد دون أن يكون هناك اقتران بالربح لأن ذلك يُسقط الخيار؛ ويقول الدكتور هشام السعدي خليفة بدوي بخصوص خيار الشرط

<sup>1</sup> - هشام السعدي خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية\_دراسة فقهية إقتصادية مقارنة\_، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الاسكندرية، 2011، ص: 93\_96.

\* ابن عابدين 1784\_1836 هو: محمد أمين بن عمر بن عبد العزيز عابدين الدمشقي: فقيه الديار الشامية وإمام الحنفية في عصره، مولده ووفاته في دمشق، من بين مؤلفاته الآتي: 'نسمات الأسحار على شرح المنار'، و'العقود الدرية في تنقيح الفتاوى الحامدية'.

<sup>2</sup> - هشام السعدي خليفة بدوي، مرجع سبق ذكره، ص: 99.



يتضح أن خيار الشرط في اصطلاح الفقهاء<sup>1</sup>، هو أن يكون لكل المتعاقدين أو لأحدهما أو لأجنبي حق إمضاء العقد أو فسخه في مدة معلومة عند اشتراطهما لذلك، وأن إضافة الخيار للشرط من إضافة الشيء إلى سببه، أي أن الشرط هو سبب الخيار، ولذلك سمي بخيار الشرط، أو شرط الخيار كما عبر بذلك الفقهاء<sup>2</sup>.

وبخصوص مشرعية خيار الشرط: اتفق الفقهاء على جواز الأخذ بخيار الشرط، لحديث ابن عمر رضي الله عنهما أن رجلاً ذكر للنبي صلى الله عليه وسلم أنه يُخَدَعُ في البيوع، فقال له: " إذا بايعت فقل: لا خِلاَبَةَ (أي لا خديعة) " رواه البخاري ومسلم.

ومن شرائط قيام الخيار<sup>3</sup>: اتفق الفقهاء على: أنه لا بدّ من تقييد الخيار بمدة معلومة مضبوطة من الزيادة والنقصان، فلا يصحّ اشتراط خيار غير مؤقّت أصلاً، وختلفت المذاهب في مدة الخيار اختلافاً كثيراً، يمكن حصره في الاتجاهات الفقهيّة التالية:

- أبو حنيفة والشافعي: التّحديد بثلاثة أيّام مهما كان المعقود عليه، مع المنع من تجاوزها؛
- المالكية: التّفويض للمتعاقدين في حدود المعتاد؛
- أحمد: التّفويض للمتعاقدين مطلقاً.

وما يثبت فيه خيار الشرط: في كل العقود اللازمة القابلة للفسخ؛ لأنّ فائدته إنّما تظهر فيها فقط، وينتهي خيار الشرط بإمضاء العقد بإجازته، أو بمضّيّ مدّة الخيار دون فسخ أو بفسخ العقد.

إنّ تشريع الخيارات - في الفقه الإسلامي - من تيسيرات الشريعة الإسلامية الغراء، ومن رحمة الله بعباده المؤمنين ﴿يُرِيدُ اللَّهُ بِكُمُ الْيُسْرَ وَلَا يُرِيدُ بِكُمُ الْعُسْرَ﴾ سورة البقرة\_ الآية 185.

- بيع عربون: يعتبر العربون جزءاً من ثمن السلعة، يدفعه المشتري للبائع تعويضاً عن حبسه لسلعته، حيث يدخل ضمن الثمن المتفق عليه في العقد في حالة التنفيذ، ويكون حقاً للبائع إذا تنازل المشتري عن حقه في التنفيذ<sup>4</sup>.

وبخصوص مشروعية بيع عربون: اختلف الفقهاء في بيع العربون فمنهم من أحازه كعمر وابنه عبد الله وسعيد بن المسيب وابن سيرين ومجاهد ونافع بن الحارث وزيد بن أسلم والإمام أحمد، ومنهم من منعه كمالك والشافعي

<sup>1</sup> - لعمش أمال، شرطي سارة، أهمية منتجات الهندسة المالية في الصناعة المصرفية الإسلامية\_ تجربة مصرف الإمارات الاسلامي في اصدار صكوك الاجارة، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 6/5 ماي 2014، ص: 11.

<sup>2</sup> - هشام السعدني خليفة بدوي، مرجع سبق ذكره، ص: 108.

<sup>3</sup> - محمد خيار الشعال، ملخص مكثف في خيارات البيع، الدورة الثالثة في فقه المعاملات، 13:51\_2017/03/28، موقع الإطلاع:

<http://www.dr-shaal.com/download/4864.pdf>

<sup>4</sup> - لعمش أمال، شرطي سارة، مرجع سبق ذكره، ص: 12.

وأصحاب الرأي ويروي ذلك عن ابن عباس والحسن، ومذهب ثالث وسط بين النقيضين: أن منهم من كرهه كعطاء وطاووس، أخرج ابن أبي شيبة عن عطاء وعن ابن طاووس عن أبيه أنهما كرها العربان في البيع<sup>1</sup>.

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

- عقد خيار البيع هو التزام أو ضمان أو كفالة: الأرجح من أراء الفقهاء جواز أخذ الأجرة على الالتزام أو الضمان أو الكفالة، لقوة الأدلة خاصة مع وجود معاملات مالية تبتعد بالكفالة عن عقود التبرعات، و يتحقق من خلالها مصالح ومكاسب لطرفي المعاملة أو بما لا يخالف المقاصد الشرعية، وقياساً على هذا الحكم يمكن القول بجواز خيار البيع إذ خلا من المخالفات الشرعية الأخرى، 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 بضمن هذه الأوراق بشرائها إذا رغب الطرف الأول<sup>3</sup>.

#### ب- المستقبلات في إطار عقد السلم

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

#### ت- العقود الآجلة الإسلامية

لقد كيفت العقود الآجلة على أساس عقد السلم الذي يتفق فيه الطرفان على التعاقد على بيع بضمن معلوم يتأجل فيه تسليم السلعة الموصوفة بالذمة وصفاً مضبوطاً إلى أجل معلوم، على أن لا يكون كلا البديلين مؤجلين<sup>4</sup>، وعند الاستحقاق على المشتري دفع الثمن المتفق عليه مسبقاً، وعلى البائع أن يسلم الأصل في المكان المحدد، وهو في جوهره شراء مؤجل لسلع موصوفة بضمن متفق عليه وفي الزمان والمكان المتفق عليها للتسليم.

<sup>1</sup> - فائزة أحمد، يوسف صيام، بيع العربون، بحث مقدم ضمن مساق: النظام الاقتصادي في الإسلام، دراسات إسلامية معاصرة، كلية الدراسات العليا، جامعة القدس، فلسطين، 2007، ص: 04.

<sup>2</sup> - سامي بن إبراهيم السويلم، مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2011، ص: 92.

<sup>3</sup> - صالح مفتاح، ربة عمري، مرجع سبق ذكره، ص: 233.

<sup>4</sup> - لعمش أمال، شرطي سارة، مرجع سبق ذكره، ص: 11-12.

وحيث أن الغاية من هذا العقد هي حماية الأصول من التغيير غير المتوقع وغير المرغوب، فإنه لا بُدَّ توفّر الشروط الآتية<sup>1</sup>:

- يجب تبادل السلعة والتمن في زمن الاستحقاق فقط؛
- التمن يمكن أن يكون حق انتفاع أو ديناً مستحق الأداء في يوم التسوية؛
- السلعة يجب أن تكون مثلية لا قيمة؛
- جميع المواصفات المؤثرة في ثمن السلعة يجب أن تكون معلومة ومُتفقاً عليها؛
- كمية السلعة وقيمتها يجب أن يكونا معلومين ومتفقاً عليهما؛
- ليس من الضروري أن يكون بائع السلعة منتجة لها (حالة السلع الزراعية مثلاً)؛
- السلعة والتمن يجب أن يكونا غير ربويين.

**حكم بيع السلع بأجل:** أجازت الشريعة الإسلامية بيع السلع ذات التسليم الحالّ بأثمان مؤجلة ولو بتمن أعلى من التمن الحال، كأن يعرض البائع ثمنين على المشتري أحدهما حالاً والآخر مؤجل، فيقول بعتك هذا بعشرة حالاً أو بخمسة عشر إلى أجل، ولا خلاف بين الفقهاء في مشروعية ذلك إذا جرى الاتفاق على أحد الأثمان المعروضة، كما أجازت الشريعة بيع سلع مؤجلة التسليم بأثمان حالة، وهو بيع السّلم، وهو عكس البيع بتمن آجل؛ أي يُدفع التمن في مجلس العقد ويتأخر تسليم السلع إلى أجل مستقبلي محدد، أما تأجيل دفع التمن والمبيع معاً فهذا ما لم تجزه الشريعة الإسلامية الغراء، وفي ذلك نص الحديث "نهى النبي صلى الله عليه وسلم عن بيع الكالئ بالكالئ" أي المؤجل بالمؤجل<sup>2</sup>. وتسميه المالكية 'ابتداء الدين بالدين' ويرى ابن القيم 'رحمه الله' أنه هو الوحيد المحرم من أشكال بيع الدين، ويعلل ابن القيم 'رحمه الله' حرمة هذا البيع بأن الغرض من عقد البيع هو التملك، وبيع الدين لا يحقق هذا الغرض وفيه شغل لذمة الطرفين بدون فائدة<sup>3</sup>.

### ثانياً: التوريق الإسلامي

**1- التورق:** التورق هو صيغة للحصول على السيولة، وهو أن يشتري شخص السلعة إلى أجل، ليبيعهها ويأخذ ثمنها لينتفع به، ويتوسع فيه، كأن يحتاج إلى نقود، والتورق نسبة إلى الورق، وسمي بذلك لأن المشتري الذي يشتري السلعة لا يقصد السلعة إنما يقصد الورق وهو الفضة، أي أنه يريد النقود لا السلعة، وهو مثال لهندسة مالية غير كفئة، لكن يوجد في **الفقه الإسلامي** ما يغني عن هذه الصيغة، بصورة أكثر كفاءة وأكثر مشروعية، وذلك من

<sup>1</sup> - عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، مستقبلات مقترحة متوافقة مع الشريعة، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، المجلد 15، 2003، ص: 36.

<sup>2</sup> - عبد العظيم أبوزيد، التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، مجلد 27، 2014، ص: 13\_12.

<sup>3</sup> - عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، مرجع سبق ذكره، ص: 37.

خلال عقد السلم<sup>1</sup> 'وقد أشرنا إليه سابقاً، حيث يقبض المحتاج للسيولة النقدية مقدماً مقابل سلعة في الذمة مؤجلة، وإذا كان الدائن تاجراً كان السلم محققاً لمصلحة الطرفين: البائع الراغب في السيولة ينتفع من خلال الحصول على النقد دون إجراءات إضافية، والمشتري التاجر، ينتفع من خلال ضمان حصوله على سلعة تدخل في نطاق تجارته، بذلك يمكن للتاجر توظيف فائض السيولة لديه في مجال الائتمان، وإذا كان المشتري ممولاً، فيمكنه استخدام السلعة في البيع الآجل، وبذلك تكتمل الدورة التجارية للممول، فيشتري السلعة سلفاً، ثم بعد قبضها يبيعها بالآجل، وهذا سيعطي الممول فرصة أفضل لتنويع محفظته الاستثمارية، بدلاً من أن تكون جميعها ديوناً نقدية، يكون بعضها نقدياً وبعضها سلفياً، و التنويع كما هو معلوم من أفضل الطرق لتجنب المخاطرة<sup>2</sup>.

## 2- التوريق

هناك فرق بين التوريق التقليدي والإسلامي حيث أن: التوريق التقليدي هو تحويل الديون إلى أوراق مالية (سندات) متساوية القيمة قابلة للتداول، وتمثل هذه السندات ديناً بفائدة لحاملها في ذمة مصدرها، ولا يجوز إصدار هذه السندات ولا تداولها شرعاً، أما التوريق الإسلامي Islamic Securitization هو إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون) قائمة فعلاً، أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه<sup>3</sup>. ويبين الجدول الآتي أهم الفروق بين التوريق التقليدي والتوريق الإسلامي:

### الجدول رقم 10: أهم الفروق بين التوريق التقليدي والتوريق الإسلامي

التوريق الإسلامي	التوريق التقليدي	عنصر المقارنة
1990	1970	تاريخ التطبيق
ملكية حصة شائعة من أصول	مديونية مضمونة بأصول	العلاقة بين المصدر والمستثمر
العائد من استثمار الأصول	سعر الفائدة	مصدر العائد
يعتمد ذلك على طبيعة الأصول	قابلة للتداول	قابلية التداول
تعتمد على صيغة استثمار الأصول	منخفضة	درجة المخاطرة
طويلة المدى واسعة الرؤية	قصيرة المدى وضيقة الرؤية	أهداف المستثمر
يساهم في نمو الاقتصاد الحقيقي	يساهم في نمو الاقتصاد المالي	المساهمة في نمو اقتصادي

المصدر: منى خالد فرحات، توريق الدين التقليدي والإسلامي\_دراسة مقارنة\_، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 29، العدد

الأول، 2013، ص: 229.

<sup>1</sup> - بوحدوني وهيبية، منتجات الهندسة المالية\_واقع وآفاق\_، مداخلة ضمن ملتقى صفاقس الدولي الرابع حول: المالية الإسلامية\_الهندسة المالية الإسلامية بين الضوابط الشرعية والمستحقات الربحية والمقاصد التنموية، صفاقس، الجمهورية التونسية، 28/27 أبريل 2016، ص: 08.

<sup>2</sup> - سامي بن إبراهيم السويلم، صناعة الهندسة المالية\_ نظرات في المنهج الإسلامي\_، مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، بيت المشورة، الكويت، 2004، ص: 22.

<sup>3</sup> - منى خالد فرحات، مرجع سبق ذكره، ص: 228.

**3- أهمية التوريق الإسلامي:** يعتبر التوريق من منتجات الهندسة المالية وهو يعتبر عملية تمويلية متطورة، وعملية التوريق الإسلامي من الحلول العملية لتفعيل الأسواق المالية وأداة احترازية، كذلك يمكن الاستفادة منها في تطوير الأسواق المالية العربية الإسلامية وحمايتها من الأزمات المالية، فعملية التوريق إحدى الأدوات المالية قصيرة الأجل الهامة التي يمكن الاستفادة بها في توفير متطلبات السيولة، إلى جانب إدارة مخاطر المعاملات المالية<sup>1</sup>.

وتجدر الإشارة إلى وجود فرق بين مصطلحي التورق والتوريق (التسنييد أو التصكيك)، فهما عمليتان مختلفتان وفي تعريف لهما، يقول رئيس الهيئة الشرعية الموحدة لمجموعة البركة المصرفية وعضو مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدكتور عبد الستار أبو غدة أن التورق هو 'حال لغير من اشترت منه، وإحدى الوسائل المشروعة للحصول على السيولة، وقد صدر قرار من المجمع الفقهي الإسلامي لرابطة العالم الإسلامي بمشروعته<sup>1</sup> أما التوريق أو التصكيك أو التسنييد المقبول شرعاً<sup>1</sup> هو تحويل الموجودات العينية أو المنافع إلى صكوك قابلة للتداول، ويحتاج بعض القيود والإجراءات لتحقيق الضوابط الشرعية التي تقوم على أساس ملكية المستثمر أصولاً داخلة للدخل الذي يمثل عائد السند<sup>2</sup>.

#### 4- الحكم الشرعي للتوريق: نبين فيما يلي الحكم الشرعي للتوريق<sup>3</sup>:

- **توريق الدين النقدي:** اتفق الفقهاء على عدم جواز توريق الدين، وعدم جواز تداوله في السوق الثانوية، سواء أبيع بنقد معجل من جنسه، حيث يكون من قبل حسم الكمبيالات وينطوي على ربا<sup>4</sup> الفضل والنساء<sup>5</sup>، أم يبيع بنقد معجل من غير جنسه، لاشتماله على ربا النساء<sup>6</sup> لسريان أحكام الصرف عليه، ولا يجوز توريق دين المراجعة المؤجل وتداوله في السوق الثانوية، أو عن طريق البيع المباشر بنقد معجل أقل منه، إذ يُعد ذلك من الربا.

- **توريق الدين السلعي:** اتفق الفقهاء على جواز توريق الدين السلعي.

<sup>1</sup> - حنيوة محمد أمين، حنان على موسي، مرجع سبق ذكره، 17:09\_2017/03/29، موقع الإطلاع:

<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2011/03>

<sup>2</sup> - رزان عدنان، التوريق الإسلامي\_شراء ديون أو تدفقات نقدية أو موجودات مالية وبيعها للمستثمرين كسندات التوريق الإسلامي\_، جريدة القبس الكويتية، العدد 12343، 2007، ص: 6\_7.

<sup>3</sup> - منى خالد فرحات، مرجع سبق ذكره، ص: 231.

\* **الربا في الإسلام نوعان:** ربا ديون (ربا نسيئة)، و ربا بيع. و ربا البيوع نوعان: ربا فضل، و ربا نساء. فصار الربا ثلاثة أنواع: فضل، نساء، نسيئة. ربا الفضل: هو الزيادة في مبادلة بدلين متماثلين معجلين، مثل: 100 غ ذهب معجلة بـ 110 غ معجلة. هنا 10 غ ربا فضل. و ربا النساء: هو فضل التعجيل على التأجيل، مثل: 100 غرام ذهب معجلة بـ 100 غرام ذهب مؤجلة. فالذي يقبض الـ 100 المعجلة أربى على من يقبض الـ 100 المؤجلة، لأن المعجل خير من المؤجل. و ربا النسيئة هو الزيادة في مقابل التأجيل، مثل: 100 غ ذهب معجلة بـ 110 غ ذهب مؤجلة.

\* **ربا النساء في البيع وفي القرض**

100 غ ذهب معجلة بـ 100 غ ذهب مؤجلة لا تجوز بيعاً، وتجوز قرضاً. ذلك لأن البيع يقوم على العدل، وليس من العدل أن يعجل أحد الطرفين بدله، ويؤجل الطرف الآخر بدله. فلا مساواة بين المعجل والمؤجل، إذا تساوى في المقدار. أما القرض فيقوم على الإحسان، ومن الإحسان أن يعجل المقرض بدله، ويؤجل المقرض بدله. فـ 100 غ ذهب يقرضها المقرض إلى المقرض، ويردّها المقرض إلى المقرض 100 غ، فيها ربا نساء لصالح المقرض. وهذا جائز في القرض، لأن القرض إحسان، وردّ القرض بمثله بلا زيادة على المقرض إنما ينسجم مع هذا الإحسان. والإحسان جزاؤه الثواب.



## 5- بعض المنافع الاقتصادية لعملية التوريق<sup>1</sup>:

- رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها، عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرة أخرى؛
- انحسار احتمالات تعرض المستثمرين للأخطار المالية، وإنعاش سوق القروض الراكدة؛
- تنشيط سوق المال من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة، وتنويع المعروض فيها من منتجات مالية، وتنشيط سوق تداول السندات، وتنشيط السوق الأولية في بعض القطاعات الاقتصادية، مثل العقارات والسيارات؛
- التوريق أداة تساعد على الشفافية، وتحسين بنية المعلومات، وتوفير العملات الأجنبية في حالة التوريق عبر الحدود.

## المطلب الثالث: الصكوك المالية الإسلامية

برزت الصكوك كأحد الأدوات المالية الحديثة المبتكرة للهندسة المالية الإسلامية، وما أضافته في سوق الأوراق المالية من حركية، وتعد من أبرز منتجات الصناعة المالية الإسلامية، وذلك باعتبارها من أفضل وسائل اجتذاب المدخرات الحقيقية، وقد برزت كمفهوم جديد للورقة المالية التي يتم تداولها في الأسواق المالية، وفق قواعد وأحكام الشريعة الإسلامية الغراء وبذلك فقد تميزت عن غيرها بخصائص لا تتوفر في سواها، وبأنواع مختلفة مبنية بالأساس على صيغ التمويل الإسلامي، ومحاولة التوضيح أكثر نحاول الإمام بالفروع التالية:

- تعريف الصكوك الإسلامية وأهميتها؛
- خصائص الصكوك الإسلامية وأنواعها.

## أولاً: تعريف الصكوك الإسلامية وأهميتها

1- تعريف الصكوك: تعددت التعاريف فيما يخص الصكوك ويمكن حصر بعض التعاريف كالآتي:  
الصكوك في اللغة: جاء في مختار الصحاح صكه ضربه .. قال الله تعالى: ﴿ فَصَكَّتْ وَجْهَهَا ﴾\* ، والصك: كتاب وهو فارسي معرب، والجمع أصك، وصكاك وصكوك.  
وقال النووي: الصكوك والصكاك جمع صك وهو الورقة المكتوبة بدين ويجمع أيضا على صكوك، والمراد هنا الورقة التي تخرج من ولي الأمر بالرزق لمستحقه بأن يكتب فيها للإنسان كذا وكذا من طعام أو غيره<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - عمار بوطكوك، دور التوريق في نشاط البنك\_حالة بنك التنمية المحلية\_، مذكرة مقدمة كجزء لنيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2008/2007، ص: 16.

\* القرآن الكريم، سورة الذاريات، الآية 29.

<sup>2</sup> - كمال توفيق خطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 ماي\_3 جوان 2009، ص: 07.



أما اصطلاحاً: يقصد بالصكوك الإسلامية: تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول ومن ثم بيعها في الأسواق المالية مع مراعاة ضوابط التداول<sup>1</sup>.

وقد عُرِّفت صكوك التمويل الإسلامي من قبل هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأنها: وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أُصدرت من أجله<sup>2</sup>.

وتعرف على أنها: أدوات مالية إسلامية، في شكل وثائق أو شهادات اسمية أو لحاملها، وتصدر بموجب عقود شرعية وضوابط، تفصل مالكيها ومصدرها، ويجدد العقد شروط إدارتها وتداولها، وتصدر الصكوك مستندة إلى أصول حقيقية أو منافع أو خدمات، وتعطي لصاحبها ملكية جزئية في هذه الأصول والخدمات والمنافع، وهي قابلة للتداول<sup>3</sup>.

ويعرف مجلس الخدمات المالية الإسلامية: الصكوك جمع صك ويشار لها عادة بـ 'سندات إسلامية'، ويمثل كل صك حق ملكية لنسبة مئوية شائعة في موجودات عينية أو مجموعة مختلطة من الموجودات العينية وغيرها، وقد تكون الموجودات في مشروع محدد أو نشاط استثماري معين وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية<sup>4</sup>. وانطلاقاً مما سبق يمكن اعتبار الصكوك الإسلامية على أنها: وثائق متساوية القيمة تمثل حصص شائعة في ملكية أو نشاط استثماري مُباح شرعاً، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية مع الالتزام بالضوابط الشرعية.

## 2- أهمية الصكوك المالية الإسلامية

لقد ازدادت أهمية إصدار الصكوك الإسلامية نتيجة العديد من العوامل، من أبرزها:

- الوصول بفكرة الصكوك الإسلامية إلى مستوي التداول العالمي يوضح مدى سعة وحكمة وتكامل النظام الإسلامي<sup>5</sup>؛
- تصكيك الأصول من أفضل الوسائل للحصول على رأس مال كافٍ وبكلفة مناسبة؛

<sup>1</sup> - بوخدوني وهيبية، مرجع سبق ذكره، ص: 15.

<sup>2</sup> - علاء الدين زعتري، الصكوك الإسلامية\_تحديات، تنمية، ممارسات دولية\_، بحث مقدم لورشة العمل التي أقامتها شركة BDO، عمان، المملكة الأردنية، 18\_19/07/2010، ص: 09.

<sup>3</sup> - محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية\_دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية\_، رسالة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2013/2012، ص: 76.

<sup>4</sup> - حكيم براضية، التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، مذكرة مقدمة ضمن نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: محاسبة ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسنية بن بوعلى، الشلف، 2011/2010، ص: 88.

<sup>5</sup> - بوخدوني وهيبية، مرجع سبق ذكره، ص: 16.

- تتيح الصكوك إشراك أكبر عدد ممكن من المستثمرين أفراد أو مؤسسات أو حكومات، وتعتبر من الأدوات المالية الأكثر أمناً للكثير من المؤسسات وجمهور المتعاملين، وذلك بسبب الإجراءات الاحتياطية للهيئات الرقابية للأسواق المالية على المؤسسات المصدرة<sup>1</sup>؛
- إن سرعة عمليات التصكيك على المستوى الدولي ترجع إلى تزايد استغلال التكنولوجيا وتوليد المعلومات من خلال الشبكات الدولية الواسعة والحواسيب فائقة السرعة، حيث يمكن للمؤسسات المالية التعرف بشكل دقيق على فرص الاستثمار عن ملايين الأصول المالية المبعثرة حول العالم خلال فترة وجيزة وبأقل كلفة<sup>2</sup>؛
- الصكوك المالية الإسلامية تُنمي جانب الطلب على السيولة النقدية في سوق الأوراق المالية، وهو جانب مهم في تنمية هذه السوق، حيث أن أهم محرك للأموال في أي نظام مالي هو جانب الطلب، والذي يتكون من الأدوات المالية ذاتها؛
- تنوع الصكوك الإسلامية من حيث نوع النشاط والآجال يُمكن سوق الأوراق المالية من استيعاب فئات جديدة من أصحاب المدخرات الذين ظلوا مبتعدين عن السوق بسبب تقيدهم بالأحكام الشرعية، فالصكوك الإسلامية فتحت المجال أمام فئات في المجتمع كانت تمتنع عن استثمار أموالها في المعاملات والأدوات التي لا تراعي الضوابط الشرعية كالسندات التقليدية، وبالتالي فهذه الصكوك تعد صيغة بديلة لتلك المعاملات والأدوات المالية وتحقق مقاصد شرعية وفق منهج قائم على العدل وحفظ الحقوق<sup>3</sup>؛
- تهيئة المناخ لتطوير سوق مالية إسلامية، وما ينتج عنه من تداول وتسييل الصكوك ما يساعد على اجتذاب للأموال<sup>4</sup>.

### ثانياً: خصائص الصكوك الإسلامية وأنواعها

- 1- **خصائص الصكوك الإسلامية وعيوبها:** تتمثل خصائص هذه الأنواع من المنتجات المالية في أنها:
  - عبارة عن وثائق تصدر باسم مالكيها بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكيها في الأصول الصادرة بموجبها، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك لتيسير شراء وتداول هذه الصكوك<sup>5</sup>؛

<sup>1</sup> - محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص: 85.

<sup>2</sup> - كمال توفيق خطاب، مرجع سبق ذكره، ص: 10.

<sup>3</sup> - معطى الله خير الدين، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، مداخلة تدخل ضمن الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق

التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة، يومي 3\_4 ديسمبر 2012، ص: 250.

<sup>4</sup> - محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص: 86.

<sup>5</sup> - صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى: مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري،

دي، 31/5/2009، 6/03، ص: 13.

- الصكوك تقوم على المشاركة في الربح والخسارة، حيث يتحصل حامل الصك الاستثماري، على حصة من الربح حسب ملكيته أو حسب ما نصت عليه نشرة الإصدار، وليس على قيمة محددة معلومة مسبقاً وإلا كانت شبيهة بالسندات التقليدية، وفي نفس الوقت حسب مبدأ المشاركات لقواعد المالية الإسلامية، حيث يلتزم صاحب الصك بتحمل أخطار الاستثمار كاملة في حال تعرض المشروع للخسارة فحملة الصكوك كلٌّ حسب حصته، يشارك في هلاك أو تلف المال<sup>1</sup>؛
- تصدر وتتداول وفق شروط والضوابط الشرعية الإسلامية، حيث تُخصص حصيلة الصكوك للإستثمار في مشاريع تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما أنها تقوم على أساس عقود شرعية وفقاً لصيغ التمويل الإسلامية كالمشاركات والمضاربات وغيرها، بضوابط تنظم إصدارها وتداولها<sup>2</sup>؛
- شروط التعاقد تحددها وثيقة إصدار الصك، وهي تشمل على البيانات والمعلومات المطلوبة شرعاً في التعاقد<sup>3</sup>؛
- انتفاء ضمان المدير (المضارب أو الوكيل أو الشريك) لا يتحمل الخسارة إلا في حالة ثبوت تقصيره أو تعديه وهو في نفس الوقت لا يضمن رأس المال لحامل الصك، فهذه الصيغة التي تدار بها السندات 'تطبق مبدأ الضمان' عكس الصكوك الإسلامية التي لا تضمن رأس مال حامل الصك<sup>4</sup>؛
- عدم قبول التجزئة، بمعنى أن الصك لا يتجزأ في مواجهة الشركة، وفي حالة أيلولة الصك الواحد لشخصين أو أكثر بسبب الإرث أو نحوه، فإنه لا بد من الاتفاق على من يمثلهم أمام الشركة شخص واحد<sup>5</sup>؛
- إن أساس الصكوك الإسلامية التوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية الغراء، من حيث الأنشطة والاستثمارات التي تعمل فيها، أو من حيث العلاقة بين أطرافها، فلا تتضمن دفع فائدة محددة مقابل التمويل، أو غير ذلك من المحظورات الشرعية في المعاملات.

**وبخصوص عيوبها:** بالرغم من المنافع الاقتصادية التي تحققها عملية التصكيك، إلا أن إجراءاتها وتنفيذها يمكن أن تكون معقدة ومُكَلِّفة ومستغرقة للوقت، وهناك بعض الاعتبارات يجب مراعاتها عند عملية التصكيك، وهي: قد تكون تكاليف التصكيك مرتفعة، فالتكلفة لا تشمل فقط تكلفة التمويل بحد ذاته، وإنما تتعدى ذلك، فهي تشمل تكلفة وقت الإدارة والتنظيم، والتوثيق اللازم لها، أيضاً توفير الإمكانيات الإدارية والبشرية، قد يشكل عبئاً

<sup>1</sup> - فؤاد محمد أحمد محسين، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، 2009، ص: 19.

<sup>2</sup> - بوخدوي وهيبية، مرجع سبق ذكره، ص: 17.

<sup>3</sup> - عبد الملك منصور المصعبي، العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على مستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جيدة، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31/5\_6/03، 2009، ص: 11.

<sup>4</sup> - عبد الله بن محمد المطلق، الصكوك، ندوة الصكوك الإسلامية (عرض وتقوم)، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 26/24 ماي 2010، ص: 14.

<sup>5</sup> - علي محي الدين، بحث في فقه البنوك الإسلامية\_دراسة فقهية واقتصادية\_دار البشائر الإسلامية، الطبعة الأولى، بيروت، 2002، ص: 339.

مالياً كبيراً خاصة في غياب التشريعات القانونية الذي يعمل على حماية المستثمرين، وهذا يؤدي إلى تقليل فرص التوسع في عمليات التصكيك، الأمر الذي قد يشكل عائقاً حقيقياً أمام البنوك الإسلامية للدخول في مجال الصكوك كمصدر<sup>1</sup>.

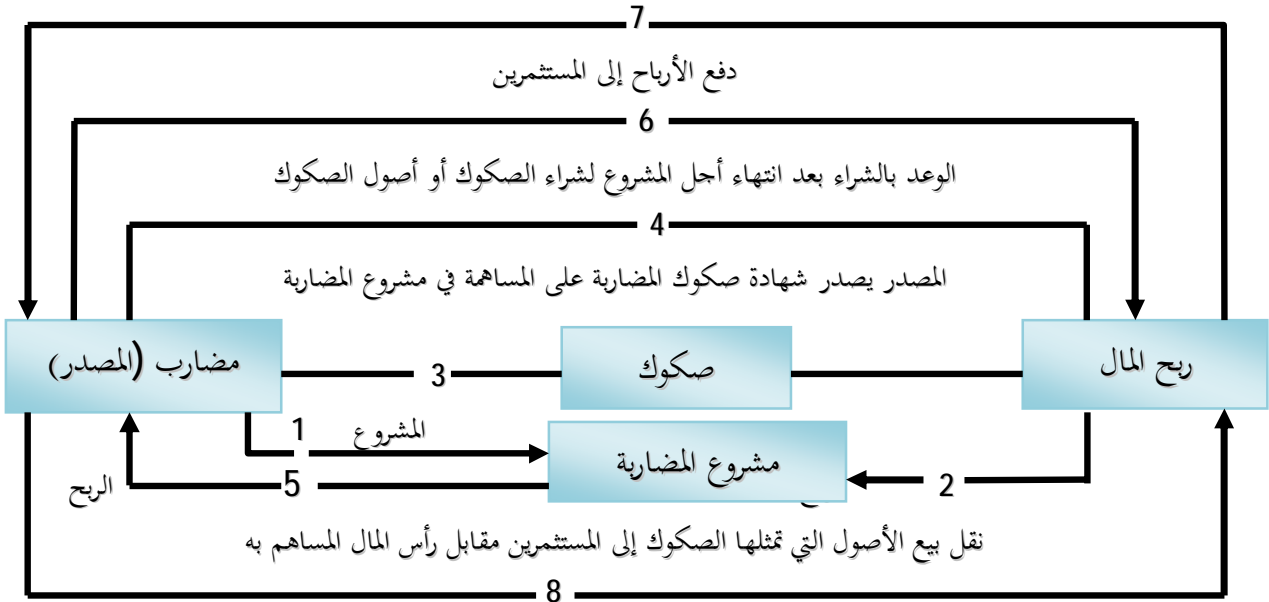
## 2- أنواع الصكوك الإسلامية

هناك عدة أنواع من الصكوك الإسلامية أهمها:

أ- **صكوك المضاربة**: هي أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال المضاربة، وذلك بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية، مسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة، وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم<sup>2</sup>. ولقد ثبت مشروعية المضاربة بقوله تعالى: ﴿وَأَخْرَجُوا ضُرُبُونَ فِي الْأَرْضِ يَنْتَعُونَ مِنْ فَضْلِ اللَّهِ وَأَخْرَجُونَ لِيُفَاتِلُونَ فِي سَبِيلِ اللَّهِ فَأَقْرَرُوا مَا تَيْسَّرَ مِنْهُ وَأَقِيمُوا الصَّلَاةَ وَآتُوا الزَّكَاةَ وَأَقْرِضُوا اللَّهَ قَرْضاً حَسَنًا﴾ سورة المزل الآية: 20. وجاء في السنة: روى عن صهيب رضي الله عنه: "أن رسول الله صلى الله عليه وسلم قال: "ثلاث فيهن البركة: البيع إلى أجل، والمقارضة، وإخلاط البر بالشعير للبيت لا للبيع" أخرجه ابن ماجه. وسنوضح فيما يأتي نموذجاً في تنظيم عملية صكوك المضاربة.

### الشكل رقم 23: نموذج تنظيم عملية صكوك المضاربة

بعد انتهاء يقوم المصدر بإعادة شراء الصكوك أو أصول الصكوك (وفاء بالوعد في الشراء)



المصدر: زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2012، ص: 104.

<sup>1</sup> زياد جلال الدماغ، مرجع سبق ذكره، ص: 72.

<sup>2</sup> زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص: 101.

ب- **صكوك المشاركة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك على أساس الشراكة، بتعيين أحد الشركاء لإدارتها<sup>1</sup>. وهي مشابهة لصكوك المضاربة، لكن الاختلاف الأساسي يتمثل في أن المال في صكوك المضاربة يكون كله من طرف (مجموعة أطراف)، بينما في صكوك المشاركة فإن الجهة المصدرة للصكوك تعتبر شريكاً لحملة الصكوك<sup>2</sup>.

وتتضح مشروعية المشاركة<sup>3</sup>: بقوله تعالى: ﴿ فَإِن كَانُوا أَكْثَرَ مِنْ ذَلِكَ فَهُمْ شُرَكَاءُ فِي الثُّلُثِ مِنْ بَعْدِ وَصِيَّةٍ يُوصِي بِهَا أَوْ ذَيْنِ غَيْرِ مُضَارٍ وَصِيَّةٍ مِنَ اللَّهِ وَاللَّهُ عَلِيمٌ حَلِيمٌ ﴾ سورة النساء، الآية 12. وأما السنة: فروى أبي هريرة رضي الله عنه أن الرسول الله صلى الله عليه وسلم قال: يقول الله عز وجل: " أنا ثالث الشريكين ما لم يخن أحدهما صاحبه، فإذا خانته خرجت من بينهما " رواه البيهقي. ويمكن تقسيم المشاركة من عدة اتجاهات<sup>4</sup>:

- وفقاً لطبيعة الأصول المملوكة: هناك مشاركة في النفقات المتغيرة، والمستمرة التي تدخل في تكوين رأس المال الثابت؛
- وفقاً للاستمرار: المشاركة المستمرة في شكل أسهم، والمشاركة المتناقصة التي يسترد فيها المصرف مشاركته بالتدرج مع حصة ربحية؛
- وفقاً لأغراض المشاركة: منها المشاركة التجارية، المشاركة الزراعية، الصناعية؛
- وفقاً للمدة: قصيرة الأجل وطويلة الأجل؛
- وفقاً للاستخدام: مشاركات عامة مع كل نشاط المصرف، ومشاركة متخصصة لمشاريع معينة أو نشاط معين.

ت- **صكوك الإجارة:** صكوك متساوية القيمة تمثل أجزاء متماثلة مشاعة في ملكية أعيان مرتبطة بعقود إجارة، أو تمثل عدداً متماثلاً من وحدات خدمة موصوفة تقدّم من ملتزمها لحامل الصك في وقت مستقبلي، فهذه الصكوك تمثل أعيان معمرة أو ملكية خدمات مستقبلية<sup>5</sup>، والغرض منها تحويل الأعيان والمنافع والخدمات التي تتعلق بها عقد الإجارة إلى صكوك قابلة للتداول في الأسواق الثانوية<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> - زياد جلال الدماغ، مرجع سبق ذكره، ص: 104.

<sup>2</sup> - الصكوك الإسلامية، وحدة إدارة الأوراق المالية الحكومية، وزارة المالية، الجمهورية العربية السورية، 14:19\_2017/04/08، موقع الإطلاع:

<http://www.syrianfinance.gov.sy/assets/files/20033.doc>

<sup>3</sup> - زياد جلال الدماغ، مرجع سبق ذكره، ص: 105.

<sup>4</sup> - يوسف كمال محمد، المصرفية الإسلامية\_الأزمة والمخرج\_، دار النشر للجامعات، القاهرة، 1998، ص: 83.

<sup>5</sup> - لعمش أمال، مرجع سبق ذكره، ص: 17.

<sup>6</sup> - زياد جلال الدماغ، مرجع سبق ذكره، ص: 108.



تنقسم صكوك الإجارة إلى ثلاثة أنواع رئيسية تتمثل في: صكوك ملكية الموجودات الأعيان، صكوك ملكية المنافع، صكوك ملكية الخدمات<sup>1</sup>، ويتم توزيع عائد الإجارة على الملاك حسب حصص ملكيتهم، وتقدر قيمتها حسب قيمتها السوقية<sup>2</sup>.

ومشروعية صكوك الإجارة، يقول الله تعالى: ﴿ فَإِنْ أَرْضَعْنَا لَكُمْ فَاتُوهُنَّ أُجُورَهُنَّ ﴾ سورة الطلاق، الآية 6. يقول الإمام الشافعي - رحمه الله - ' فأجاز الإجارة على الرضاع، والرضاع يختلف لكثرة رضاع المولود وقتله، وكثرت اللبن وقتله، ولكن لما لم يوجد فيه إلا هذا جازت الإجارة عليه، وإذا جازت عليه جازت على مثله وما هو في مثل معناه وأحري أن يكون أبين منه<sup>3</sup>.

ث- صكوك الاستصناع: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك، فهي صكوك تطرح لإنشاء مبنى أو صناعة آلة أو معدات مطلوبة من مؤسسة معينة بمبلغ يزيد عن المبلغ اللازم لصناعتها، وحقوق حملة الصكوك تتمثل فيما دفعوه ثمناً لهذه الصكوك إضافة إلى الربح الذي يمثل الفرق بين تكلفة الصناعة وثن البيع<sup>4</sup>. وقد ثبت مشروعياً عقد الاستصناع<sup>5</sup>: فقد روي عن أبي حازم قال: أتى رجال إلى سهل بن سعد 'رضي الله عنه' يسألونه عن المنبر، فقال: بعث رسول الله 'صلى الله عليه وسلم' إلى فلانة امرأة قد سماها سهل: " أن مري غلامك النجار يعمل لي أعوداً أجلس عليهن إذا كلمت الناس " فأمرته أن يعملها من طرف الغابة، ثم جاء بها، فأرسلت إلى رسول الله 'صلى الله عليه وسلم' بها، فأمر بها فوضعت، فجلس عليه. (رواه البيهقي).

ج- صكوك المراجعة: هي وثائق متساوية القيمة تصدر لتمويل شراء سلعة مراجعة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك<sup>6</sup>، وهي عبارة عن، تمويل عقد بيع سلعة مراجعة، فتقوم المؤسسة المالية بتوقيعه مع المشتري مراجعة نيابة عن حملة الصكوك، وتستخدم حصيلة الصكوك في تملك البضاعة مراجعة وقبضها قبل بيعها مراجعة<sup>7</sup>، وتصدر عادة من أجل تمويل المشاريع الاستثمارية الضخمة أو شراء سلعة التي لا تطيق موارد الشركة العادية تمويلها، وبذلك يجني عائد من وراء ذلك لحملة الصكوك المتمثل في الفرق بين سعر الشراء والبيع<sup>7</sup>. ومشروعية المراجعة، قال الله تعالى: ﴿ لَيْسَ عَلَيْكُمْ جُنَاحٌ أَنْ تَبْتَغُوا فَضْلاً مِّن رِّبِّكُمْ ﴾ (البقرة: 198) والمراجعة ابتغاء للفضل، أي الزيادة.

<sup>1</sup> - بوخدوني وهيبة، مرجع سبق ذكره، ص: 18.

<sup>2</sup> - كمال توفيق خطاب، مرجع سبق ذكره، ص: 13.

<sup>3</sup> - عبد الرحمان النجدي، صكوك الإجارة\_دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية\_، دار الميمان للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الرياض، 2008، ص: 31.

<sup>4</sup> - بوخدوني وهيبة، مرجع سبق ذكره، ص: 20.

<sup>5</sup> - زياد جلال الدماغ، مرجع سبق ذكره، ص: 114.

<sup>6</sup> - كمال توفيق خطاب، مرجع سبق ذكره، ص: 13.

<sup>7</sup> - فؤاد محمد أحمد محسين، مرجع سبق ذكره، ص: 28.



### والمصدر لصكوك المراجعة عليه الإلتزام بجملة من الضوابط أهمها<sup>1</sup>:

- المصدر لصكوك المراجعة هو البائع لبضائع المراجعة، والمكاتبون فيها هم المشترون لهذه البضاعة، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة، ويملك حملة الصكوك سلعة المراجعة ويستحقون ثمن بيعها؛
- تصدر هذه الصكوك عادة لآجال متوسطة وقصيرة، وهي المدة اللازمة لشراء بضاعة المراجعة، من حصيلة الاكتتاب في صكوك المراجعة، وتوقيع عقد البيع بالمراجعة مع الواعد بشرائها، ثم المدة اللازمة لتحصيل الثمن وتوزيعه على حملة الصكوك؛
- يكون ربح حملة الصكوك، هو الفرق بين ثمن شراء بضاعة المراجعة ودفع مصروفاتها نقداً، وثن بيعها للمشتري مراجعة على أقساط مؤجلة أو دفعة كاملة. يمكن للشركات والحكومات إصدار صكوك المراجعة، بهدف تعبئة الموارد المالية لشراء أي سلعة، ويتم ذلك بأن يقوم وكيل عن حملة الصكوك بدور المشتري، وعندما يتم الامتلاك يبيعون ما تم شراؤه إلى الجهة الأمرة بالشراء، وبالربح المتفق عليه، وفيما يلي نموذج تنظيم عملية صكوك المراجعة:

### الشكل رقم 24: نموذج تنظيم عملية صكوك المراجعة



المصدر: زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2012، ص: 117.

ح- صكوك السلم: وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك<sup>2</sup>، مصدر الصك قد يكون بائعاً لبضاعة السلم، وهي بضاعة موصوفة في الذمة، يلتزم البائع بتسليمها لمشتريها، في أجل محدد مقابل ثمن حال يدفع عند التعاقد، والمكاتبون في الصكوك مشترون لها بقصد

<sup>1</sup> - محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص: 103.

<sup>2</sup> - زياد جلال الدماغ، مرجع سبق ذكره، ص: 117.

الحصول على الربح الناتج عن إعادة بيعها بعد قبضها، وحصيلة الصكوك هي ثمن بضاعة السلم، وتعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو التداول في حالة إصدار الصك من قبل أحد الطرفين البائع أو المشتري، وهي من قبيل الاستثمارات المحتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق<sup>1</sup>.

خ- **صكوك المزارعة**: المزارعة في اللغة: مفاعلة من الزرع، وشرعاً: هي دفع الأرض إلى من يزرعها أو يعمل عليها والزرع بينهما، وهي جائزة في قول أكثر أهل العلم<sup>2</sup>، وتحمل هذه صكوك قيمةً متساوية يصدرها مالك الأرض الزراعية بغرض تمويل تكاليف الزراعة بموجب عقد المزارعة ويتشارك حملتها في المحاصيل المنتجة بحسب الإتفاق المذكور في العقد، والمصدر لهذه الصكوك هو صاحب الأرض مالكةا أو مالك منافعها، والمكتتبون هم المزارعون في عقد المزارعة (أصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم)، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة<sup>3</sup>. وتتضح مشروعية المزارعة فيما روي عن ابن عمر رضي الله عنه " قال: " أعطى رسول الله صلى الله عليه وسلم خبير بشرط ما يخرج من ثمر أو زرع " (صحيح مسلم).

د- **صكوك المساقاة**: وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مشمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من المحصول وفق ما حدده العقد، وصكوك المساقاة يصدرها مالك الأشجار محل التعاقد من أجل تمويل عمليات السقي والرعاية ويتشارك حملتها في المحاصيل المنتجة بموجب عقد المساقاة<sup>4</sup>. وقد روي أن رسول الله صلى الله عليه وسلم دفع نخل خبير معاملة (مساقاة) وأرضها مزارعة<sup>5</sup>.

ذ- **صكوك المغارسة**: المغارسة لغة: الغرس من غرس الشجر، ويقال للنخلة، أو ما تنبت: غريسة. وشرعاً: دفع أرض مدة معلومة على أن يغرس فيها غراساً، على أن ما تحصل من الأغراس والشمار يكون بينهما<sup>6</sup>. وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس<sup>7</sup>.

<sup>1</sup> - Dubai International Financial Centre: Sukuk Guidebook, dubai UAE, NOV 2009, p:34.

<sup>2</sup> - سامي يوسف كمال محمد، الصكوك المالية الإسلامية\_الأزمة، المخرج، دار الفكر العربي للطبع والنشر، القاهرة، 2010، ص: 158.

<sup>3</sup> - بوخدوني وهيبية، مرجع سبق ذكره، ص: 21.

<sup>4</sup> - بوخدوني وهيبية، مرجع سبق ذكره، ص: 21.

<sup>5</sup> - زياد جلال الدماغ، مرجع سبق ذكره، ص: 120.

<sup>6</sup> - سامي يوسف كمال محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 158.

<sup>7</sup> - حكيم براضية، مرجع سبق ذكره، ص: 90.

- مجالات تطبيق المزارعة والمساقاة والمزارعة: فتح باب المزارعة والمساقاة والمغارسة في تمويل الإنتاج الزراعي، إذ يمكن إصدار صكوك مزارعة أو مساقاة أو مغارسة من قبل كافة القطاعات، بهدف تعبئة الموارد المالية اللازمة، ثم توجيهها نحو الاستثمار المباشر في القطاع الزراعي، وهذا يناسب السلع الموسمية<sup>1</sup>.

ر- صكوك الوكالة بالاستثمار: هي وثائق متساوية القيمة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها<sup>2</sup> ويمكن إصدارها من قبل القطاع العام، والقطاع الخاص، والقطاع الخيري، بهدف تعبئة الموارد المالية اللازمة، لتمويل المشاريع الاقتصادية المختلفة<sup>3</sup>.

وعلى غرار المعاملات المالية الخاصة بإصدار الصكوك الإسلامية، أيضاً هناك في المعاملات المالية ضمن الشريعة الإسلامية ما يعرف "بالبيع بالتقسيط"، وهو أحد أشكال الاتجار بين الأفراد والمؤسسات، ويأتي تأجيل الدفع وتعجيل استلام السلعة. والدفع في هذه الحالة يكون إما دفعة واحدة أو على دفعات معلوم قدرها ومعلوم موعد أدائها (الأجل) مسبقاً ضمن عقد البيع بين البائع والمشتري. إذن بيع التقسيط هو صورة من بيع النسئة وقد أجازته الشريعة المطهرة، فقد أورد البخاري ومسلم وغيرهما أن رسول الله 'صلى الله عليه وسلم' اشترى من يهودي طعاماً إلى أجل ورهنه درعاً من حديد. (رواه البخاري). ومشروعية بيع النسئة لأجل معلوم متفق عليه، والإشكال وقع على البعض في مسألة بيع النسئة مع زيادة في ثمن السلعة. فلقد احتج المعارضون بأن الزيادة نظير الأجل تعدّ رباً وهو حرام قطعاً، وقد دافع مجيزو هذا البيع مستندين بأحاديث نبوية شريفة قائلين: أن بيع الجنس بجنسه لا يجيز الزيادة لأنها تعدّ رباً، أما إذا اختلف الجنس كأن يكون ذهباً مقابل دولار، أو ذهباً بفضة، هنا الأمر يختلف<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - زياد جلال الدماغ، مرجع سبق ذكره، ص: 122.

<sup>2</sup> - سليمان ناصر، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية- دراسة تطبيقية على صكوك الحكومة السودانية، مداخلة ضمن الملتقى الدولي الخامس حول: إدارة المخاطر "التنظيم والإشراف"، معهد الدراسات المصرفية، عمان، الأردن، أيام 8/7/6 أكتوبر 2012، ص: 04.

<sup>3</sup> - زياد جلال الدماغ، مرجع سبق ذكره، ص: 123.

<sup>4</sup> - بلال عماد أبو السعيد، المعاملات المالية في الشريعة الإسلامية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2011، ص: 69.

## خلاصة

الهندسة المالية مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل، تشمل العديد من المنتجات المالية من أبرزها المشتقات المالية 'أوراق مالية مشتقة أي تشتق من أصل آخر موجود'، وتهدف الهندسة المالية من خلال منتجاتها إلى: خفض حجم المخاطر المالية- تحقيق الكفاءة الاقتصادية- تعزيز فرص تحقيق الربح- تحسين سيولة الأسواق المالية بشكل عام... الخ، لذلك تطور البورصات مرهون بمدى تنوع وتطور منتجات الأدوات المالية الجديدة، وما يشجع على شراء وتداول وتطور الأوراق والمشتقات المالية الجديدة الربط بين هذه البورصات.

هذا الربط لا شك يساهم في تجنب الأزمات المالية العالمية، هذه الأزمات التي تؤثر على عديد المتغيرات أهمها: النمو الاقتصادي، حجم المبادلات، تراجع النشاط الاقتصادي، تفاقم حدة البطالة والفقر... الخ، وبالتالي الأمر خطير يستدعي الوقاية من الأزمة والإسراع في علاجها إن وقعت، وهذا ما تعمل عليه الدول وتسعى إليه من خلال تطوير أدوات ذات مصداقية وفعالية تتماشى مع الأوضاع المالية، وقد تفتن عديد المحللين والأخصائيين الاقتصاديين إلى ضرورة وحتمية وأهمية منتجات الهندسة المالية الإسلامية، خاصة بعد حدوث عديد الأزمات المالية، التي أرجعها كثير المحللين للمعاملات الربوية، ومعاملات أخرى منهي عنها في الشريعة الإسلامية.

إن الهندسة المالية الإسلامية تشمل عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، من أجل إيجاد حلول لمشاكل التمويل وهذا ضمن تعاليم الدين الإسلامي، وهو أساس قيام هذه الهندسة (الهندسة المالية الإسلامية)، التي تجمع بين المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، التي تعتبر المنفذ الأخير لحل كثير من مشاكل التمويل، وهذا لتمييزها بعديد المنتجات والأدوات القائمة على مبادئ الشريعة الإسلامية أهمها الصكوك المالية (صكوك المشاركة، المراجحة، الإيجار... الخ)، وكذا التوريق الإسلامي الذي يعتبر أداة احترازية، وهو من الحلول العملية لتفعيل الأسواق المالية، ويعمل على تطوير سوق المالية وتجنب مخاطر المعاملات المالية، وهناك خلط بين مصطلحي 'التوريق-التورق'، فالتورق نسبة إلى الورق وهو وسيلة للحصول على سيولة بمعنى شراء سلعة لأجل لبيعها والحصول على ثمنها للانتفاع به حالياً، أما التوريق فهو إصدار شهادات مالية متساوية القيمة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات، فهو يعمل على تحويل الموجودات العينية والمنافع إلى صكوك قابلة للتداول، وعلى غرار هذه المنتجات وفعاليتها إلا أن الهندسة المالية الإسلامية تعاني من عراقيل وصعوبات تقف عائقاً أمام انتشارها وتطورها أهمها افتقارها للإطارات والكفاءات البشرية المؤهلة على عكس نظيرتها التقليدية.

إن الهندسة المالية أداة مساهمة في عمليات بورصة الأسواق المالية، ويمكن أن تكون هذه المساهمة فعّالة إذا ما أحسن استعمال منتجات هذه الهندسة بوقاية وبدون تفریط تماشياً مع الأوضاع المالية والاقتصادية، هذا لا شك يساهم في تطوير وتنشيط هذه الأسواق، وهذا ما نحاول التعرف عليه في الفصل الموالي - الفصل الثالث -، وهذا بغية الإطلاع أكثر على دور هذه المنتجات 'منتجات الهندسة المالية (التقليدية\_الإسلامية)' في تنشيط بورصة الأوراق المالية وزيادة فعاليتها ومدى قدرتها على تطويرها.

**الفصل الثالث: دور المهندسة المالية في**

**تنشيط سوق الأوراق المالية**

**'تجربة ماليزيا والسودان'**

## تمهيد

تعتبر الهندسة المالية الأداة المناسبة التي يمكنها تقديم مساعدة فعّالة في تحقيق الأهداف الاستراتيجية، ورسم سياسات مالية قوية وابتكار منتجات وأدوات مالية جديدة وآليات واستراتيجيات مالية مرنة تتفاعل وتستفيد من التغيرات المستمرة في أسواق المال العالمية والإقليمية والمحلية، ومع ما تعانيه هذه الأسواق وبالأخص سوق الأوراق المالية من العديد من السلبيات التي تؤثر على أدائها بسبب عدم انضباطها بالضوابط والمعايير التي من شأنها أن تحد من الغرر والجهالة، وتعامل الشركات بالربا، وغيرها من المحاذير الشرعية والاقتصادية، كان لابد من تفعيل دور الهندسة المالية التي تختص بالمعاملات والنشاطات التي تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، مع ابتكار أدوات ومنتجات تساهم في الحد من التجاوزات وتعمل على تنشيط ودفع السوق إلى التطور والرقى، هذا ما عملت عليه عديد الدول الناشئة بغية الوصول إلى مستويات الأسواق العالمية المتطورة.

من بين الدول الناشئة التي عملت على تطوير اقتصادها وبورصتها المالية دولتا ماليزيا والسودان، بحيث تتمتع ماليزيا ببورصة يتعامل فيها بأدوات تقليدية وأخرى إسلامية، فقد عملت الحكومة الماليزية بأسلمت سوق الأوراق المالية وجعلها تماشى ومبادئ الشريعة الإسلامية من خلال وضع أدوات مالية جديدة في مقدمتها الصكوك الإسلامية التي حلت محل الأدوات المالية التقليدية، وتسعى ماليزيا جاهدة في سبيل إنشاء وتطوير البورصة وجعلها عالية المستوى وجذب الاستثمار الأجنبي في مجال الأسهم والسندات وأن تكون المركز الإقليمي في هذا المجال. أما السودان فقد عملت بشكل فعّال بتنشيط بورصتها المالية، بإصدار عديد الصكوك المالية الإسلامية والإهتمام بالعمل بها منذ تأسيس البورصة عام 1994، ونشير إلى أن الهندسة المالية في النظام المالي السوداني إسلامي بالكامل، هناك تطبيق لهندسة مالية إسلامية أي كل منتج مالي يخضع للقواعد الإسلامية.

إن اختيار للنموذج الماليزي والتجربة السودانية في دراستنا هذه يعود لعدة عناصر أهمها:

- التنوع في الأنظمة المالية: هناك دول إسلامية تظم مؤسسات تسود فيها النظم المصرفية التقليدية، ويتم إعفاء المؤسسات الإسلامية بمقتضى قوانين خاصة مثل النظام المالي الماليزي، وهناك دول تظم مؤسسات توجد في دولة إسلامية قامت بتغيير نظامها كلياً إلى النظام الإسلامي، وقد اخترنا منها السودان؛
- التنوع الجغرافي: الدول الإسلامية تنتشر بكثرة عبرة القارتين الإفريقية والآسيوية، لهذا تم اختيار دولة من آسيا (ماليزيا)، ودولة من إفريقيا (السودان)؛
- قوة القطاع المالي الإسلامي: فقد تم اختيار دولة بها قطاع مالي إسلامي متطور ومزدهر وهي ماليزيا، والتي تعتبر مركزاً مهماً للمالية الإسلامية، ودولة أداء القطاع المالي الإسلامي بها متوسط وهي السودان.

ونتيجة لما سبق، وقصد الإمام بجوانب هذا الفصل نحاول الإمام بالمباحث الآتية:

- **المبحث الأول:** دور الهندسة المالية في تنشيط أسواق الأوراق المالية الناشئة
- **المبحث الثاني:** النموذج الماليزي في تنشيط سوق الأوراق المالية
- **المبحث الثالث:** التجربة السودانية في تنشيط سوق الأوراق المالية



### المبحث الأول: دور الهندسة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية

مما لاشك أن الهندسة المالية لها مساهمة واضحة وقوية في تحسين أداء سوق الأوراق المالية، فهي تعمل على تنفيذ العمليات بشكل سريع وبأقل التكاليف الممكنة، فأدوات الهندسة المالية تعتبر ذات أهمية في تطوير وتنشيط عمليات البورصة، منها الأدوات الإسلامية المساهمة في تنشيط سوق الأوراق المالية، أهمها الصكوك الإسلامية. وهذا نظراً للإيجابيات التي تمنحها داخل السوق، بالإضافة لدورها الفعّال في تنشيط عمليات سوق الأوراق المالية. وقصد التطرق لأهم جوانب هذا المبحث نتناول المطالب الآتية:

#### المطلب الأول: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

هناك أوراق مالية يتم التعامل بها داخل سوق الأوراق المالية بين أصحاب الفائض والعجز المالي، بحيث يقوم أصحاب العجز المالي بإصدار أوراق مالية مختلفة، يبيعونها في السوق من أجل تمويل عجزهم، وتختلف هذه الأوراق من حيث طبيعتها، فهناك أوراق تمثل دين على المصدر تعرف ب'السندات'، وأوراق مالية تمثل حق الملكية تعرف ب'الأسهم'، وإلى جانب هذا هناك أوراق مالية مستحدثة يُعامل بها في سوق الأوراق المالية تعرف ب'المشتقات'.

#### أولاً: أدوات الملكية 'الأسهم'

يوجد العديد من أنواع الأسهم في البورصة (الأسهم العادية، والمجانية، الممتازة، وأسهم الخزينة، والمقيدة، وغير المقيدة)، وقبل الإلمام بها والتمييز بين كل هذه الأنواع يجدر الإشارة لتعريف السهم كالتالي:

- السهم هو حق المساهم في شركة أموال وهو الصك الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقاً لقواعد القانون التجاري ويمثل حق المساهم في الاشتراك في الجمعيات العمومية وحق التصويت فيها وحق الانتخاب وحق الأولوية في الاكتتاب عند زيادة رأس المال، كما أنه يعطي حق الحصول على جزء من أرباح الشركة السنوية وعلى جزء من أموال الشركة عند تصفيتها بسبب الانقضاء.<sup>1</sup> وتتصف الأسهم بالدوام أي ليس لها تاريخ استحقاق محدد طالما أن الشركة قائمة ومستمرة ومن حق حملة الأسهم الحصول على صافي الدخل، وكذلك المتبقي من أصول الشركة بعد سداد كافة الالتزامات الأخرى ذات الأولوية في السداد.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2010، ص: 17.

<sup>2</sup> محمد عوض عبد الجواد، علي ابراهيم الشديفات، الإستثمار في البورصة\_أسهم- سندات- أوراق مالية\_، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2006، ص: 58.

- وفي اصطلاح الفقهاء المسلمين: عرف الفقهاء المعاصرون الأسهم بتعريفات متعددة قريبة المعني من التعريف القانونيين، ومن هذه التعاريف أن السهم: 'عبارة عن صكوك متساوية القيمة، غير قابلة للتجزئة، وقابلة للتداول بالطرق التجارية، وتمثل حقوق المساهمين للشركات التي أسهموا في رأس مالها'<sup>1</sup>.

#### وتتميز الأسهم بعدة خصائص يمكن إجمالها كالآتي:

- التساوي في القيمة الاسمية؛
- عدم قابلية الأسهم للتجزئة؛
- قابلية الأسهم للتداول؛
- تحديد المسؤولية بقدر قيمة الأسهم.

#### ويمكن التمييز بين أنواع الأسهم الآتية:

**1- الأسهم العادية:** يمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة إسمية، وقيمة سوقية وقيمة دفترية، ويقصد بها تلك الأسهم التي تمنح لأصحابها حقوقا متساوية، كالحق في التصويت في الجمعية العمومية، والحق في نقل ملكية الأسهم، والحق في الحصول على الأرباح إذا ما قررت الإدارة توزيعها، كما يتمتع بميزة المسؤولية المحدودة بحصته في رأس المال<sup>2</sup>.

#### أ- خصائص الأسهم العادية: لهذه الأسهم خصائص عديدة نذكر منها ما يلي:<sup>3</sup>

- عدد الأسهم العادية محدد في القانون الأساسي لشركة المساهمة، أي أكبر عدد يمكن إصداره من تلك الأسهم دون تغيير في ذلك القانون؛
- الأسهم العادية أسهل من السندات من حيث الوصف ولكن أصعب من حيث التحليل، وللسندات مدة صلاحية محدودة وحد أعلى لسعر الفائدة الممنوح، في حين الأسهم العادية غير محدودة العمر ولا الأرباح؛
- للسهم العادي عدة قيم: القيمة الاسمية (القيمة التي تظهر على قسيمة السهم المسلمة للمساهم)، القيمة الدفترية (مجموع قيم الأسهم العادية وعلاوة الإصدار والاحتياطات والأرباح المحتجزة مقسوما على عدد الأسهم العادية)، وأخيرا هناك القيمة السوقية (السعر الذي يباع به في الأسواق).

<sup>1</sup> - محمد شكرى الجميل العدوى، أسهم الشركات التجارية في ميزان الشريعة الإسلامية (دراسة فقهية مقارنة)، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الاسكندرية، 2011، ص: 128.

<sup>2</sup> - ربيع بوضيع العائش، مرجع سبق ذكره، ص: 11.

<sup>3</sup> - جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة\_الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية\_، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، الجزائر، 2002، ص: 12\_9.

## ب- أنواع الأسهم العادية

- من حيث الحصة التي تدفع لحامل السهم<sup>1</sup>:

- أسهم نقدية: تدفع قيمتها نقداً؛
- أسهم عينية: عندما تأخذ شكل حصص عينية في رأس مال الشركة كموجودات لشركة قائمة.

- من حيث الشكل

- الأسهم الإسمية: تحمل إسم صاحبها، وتنتقل ملكيتها بالقيود في دفاتر الشركة؛
- السهم لحامله: يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم مالك هذا السهم، ويتم التنازل عن هذا النوع من الأسهم بتسليمه من يد إلى أخرى، ولا تلتزم الشركة بتسديد حقوق السهم للحائز لها<sup>2</sup>؛
- أسهم ذاتية: تصدر لإذن شخص معين أول مرة، ويتم تداولها بالتظهير ويشترط في هذا النوع من الأسهم أن تكون قيمتها الإسمية قد دفعت بالكامل.

- من حيث الحقوق التي يتمتع بها أصحابها

للسهم العادي مجموعة من الحقوق كفلها له القانون من أهمها<sup>3</sup>:

- إمكانية نقل الملكية إلى شخص آخر؛
- الحصول على الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها في نهاية السنة المالية؛
- الاطلاع على دفاتر وسجلات الشركة؛
- التصويت في الجمعية العمومية بنسبة الأسهم التي يمتلكها؛
- الحصول على حصة في موجودات الشركة في حالة التصفية؛
- الأولوية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة التي تقرر الشركة إصدارها.

2- الأسهم الممتازة: تقع الأسهم الممتازة بين السندات والأسهم العادية، فهي تجمع في خصائصها بين

النوعين<sup>4</sup>، حتى أن البعض أطلق عليها الأوراق المهجنة حيث تشبه الأسهم العادية من حيث عدم المطالبة القانونية بالتوزيعات إذا لم تتحقق، إلا أنها تختلف عنها لما لها من حق التقدم على الأسهم العادية في الاستيلاء على قدر محدود من الربح متى قرر مجلس الإدارة<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> - ضياء مجيد، البورصات\_أسواق المال وأدواتها (الأسهم والسندات)\_، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية، 2008، ص: 38.

<sup>2</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 57.

<sup>3</sup> - ضياء مجيد، مرجع سبق ذكره ص: 39.

<sup>4</sup> - محمد عوض عبد الجواد، مرجع سبق ذكره، ص: 59.

<sup>5</sup> - أشرف الضبع، تسوية عمليات البورصة، دار النهضة العربية للنشر، للطباعة دار الإيمان، القاهرة، 2007، ص: 40.

أ- خصائص الأسهم الممتازة:

- حق الأولوية في الحصول على الأرباح قبل حملة الأسهم الأخرى<sup>1</sup>؛
  - خاصية تجميع الأرباح (عدم توزيع الأرباح على حملة الأسهم الممتازة لسنة أو لأكثر يفرض على الشركة دفع تلك الأرباح المتأخرة قبل توزيع الأرباح على المساهمين العاديين)؛
  - تمتاز بأن لها ثلاث قيم: قيمة إسمية (موجودة على السند المسلم للمساهم)، قيمة دفترية وقيمة سوقية، أي نفس الخاصية التي تمتاز بها الأسهم العادية؛
  - تتصف في بعض الأحيان بخاصية المشاركة (أسهم المشاركة)؛
  - تمتاز بأنها وسيلة لتمويل الشركة دون تدخل المساهمين في إدارتها<sup>2</sup>.
- ب- هناك مجموعة من الحقوق والالتزامات تتميز بها الأسهم الممتازة بشكل خاص أهمها<sup>3</sup>:
- حق تراكم العوائد وذلك بتجميعها لفترات متتالية ثم استلامها بعد عدة سنوات ضمن الفترة المحددة لهذه الأسهم وإن هذا الحق كثيرا ما يحرم منه أصحاب الأسهم العادية؛
  - حق تحويل الأسهم الممتازة إلى الأسهم العادية (قد يجري هذا التحويل بنسبة محددة مسبقا مثلا حصتين للأسهم العادية مقابل حصة واحدة من الأسهم الممتازة)؛
  - هناك التزاما هاما تجاه الشركة والذي هو قابلية الاستدعاء، وقد يكون ذلك وفق شروط معينة مثلا بعد فترة محددة من تاريخ الإصدار وبعوائد يتخذ القرار بشأنها آنذاك.

ومن خلال ما سبق يمكن استخراج الفرق بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة كالاتي:

- يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الأرباح؛
- عائد السهم الممتاز ثابت ولا يتأثر بمستوى وضع الشركة<sup>4</sup>؛
- ليس لحامل السهم الممتاز الحق في التصويت؛
- حق الملكية المكتسب لحملة الأسهم الممتازة يستثني الاحتياطات والأرباح عند الاحتساب، ويبقى على قيمة الأسهم الممتازة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة<sup>5</sup>؛
- أولوية حملة الأسهم الممتازة على حملة الأسهم العادية في الأموال الناتجة عن تصفية أعمال الشركة حالة التصفية؛

<sup>1</sup> - محمود أمين زويل، مرجع سبق ذكره، ص: 47.

<sup>2</sup> - جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص: 25\_28.

<sup>3</sup> - بن عيسى عبد القادر، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية\_ دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى غاية ديسمبر 2010، ص: 20.

<sup>4</sup> - محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص: 101.

<sup>5</sup> - بوعاملي ياسين، الخصصة ودور السوق المالية في تفعيلها\_ دراسة بعض التجارب المغاربية\_، رسالة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع: التحليل والاستشراف الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2010/2009، ص: 54.

## الفصل الثالث: دور الهندسة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية (تجربة ماليزيا والسودان)

- لا نصيب للسهم الممتاز في الأرباح المحتجزة للشركة، لذلك فإن قيمته الاسمية تساوي قيمته الدفترية<sup>1</sup>.  
يمكن توضيح أكثر الفرق بين الأسهم العادية والممتازة من خلال الجدول الآتي:

**الجدول رقم 11: الفرق بين الأسهم الممتازة والأسهم العادية**

الأوراق المالية	عامل المقارنة	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
حقوق التصويت في الجمعية العامة للمصدر	×	✓	×
الأولوية في حالة تصفية الشركة	✓	×	×
الامتيازات في منح الأرباح	✓	×	×

المصدر: الأسهم الممتازة، هيئة أسواق المال، الكويت، 18:30\_2017/08/16، موقع الإطلاع:

[https://www.cma.gov.kw/documents/20622/30845/Awareness\\_Publications\\_5\\_2391.pdf/e9081e9a-12e6-4def-a510-43351a141a57](https://www.cma.gov.kw/documents/20622/30845/Awareness_Publications_5_2391.pdf/e9081e9a-12e6-4def-a510-43351a141a57)

- 3- الأسهم المجانية:** تقوم الشركة بإصدار هذا النوع من الأسهم عند زيادة رأس المال من خلال ترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأس مالها الأصلي، و بالتالي فإن هذه الأسهم تساوي في مجموعها الزيادة المقررة في رأس المال، ويتم توزيعها مجاناً على المساهمين، حيث أن قيمتها قد تم تسديدها من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي، ويكون التوزيع على المساهمين بنسبة ما يملكه كل مساهم من الأسهم الأصلية<sup>2</sup>.
- 4- أسهم الخزينة:** هي الأسهم التي تقوم الشركة المصدرة بإعادة شرائها من السوق عن طريق عملية شراء من خلال البورصة، وأسهم الخزينة لا يحق لها توزيعات أو حق التصويت خلال فترة ملكية الشركة لها. وحق التصويت: هو الحق الممنوح لحامل السهم العادي في التصويت على سياسات وقرارات الشركة في اجتماع الجمعية العامة التي تعقد سنوياً، ويرتبط عدد الأسهم التي يملكها المستثمر بقدرته على التأثير في قرارات الشركة، فكلما زادت نسبة ملكية المستثمر في أسهم الشركة كلما أزداد حقه في التصويت على قرارات الشركة.
- 5- الأسهم المقيدة وغير مقيدة:** القيد عبارة عن تسجيل وتصنيف السهم في البورصات سواء المحلية أو العالمية، وذلك من خلال إجراءات خاصة بعملية القيد، وذلك حتى يتسنى للبورصة إعطاء ذوي الحقوق حقوقهم من عملية القيد هذه. وفي ما يتعلق بالأسهم المقيدة: تعني أسهم الشركة المقيدة في البورصة، وجميع البورصات العالمية لديها قواعد وشروط، أما الأسهم غير مقيدة: هي أسهم التي لم تتقدم بطلب قيدها في البورصة أو لا تستوفي معايير وشروط القيد بالبورصة فهي أسهم غير مسجلة سواء بالبورصة المحلية أو بالبورصات العالمية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص: 105.

<sup>2</sup> - بن عزوز عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص: 31.

<sup>3</sup> - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2008، ص: 101.

### ثانياً: أدوات الدين 'السندات'

إن أهم المنتجات التي تمثل ديناً على الشركة هي السندات بمختلف أنواعها، والسند هو ورقة متداولة تمثل ديناً طويل الأجل على الشركة المصدرة أو أية هيئة أخرى، وهو جزء من الدين الكلي لها<sup>1</sup>.

- السند لغة يقصد به: صك الدين، وجمعه أسناد أو سندات<sup>2</sup>.
- السند عبارة عن: أوراق مالية تمثل وسيلة تستعملها الشركات (أو الحكومة) للحصول على رؤوس أموال في شكل ديون طويلة الأجل، فالسند يعتبر مصدر تمويل طويل الأجل<sup>3</sup>، فهي أداة تمويل مباشرة بين وحدات الفائض (المقرض) ووحدات العجز (المقترض)<sup>4</sup>، تلجأ الحكومة أو الشركات أو المؤسسات إليه للحصول على احتياجاتها من خلال الاكتتاب العام عن طريق رأس المال<sup>5</sup>. ويتميز التمويل بالسندات مقارنة بالقرض التقليدي بالسيولة العالية لحامله بوجود سوق الأوراق المالية، فضلاً عن إمكانية تحقيق المكاسب الرأسمالية خلال عمليات التداول ويحصل أصحاب السندات على فوائد سنوية من الشركة المصدرة بمعدلات محددة ومبينة على هذه السندات حتى تاريخ الاستحقاق<sup>6</sup>.
- السند عبارة عن ورقة مالية ذات دخل ثابت وصك دين للمالكها، وتعتبر مصدر من مصادر تمويل طويل الأجل تلجأ إليها أصحاب العجز المالي سواء -حكومات، شركات أو مؤسسات-، ويتم التعامل بها بسوق الأوراق المالية.

### والسندات تقوم بشكل عام على القيم الآتية<sup>7</sup>:

- القيمة الاسمية: تُثبت على السند المصدر، الذي يحسب على أساسه معدل الفائدة الدورية المدفوعة لحامله؛
- القيمة السوقية (الشرائية): سعر السند بعد الإصدار وخلال عمليات التداول، وتعبر عن القيمة الحقيقية للسندات؛
- القيمة الاستهلاكية (القيمة عند الاستحقاق): تمثل قيمة السند عند حلول أجل الاستحقاق، وقد تكون أعلى من القيمة الاسمية (بعلاوة) أو أدنى (بخصم) أو يستهلك بالقيمة الاسمية، لذلك فالأساس هو القيمة الاسمية.

<sup>1</sup> - جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص: 44.

<sup>2</sup> - حمري اعمر، السندات التجارية في منظور المشرع والتاجر الجزائريين، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم، تخصص: قانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري تيزي وزو، 2013/2012، ص: 14.

<sup>3</sup> - جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص: 45.

<sup>4</sup> - Spieser (Philippe): Information économique et marchés financiers, Economica, Paris, 2000, p: 30.

<sup>5</sup> - ضياء مجيد، مرجع سبق ذكره، ص: 32.

<sup>6</sup> - بلجبلية سمية، أثر التضخم على عوائد السهم - دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة (1996\_2006)، مذكرة ضمن نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع: تسيير مؤسسات، كلية علوم اقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2010/2009، ص: 17.

<sup>7</sup> - محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص: 104.



1- خصائص السندات: من أهم خصائص السند ما يلي:

- يعتبر السند دين لحامله على الجهة المقترضة، ويكون لحامله الأولوية عن حامل السهم؛
- يتقاضى حامل السند فائدة سنوية ثابتة، بينما يتغير الدخل السنوي لحامل السهم العادي فبذلك يشبه السند السهم الممتاز في ثبات دخله<sup>1</sup>؛
- يحصل أصحاب السندات على كامل حقوقهم حالة تصفية الشركة قبل أصحاب الأسهم وذلك باعتبارهم دائنين لها؛
- تعتبر الفوائد التي تدفعها الشركة لأصحاب السندات جزءاً من المصاريف التي تخصم من الأرباح قبل احتساب الضريبة، لذلك فالشركات المصدرة للسندات تحقق وفورات ضريبية<sup>2</sup>؛
- يصدر السند بأجل محدد يُستحق بتاريخ (للسند تاريخ استحقاق معين على خلاف السهم) ويعتبر أجل السند عنصر هام في تحديد معدل فائدة السند، والسعر السوقي له<sup>3</sup>؛
- السندات تحقق عائد لحاملها من خلال<sup>4</sup>:

+ معدل الفائدة المقرر دورياً (سنوي، نصف سنوي، فصلي) بالاستناد إلى القيمة الاسمية؛

+ العائد الرأسمالي المتمثل بالفرق ما بين القيمة السوقية عند الشراء والقيمة السوقية عند التداول (أو الاستحقاق).

+ تكلفة السند، حيث تتضمن تكلفة السندات الفائدة السنوية أو النصف السنوية التي سوف تتحملها المنظمة خلال مدة القرض (تحسب هذه التكلفة بضرب معدل الفائدة الاسمي  $\times$  القيمة الاسمية للقرض)<sup>5</sup>؛

+ قابلية السند للتداول، هذه الخاصية تساهم في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في السوق الثانوي؛

+ تنقطع صلة حامل السند بالشركة فور قيام الشركة بتسديد قيمة السند<sup>6</sup>.

2- أنواع السندات: يتم تقسيم السندات وفقاً لمعايير مختلفة، فيمكن تقسيم السندات كالآتي:

- الجهة المصدرة (سندات حكومية، سندات شركات، سندات جهات اعتبارية)؛

<sup>1</sup> الجوزي غنية، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها\_دراسة حالة مجمع صيدال\_، رسالة مقدمة ضمن نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع: مالية مؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2012/2011، ص: 40.

<sup>2</sup> بلجبلية سمية، مرجع سبق ذكره، ص: 18.

<sup>3</sup> وليد الصافي، مرجع سبق ذكره، ص: 108.

<sup>4</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص: 103.

<sup>5</sup> عبد الغفار حنفي، الإستثمار في الأوراق المالية (أسهم-سندات-وثائق الإستثمار)، الدار الجامعية الإبراهيمية، الإسكندرية، 2007، ص: 255.

<sup>6</sup> بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سبق ذكره، ص: 64.

- العائد (سندات ذات عائد ثابت، سندات ذات عائد متغير، سندات صفرية الكوبون)؛
- الضمانات (سندات مضمونة بأصول، سندات غير مضمونة)؛
- طريقة السداد (سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها، سندات قبل تاريخ استحقاقها)؛
- فترة الاستحقاق (سندات قصيرة الأجل، سندات متوسطة الأجل، سندات طويلة الأجل)؛
- الحقوق والامتيازات المقدمة للمالكين.

#### أ- تقسيم السندات حسب جهة المصدرة

- سندات حكومية: تصدرها الحكومة أو هيئاتها، طويلة الأجل تتراوح مدتها بين أكثر من سنة إلى ثلاثين سنة، وتتميز عن غيرها من أنواع السندات بالآتي<sup>1</sup>:
  - ✚ أقل مخاطرة أكثر أماناً، لأنها مضمونة من الحكومة؛
  - ✚ تتمتع بدرجة عالية من السيولة؛
  - ✚ تصدر بشروط الإفاء الضريبي لفواتيرها من ضريبة الدخل.
- سندات الشركات: تصدر عن مؤسسات مالية أو شركات مساهمة عامة في القطاع الخاص مثل (سندات عادية\_سندات مضمونة بعقار)، وهي سندات تصدر بمعدل فائدة أعلى من معدلات الفائدة على سندات الحكومية<sup>2</sup>.

#### ب- تقسيم السند حسب العائد

- سندات ذات عائد ثابت: سندات تصدر بمعدل فائدة ثابت حتى تاريخ الاستحقاق وبنسبة مئوية من القيمة الاسمية، ويتم دفع كوبون الفائدة سنوياً، كل نصف سنة أو ربع سنة على حسب ما تقرره الجهة المقترضة أو المصدرة للسندات<sup>3</sup>؛
- سندات ذات المعدل المتغير: في هذا النوع من السندات يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائدة في السوق، أو حسب معدل التضخم، وفي غالب الأحيان يكون بمعدلات فائدة تصاعديّة<sup>4</sup>؛
- سندات الكوبونات الصفرية<sup>5</sup> مستحقة الدفع عند تاريخ الاستحقاق<sup>6</sup>: ليست لها فائدة تدفع دورياً وبدلاً من ذلك فإنه يتم بيعها من البداية بقيمة تقل عن القيمة الاسمية ويتم استردادها بكامل قيمتها الاسمية عند حلول تاريخ استحقاقها.

<sup>1</sup> - أشرف الضبع، مرجع سبق ذكره، ص: 56.

<sup>2</sup> - وليد الصافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص: 109.

<sup>3</sup> - نبذة عن الاستثمار في السندات، البورصة \_خطوة خطوة\_، 2011، 19:19\_2017/08/17، موقع الإطلاع:

[http://www.egx.com.eg/getdoc/c7047489-59f1-48c2-8b4b-aa3e573949ce/Bonds\\_ar.aspx](http://www.egx.com.eg/getdoc/c7047489-59f1-48c2-8b4b-aa3e573949ce/Bonds_ar.aspx)

<sup>4</sup> - بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 63.

ت- تقسيم السند حسب معيار الضمان

- السند المضمون: لكي تحصل بعض الشركات على حاجتها النقدية تعتمد أحياناً إلى اجتذاب رؤوس الأموال بتقدم ضمانات عينية لوفاء القرض بأن ترهن كل عقاراتها أو بعضها رهناً تأمينياً<sup>1</sup>؛
- سندات غير مضمونة: هي سندات غير مضمونة بأصول معينة، والضمانات الفعلية في هذه الحالة هي إجمالي أصول الشركة المصدرة ومركزها المالي (قدرتها على مواجهة التزاماتها تجاه دائئيتها)، وهي أكثر مخاطرة من السندات المضمونة<sup>2</sup>.

ث- حسب طريقة السداد

- سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها: يسدد حقوق حاملها عند تاريخ الاستحقاق من طرف الجهة المصدرة (وهي سندات غير قابلة للاستدعاء أو الاستهلاك قبل تاريخ استحقاقها)<sup>3</sup>؛
- سندات التي يمكن سدادها قبل تاريخ استحقاقها: القابلة للاستدعاء والاستهلاك حسب رغبة الجهة المصدرة<sup>4</sup>.

ج- تقسيم السندات حسب فترة الاستحقاق<sup>5</sup>:

- سندات قصيرة الأجل: لا تتجاوز أجلها عاما واحدا، أداة تمويل قصيرة الأجل، تتمتع بسيولة عالية؛
- سندات متوسطة الأجل: تزيد مدتها عن عام ولا تتجاوز 7 أعوام، معدلات الفائدة أعلى من سندات قصيرة الأجل؛
- سندات طويلة الأجل: يزيد أجلها عن 7 أعوام، وتصدر بمعدلات فائدة عالية (سندات عقارية).

ح- حسب الحقوق والامتيازات المقدمة للمالكين: حسب هذا المعيار هناك أنواع كثيرة من أهمها<sup>6</sup>:

- السندات القابلة للتحويل إلى أوراق مالية أخرى (القابلة للتحويل إلى أسهم)، ذلك عندما يلاحظ حامل السند أن أرباح المساهمين أعلى من فائدة السندية للسند، يستطيع أن يطلب تحويل سنده إلى سهم؛

<sup>1</sup> - عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2010، ص: 30.

<sup>2</sup> - مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية\_البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال (أدوات وآلية نشاط البورصات في الإقتصاد الحديث)\_، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة، بن عكنون، الجزائر، 2005، ص: 69.

<sup>3</sup> - M. DONIS, Valeurs mobilières et gestion de portefeuille, Québec, SMG, 1993, P : 62.

<sup>4</sup> - إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2010، ص: 54.

<sup>5</sup> - بلعيد سمية، دور صناديق الإستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية\_دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية\_، رسالة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة2، 2013/2014، ص: 27.

<sup>6</sup> - مروان عطون، مرجع سبق ذكره، ص: 72\_74.

- ويعتبر حاملي السندات القابلة للتحويل إلى أسهم دائنين للشركة المصدرة للقرض مثل أصحاب القرض العادي أو الموردين ولكنهم يتميزون بحق تغيير هذه الصفة من دائنين إلى ملاك عند التحويل<sup>1</sup>.
- سندات المشاركة في الأرباح: لأصحاب هذه سندات الحق في الحصول على جزء من الزيادة في أرباح الشركة المصدرة؛
  - السندات ذات المعيار الاقتصادي: في هذا النوع يجري استمرار تعديل الفوائد السنوية التي يحصل عليها المكتتبون؛
  - السندات ذات المعيار النقدي: تمتاز هذه السندات من أن الفوائد التي يتحصل عليها حاملتها سنويا وكذلك القيمة التي تسدد لهم عند استهلاك السندات لا تبقى ثابتة، بل تتغير تبعاً لمجموعة من الأرقام القياسية يركز معظمها على حساب التغيير في القوة الشرائية للنقود؛
  - السندات المرتبطة بالذهب: فوائد أصحاب السندات، القيمة التي تسدد لهم عند استهلاك سنداتهم ترتبط مباشرة بالتغيرات في أسعار الذهب.
- 3- استهلاك السندات (سداد السندات):** هناك عدة طرق لسداد السندات من قبل الجهة المصدرة أهمها<sup>2</sup>:
- السداد الجزئي للسندات: تكون عملية السداد الجزئي للسندات قبل أجال استحقاق القرض الجزأ، أما مقدار الجزء المسدد من قبل الشركات المصدرة فيتوقف على الإمكانيات المالية المتاحة لها وبناء على نص قانوني خاص بهذه العملية؛
  - تكوين احتياطي استهلاك السندات: قد ينص نظام الإصدار على شرط تكوين احتياطي لاستهلاك السندات، وفي هذه الحالة تصبح لعملية السداد صفة قانونية الزامية؛
  - السداد التدريجي: يستخدم هذا الأسلوب عند اصدار الشركة عدة أنواع من السندات لا تستحق السداد دفعة واحدة، بل تسدد بتواريخ استحقاق متتالية (يتم تحديدها عند اصدار هذه السندات).
- 4- الفرق بين الأسهم والسندات:** من خلال ما أشرنا إليه من خصائص أسهم وسندات يمكن تحديد الفوراق الآتية:

<sup>1</sup>-Frederique Herbin et all, finance et placement, armandi colin, paris, 1998, p: 201.

<sup>2</sup>- بن عزوز عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص: 41.

الجدول رقم 12: مقارنة بين السهم والسند

السند	السهم
- دين على الشركة.	- جزء من رأس مال الشركة.
- يعتبر حملة السندات دائنون.	- المساهمون هم شركاء أو ملاك الشركة.
- عائد السند ثابت.	- عائد السهم متغير.
- حامل السند يحصل على الفائدة بغض النظر عن حجم الأرباح وتوزيعها.	- حامل السهم يحصل على عائد لا يعتمد على الربح فقط، وإنما باتخاذ القرار بتوزيعها.
- الفوائد على السندات من النفقات لا تخضع للضريبة.	- عائد الأسهم تعتبر توزيعاً للأرباح تخضع للضريبة.
- حملة السندات ليس لهم أي حق في الحصول على التقارير والبيانات عن نشاط الشركة.	- للمساهمين حق الاطلاع والحصول على معلومات بخصوص سير العمل بالشركة.
- حملة السندات ليس لهم حق التدخل في إدارة الشركة.	- للمساهمين حق المشاركة في إدارة شؤون الشركة.
- من حق حملة السندات استرداد قيمة السندات خلال ثلاثة أشهر عند ادماج الشركة في أخرى.	- للمساهم حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال.
- حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد وبالكامل.	- حامل السهم لا يسترد رأسماله إلا بالبيع في البورصة أو عند تصفية الشركة.
- القيمة الجارية للسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الاسمي (على السند).	- القيمة الجارية (السوقية) للسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري.

المصدر: ضياء مجيد، البورصات - أسواق المال وأدواتها (الأسهم والسندات) -، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية، 2008، ص: 44\_45.

ثالثاً: الأوراق المالية المشتقة أو المهجنة

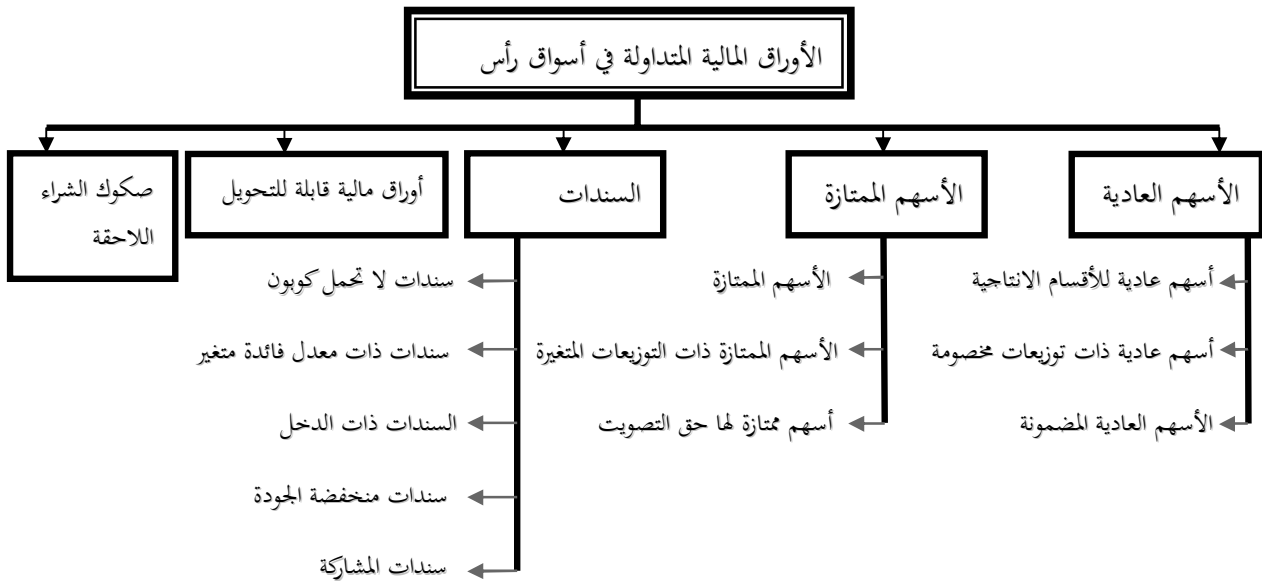
تدخل الأصول المالية الأخرى غير الثلاثة (السندات\_ الأسهم العادية\_ الأسهم الممتازة)، تحت فئة المشتقات المالية مثل: السندات أو القروض القابلة للتحويل إلى أسهم، والقروض ذات الحق في شراء عدد من أسهم المنظمة خلال فترة معينة متفق عليها وبسعر محدد مسبقاً، فهي تشمل على خصائص مشتقة من ورقة أخرى كحقوق حامل السند في شراء عدد من الأسهم العادية التي تصدرها المنظمة بسعر متفق عليه<sup>1</sup>. والاستثمار في المشتقات يحتاج لمعلومات أكثر تفصيلاً ووعي استثماري أكثر عمقاً مقارنة مع الأوراق المالية الأخرى، وبذلك لكون الخوض في هذا الباب من الاستثمار يرقى إلى مستوى المضاربة، وهو بالتالي محفوف بالعديد من المخاطر والمفاجآت التي لا تحمد عقباه<sup>2</sup>. ويمكن التمييز بين عدة أنواع من المشتقات المالية (عقود الخيار- العقود المستقبلية- العقود الآجلة- عقود المبادلات).

<sup>1</sup> - محمد عوض عبد الجواد، مرجع سبق ذكره، ص: 60.

<sup>2</sup> - فيصل محمود الشواور، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية- الأسس النظرية والعلمية -، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص: 88.

- 1- عقود الخيار: يعرف على أنه عقد يعطي لحامله حق وليس إلزام بشراء أو بيع أوراق مالية معينة بسعر معين، محدد مسبقاً يطلق عليه سعر التعاقد أو سعر الممارسة أو التنفيذ، ولفظ إختياري يعني أن مشتري هذا الإختيار له الحق في التنفيذ أو عدم التنفيذ، وهذا الحق يحصل عليه مقابل مبلغ معين غير قابل للرد، كعلاوة للطرف الآخر<sup>1</sup>.
  - 2- العقود المستقبلية: عقود يتم تنفيذها لاحقاً وبتاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري جزءاً من قيمة الورقة ويتسلمها في تاريخ لاحق<sup>2</sup>.
  - 3- العقود الآجلة: عقد يبرم بين طرفين\_بائع ومشتري\_للتعامل على أصل ما على أساس سعر يتحدد عند التعاقد على أن يكون التسليم في وقت لاحق<sup>3</sup>.
  - 4- عقود المبادلات: هي اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية أو العينية في الحاضر، على أن يتم التبادل العكسي للأصل في تاريخ لاحق، وأهم هذه العقود عقود معدلات العائد والعملات<sup>4</sup>.
- وبعد التناول لمختلف الأوراق المالية المتداولة في البورصة والتي تتمثل أساساً في الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات، مع عرض الاتجاهات الجديدة لهذه الأوراق المالية والمستنبطة من كل نوع منها، نوجز ونوضح بعض الأنواع المتداولة في الشكل الآتي:

#### الشكل رقم 25: الأوراق المتداولة في أسواق رأس المال



المصدر: عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، \_ بنوك، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار \_، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2008، ص: 251.

<sup>1</sup> - موسى مطر الشقيري، نوري موسى، المالية الدولية، دار الصفاء، عمان، ص: 112.

<sup>2</sup> - زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص: 105.

<sup>3</sup> - سرامة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008\_دراسة تحليلية\_، رسالة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2012/2011، ص: 19.

<sup>4</sup> - بلعوز بن علي، مرجع سبق ذكره، ص: 339.



## المطلب الثاني: دور الهندسة المالية في تنشيط المعاملات المالية في سوق الأوراق المالية

للهندسة المالية دور فعال في عمليات سوق الأوراق المالية وهذا نظرا لتنوع منتجاتها، فهي تساهم مما لا شك في تحسين وتطوير وبأثر كبير في هذا السوق، ونحاول من خلال هذا المطلب الإشارة لذلك من خلال عدة عناصر كالآتي:

### أولاً: أهمية منتجات الهندسة المالية في تفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية

هناك دور مهم لمنتجات الهندسة المالية في تفعيل سوق الأوراق المالية كالآتي:

- 1- إدارة المخاطر:** يمكن من خلال عقود أدوات الهندسة المالية، ابتداء طرق حديثة للتحوط وإدارة الخطر، إذ بالإمكان تجزئة المخاطر المتجمعة في الأدوات المالية التقليدية (مخاطر تقلب الأسعار\_مخاطر سعر الفائدة\_مخاطر أسعار صرف العملات الأجنبية)، وبعدها إدارة كل نوع من هذه الأنواع على حده من خلال عملية التحوط<sup>1</sup>. فمثلاً أصبح اللجوء إلى التوريق كأحد الابتكارات المالية التي تعمل على سد فجوة التمويل، أداة مالية تفيد قيام مؤسسة مالية بمحشد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول، ووضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانياً ثم عرضه على الجمهور من خلال مؤسسة متخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية، وهذا حرصاً على تقليل للمخاطر، وضمان للتدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك، يعتبر التوريق أداة مساهمة في تنشيط سوق الأوراق المالية وهذا من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة، وتنويع العروض فيها من منتجات مالية، وتنشيط سوق تداول السندات، وخلق علاقات إرتباطية تمويلية بين قطاعات أخرى كقطاع السكن مع سوق الأوراق المالية<sup>2</sup>.
- 2- زيادة حجم الاستثمار:** تمكن المشتقات المالية من دعم فرص تحقيق الإيرادات وزيادة الأرباح من خلال زيادة الفرص الاستثمارية وتنويع المحافظ الاستثمارية للمؤسسات المالية، ودخول المتعاملين في عمليات صناعة السوق، فضلاً عن تنويع الخدمات المالية التي تقدم للمتعاملين، الأمر الذي من شأنه أن يزيد عدد المتعاملين مع الجهات التي تقدم هذه الخدمات<sup>3</sup>.
- 3- تقليل التكاليف:** يمكن من خلال أدوات الهندسة المالية تقليل تكاليف المعاملات التقليدية، إذ يتم دفع هامش بسيط فقط لأغراض التعاقد بدلاً من دفع مبلغ العقد كاملاً منذ البداية، ويمكن تحديد الحدود العليا (السقف) لتكاليف الاقتراض أو تحديد الحدود الدنيا للعوائد المتحققة من الاستثمارات في الودائع أو القروض، ويمكن من خلال الأدوات المالية إيجاد مصادر تمويل جديدة من خلال عمليات المبادلة والدخول إلى أسواق جديدة من خلال هذه الأدوات<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص: 110.

<sup>2</sup> - بلعوز بن علي، مرجع سبق ذكره، ص: 341.

<sup>3</sup> - نورين بومدين، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية، مجلة دورية نصف سنوية تصدر عن كلية الإدارة والاقتصاد،

المجلد الخامس، العدد 10، 2013، ص: 134.

<sup>4</sup> - هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص: 111.

4- زيادة سيولة الأوراق المالية: تحسين سيولة سوق الأوراق المالية بصورة عامة والمتعاملين بأدوات الهندسة المالية بصورة خاصة من خلال إفساح المجال للتعامل مع مجموعة واسعة من الأدوات الجديدة، والتي تتميز بالسيولة العالية نسبياً<sup>1</sup>.

5- دعم كفاءة سوق الأوراق المالية: تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية إذ توفر للمتعاملين كافة الأصول المالية التي تتناسب مع أهدافهم ورغباتهم، سواء من حيث العائد أو المخاطرة، وبالرغم من كون تحقيق كفاءة كاملة أمراً صعباً تحقيقه، فإن عقود المشتقات المالية أصبح من الممكن الاعتماد عليها في تكوين توليفات (تشكيلات) من عقود المشتقات المالية وأوراق مالية متداولة في البورصة الحاضرة، في ظلها يتحقق للمستثمر مستويات فريدة من العائد والمخاطرة لا تحققها أي ورقة مالية متداولة في البورصة الحاضرة<sup>2</sup>.

6- اتساع نشاط سوق الأوراق المالية: لقد أدى تعدد أدوات الهندسة المالية إلى التوسع الكبير في التعامل بها، إذ وصل إلى ما يمثل ثلثي تجارة العالم بالسلع والأوراق المالية التي تشكل مبالغ ضخمة جداً وما يتحقق نتيجة لذلك من إيجاد فرص العمل الواسعة وتحقيق الإيرادات، هذا التوسع أدى إلى توفر أسواق المنظمة والموازية المتخصصة في التعامل بهذه الأدوات<sup>3</sup>.

وبصورة عامة يعتبر استعمال أدوات الهندسة المالية ذات دفع وتطوير لسوق الأوراق المالية، بحيث تحقق هذه الأدوات جملة من المزايا (أقل كلفة من التعامل بالموجودات الأساسية كالأسهم والسندات، التحوط من المخاطر، ترفع من عوائد المستثمرين، بناء محفظة مالية أكثر تنوعاً،...)، هذه المزايا التي تشجع المستثمرين على التعامل بها وهذا يجعلها أكثر الأدوات المالية استخداماً في المستقبل المنظور.

### ثانياً: مساهمة المشتقات المالية في تنشيط عمليات سوق الأوراق المالية

تتمتع المشتقات المالية بأهمية كبيرة ضمن تنشيط عمليات سوق الأوراق المالية ويمكن تحديد ذلك كالآتي:

1- إتاحة فرص استثمارية للمضاربين: يدخل المضارب (speculator) طرفاً في العقد بغرض تحقيق الربح، وليس بغرض تأمين تملك الأصل، ويحاول المضارب تحقيق الأرباح من خلال توقعاته بشأن الأسعار، إلا أن سعيه لتحقيق الربح بدخوله طرفاً في عقد من عقود المشتقات المالية يقدم خدمة اجتماعية وإن كان لا يقصدها، ذلك لأنه الطرف الذي تنتقل إليه المخاطر التي لا يرغب فيها الأطراف الأخرى، أي الأطراف التي تمتلك الأصل بالفعل (الطرف البائع)، أو ترغب في امتلاكه مستقبلاً (الطرف المشتري) لحاجة فعلية إليه<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - همسة حنين، الهندسة والإبداعات المالية، منتديات ستار تايمز، 15:21\_2017/09/06، موقع الإطلاع:

<http://www.startimes.com/?t=23539456>

<sup>2</sup> - نورين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص: 135.

<sup>3</sup> - هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص: 112.

<sup>4</sup> - سرارمة مريم، مرجع سبق ذكره، ص: 67.

**2- تيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد:** يتميز التعامل في أسواق المشتقات بانخفاض تكلفة المعاملات إلى مستوى يستحيل على الأسواق الحاضرة أن تنافسه فيه، ولتكلفة المعاملات تأثير على سيولة السوق، إذ تجعل السوق أكثر كفاءة، بما يتيح فرصة أفضل لإبرام الصفقة بسعر قريب من السعر العادل، كما يساهم التعامل بالعقود على تنشيط سوق الأصل المتعاقد عليه، وذلك بزيادة حجم التداول عليه، يرجع ذلك إلى أن المبلغ الذي يدفعه المستثمر عند التعاقد لا يمثل سوى نسبة ضئيلة من قيمة الصفقة، وتقل كثيراً عن الهامش المبدئي الذي يلتزم المشتري بإيداعه لدى السماسرة في حالة الشراء الهامشي للأصل من السوق الحاضر<sup>1</sup>.

**3- سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية:** نظراً لمرونة عقود المشتقات المالية وسيولتها الجيدة، هذا يجعلها أكثر جاذبية في تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية<sup>2</sup>. فلو أن مستثمراً يرغب في استثمار ما يعادل مليون دولار في محفظة جيدة التنوع، فيمكنه شراء تشكيلة من الأسهم الفردية التي تحقق له ما يريد، لكن هذا البديل قد يتطلب تنفيذه وقت طويل كما ينطوي على قدر كبير من تكلفة المعاملات، يقابل ذلك بديل آخر يُخلص المستثمر من تلك المشكلات، هو الاستثمار من خلال عقد خيار أو عقد مستقبلي على أحد المؤشرات<sup>3</sup>.

**4- إتاحة فرصة أفضل للتدفقات النقدية:** لنفترض حالة حكومة دولة خليجية تباع البترول بعقود مستقبلية، وقد أبرمت عقداً بسعر 45 دولار للبرميل تسليم شهر نوفمبر (مركز قصير)، وكان المشتري هو شركة الخطوط الجوية العربية. والآن لو أن سعر البرميل قد انخفض في تاريخ التسليم إلى 40 دولار للبرميل، حينئذ تقوم الحكومة المعنية ببيع البترول في السوق الحاضر لمن يرغب في الشراء أي كان، وذلك بسعر السوق أي 40 دولار للبرميل. ولكن ماذا عن العقد المستقبلي؟ سوف يترتب على تسويته تحقيق أرباح تعوض البائع (الحكومة الخليجية) عن الانخفاض في البترول، نتيجة لانخفاض سعره<sup>4</sup>.

ونظراً لأهميتها المشتقات المالية\_ وقدرتها على التحوط من الأخطار، فقد ازداد اهتمام الدول بالتعامل بها، والعمل على تداولها وتطويرها، حيث شهدت خلال السنوات الماضية نمواً كبيراً ومتسارعاً، سواء على صعيد حجم تجارة هذه الأدوات الجديدة، أو على صعيد تنوع هذه الأدوات بحيث شملت مجموعة واسعة من العقود المالية المشتقة لكافة أنواع الأوراق المالية والسلع وغيرها من الموجودات الأخرى، وكذلك على صعيد توسع قاعدة المشاركين في أسواق المشتقات.

<sup>1</sup> - سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية\_دراسة حالة البنك \_ BNP PARIBAS \_ ، رسالة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2006/2005، ص: 65.

<sup>2</sup> - نورين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص: 136.

<sup>3</sup> - سميرة محسن، مرجع سبق ذكره، ص: 66.

<sup>4</sup> - حاكم الربيعي، مرجع سبق ذكره، ص: 337.

### ثالثاً: تطور استخدام المشتقات المالية

حتى أواخر 1980 كان تنظيم تداول المشتقات يقتصر على البلدان المتقدمة ولكن في أواخر 1980 وأوائل 1990 شهدت المشتقات اهتماماً متزايداً في الأسواق الناشئة، نظراً لمستوى عالٍ من المخاطر الاقتصادية والمالية التي يواجهها المشاركون في السوق والمستثمرين في البلدان الناشئة، فيتوقع مساهمة أسواق المشتقات في التنمية الاقتصادية للبلد من خلال التحكم في هذه المخاطر.

#### 1- أسباب نمو التعامل بالمشتقات

هناك مبررات تدفع المستثمرين إلى استخدام المشتقات في تغطية المخاطر مع وجود أساليب التغطية التقليدية، ومن بين أهم مبررات وأسباب النمو الهائل في حجم التعاملات كالاتي<sup>1</sup>:

أ- توفر مجموعة من الظروف البيئية المستحثة التي أسهمت في توفير مناخ ملائم لظهور وانتشار هذه الأدوات منها:

- التقدم التكنولوجي المتسارع في مجال اتصالات والمعلومات بما يلغي الحدود المكانية بين الأسواق؛
- اشتداد المنافسة بين المؤسسات المالية، الأمر الذي أدى إلى التسابق فيما بينهم لتقديم منتجات مبتكرة وطرحها في الأسواق وتشجيع المستثمرين والمتعاملين للإقبال عليها؛
- تزايد الترابط على نطاق عالمي بين الأسواق والحد من القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال؛
- الكم الهائل من التشريعات والقواعد المالية المنظمة للتعاملات في أسواق المال، مما أتيحت الفرصة للخبراء الماليين لابتكار أدوات مالية جديدة عن طريق استغلال الثغرات الموجودة في هذه التشريعات والقواعد<sup>2</sup>.
- ب- الاعتقاد الراسخ بأن الأدوات المالية المشتقة تساعد في إدارة المخاطر إذا ما أحسن استخدامها والرقابة عليها؛
- ت- توسع حدود استخدام المشتقات المالية ليس بغرض تغطية المخاطر فحسب، بل تعادها باستخدامها في أغراض المضاربة، وذلك من منطلق الاعتقاد السائد بأن الدخول في عمليات ذات مخاطر عالية إنما يعني إمكانية الحصول على عوائد محتملة عالية.
- ث- تعتبر المنتجات المشتقة إحدى المنتجات الجديدة التي استغلها المستثمرون للتهرب الضريبي، وذلك من خلال استخدامها للتهرب من الضريبة على معاملات الأسهم النقدية؛
- ج- سيولة الأدوات المشتقة وتنوعها ساهم في انتشار عمليات تداولها، وذلك بتوفير فرصة للأفراد أو الشركات أو المؤسسات المالية التي ترغب في التحوط من إيجاد الأداة المالية المناسبة التي تساعد على تحقيق أهدافها.

<sup>1</sup> - عيساوي سهام، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال - دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي -، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص: إقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014، ص: 58.

<sup>2</sup> - محمد سمير أحمد، الجودة الشاملة وتحقيق الرقابة في البنوك التجارية، دار المسيرة، عمان، 2009، ص: 160.

## 2- تطور حجم التعاملات بالمشتمقات المالية

بدأ التعامل في المشتمقات منذ أوائل السبعينات مع التقلبات الحادة التي شهدتها العديد من الأسواق المالية فيما يتعلق بمعدلات العائد وأسعار الصرف وأسعار الأسهم، والتي أدت إلى ارتفاع درجات المخاطرة وانتعاش عمليات المضاربة، أدى ذلك إلى البحث عن أدوات معينة تكفل الحماية من المخاطر المرتبطة بتلك المعدلات والتحوط ضدها.

ولقد تصاعد حجم التعامل في أدوات المشتمقات خلال الثمانينات، وبشكل واضح خلال التسعينات، نظرا لزيادة هذه المخاطر مع تزايد اللجوء إلى التمويل من خلال الأسواق المالية الدولية (والذي أدى بدوره إلى ترابطها) خاصة في ظل التطور الهائل في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات وما يتبعه من شفافية للمعلومات، فضلاً عن برامج التحرر المالي والحد من القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال بين هذه الأسواق<sup>1</sup>.

وحسب (GAO) (General Accounting Office) للكونغرس الأمريكي عرفت الأسواق المشتمقة خارج الخيارات في الأسواق غير المنتظمة، والعقود الآجلة بين عامي 1989 و1992 نموا وصل 145% في نهاية السنة المالية 1992 ويبين الجدول رقم 13 تطور قيمة المبالغ غير المسددة للمشتقات المالية في الأسواق غير المنتظمة. وقد شهدت عقود المشتقة العالمية بعد الأزمة المالية العالمية نمو سريع في عام 2010 بعد فترتها في عامي 2008-2009، فبمقارنتها بعام 2009 فقد ارتفع حجمها بنسبة 81,9%، فالمشتقات في الأسواق المنظمة تداولت بقيمة 68 تريليون دولار أمريكي<sup>2</sup>.

### الجدول رقم 13: إجمالي قيمة المنتجات المشتقة في الأسواق غير المنتظمة

الوحدة: بليون دولار

نوع المشتق	جوان 2007	ديسمبر 2007	جوان 2008	ديسمبر 2008	جوان 2009
عقود العملات الأجنبية	48.645	56.238	62.983	44.200	48.755
عقود أسعار الفائدة	347.312	393.138	458.304	358.896	437.198
الأسهم المرتبطة بعقود	8.590	8.469	10.177	6.159	6.619
عقود السلع	7.567	8.455	13.229	3.820	3.729
مقايضات مخاطر الائتمان	42.581	58.244	57.403	41.883	36.046
غير مخصصة	61.713	71.194	81.719	65.413	72.255
إجمالي العقود	516.407	595.738	683.814	547.371	604.622

المصدر: بزاز حليلة، المشتقات المالية ' المفهوم، الأهمية، المخاطر '، جامعة الأمير عبد قادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، موقع الإطلاع:

<http://www.univ-emir.dz/download/revues/revu-cha/ch1-bezaze-halima.pdf>

<sup>1</sup> - بزاز حليلة، المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، 2017/11/12، موقع الإطلاع:

<http://www.univ-emir.dz/download/revues/revu-cha/ch1-bezaze-halima.pdf>

<sup>2</sup> - عيساوي سهام، مرجع سبق ذكره، ص: 58.



#### رابعاً: دور التوريق في تفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية

للتوريق دور جد مهم سواء في تنشيط البورصة، والمساهمة في تفعيل جانب التمويل وإدارة المخاطر للسوق المالي ككل ويمكن الإشارة لهذا من خلال مجموعة من النقاط كالاتي:

- 1- تنشيط سوق الأوراق المالية بتعبئة مصادر تمويل جديدة، وتنويع المعروض فيها من منتجات مالية، وتنشيط سوق تداول السندات، وخلق علاقات إرتباطية تمويلية بين قطاعات أخرى كقطاع السكن وسوق الأوراق المالية؛
- 2- توسيع دائرة التوريق يساعد البورصات العالمية والمحلية إلى تنشيط حركتها من خلال توسيع الأوراق المالية وتنشيطها عبر الموارد المالية وتنوع الأدوات الاستثمارية المتوفرة للمضاربة والتعامل فيها<sup>1</sup>؛
- 3- رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها، عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرة أخرى، مما يساعد على توسيع حجم الأعمال للمنشآت بدون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية؛
- 4- تسهيل تدفق التمويل لعمليات الإئتمان بضمان الرهون العقارية، وبشروط وأسعار أفضل وفترات سداد أطول؛
- 5- أداة تمويلية جدّ تنافسية بالنسبة للمؤسسات الصّغيرة والمتوسطة (PME)؛
- 6- توفير العملات الأجنبية في حالة التوريق عبر الحدود، فيما لو أمكن التعامل مع إحدى المؤسسات المهتمة بتحويلات العاملين في الخارج، أو بطاقات الإئتمان وغيرها؛
- 7- تنشيط السوق الأولية في بعض القطاعات الإقتصادية مثل العقارات والسيارات وطاقات الإئتمان، كما أنّ إنخفاض سعر الفائدة يمكن أن يوقرّ مناسياً للقيام بنشاط التوريق<sup>2</sup>؛
- 8- تحويل الحقوق المالية غير قابلة للتداول إلى أوراق مالية جديدة قابلة للتداول؛ هذا بالإضافة إلى أن إصدار الأوراق المالية المستندة إلى ديون، قد يسمح للشركات ذات التصنيف الائتماني المتدني باقتراض الأموال بالمعدلات التي تحصل عليها الشرائح الممتازة<sup>3</sup>؛
- 9- رفع مقدرة البنوك على التمويل عن طريق رفع نسبة رأس المال بها، بدليل أنّ التوريق يسمح بتحويل الديون إلى سندات (تعتبر السندات جزء من رأس المال)، بالإضافة إلى توفير المزيد من السيولة المتأتية من عمليات التوريق؛

<sup>1</sup> علي محي الدين القره داغي، الصكوك الإسلامية 'التوريق' وتطبيقاتها المعاصرة - دراسة فقهية اقتصادية تطبيقية-، منظمة المؤتمر الإسلامي، مجمع

الفقه الإسلامي الدولي، دورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، ص: 06.

<sup>2</sup> راتول محمد، مداني أحمد، مرجع سبق ذكره، ص: 08.

<sup>3</sup> عمار بوطكوك، دور التوريق في نشاط البنك - حالة بنك التنمية المحلية-، رسالة لنيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2008/2007، ص: 79.



- 10- التوريق أداة تساعد على الشفافية، وتحسين بنية المعلومات في السوق، لأنه يتطلب العديد من الإجراءات، ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض، مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق لإنجاح التمويل؛
- 11- تقليل مخاطر الائتمان للأصول، من خلال توزيع المخاطر المالية على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة؛
- 12- إنحسار احتمالات تعرّض المستثمرين للأخطار المالية، وإنعاش سوق الديون الرّاكدة<sup>1</sup>.

وإضافة لمزايا التوريق، فإنه أيضا يضمن لحامله - حملة الأوراق المالية في عملية التوريق - حقوق مالية يمكن حصرها<sup>2</sup>:

- الحق في استثناء قيمة الورقة المالية والفوائد التي يدرها: هدف المستثمرين في عملية التوريق هو الحصول على الفارق بين القيمة الاسمية للأصول المدعومة لها وقيمة شرائها، ومن جهة ثانية الحصول على الفوائد التي تديرها هذه الأصول وهي الفوائد التي يتم تحصيلها بشكل دوري من المدينين.
- الحق في تداول الأوراق المالية: الأوراق المالية الناجمة عن عملية التوريق، تكون قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، ومن ثم يجوز لحملة هذه الأوراق تداولها في بورصة الأوراق المالية إذا كانت مسجلة فيها أو التنازل عنها للغير بالحوالة.

إن التوريق أداة لوقف الركود في قطاع العقارات، وزيادة سيولة القطاع المصرفي، وتوفير تمويل طويل الأجل وبتكلفة أقل لقطاع الأسر، وتحريك النشاط والإنتعاش في سوق رأس المال الذي يعاني من الركود، وإنشاء مؤسسات مالية متخصصة جديدة تفعل سوق المالي، وتعبئة استثمارات شركات الاستثمار المؤسسي وتوجيهها نحو عملية التنمية، وتحسين كفاية رأس المال خاصة من خلال بيع المحافظ الائتمانية المرتبطة بموجودات مالية غير سائلة، وتقليل بنية المخاطر العامة، وتعزيز بنية الدخل العام.<sup>3</sup> ومع هذه المزايا ينبغي لنجاح عملية التوريق إزالة مختلف العوائق القانونية التي قد تواجه هذه العملية، وتحول دون إتمامها أو تحد من اقبال المستثمرين على الاكتتاب في الأوراق المالية الناتجة عنها، والعمل على توفير مجموعة من القواعد التي تكفل نجاحها، ويتطلب الأمر كذلك تنسيقا فعالاً بين مختلف الأطراف المعنية من أجل ضمان عدم تناقضات أو عدم انسجام في القواعد والتوجهات والنواحي الرقابية والتشغيلية في كل مكونات البيئة المناسبة لعملية التوريق.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - بلعزوز بن علي، مرجع سبق ذكره، ص: 341.

<sup>2</sup> - مصطفىاوي سميرة، البنوك في مواجهة آلية التوريق، رسالة لنيل شهادة الماجستير في القانون، فرع: القانون الدولي للأعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2016/2015، ص: 67.

<sup>3</sup> - نبذة عن الأوراق المالية المضمونة بأصول، بورصتي القاهرة والاسكندرية، 2017/11/25 \_ 13:45، موقع الاطلاع:

[http://www.efham.net/Uploads/EfhamElborsa/ABS\\_arabic.pdf](http://www.efham.net/Uploads/EfhamElborsa/ABS_arabic.pdf)

<sup>4</sup> - مصطفىاوي سميرة، مرجع سبق ذكره، ص: 68.

### المطلب الثالث: المنتجات المالية الإسلامية كآلية لتنشيط عمليات البورصة

إن التنوع في المنتجات المالية الإسلامية لا شك يساهم في تنشيط المعاملات المالية وفي تطوير أداء سوق الأوراق المالية وهناك عديد منتجات الإسلامية التي تعمل في تطوير وتنشيط هذا السوق، وأهمها الصكوك الإسلامية التي لها قدرة على تطوير وتنشيط سوق الأوراق المالية، وقصد الإمام نقسم هذا المطلب للعناصر الآتية:

- عمليات سوق الأوراق المالية في ميزان الشريعة الإسلامية؛
- دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية؛
- دور المشتقات المالية الإسلامية في تنشيط هذه السوق.

### أولاً: عمليات سوق الأوراق المالية في ميزان الشريعة الإسلامية

تنقسم عمليات سوق الأوراق المالية إلى عمليات عاجلة وعمليات آجلة كما أشرنا إلى ذلك في الفصل الأول من خلال المبحث الأول- المطلب الثالث-، ونحاول في هذا الفرع الإمام أكثر بهذه العمليات (العاجلة والآجلة) وإيضاح الجانب الشرعي فيما يخص هذه العمليات.

#### 1- العمليات العاجلة

أ- تعريف: تتم العمليات العاجلة من بيع وشراء بين طرفين أحدهما البائع الذي يُسَلَّم الأوراق المالية، والآخر المشتري الذي يُسَلَّم ثمن الأوراق المالية فوراً أو خلال 48 ساعة، ويكون غرض المتعاملين من هذه العملية هي الاستثمار أو المضاربة أو الاحتياط أو المراجعة<sup>1</sup>، وهذه العملية تتم في قاعة التداول ببورصة الأوراق والتي بدورها تقوم بإتمام الصفقة بين البائع والمشتري، وتكون هذه العمليات على أصول مادية تمثل حقوقاً لأصحاب المشروع على هذه الأصول<sup>2</sup>.

#### ب- نظرة الشريعة الإسلامية للعمليات العاجلة

العمليات العاجلة التي تتم في سوق الأوراق المالية جائزة شرعاً ما لم تكن على الأوراق المالية محظور التعامل بها كالسندات، وذلك لأن شروط عقد البيع والشراء من إيجاب وقبول وشروط العاقدين والمعقود عليه تنطبق على تلك العمليات، وهناك صور أخرى من البيوع التي يجري التعامل بها ضمن إطار العمليات العاجلة ويكون الغرض منها المضاربة<sup>3</sup>، وهي:

<sup>1</sup> - سفيان خوجة علامة، مريم قايد، أهمية أسواق المال الإسلامية في ظل الأزمات المالية، ورقة بحث مقدمة ضمن فعاليات المنتدى الدولي: النظام المالي الدولي والمالية الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 12/11 نوفمبر 2013، ص: 12.

<sup>2</sup> - مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني-دراسة حالة بورصة ماليزيا، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث LMD في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015/2014، ص: 173.

<sup>3</sup> - مرجع نفسه، ص: 174.

- **البيع على المكشوف:** أو البيع القصير، هو بيع الأوراق المالية لا ينوي البائع تسليمها من حافظته المالية، إما أنه لا يملكها أساساً، أو لأنه يملكها ولا ينوي أن يسلمها وقت البيع، بمعنى أن البائع يبيع ما لا يملكه من الأسهم بناءً على أنه يتوقع هبوطها، فيعتمد البائع على اقتراض أسهم الشركة التي يتوقع انخفاض أسهمها من السمسار، ويحتفظ السمسار بهذه الأوراق المالية لديه، باعتبارها رهناً لضمان السداد، ثم يبيعها المقترض بالسعر السائد، ثم يشتريها عند انخفاض السعر، ثم يعيد الأسهم لصاحبها، ويحتفظ لنفسه بالفارق الذي تحقق له من خلال هذه العمليات<sup>1</sup>. وهناك فوائد وسلبات من خلال هذه العملية (البيع على المكشوف) يمكن توضيحها من خلال الجدول الآتي:

#### الجدول رقم 14: فوائد وسلبات البيع على المكشوف

الفوائد	السلبات
- منع الفقاعات السعرية	- يؤدي لانخيار حاد في الأسواق
- تحريك عمل شركات الوساطة المالية	- يكون سيلاً لتلاعبهم في الأسواق
- تقديم دخل إضافي للمستثمر الطويل الأجل من خلال عملية التحوط مما يحفز على الاحتفاظ بموقعه كمستثمر طويل الأجل وهو الموقف الأنفع والأصلح للاقتصاد.	- الأفضل استبدال عقد البيع على المكشوف بعقد بيع آجل بسعر اليوم والسداد بعد أجل، وبهذه الطريقة يحمي المستثمر نفسه من خطر استدعاء أسهم البيع على المكشوف من صاحبها فجأة خلال مدة العقد، ومن تقلبات الأسعار.

المصدر: فلك منير خولاني، البيع على المكشوف (مضاربة/تحوط)، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية GIEM، 2017/08/23، موقع الإطلاع:

<http://giem.kantakji.com/article/details/ID/48>

وفيما يتعلق بحكمه الشرعي: غير جائز باعتباره من القمار، وقد استدلل المختصون في الفقه والاقتصاد حول عدم صحته بما يلي<sup>2</sup>:

- ✚ عقد البيع على المكشوف يتضمن المقامرة والمغامرة على أن سعر الأوراق المالية سوف ينخفض
- ✚ كما أن السمسار الذي يقرض ما لديه من أوراق مالية يملكها يعين القائمين على البيع على القمار؛
- ✚ تضليل المشتري إذ أن البائع يسلم أوراقاً مالية مقترضة وليست ملكاً له؛
- ✚ الحصول على الأرباح على حساب المتعاملين الآخرين دون علمهم؛
- ✚ دخول تصرف السمسار ضمن تصرفات الفضولي الذي يتصرف في حال غيره دون إذن منه.

<sup>1</sup> - وليد مصطفى شاويش، البيوع المنهي عنها شرعاً وأثرها في الوقاية من الأزمة المالية العالمية المعاصرة- البيع على المكشوف نموذجاً، ورقة بحثية ضمن المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، الأردن، 02/01 ديسمبر 2010، ص: 04.

<sup>2</sup> - سفيان خوجة علامة، مرجع سبق ذكره، ص: 12.

- **الشراء بالهامش:** يعتبر أسلوب المتاجرة بالهامش في التداول بالأوراق المالية ذات أهمية كبيرة في أسواق المال المعاصرة إذ يوفر هذا الأسلوب للمستثمرين المجال لتوسيع نطاق استثماراتهم وزيادة القوة الشرائية لها، وذلك من خلال الاستفادة من مزايا الرفع المالي\*، إذ يمكن للمستثمر الذي يتعامل بهذا الأسلوب أن يستخدم المبالغ النقدية المحدودة التي يمتلكها في شراء صفقات كبيرة من الأوراق المالية، إلا أن التعامل بهذا الأسلوب يتميز بارتفاع درجة المخاطر<sup>1</sup>.

✚ **الشراء بالهامش** نوع من أنواع المعاملات العاجلة يراد به أن يقوم المستثمر بدفع جزء من ثمن الأسهم التي يريد شراءها من أمواله الخاصة ودفع الجزء الباقي من أموال مقترضة ويحصل المشتري على ذلك القرض من أحد البنوك أو شركات السمسرة المصرح لها بمزاولة نشاط البيع على الهامش.

إن الشراء الهامشي هو عبارة عن الإقراض لشراء الأوراق المالية على أن تكون تلك الأوراق المالية ذاتها ضماناً للأموال المقترضة، ويساعد على تحقيق ربح أعلى في حالة ارتفاع أسعار الأوراق المالية ولكنه في نفس الوقت يعرض المستثمر لخسائر أكبر في حالة انخفاض أسعار الأوراق المالية<sup>2</sup>.

✚ **وحكم الشراء بالهامش:** محرماً، لاشتماله على عقد محرّم وهو القرض الذي يحصل عليه المشتري من السمسار لتضمنه شرط رد القرض بأكثر منه<sup>3</sup>.

## 2- العمليات الآجلة

عمليات يلتزم بموجبها كل من المشتري والبائع على تصفيتها في تاريخ معين يجري فيه التسليم ما عدا حالات التأجيل التي يتفق عليها الطرفان على شروط تأجيلها وتعويضها، ويشترط في الأوراق المالية التي تشملها عمليات السوق الآجلة أن تكون موجودة بكثرة وأن يكون تداولها مألوفة بصورة دائمة<sup>4</sup>. وأهم العمليات التي تجري بها التعامل في السوق الآجلة مع حكمها الشرعي كالاتي:

أ- **العمليات الآجلة الباتة (القطعية):** هذا النوع من العمليات لا يتم فيه تسليم العقود عليه، ولا الثمن ولا المثلن، بل يشترط تأجيلهما، وعلى هذا فإن العملية لا تجوز شرعاً، لأن شرط صحة العقود أن يتم تسليم العوضين أو أحدهما ولا يجوز اشتراط تأجيل الاثنين<sup>5</sup>.

\* الرافعة المالية: عبارة عن اقتراض المال في سياق التداول مما يمكن المتداول من إجراء صفقات بقيمة أكبر من المبلغ الأصلي الذي تم إيداعه.

<sup>1</sup> - وليد مروان عليان، أثر استخدام أسلوب المتاجرة بالهامش على أسعار الأسهم وحركة تداولها في بورصة عمان، رسالة ضمن متطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، 2009/2008، ص: 25.

<sup>2</sup> - نبذة عن الشراء الهامشي، بورصة النيل، مصر، 2016، 13:53\_2017/08/23، موقع الإطلاع:

[http://www.egx.com.eg/getdoc/b4ca8afd-d891-4c8e-99ea-8c6adc42d429/Marging-Trading\\_ar.aspx](http://www.egx.com.eg/getdoc/b4ca8afd-d891-4c8e-99ea-8c6adc42d429/Marging-Trading_ar.aspx)

<sup>3</sup> - سفيان خوجة علامة، مرجع سبق ذكره، ص: 13.

<sup>4</sup> - بن عمر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص: 41.

<sup>5</sup> - مونية سلطان، مرجع سبق ذكره، ص: 175.

ب- العمليات الآجلة بشرط التعويض: هي عمليات تتضمن في طياتها شرطاً وهي كالاتي:

- عمليات شرطية للمشتري: ويكون المشتري مخير بين استلام الصكوك وتسليم الثمن 'تنفيذ العملية' وبين التخلي عن التعويض 'عدم تنفيذ العملية' ويكون البائع ملزم بالقرار النهائي للمشتري؛
- عمليات شرطية للبائع: ويكون الخيار للبائع في يوم جواب الشرط بين تنفيذ الصفقة وبين التنازل عن تنفيذها، مقابل دفع تعويض متفق عليه مسبقاً.

وحكم العمليات الآجلة بشرط التعويض لا يختلف عن الحكم في العمليات الآجلة الباتة في أن العقد لم يتم من الناحية الشرعية، لأنه لم يتم فيه التسلم والتسليم، لا للثمن، ولا للمثمن، بل اشترط فيه تأخير الاثنين معاً، لذلك فهي عمليات غير جائزة شرعاً.

ت- العمليات الآجلة بشرط الانتقاء: هذا النوع من العمليات يكون البائع والمشتري لهما حق الخيار في إبرام الصفقة في موعد التصفية بأي من السعرين، ولا يعتبر هذا النوع بيعاً في نظر الشريعة لأن من الشروط الأساسية له تحديد الثمن، بالإضافة إلى عدم تحقق أركان العقد، فإن فيه اشتراط تأجيل الثمن المخير والمثمن لذلك فلا يجوز شرعاً<sup>1</sup>.

### ثانياً: دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية

تعتبر الصكوك الإسلامية من أهم الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي الإسلامي، بحيث تحظى بأهمية بارزة في عمليات التداول داخل السوق، وقبل تحديد دور الصكوك في تنشيط سوق الأوراق المالية، نشير إلى إيجابيات أدوات التمويل الإسلامي بما فيها الصكوك الإسلامية في عمليات السوق المالي.

#### 1- إيجابيات أدوات التمويل الإسلامي

يمكن حصر أهم إيجابيات التي تحظى بها أدوات التمويل الإسلامي أهمها الصكوك الإسلامية كالاتي:

- الصكوك تمثل ملكية حصص شائعة في الموجودات، بعكس سندات الربوية التي يملك حاملها حقوق الورقة المالية فقط دون استحقاق ثابت في أصل الموجودات؛
- قابلية الصك الإسلامي للتداول، سواء أكان التداول بيعاً أم هبة أم رهناً، ويمكن تداولها بكل الوسائل المشروعة سواء أكان بالمناولة أو بالوسائل الالكترونية؛
- تعمل الأدوات الإسلامية على ضبط عملية التوريد لتكون لأصول عينية وليس للديون؛
- الاعتماد على مبدأ المشاركة المتنوعة وتوزيع المخاطر؛

<sup>1</sup> - نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق 'دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا'، رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2007/2006، ص: 76.



- تقديم أسلوب جيد لإدارة السيولة تستطيع به المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية أن تدير به سيولتها<sup>1</sup>.
  - للمستثمرين تفضيلات لا تتحقق إلا في أدوات مالية ذات عائد ثابت ومخاطر متدنية، فالكثير منهم يحد عائد متدني مقبول مقابل تجنب المخاطر، خصوصاً في التمويل الإسلامي الذي يقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، وهذا ما تتيحه الصكوك الإسلامية<sup>2</sup>؛
  - قبول الصكوك الإسلامية من طرف المتعاملين في السوق المالية ويظهر ذلك جلياً من خلال حجم الإصدارات التي تنمو بمعدلات مرتفعة من سنة إلى أخرى في دول العالم<sup>3</sup>.
- وزيادة الاهتمام بإصدار الصكوك الإسلامية وتشجيع نطاقها، سيؤدي حتماً إلى زيادة تداول الأدوات المالية وتنشيط السوق المالية الإسلامية وتجاوبها مع احتياجات المدخرين والمستثمرين والدولة بآليات تستبعد الفوائد المحرمة شرعاً.

## 2- دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية

- يمكن أن تؤدي الصكوك الإسلامية دور جد مهم من ناحية تفعيل وتنشيط سوق الأوراق المالية وهذا من خلال:
- زيادة سيولة سوق الأوراق المالية: يعد التصكيك وسيلة لتحسين السيولة وذلك من خلال قدرته على تحويل الأصول غير القابلة للتسييل أو قليلة السيولة إلى أوراق مالية قابلة للتسييل، الأمر الذي ينجم عنه تحسين السيولة في المحفظة الاستثمارية.
  - إدارة مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية: عن طريق الصكوك الإسلامية يمكن ابتكار طرق جديدة لإدارة المخاطر، وإدارة كل نوع من هذه المخاطر عن طريق عملية التحوط.
  - زيادة حجم الاستثمار: تُقدم لنا الصكوك فرص تحقيق الإيرادات وزيادة الأرباح من خلال زيادة الفرص الاستثمارية وتنويع المحافظ الاستثمارية للمؤسسات المالية، ودخول المتعاملين في عمليات صناعة السوق، فضلاً عن تنويع الخدمات المالية التي تقدم للمتعاملين، الأمر الذي من شأنه أن يزيد عدد المتعاملين مع الجهات التي تقدم هذه الخدمات.
  - سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية: نظراً لمرونة الصكوك وسيولتها الجيدة فهذا يجعلها أكثر جاذبية في تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - سفيان خوجة علامة، مريم قايد، مرجع سبق ذكره، ص: 19.

<sup>2</sup> - حكيم براضية، مرجع سبق ذكره، ص: 132.

<sup>3</sup> - آمال لعمش، مرجع سبق ذكره، ص: 128.

<sup>4</sup> - ساسية جدي، مرجع سبق ذكره، ص: 179.



- دور الصكوك في تنشيط السوق الأولية: للصكوك أهمية كبيرة في تنشيط السوق الأولي، لما توفره من ميزات متنوعة للجهة للصكوك أهمها<sup>1</sup>:
- أداة لتمويل المشاريع التنموية: تتميز الصكوك الإسلامية بتنوعها مما يجعلها تلائم قطاعات اقتصادية واسعة، خاصة مشاريع البنية التحتية والمشاريع التنموية والاستثمارية وغيرها من المشروعات ذات الأجل الطويلة والمردود القليل، مما لا تسعى لتمويله المؤسسات المصرفية.
- التمويل بالصكوك لا يؤثر على الحد الائتماني للشركة في البنوك: نظرا لأن كثيرا من الشركات تكون قد استوفت حدها الائتماني لدى كثير من البنوك، مما يصعب من مهمتها في الحصول على التمويل فإنه يمكنها أن تمول أنشطتها الاستثمارية من خلال الصكوك الإسلامية التي تفتح لها أبواب ائتمانية جديدة.
- دور الصكوك في تنشيط سوق التداول: توفر الصكوك عديد المزايا لحاملها مما يساهم في استقطاب عدد كبير من المتعاملين فيها، وبالتالي زيادة عمق السوق، ومن أبرز تلك المزايا نذكر:
- أداة لتنويع مخاطر المحافظ الاستثمارية: تؤدي الصكوك دورا هاما في إدارة مخاطر الاستثمار من خلال عملية التنويع في المحافظ الاستثمارية. فقد كان الكثير من المستثمرين يلجأ للاستثمار في السندات، إلا أن اشتغال المحفظة المالية على السندات كان محل استشكل شرعي من كثير من المستثمرين، كون أن السندات ربوية، ولذلك فإن تعويضها بالصكوك الإسلامية سيحقق الهدف الاستثماري للمشروع وهو تنويع مخاطر المحافظ الاستثمارية وبأداة مالية شرعية.
- أداة للتحكم في السياسة النقدية: حيث يمكن للسلطات النقدية استخدام الصكوك في تنظيم كمية النقود الموجودة في السوق من خلال إصدارها وبيعها وشراؤها في إطار عمليات السوق المفتوحة.
- أداة فاعلة في التعامل بين البنوك الإسلامية والبنك المركزي: حيث يمكن استخدام الصكوك عوضا عن السندات التقليدية في إدارة السيولة باستخدام اتفاقيات البيع وإعادة الشراء.

### 3- واقع سوق الصكوك في الأسواق المالية الناشئة

تنامي وتوسع سوق الصكوك العالمية بصورة كبيرة خلال السنوات الأخيرة، حيث توظف الشركات والحكومات الصكوك للحصول على التمويل وفق أدوات تتوافق مع الشريعة الإسلامية، بهدف تلبية احتياجات المستثمرين لتنويع المحفظة الاستثمارية، غير أن في الأسواق المالية الناشئة مازال إصدار الصكوك محدود، وهذا ما يوضحه الجدول الآتي:

<sup>1</sup> - نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية علوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسينية بن بوعلوي بالشلف، 2015/2014، ص ص: 216\_217.

## الفصل الثالث: دور الهندسة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية (تجربة ماليزيا والسودان)

### الجدول رقم 15: تطور سوق الصكوك في أسواق الأوراق المالية الناشئة (2007 - 2016)

الوحدة: مليار دولار أمريكي

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	السنة	
										الدولة	القيمة
25.8	21.6	18.00	16,52	10,52	2,76	3,00	3,11	1,87	5,68	القيمة	السعودية
21.2	18.9	16.3	14,28	7,54	3,23	5,58	9,05	9,24	14,87	%	
3.9	2.5	1.8	1,59	1,28	2,55	0,70	1,48	0,89	1,14	القيمة	البحرين
3	2.5	1.54	1,37	0,92	2,98	1,30	4,30	4,39	2,97	%	
5.6	3.5	2.63	2,08	5,45	9,28	2,12	0,00	0,14	0,3	القيمة	قطر
2	1.9	1.85	1,79	3,91	10,84	3,95	0,00	0,68	0,78	%	
98.5	92.4	85.08	78,18	102,02	58,85	33,79	10,42	5,90	26,53	القيمة	ماليزيا
79.3	78.6	72.36	67,59	73,10	68,77	62,79	30,31	29,08	69,41	%	
140.3	132.4	128.69	115,67	139,55	85,58	53,8	34,38	20,28	38,22		العالمي

Source: Securities commission, Annual Report (2005, 2006, 2008, 2010, 2011, 2012, 2013).

شهد حجم سوق الصكوك الإسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي زيادة خلال الفترة (2007\_2016)، بالتزامن مع الإقبال الواسع على هذه الأداة التمويلية التي تلقى رواجاً كبيراً في الأسواق العالمية، حيث بلغ حجم سوق الصكوك الأولية العالمية نحو 115,67 مليار دولار خلال عام 2013 بزيادة قدرها 203 % عن قيمتها خلال عام 2007 والبالغ 38,22 مليار دولار.

أما في الدول المختارة فقد بلغ حجم إصدار الصكوك نحو 16,52 مليار دولار في السعودية، أما البحرين وقطر فقد بلغ 1,59 و 2,08 مليار دولار على التوالي، بنمو قدره في كل من السعودية وقطر والبحرين 191%- 40%- 592% على التوالي عن عام 2007 حين بلغ حجم الصكوك المصدرة 5,68 - 1,14 - 0,3 مليار دولار على التوالي. ويعتبر حجم إصدار الصكوك من هذه الدول ضئيل مقارنة من حجم سوق الصكوك العالمية، حيث بلغ متوسط الحصة السوقية خلال الفترة (2007\_2016) في كل من السعودية، البحرين وقطر نحو 8.92%- 1,98%- 3.97% وفيما يخص ماليزيا فهي تعتبر من أكبر مصدري الصكوك الإسلامية في العالم إذ يقدر متوسط نسبة صكوك المصدرة فيها مقارنة بالحجم العالمي خلال الفترة (2007\_2016) نحو 64,67%. وقد حققت الصكوك الإسلامية نموا هائلا في ماليزيا حيث ارتفعت حصتها في سوق السندات عموما من 14.5% عام 2000، إلى نحو 42% من إجمالي السندات المستحقة نهاية عام 2011.

### ثالثاً: دور المشتقات الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية

تعتبر أدوات التمويل الإسلامي ذات فعالية في تطوير وتنشيط عمليات سوق المالي، والمشتقات المالية الإسلامية تعتبر من بين هذه الأدوات الفاعلة في عمليات السوق، وقبل الإشارة لمزاياها في تنشيط عمليات السوق، وبعدما أشرنا في ما سبق - الفصل الثاني - إلى إمكانية إنشاء مشتقات مالية إسلامية، نتطرق إلى ضرورة وحتمية إنشاء هذا النوع ضمن مبادئ نظام التمويل الإسلامي.

#### 1- ضرورة مشتقات مالية في إطار التمويل الإسلامي

من مقاصد التشريع الأساسية إقامة العدل ومنع أكل المال بالباطل، وهذا يقتضي أن تكون المعاوضات المالية محققة لمصالح الطرفين وليس لأحدهما على حساب الآخر، ولهذا لا تسمح الشريعة الإسلامية بالمعاوضات الصفيرية لأنها بحسب طبيعتها تؤدي إلى ربح أحد الطرفين على حساب الآخر، فيكون أحد الطرفين قد انتفع بمال الآخر دون أن يحصل الآخر على شيء مقابل ذلك، وهذا هو أكل المال بالباطل الممنوع بالنص والإجماع، وإذا كانت المشتقات مبادلات صفيرية باتفاق أهل الاختصاص، فإنها بذلك تناقض قواعد التشريع المتفق عليها<sup>1</sup>. وإذا فرضنا أن المشتقات تحقق الأمان لأحد الطرفين، فهذا إنما يحصل من خلال نقل المخاطر إلى الطرف المقابل، فإن كان الأول يتجنب المخاطر فالثاني يتعرض لها قصداً واختياراً، وهو أمر غير مقبول شرعاً<sup>2</sup>.

وكما أشرنا يعتبر معرفة إستعمال المشتقات تحت تقنين إسلامي والعمل على تطبيق ذلك بكفاءة، يمكننا أن نستفيد من المزايا العديدة لهذه الأداة ومنها: استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر\* وبالتالي إمكانية تحويل الخطر وتحقيق الاستقرار في السوق، كما يمكن لها أن تحسن إدارة السيولة وزيادتها بتكلفة منخفضة. فبالإمكان إيجاد بدائل تتطابق مع الشريعة الإسلامية، فالخيارات والمستقبليات يمكن أن تتوافق مع الشريعة إذا كانت<sup>3</sup>:

- تجنب الغرر لتحقيق نظام عادل يراعي المصلحة العامة؛
  - إذا استعملت للإحتياط من خطر حقيقي على أصل ما مع أن تكون المصلحة لمالك الأصل؛
  - تجنب تأجيل متبادل (بيع بأجل) بدون تحويل الأصل فعلاً؛
  - أن تتضمن المشتقات المتوافقة مع النظام الإسلامي مشاركة في الأخطار للطرفين المتعاقدين.
- إن تطوير منتجات مالية ومشتقات أصبح ضرورة ملحة بالنسبة للتمويل الإسلامي وهذا لن يتم إلا من خلال:

<sup>1</sup> - إضاءات مالية مصرفية، المشتقات المالية، نشرة يصدرها معهد الدراسات المصرفية، الكويت، ديسمبر 2010، 2017/09/04، موقع الإطلاع:

[http://www.kibs.edu.kw/upload/FinancialDerivatives\\_362.pdf](http://www.kibs.edu.kw/upload/FinancialDerivatives_362.pdf)

<sup>2</sup> - عاطف فرحة، إدارة المشتقات المالية، ماجستير إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2010/2009، ص: 08.

\* للإطلاع أكثر: علام عثمان، حملة عزالدين، استخدام المشتقات المالية في إدارة مخاطر السوق المالي، مجلة رؤى الاقتصادية، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، الجزائر، العدد 11، ديسمبر 2016.

<sup>3</sup> - آمال حاج عيسى، مرجع سبق ذكره، ص: 20.

- السعي لتوحيد الرأي الفقهي يقاس عليه مدى توافق أي أداة مالية مع مبادئ الشريعة الإسلامية؛
- البحث في صيغ التمويل الإسلامي وكيفية تنويعها؛
- اعتماد الهندسة المالية والنماذج الرياضية المختلفة لابتكار وتقييم المنتجات والمشتقات المالية.

## 2- استراتيجية التعامل بالمشتقات المالية

شهدت الفترة الأخيرة تزايد الاهتمام بصناعة المشتقات المالية سواء من حيث حجم التعامل بأدواتها الجديدة أو من حيث تنوعها، فقد شملت مجموعة واسعة من العقود المالية لكافة أنواع الأوراق المالية والسلع، أو من حيث اتساع عدد المشاركين في أسواق المشتقات، فهي تعتبر ففة هامة من الأدوات المالية في أسواق رأس المال، وتوفر استراتيجيات مختلفة للحماية ضد المخاطر، كما لها الكثير من الاستراتيجيات الاستثمارية المبتكرة، فمنذ حوالي 25 عاما كانت سوق المشتقات المالية صغيرة، ولكن منذ ذلك الحين نمت بشكل لافت للأنظار بحوالي 24% سنويا في العقد الأخير. ويعتبر سوق المشتقات المالية أكبر جزء من أسواق رأس المال العالمية، فقد وصلت في 2007 إلى 457 تريليون يورو من حيث الحجم الافتراضي المعلق<sup>1</sup>.

أ- استخدام المشتقات المالية في المضاربة: وجدت المضاربة عندما ظهرت طبقة من المتعاملين في الأسواق المالية هدفهم شراء الأوراق المالية بقصد إعادة بيعها عند ارتفاع أسعارها والحصول على فارق السعر كربح رأسمالي، وتحقيق هذا الهدف يتوقف على:

- وجود فروق الأسعار بين البيع والشراء؛

- زيادة عدد الصفقات التي تتم وسرعتها، مع زيادة كمية الأوراق المالية المتعامل بها.

بما أن معرفة المتعاملين بفروق الأسعار أمر تقديري، يدخل في عدم التيقن والمخاطرة والمجازفة، فإن استخدام عقود المشتقة في عملية المضاربة يتم عن طريق محاولة استغلال التقلبات السوقية المتوقعة في الأسعار ومعدلات الصرف والفائدة والتأثير المرتبط بذلك على بعض الأصول أو الالتزامات، بما يسمح بتحقيق مكاسب نتيجة حدوث زيادات سعرية في قيمة عقود المشتقات المرتبطة بتلك الأصول أو الالتزامات<sup>2</sup>.

ب- استخدامات المشتقات المالية للتحوط وإدارة المخاطر: تمثل أهم الوظائف الاجتماعية للعقود المستقبلية، ولتوضيح الفكرة نفترض حالة مستثمر أخذ مركزا طويلا في السوق الحاضر على سهم ما، أي اشترى السهم من سوق الأوراق المالية بسعر 50 دولار، ويخشى أن تنخفض قيمته عندما يقرر بيعه، وقد تحقق ذلك إذ انخفض سعر السهم إلى 30 دولار، ومن ثم فقد تعرض لخسارة قدرها 20 دولار، ونفترض من ناحية أخرى أن

<sup>1</sup> عيساوي سهام، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال-دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات النقود- البنوك والأسواق المالية، كلية علوم الاقتصادية والتجارية، جامعة بسكرة، 2015/2014، ص: 54\_55.

<sup>2</sup> سرارمة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008\_دراسة تحليلية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص: مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2012/2011، ص: 69.

المستثمر قد قام بشراء عقد خيار بيع، وذلك فور شرائه للسهم، يعطيه الحق في بيع السهم المحرر بسعر التنفيذ المحدد في العقد (خمسون دولار، أي بذات السعر الذي اشترى به السهم)، وتاريخ تنفيذ هو ذاته التاريخ المقرر أن يباع فيه السهم، مقابل مكافأة قدرها ثلاثة دولارات، هنا يصبح المستثمر مالكا لمحفظة تتكون من سهم وعقد خيار يتم تصفية كل منهما في سوق مستقل<sup>1</sup>. وتجدر الإشارة إلا أن الهدف الأساسي من المشتقات المالية هو إدارة المخاطر من خلال تقليلها أو تجميعها أو حتى مبادلتها<sup>2</sup>.

### المبحث الثاني: النموذج الماليزي في تنشيط سوق الأوراق المالية

يعتبر النظام المالي الإسلامي في ماليزيا النموذج المثالي للاقتصاد الإسلامي المتطور، وما ساعد على تنامي الاقتصاد الماليزي وجوده في بيئة تتصف بالحرية والتنافس، وتعتبر ماليزيا السبّاقة في المعاملات المالية الإسلامية، بوجود الأوراق المالية الإسلامية في البورصة الماليزيا وتدوالها خاصة الصكوك الإسلامية، حيث تعتبر الدولة الأولى من حيث إصدار الصكوك الإسلامية، إذ تم فيها إصدار ثلثي قيمة الصكوك في العالم، هذا مازاد في نجاح التجربة الماليزية وقد حققت ماليزيا تقدم في المستوى الإقتصادي إذ تمكنت أن تضع نفسها على قائمة دول النور الآسيوية بجانب الصين الشعبية.

### المطلب الأول: الاقتصاد الماليزي

إن التجربة الاقتصادية الماليزية في الإصلاح أثبتت نجاحها دون قروض خارجية، حيث شهد الاقتصاد الماليزي قفزة نوعية خلال النصف الثاني من القرن الماضي، وما ساعد ذلك اعتماد الدولة الماليزية على معاملات المبنية على القواعد الإسلامية، مما أدي بدخول ماليزيا إلى مرحلة جديدة في عملية النمو والتطور، كما أكدت بهذا المنهج أنه بإمكان الدول النامية إذا ما امتلكت ناصية قرارها السياسي المستقل أن تتحرك نحو الأفضل وتضمن مصالحها الاقتصادية.

### أولاً: نبذة موجزة عن ماليزيا

حتى نقدم نبذة عن ماليزيا، نجد من الضروري التعرف على مكانتها جغرافيا، والنظام السياسي القائم بها.

#### 1- الموقع الجغرافي للبلد

تقع ماليزيا في وسط جنوب شرق آسيا فهي دولة آسيوية، تبعد 7 درجات شمال خط الإستواء<sup>3</sup>، وماليزيا اتحاد يتألف من ثلاث عشرة ولاية وثلاثة أقاليم اتحادية، وهي دولة قارية جزرية تضمّ العديد من الجزر وتتألف من شبه جزيرة ماليزيا (ماليزيا الغربية) وماليزيا الشرقية التي تتوسط بحر الصين الجنوبي، ويحدّ شبه جزيرة ماليزيا تايلاندا من

<sup>1</sup> - بلعوز بن علي، مرجع سبق ذكره، ص: 340.

<sup>2</sup> - سرارمة مريم، مرجع سبق ذكره، ص: 70.

<sup>3</sup> - محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص: 156.



الشمال وسنغافورة من الجنوب، وتقع جزيرة سومطرة غرب شبه جزيرة ماليزيا، حيث يفصلها عنها مضيق ملقا، أما ماليزيا الشرقية فتقع على جزيرة بورنيو حيث تتقاسم حدودها مع إندونيسيا وبروناي<sup>1</sup>.  
وتقدر مساحة ماليزيا الكلية 329758 كم<sup>2</sup>، ويقدر سكانها حسب إحصائيات سنة 2014 بـ 30.073.353 نسمة، ويتوزعون كآتي:

أ- التوزيع العرقي: ويتمثل فيما يلي:

- 50% ملاويون، ويتمركزون على سواحل ماليزيا الشرقية والغربية، والغالبية العظمى تتجمع في المدن والموانئ؛
- 23% صينيون، وهم الوافدون من الصين الجنوبي خلال فترة الاستعمار البريطاني؛
- 11.8% سكان أصليون؛
- 6,7% هنود، وقد جاء بهم الاستعمار أيضا في القرن الماضي؛ فضلا عن عرقيات أخرى.

ب- التوزيع الديني: ويتوزعون، 61.3% مسلمون، 20% بوذيون، 10% مسيحيون، 6.3% هندوس.

ت- التوزيع العمري: يشكل صغار السن الأقل من 15 سنة ثلث السكان، وفتة الرجال والبالغين والكهول حتى سن الستين أكثر من 60%، والباقي من كبار السن بنسبة لا تتجاوز 5% من السكان، وترتفع نسبة السكان الحضر وأبناء المدن إلى 40%، والباقي هم سكان الريف والجبال.

## 2- نظام الحكم في ماليزيا

يقوم نظام الحكم في ماليزيا على نظام ملكي دستوري نيابي، ملكية شبيهة بالنظام البريطاني، فقد كانت ماليزيا مستعمرة بريطانية، ونالت استقلالها عام 1957، ويمثل الملك أعلى سلطة سيادية، يتم إختياره بالتناوب من بين السلاطين التسعة كل خمس سنوات، ويقوم بمهام السلطة التنفيذية رئيس وزراء منتخب بواسطة سلطة تشريعية اتحادية، ويتكون البرلمان الماليزي من غرفتين:

- مجلس نواب منتخب من الشعب 'ديوان الرعية' والمؤلف من 222 عضواً؛

- مجلس الشيوخ المعين من الملك ويضم 70 عضواً.

ويتقاسم الملاويون والصينيون السياسة والاقتصاد، بحيث يكون رئيس الدولة من المسلمين (الملاويين) لإدارة شؤون الحكم والسياسة، بينما نجد تفوق الصينيون عليهم في الاقتصاد، والنظام الديمقراطي الماليزي يستند على التعددية الحزبية، حيث تتنافس الأحزاب السياسية على الحكم من خلال انتخابات تشريعية على مستوى الولايات والاتحاد، وقد رسخ القادة الماليزيون منذ استقلالها بالسياسات الحكيمة والقرارات الموفقة، والالتزام الجيد بمبدأ التداول السلمي دون احتكار استبدادي يفضي إلى انقلابات دموية في نظام الحكم<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - تقرير وطني مقدم وفقاً للفقرة 15 من مرفق قرار مجلس حقوق الإنسان، الدورة الرابعة، الجمعية العامة، جنيف الأمم المتحدة، 2\_13 فيفري 2009، ص: 02. موقع الاطلاع: 16:21\_2017/12/04.

[http://lib.ohchr.org/HRBodies/UPR/Documents/Session4/MY/A\\_HRC\\_WG6\\_4\\_MYS\\_1\\_A.PDF](http://lib.ohchr.org/HRBodies/UPR/Documents/Session4/MY/A_HRC_WG6_4_MYS_1_A.PDF)

<sup>2</sup> - زياد جلال الدماغ، مرجع سبق ذكره، ص: 246.



ويوجد ثلاث هيئات ممثلة للسلطة في ماليزيا<sup>1</sup>:

- **السلطة التنفيذية:** حددها الدستور الماليزي في مواد 39-43 وجعلها تتمثل في الملك ومجلس الوزراء، ويمثل الملك الرئيس الأعلى للاتحاد، لذا ينبغي أن يكون أحد الحكام التسعة الورثة بحيث يتم اختيار حاكم واحد من الحكام التسعة بالتعاقب لحكم البلاد عبر اقتراع سري. أما بالنسبة لمجلس الوزراء فيقوم الملك بتعيينه حيث يتألف المجلس من رئيس الوزراء وعدد غير محدد من الوزراء الذين تم اختيارهم من البرلمان، وعلى شرط أن يكون رئيس الوزراء شخصاً مولوداً في ماليزيا وعضواً في مجلس النواب؛
- **السلطة التشريعية:** يحددها الدستور في مواد 44-68 وترتكز على البرلمان بغرفتيه؛
- **السلطة القضائية:** تتألف السلطة القضائية في ماليزيا من:
  - المحكمة العليا، تمثل أعلى سلطة قضائية؛
  - يلي المحكمة العليا في المستوي محكمتان رفيعتان، أحدهما في شبه جزيرة ماليزيا والأخرى في شبه جزيرة بورنيو؛
  - المحاكم الدورية (تقع في المراكز الحضرية)؛ ومحاكم الجنح (تختص في الأمور المدنية الجنائية البسيطة).

#### ثانياً: التجربة التنموية الماليزية

تعد التجربة التنموية الاقتصادية الماليزية رائدة في العالم، بسبب نجاحها في تحقيق التنمية والتطور الاقتصادي المطلوب خلال ثلاثة عقود من الزمن، إذ زاد متوسط الناتج القومي السنوي للفرد من 680 دولاراً أمريكياً في عام 1974 إلى 6384 دولاراً أمريكياً لعام 2007، وبلغت نسبة قوى العمل الاقتصادي 66,9%.

وتعد ماليزيا من الدول المنتجة والمصدرة للصناعات الالكترونية، والأجهزة السمعية البصرية، والكهربائية والمواد الكيميائية، وهي من أكثر الدول المنتجة لزيت النخيل، إذ تمثل 75% من الإنتاج العالمي، ورابع مصدر في العالم للقصدير والحبوب والكاكاو بالإضافة إلى إنتاج المطاط الطبيعي، والأخشاب الاستوائية، والفلفل الأسود، والنفط، ومن الجدير بالذكر نشير إلى مشروع ماليزيا 2020 التي تبنته الحكومة، وهو مشروع طموح للنهوض الصناعي بمختلف المجالات، وقد طرح في عهد رئيس الوزراء السابق د. مهاتير محمد، الذي عبأ كل طاقات البلاد للنهوض بهذا المشروع، ويهدف هذا المشروع الوصول إلى مرحلة الاكتفاء الذاتي، والوقوف جنباً إلى جنب مع الدول المتقدمة صناعياً، والخروج نهائياً من قائمة دول العالم الثالث، والذي يرى أن بناء التنمية تقوم على الاستفادة من المهارات والخبرات والتكنولوجيا الغربية مع عدم التضحية بالقيم الإسلامية، والتمسك بالتقاليد المحلية، الذي يمثلان المدخل الصحيح للتنمية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - عطا الله سليمان الحديثي، اسراء كاظم الحسيني، تعدد القوميات في ماليزيا ودورها في تطور نظامها السياسي واستقراره، مجلة كلية التربية، العدد الثالث عشر، جامعة واسط، بغداد، 1 أبريل 2013، ص: 233\_234.

<sup>2</sup> - زياد جلال الدماغ، مرجع سبق ذكره، ص: 247.

## 1- واقع الاقتصاد الماليزي قبل وبعد عملية التنمية

يمكن استعراض الواقع الماليزي قبل عملية التنمية وبعد هذه العملية كالآتي:

### أ- واقع الاقتصاد الماليزي قبل عملية التنمية

لم يكن لماليزيا وجود كدولة موحدة حتى عام (1963)، وكان الاقتصاد الماليزي بسيط جداً إذ اكتشف القصد في ماليزيا في القرن السابع عشر عند استحواذ بريطانيا على الأراضي الماليزية إذ باسروا بزراعة شجر المطاط (الذي يستخرج منه المطاط الطبيعي) وشجر النخيل (لاستخراج زيت النخيل) كباقي المستعمرات البريطانية في المنطقة، ومع مرور الزمن الى عهد ليس بعيد اصبحت ماليزيا مصدره لهذه السلع الثلاثة.

وكان النظام الذي ورثته ماليزيا من بريطانياً قسم الشعب الى ثلاثة أقسام:

- الصينيون: الذين يمتنون الزراعة والصناعة وهم أغنى طبقة في المجتمع الماليزي؛

- الهنود: ويمتنون الزراعة والطب والتعليم وهم اقل مستوى من الصينيين؛

- الشعب الأصلي (البوميتر): وكانوا يعيشون في قرى شعبية ومهنتهم الزراعة وهم الاكثر فقراً.

وقد أوضحت إحدى الدراسات الاحصائية أن نسبة السكان تحت خط الفقر في حدود 75% من السكان، ومع سير البلد نحو الاستقلال بدأت الحكومة بتنفيذ الخطة الاقتصادية الخماسية لتنفذ عام 1965، بعد أن جاءت أول حكومة وطنية لتحكم ماليزيا<sup>1</sup>. إذ انخفضت نسبة عدد الذين يعيشون تحت خط الفقر إلى 17%، وبدأت بالإنخفاض لتصل إلى مستويات متدنية، فقد وصلت في 2007\_2008 إلى 3,6% وهذا بفضل السياسات التنموية الرشيدة للحكومة الماليزية.

### الجدول رقم 16: توضيح الفروق الاحصائية التي تعرضت لها ماليزيا، خلال الأعوام 2007 - 2015

السنة	معدل البطالة %	متوسط نصيب الفرد	مؤشر الفقر %
2007	3.2	6.179,6	3.6
2008	3.3	7.218,4	3.6
2009	3.7	7.277,8	3.8
2010	3.4	8.754,2	2.7
2011	3.1	10.068,1	2.3
2012	3	10.440,0	1.7
2013	3.2	10.538,1	1.3
2014	3.1	10.538,3	0.6
2015	3	10.539,2	0.6

المصدر: المصري بلال محمد، أبو مدالله سمير مصطفى، الهندسة الاقتصادية الماليزية في القضاء على الفقر والبطالة (دروس مستفادة للاقتصاد

الفلسطيني)، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد الثالث، العدد 03، سبتمبر 2017، ص: 118.

<sup>1</sup> - علي احمد درج، التجربة التنموية الماليزية والدروس المستفادة منها عربياً، مجلة جامعة بابل، العلوم الصرفة والتطبيقية، العدد 3، المجلد 23، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الأنبار، 2015، ص: 1363.

ب- واقع الاقتصاد الماليزي بعد عملية التنمية: بدأت ماليزيا في السبعينات بتقليد اقتصادات النمر الأسيوية، وألزمت نفسها بالانتقال من كونها تعتمد على الزراعة والتعدين الى اقتصاد يعتمد على التصنيع والتصدير ومع وجود حكومة وطنية مؤمنة بالتغيير والتي تمثلت بجهود رئيس وزراء ماليزيا (مهاتير محمد\*) الذي قاد ماليزيا نحو التطور فلم تأتي تجربة ماليزيا الحضارية والتكنولوجية والاقتصادية من فراغ بل هي نتيجة لجهود القيادة الماليزية فاستفادت من تجارب غيرها في التنمية فعلى سبيل المثال لم تدع التجربه اليابانية على اختلاف مراحلها دون الاستفادة منها وتجنب الوقوع في الاحطاء التي رافقت النهضة الصناعية الكبرى في اليابان ولم تكتفي ماليزيا بالاتجاه شرقاً بل اتجهت غرباً للاستفادة من التجارب الصناعية الكبيرة والطويلة لتلك الدول.<sup>1</sup> وخلال نحو عشرين عاماً تبدلت الأمور في ماليزيا من بلد يعتمد بشكل أساسي على تصدير بعض المواد الأولية الزراعية إلى بلد مصدر للسلع الصناعية، في مجالات المعدات والآلات الكهربائية والالكترونيات، فتقرير التنمية البشرية الصادر عن البرنامج الإنمائي للأمم المتحدة لعام 2001 رصد أهم 30 دولة مصدرة للتقنية العالية، كانت ماليزيا في المرتبة التاسعة متقدمة بذلك عن كل من ايطاليا والسويد والصين. ومن أهم العوامل الاقتصادية والسياسية التي ساعدت على نجاح التجربة الماليزية كالاتي<sup>2</sup>:

- المناخ السياسي لدولة ماليزيا، حيث يتميز بتهيئة الظروف الملائمة للإسراع بالتنمية الاقتصادية؛
- يتم اتخاذ القرارات دائماً من خلال المفاوضات المستمرة بين الأحزاب السياسية، ما جعل سياسة ماليزيا توصف بأنها تتميز بأنها ديمقراطية في جميع الأحوال؛
- رفض الحكومة الماليزية تخفيض النفقات المخصصة لمشروعات البنية الأساسية، لذا قد ارتفع ترتيب ماليزيا لتصبح ضمن دول الاقتصاد الخمس الأولى في العالم في مجال قوة الاقتصاد المحلي.
- انتهجت ماليزيا استراتيجية تعتمد على الذات بدرجة كبيرة من خلال اعتمادها على سكان البلاد الأصليين الذين يمثلون الأغلبية المسلمة للسكان؛
- اهتمام ماليزيا بتحسين المؤشرات الاجتماعية لرأس المال البشري الإسلامي، من خلال تحسين الأحوال المعيشية والتعليمية والصحية للسكان؛

\* مهاتير محمد (من مواليد جويلية 1925) رئيس الوزراء الرابع للماليزيا، شغل المنصب لمدة 22 عاما منذ 1981 إلى 2003، مما جعله الرئيس الأقدم لرئاسة وزراء ماليزيا، حياته السياسية امتدت نحو 40 عاما، ألف مهاتير محمد كتاب "معضلة الملايو" عام 1970، وهو الكتاب الذي أثار ضجة، انتقد فيه الشعب المالايي واتهمه بالكسل ودعا فيه الشعب لثورة صناعية تنقل ماليزيا من إطار الدول الزراعية المتخلفة إلى دولة ذات نضجة اقتصادية عالية، وللمصادفة العجيبة فقد تولى رئاسة وزراء ماليزيا عام 1981 ليبدأ في مسيرة اصلاح وتنمية شاملة للدولة، رسمها في خطة سميت 2020 وهو العام الذي اتخذها هدفا لوصول ماليزيا لمصاف الدول المتقدمة وأن تكون الدولة الخامسة في العالم اقتصاديا.

<sup>1</sup> - علي احمد درج، مرجع سبق ذكره، ص: 1364.

<sup>2</sup> - عبد الحافظ الصاوي، قراءة في تجربة ماليزيا التنموية، العدد 451، ماي، المجلد الثالث، مجلة الوعي الإسلامي، الكويت، 2017/12/09، موقع

- أيضاً امتلاك ماليزيا لرؤيا مستقبلية للتنمية والنشاط الاقتصادي من خلال خطط خمسية متتابعة ومتكاملة منذ الاستقلال وحتى الآن، بل استعداد ماليزيا المبكر للدخول في القرن الحالي (الواحد والعشرين) من خلال التخطيط لماليزيا 2020 والعمل على تحقيق ما تم التخطيط له. ومن خلال هذه العوامل وعوامل أخرى كثيرة نجحت ماليزيا منذ سبعينيات القرن العشرين في تحقيق جانب كبير من الاهداف التنموية المتضمنة في خططها الاقتصادية، بحيث استطاعت ان تحقق طفرة تنموية كبيرة تحسدها عليها الدول المتقدمة قبل النامية، لم تكن ماليزيا في بادئ الامر سوى دولة زراعية تعتمد على انتاج السلع الاولية وخاصه (القصدير والمطاط ونخيل الزيت)، غير أنها مالبت عن طريق سياستها التنموية أن تحولت إلى واحدة من الدول الصناعية التي تتمتع بالاستقرار السياسي والنمو الاقتصادي وأن تحتل اليوم مركزاً مرموقاً في الاقتصاد العالمي. وبالتأكيد فإن هذه النجاحات لم تخل من المشاكل والمنغصاة، ولكنها كانت على كل حال مما يمكن استيعابه وتجاوزه، وهذا ما جعل ماليزيا في مقدمة الدول الاسلامية ومن أكثر دول العالم الثالث تقدماً، وتمكنت من تحقيق قفزات هائلة في الاقتصاد والتعليم ومحاربة الفقر والبطالة، وفي توفير البنى التحتية والخدمات المتطورة<sup>1</sup>.

**2- الهندسة الاقتصادية الماليزية:** تعتبر الهندسة الاقتصادية الماليزية الركيزة الأساسية التي قامت في عمليات التخطيط والتنفيذ على أساس مدروس، وقد أرسى هذا التخطيط 'مهاتير محمد' من خلال وضع الدعائم الأساسية لعمليات التنمية والنمو، واتباعه سياسات متنوعة أدت لوصول ماليزيا إلى مصافي الدول العالمية والتي أصبحت فيها ماليزيا دولة صناعية متقدمة يساهم فيها قطاع الصناعة والخدمات بنحو 90% من الناتج المحلي الإجمالي، فقد استطاع مهاتير محمد تحويل ماليزيا من دولة فقيرة ومتخلفة إلى نمر اقتصادي يوازي في تحوله التجربة اليابانية؛ وهي التجربة التي أسسها مهاتير نفسه كنموذج للتنمية في ماليزيا (سياسة النظر شرقاً)، وهذا ما تم تسميته من قبل الباحثين بالهندسة الاقتصادية نتيجة التخطيط الحكيم والمنهج المبني على أسس علمية سليمة قادت ماليزيا إلى تحقيق تقدم اقتصادي سريع<sup>2</sup>.

### ثالثاً: الصيرفة الإسلامية الماليزية

وضعت الحكومة من خلال البنك المركزي الماليزي المعروف باسم 'Bank Negar' سلسلة من السياسات النقدية لتطوير العمل المصرفي الإسلامي، أهمها: سن القوانين والضوابط الشرعية في مجال الصيرفة الإسلامية، إضافة إلى سلسلة من المبادرات الهادفة لتقوية البنية التشريعية لوضع إطار التحكيم في الصيرفة الإسلامية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - جابر عوض، دور الدولة بين الاستمرارية والتغيير في الخبرة الآسيوية، مركز الدراسات الآسيوية، جامعة القاهرة، 2009، ص: 257.

<sup>2</sup> - المصري بلال محمد، أبو مدالله سمير مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص: 122.

<sup>3</sup> - زياد جلال الدماغ، مرجع سبق ذكره، ص: 248.

## الفصل الثالث: دور الهندسة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية (تجربة ماليزيا والسودان)

وعلى مستوى التشريعات أصدر البنك المركزي التشريعات الضرورية لتمكين البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية من ممارسة أنشطتها بصورة طبيعية، فقد تأسس أول بنك إسلامي في ماليزيا عام 1983 ولكن تأسس قبله صندوق الحج\* وهو اليوم إحدى كبريات المؤسسات المالية في ماليزيا<sup>1</sup>. وعلى غرار الصيرفة الإسلامية الماليزية نشير إلا أن صناعة التمويل الإسلامي تعتبر من أكثر القطاعات المالية ديناميكية والأسرع نمواً في النظام المالي الإسلامي والعالمي، وخلال العقد الأخير شوهد تطور الصيرفة الإسلامية بشكل كبير، ويمكن الإشارة وتوضيح أداء أكبر بعض المصارف الإسلامية لسنة 2013.

### جدول رقم 17: يوضح أصول وأداء أكبر المصارف إسلاميا في العالم لسنة 2013

المصرف	البلد	الأصول (مليار دولار)	العائد على الأصول %	العائد على الملكية %
1 مصرف الراجحي	السعودية	71.29	2.95	21.692
2 بيت التمويل الكويتي	الكويت	52.29	0.60	4.36
3 بنك علي	إيران	37.84	0.44	8.72
4 Amislamic Bank Berhad	ماليزيا	33.79	0.03	13.60
5 بنك دبي الإسلامي	الإمارات	25.96	1.97	11.99
6 بنك قطر الإسلامي	قطر	20.10	1.70	10.82
7 مجموعة البركة المصرفية	البحرين	19.06	36.64	0.24
8 Cimb Bank Berhad	ماليزيا	18.75	1.38	21.08
9 البنك الإسلامي للتنمية	السعودية	17.62	1	1.64
10 مصرف الريان	قطر	16.93	2.44	17.48
11 (Saadiq)	ماليزيا	15.65	1.29	17.48
12 بنك الجزيرة	السعودية	13.59	0.98	9.99

المصدر: لشهب الصادق، بوريش أحمد، تحليل عوامل نجاح التجربة الماليزية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، المجلد 1، العدد 1، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2015، ص ص: 89\_90.

<sup>1</sup> - نورين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص: 221.

\* صندوق الحج الماليزي: قبل ما يزيد على خمسين عاماً، تحديداً عام 1963 تأسس صندوق استثماري تحت مسمى صندوق طابون حاجي (Haji Tabung) وجاءت فكرة تأسيس الصندوق حينما تبنها الاقتصادي الماليزي أنكو عزيز عام 1959 حينما دعا إلى إنشاء مؤسسة غير ربحية تقوم على ادخار أموال الماليزيين الراغبين في الحج واستثمارها، فكرة الصندوق قائمة على أن الأسرة الماليزية منذ ولادة المولود تفتح حساب ادخار له في هذه المؤسسة غير الربوية بمبلغ زهيد وتحافظ على استقطاع أقساطه الشهرية لا تتجاوز دولارين أو ثلاثة شهرياً وبذلك يؤمن له كلفة نفقات الحج بطريقة تدريجية ويتم توظيف استثمار الأموال المدخرة لصالح المدخرين وتقسيم الأرباح بين المساهمين على أساس المشاركة.



## 1- التوجه الإسلامي للنظام المصرفي في ماليزيا

كانت البداية الأولى للتوجه الإسلامي في مجال الصيرفة للبلاد سنة 1983 عندما أصدرت الحكومة الماليزية قانون المصارف الإسلامية الذي يسمح بإنشائها، ويمكن تلخيص مراحل التوجه الإسلامي للنظام المصرفي كالاتي<sup>1</sup>:

### أ- الفترة الأولى (1983 الى 1992)

يمكن اعتبار الفترة الممتدة بين 1983 الى 1993 بالفترة التجريبية حيث تم إنشاء بنك Islam Malaysia Berhad سنة 1983 بموجب قانون المصارف الإسلامية، بهدف جس نبض موقف المشهد المصرفي المحلي والذي تجاوب مع هذه الفكرة فكانت البداية الأولى لتطور نجاح التجربة الماليزية في التمويل الإسلامي.

### ب- الفترة الثانية (1993 الى 1999)

أطلقت الحكومة الماليزية مخطط المصارف بدون فوائد عام 1993 عندما قدم Bank Negara Malaysia مخططه المصرفي بدون فوائد، كما ان العمل بمفهوم النافذة الإسلامية منذ مارس 1993 سمح أيضا للبنوك التقليدية الموجودة أن تنتج المنتجات والخدمات الإسلامية<sup>2</sup>، وفي عام 1994 استحدثت ماليزيا شهادات الاستثمار الحكومية القائمة على أساس مبدأ القرض الحسن، وفي 1997 عينت الحكومة هيئة شرعية عليا مستقلة تحت مظلة البنك المركزي عملها تنظيم الصناعة المالية، والتأكد من مطابقتها لشريعة الإسلامية، ويعاد تشكيل هذه الهيئة مرة كل ثلاث سنوات<sup>3</sup>.

### ت- الفترة الثالثة بعد 2000

منذ عام 2000 بلغ نمو قطاع الخدمات المصرفية الإسلامية في ماليزيا 18% في المتوسط سنويا من حيث الأصول ولكن هدف الحكومة الماليزية كان هو تحقيق نمو يفوق 20% وهذا يعتبر جزء من طموح على المدى الطويل لتحويل ماليزيا الى مركز الخدمات المصرفية الإسلامية العالمية الرائدة، عام 2002 أطلقت الحكومة الماليزية أول صكوك إسلامية في العالم والتي استقطبت عديد المستثمرين، وأعلن (2002) رئيس الوزراء السابق د. مهاتير محمد عن إنشاء مجلس الخدمات المالية الإسلامية، وفي 2004 قام البنك المركزي بطرح عدة خطط إرشادية لتشجيع البنوك التقليدية على إنشاء نوافذ ووحدات مصرفية إسلامية، وفي نفس العام بتاريخ 2014/7/24، أصدرت هيئة الأوراق المالية دليلاً شاملاً للضوابط التي يجب توافرها لطرح وإصدار الصكوك الإسلامية بمختلف أنواعها.

لا تزال هناك إمكانية كبيرة لتطوير أكثر الخدمات المصرفية الإسلامية، حيث أن النظرة الإيجابية السائدة هي جذب العملاء خاصة غير المسلمين نحو الصيرفة الإسلامية، وهو أمر مهم لأن المصارف الإسلامية يمكنها أن تتنافس بشكل مباشر مع البنوك التقليدية تحت النظام المصرفي المزدوج من أجل الاستحواذ على أكبر حصة في السوق وتطوير قدرتها التنافسية التي تمكنها من تلبية احتياجات عملائها، ولعبت الخدمات المصرفية الإسلامية دوراً

<sup>1</sup> - لشهب الصادق، بوريش أحمد، مرجع سبق ذكره، ص: 89.

<sup>2</sup> - مرجع نفسه، ص: 90.

<sup>3</sup> - زياد جلال الدماغ، مرجع سبق ذكره، ص: 248.



## الفصل الثالث: دور الهندسة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية (تجربة ماليزيا والسودان)

هاماً في الصناعة المالية الشاملة بماليزيا، وحالياً هناك أحد عشر بنك ذات ملكية محلية وستة بنوك ذات ملكية أجنبية في النظام المصرفي الإسلامي الماليزي، وهو ما يوضحه الجدول الآتي:

### الجدول رقم 18: قائمة البنوك الإسلامية في ماليزيا

الرقم	الإسم	نوع الملكية
1	Affin Islamic Bank Berhad	محلي
2	Allaince Islamic Bank Berhad	محلي
3	AmIslamic Bank Berhad	محلي
4	Bank Islam Malaysia Berhad	محلي
5	Bank Muamalat Malaysia Berhad	محلي
6	CIMB Islamic Bank Berhad	محلي
7	EONCAP Islamic Bank Berhad	محلي
8	Hong Leong Islamic Bank Berhad	محلي
9	Maybank Islamic Berhad	محلي
10	Public Islamic Bank Berhad	محلي
11	RHB Islamic Bank Berhad	محلي
12	Al Rajhi Banking and Investment Corporation (Malaysia) Berhad	أجنبي
13	Asian Finance Bank Berhad	أجنبي
14	HSBC Amanah Malaysia Berhad	أجنبي
15	Kuwait Finance House (Malaysia) Berhad	أجنبي
16	Standard Chartered Saadiq Berhad	أجنبي
17	OCBC Al-Amin Bank Berhad	أجنبي

المصدر: لشهب الصادق، بوريش أحمد، تحليل عوامل نجاح التجربة الماليزية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، المجلد 1، العدد 1، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2015، ص: 91.

## 2- استخدامات التمويل الإسلامي في الاقتصاد الماليزي

كتسب التمويل الإسلامي في ماليزيا قبولا عريضا بين السكان، بغض النظر عن العرق أو الدين، حيث تشير تقديرات الصناعة أن غير المسلمين يشكلون أكثر من 50% من قاعدة عملاء المصارف الإسلامية، وتستخدم التمويلات المقدمة من المصارف الإسلامية بصورة أساسية لشراء السيارات والعقارات وكذلك لتمويل رأس المال العامل والاستثمار في الأوراق المالية، وخلال عام 2015 تم توجيه 18% من الأموال التي تم الحصول عليها من المصارف لشراء مركبات النقل (السيارات الشخصية بشكل رئيسي)، بينما بلغت حصة تمويل العقارات السكنية ورأس المال العامل 25%. وتم استخدام نحو 59% من التمويل الإسلامي في عام 2015 ضمن قطاع الأسر مما يعني

وجود إمكانية كبيرة للمنتجات المصرفية الإسلامية لقطاع الأفراد، وهناك مجموعة واسعة من المنتجات الإسلامية المتاحة لشراء العقارات كعقود المشاركة المتناقصة والإجارة ومراجعة السلع<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية في ماليزيا

يشير الدكتور مهاتير محمد (رئيس وزراء ماليزيا) إلى مكانة سوق الأوراق المالية الماليزي بقوله: 'إننا لا نشك في أن بلادنا تتجهج نظام إدارة مالية يتميز بقدر عال من التعقل والكفاءة، وقد أنشأنا سوقاً للأوراق المالية يتميز بحيوية عالية لتمكين الشركات الماليزية من تكوين رأس المال بكل بساطة'<sup>2</sup>. وقد تطورت سوق الأوراق المالية الماليزية حتى أصبحت تعتبر أكبر سوق إسلامية في العالم، بعد أن تم بناؤها بشكل صحيح وإعداد قوائم بالشركات التي تعمل وفق قواعد الشريعة الإسلامية، وقد أتاحت هذه السوق الفرصة أمام الاستثمارات الإسلامية وبخاصة الخليجية منها للدخول في استثمارات تراعي قواعد الشريعة الإسلامية في هذا المجال، وفي إطار سوق الأوراق المالية الإسلامية وفرت ماليزيا خدمات الصكوك الإسلامية للمؤسسات والدولة، كما أنشأت صناديق الاستثمار الإسلامية، ولقد خرجت تجربة كل من الصكوك الإسلامية وصناديق الاستثمار الإسلامية إلى العديد من البلدان العربية والإسلامية<sup>3</sup>.

### أولاً: نشأة سوق الأوراق المالية في ماليزيا

يرجع تاريخ ظهور سوق أوراق مالية في ماليزيا، إلى سنة 1930 حيث أسست جمعية سمسرة بورصة سنغافورة، أول جمعية منظمة رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية، أما تأسيس سوق للأوراق المالية بالمفهوم الحديث تأخر حتى عام 1960 بتأسيس بورصة الملايو، وتشكل من غرفتين للتعامل في نفس الأوراق المالية المدرجة: واحدة في سنغافورة وأخرى في كوالالمبور، وشكلتا سوق واحدة يتم الربط بينهما بخطوط الهاتف والفاكس، واستمر عمل البورصة وأداء وظائفها ككيان مشترك، ليتم في سنة 1973 تقسيم للبورصة ويتم تشكيل كلا من: بورصة كوالالمبور للأوراق المالية وبورصة سنغافورة للأوراق المالية بسنغافورة<sup>4</sup>. غير أن الارتباط بين البورصتين ظل قائماً، حيث استمر تسجيل أسهم الشركات الماليزية وأسهم الشركات سنغافورة في كلتا البورصتين، واستمر هذا الارتباط إلى عام 1990 حين تم إلغاء تسجيل أسهم الشركات الماليزية في بورصة سنغافورة، وإلغاء تسجيل أسهم شركات سنغافورة في بورصة كوالالمبور، وتعتبر بورصة كوالالمبور في الوقت الراهن أساس سوق الأوراق المالية في ماليزيا

<sup>1</sup> - إبتسام ساعد، رباح حوني، تجربة المصرفية الإسلامية في ماليزيا (تقييم أداء المصارف الإسلامية للفترة 2008-2015)، مجلة العلوم الإنسانية والإجتماعية، جامعة محمد بوضياف المسيلة، العدد30، سبتمبر 2017، ص: 346\_347.

<sup>2</sup> - موسوعة الدكتور مهاتير بن محمد، رئيس وزراء ماليزيا، الإسلام والأمة الإسلامية، المجلد الأول، للنشر دار الكتاب المصري-دار الكتاب البناني-دار الكتاب ماليزيا-دار الفكر كوالالمبور، الطبعة الأولى، 2004، ص: 66.

<sup>3</sup> - عبد الحافظ الصاوي، التجربة الماليزية وفق مبادئ التمويل والاقتصاد الإسلامي، مقالات استراتيجية، مركز الكاشف للمتابعة والدراسات الاستراتيجية، 2011، ص: 06.

<sup>4</sup> - ساسية جدي، مرجع سبق ذكره، ص: 194.

والكيان الذي يحكم سلوك أعضائه وشركات وساطة الأوراق المالية<sup>1</sup>. في 14 أبريل 2004 تم تغيير اسم بورصة كوالالمبور إلى اسم "بورصة ماليزية برهاد" وهذا قصد تجديد هيكل البورصة والتطلع لمواكبة متطلبات وتوجهات السوق بصفة عامة، وفي 18 مارس 2005 تم تسجيل بورصة ماليزيا في الجدول الأساسي لسوق الأوراق المالية برهاد وعملت الحكومة على الارتقاء بهذا السوق والدفع به إلى الأمام وجعله مصدراً حيوياً للتنمية والعنصر الرئيسي في تمويل الاقتصاد المحلي، وقد اعتمدت ماليزيا برنامج «Malaysian Capital Market Masterplan» الخطة الرئيسية لسوق الأوراق المالية الماليزي، وتضمنت الخطة ستة أهداف رئيسية<sup>2</sup>:

- تشجيع إدارة الاستثمار وجعل بيئة استثمارية أمثل للمستثمرين؛
- إيجاد موقع تنافسي وكفاءة لمؤسسات السوق؛
- جعل سوق رأس المال مركزاً للحصول على الموارد التمويلية لشركات ماليزية؛
- تطوير بيئة حسنة وتنافسية لخدمات الوساطة؛
- جعل أنظمة الرقابة قوية ومنظمة؛
- جعل ماليزيا مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي.

وقد انتهجت ماليزيا هذه المراحل للوصول للأهداف السابقة:

- المرحلة الأولى (2001\_2004): عملت ماليزيا في هذه الفترة على تقوية الوسطاء والمؤسسات الاستثمار المحلي؛
- المرحلة الثانية (2004\_2006): تميزت هذه المرحلة بتعزيز وتقوية القطاعات الأساسية، وجعلها أكثر تنافسية والعمل أكثر على جعل سوق الأوراق المالية بصفة تدريجية قابلة للانفتاح؛
- المرحلة الثالثة (2006\_2010): وتميزت هذه المرحلة بالانفتاح على الأسواق والشركات الأجنبية، مع تحسين لمؤسسات السوق المحلي والمرافق الملحق بها، وذلك لمواجهة التحديات الدولية في مختلف جوانبها.

#### ثانياً: تعريف ووظائف سوق الأوراق المالية في ماليزيا

لا يختلف مفهوم سوق رأس المال الماليزي عن المفهوم الشائع لسوق رأس المال، فسوق رأس المال في ماليزيا يتكون من سوق رأس المال التقليدي وسوق رأس المال الإسلامي للأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل، فهو لا يقتصر على السوق المنظم، بل يشمل أيضا السوق غير المنظم لاسيما سوق السندات، ويعد من أهم الروافد لسد الاحتياجات في الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل للمشاريع التنموية الماليزية، وميدان للمنافسة بين الشركات للحصول على رؤوس الأموال بهدف التطوير إلى الأفضل.

<sup>1</sup> - نورين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص: 224.

<sup>2</sup> - مونية سلطان، مرجع سبق ذكره، ص: 162.

## 1- تعريف سوق الأوراق المالي الماليزي

هي سوق كبقية الأسواق تظم سوقين أحدهما منظم والآخر غير منظم لا سيما سوق السندات، وتعرف على أنها السوق التي تظم سوق الأوراق المالية التقليدية وسوق الأوراق المالية الإسلامية للأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل<sup>1</sup>.

وعُرفت سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية، بأنها<sup>2</sup> تلك السوق التي تتم فيها التعاملات بطريقة لا تؤدي لتناقض مع معتقدات المسلمين ولا الدين الإسلامي وتعتمد بشكل رئيسي على القوانين الشرعية في تداولها المالية، وذلك يتحقق بانعدام الأنشطة المحرمة شرعاً من هذه السوق، كالتعامل بالربا والميسر ولغرر وغيرها<sup>3</sup>. وفي إطار تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية، تبنت سوق الأوراق المالية برهاد المعروفة حالياً بورصة ماليزيا بإصدار مؤشر يقيس حركة أسعار الأسهم الإسلامية سمي 'klse . shariah.index' في 17 أبريل 1999، ويضم جميع الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة، المدرجة في الجدول الرئيسي للبورصة الماليزية، بالإضافة إلى ذلك تصدر هيئة الأوراق المالية، القائمة الرسمية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة القابلة للتداول في البورصة المالية الماليزية<sup>4</sup>.

### وهناك عوامل ساهمت في تطور هذا السوق<sup>5</sup> سوق الأوراق الإسلامية الماليزية<sup>6</sup>:

- نمو الصناديق المالية الإسلامية، وزيادة حجم سوق الأسهم المالية الإسلامية المتداولة، بالإضافة لإستحداث لمنتجات مبتكرة مثل الأدوات التمويلية كالصكوك الاستثمارية؛
- تنوع المنتجات المصرفية، حيث تم تشكيل المنتجات المصرفية الإسلامية باستخدام مبدأ معاملات مثل المراجعة الاستصناع، الإجارة، المضاربة، المشاركة، الوكالة، الكفالة وغيرها، إذ أن البنوك الإسلامية في ماليزيا تقدم اليوم كثير المنتجات والخدمات المالية الإسلامية<sup>7</sup>؛
- ظهور مؤسسات جديدة، مثل مؤسسات التصنيف ومؤسسات لوضع المؤشرات المتوافقة مع منتجات سوق الأوراق المالية الإسلامية، وتوحيد المعايير الشرعية للمنتجات وآلية الرقابة عليها<sup>8</sup>.

## 2- وظائف سوق الأوراق المالية الماليزية

يعد سوق الأوراق المالية في ماليزيا ركنا هاما وأساسيا من أركان النظام المالي والاقتصادي الماليزي، ويتحقق هذا لقيامه بوظائف كثيرة أهمها:

<sup>1</sup> - مونية سلطان، مرجع سبق ذكره، ص: 163.

<sup>2</sup> - محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص: 171.

<sup>3</sup> - لشهب الصادق، مرجع سبق ذكره، ص: 95.

<sup>4</sup> - Salman syed ali, Islamic Capital Market: Products, Regulation & Development, IDB, jeddah, 2008, p: 03.

## الفصل الثالث: دور الهندسة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية (تجربة ماليزيا والسودان)

- يساعد سوق رأس المال الماليزي في تعبئة الموارد المالية المعطلة، وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة طويلة الأجل في ماليزيا، ويساعد في جذب رؤوس الأموال الأجنبية؛
- تستطيع من خلال هذه السوق المؤسسات المالية الماليزية التي تتكون من المصارف الماليزية والشركات المالية، وشركات التأمين، وصندوق التوفير للعاملين والأفراد تجميع رؤوس الأموال بعضها إلى بعض للوصول إلى المشاريع التنموية الاقتصادية والاجتماعية في ماليزيا؛<sup>1</sup>
- اتاحة الفرصة للإستثمار الحلال للمسلمين حيث توفر سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية عديد الفرص الاستثمارية في مجالات عديدة وأدوات مالية إسلامية مقبولة شرعاً، وهذا ما يفضله أصحاب الأموال الفائضة من تقليل للمخاطرة ورجاء عائد مجزي ولفترات زمنية محددة خاصة في المدى القصير، مما يسمح للمستثمر بالمفاضلة في استثماراته وتسييلها عند الحاجة؛<sup>2</sup>
- تمويل الاقتصاد الماليزي وتطويره، نتيجة تعزيز وزيادة التعامل بالأدوات الإسلامية خاصة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، والجدول الآتي يوضح نسب عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة خلال فترة (2005-2013).

### الجدول رقم 19: تطور نسب عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة ورسملة السوق الإسلامية في ماليزيا (2006 - 2016)

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
نسب عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة %	86	86,1	87	88	88	89	89	71	72	74	74
رسملة السوق الإسلامية من إجمالي السوق %	64.5	63.7	64.2	63.8	59.3	63	64.2	60.4	61.3	64.1	62

Source: Securities commission, Annual Report (2006, 2008, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016).

### ثالثاً: أقسام سوق الأوراق المالية في ماليزيا

تنقسم سوق الأوراق المالية في ماليزيا إلى عدة أقسام وذلك لاستقطاب أكبر عدد من المستثمرين، كالاتي:

1- سوق الملكية: هو السوق الذي تتوفر فيه المنتجات والخدمات التي تتعلق ببيع وشراء أدوات الملكية كألسهم، وثائق صناديق الاستثمار، وخدمات السمسرة التقليدية والإسلامية، ولهذا الغرض أنشئت بورصة كوالالمبور للأوراق المالية المحدودة سنة 1973، وفيها يتم تداول الأوراق المالية التالية:

<sup>1</sup> - مونية سلطان، مرجع سبق ذكره، ص: 164.

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



- الأسهم العادية؛
- الأسهم الممتازة؛
- وحدات استثمار للعقار؛
- شهادات الشراء من الأسهم الموجودة\*؛
- شهادات الشراء من الأسهم الجديدة\*\*.<sup>1</sup>

**2- سوق السندات:** هي عبارة عن السوق غير المنظمة ويتم فيها تداول السندات الحكومية والخاصة في ماليزيا التي تزيد فترة استحقاقها عن السنة، ويتم إدارة السوق وفق نظام إلكتروني خاص يسجل فيه كل ما يتعلق بتعاملات السندات بنوعيتها التقليدي والإسلامي، خاصة معاملات تداول السندات وتسويتها، ويخضع هذا النظام لرقابة وإشراف المصرف المركزي الماليزي، الذي يعتبر مسؤولاً عن السوق الثانوية للسندات، في حين تتولى هيئة الأوراق المالية الماليزية مهمة الرقابة والإشراف على السوق الأولية لسوق السندات.<sup>2</sup>

**3- سوق المشتقات:** بدأت صناعة المشتقات تتبلور في ماليزيا في جويلية 1980 مع إنشاء بورصة كوالالمبور للبضائع، والتي اعتبرت الأولى من نوعها في جنوب شرق آسيا، وأول عقود المستقبلات المتداولة في ذلك الوقت هي عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام، وبعد ذلك تم تداول عقود المستقبلات للمطاط عام 1983، والثانية للمطاط 1986، وللكاكاو 1988، ولزيت نواة النخيل الخام 1992، لتداول بعدها سائر العقود من مستقبلات وخيارات وعقود آجلة.<sup>3</sup>

وفي 17 سبتمبر 2009 دخلت بورصة برهاد في شراكة إستراتيجية مع بورصة شيكاغو التجارية (CME) تمتلك هذه الأخيرة ل25% من رأس مال البورصة الماليزية للمشتقات برهاد والباقي تمتلكه بورصة ماليزيا برهاد، بهدف تحسين فرص عرض المشتقات الماليزية عالمياً، فضلاً عن التوزيع العالمي لمنتجات بورصة ماليزيا.<sup>4</sup>

**4- مركز لبوان لتعاملات المالية الدولية Lubuan International Financial Exchange INC:** في سنة 1990 تم إنشاء مركز لبوان لتعاملات المالية الخارجية Lubuan International offshore Financial Centre وتم البدء بالتعامل في سوق لبوان الدولي للأوراق المالية في 23 نوفمبر 2000 وقد جاء إنشاء هذا المركز ليكمل أنشطة

<sup>1</sup> - شافية كتاف، دور الأدوات الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية\_دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية\_، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، 2013/2014، ص: 115.

\* تمنح حاملها الحق وليس الالتزام في شراء كمية معينة من أسهم الشركة في فترة محددة وبسعر معين.

\*\* تعطي لحاملها الحق وليس الالتزام في شراء كمية معينة من الأسهم العادية الجديدة التي تصدرها الشركات المدرجة في البورصة الماليزية، في فترة محددة وبسعر محدد لحماية حقوق المساهمين القدامى في حالة إصدار أسهم جديدة بقيمة أقل من القيمة المتداولة في السوق.

<sup>2</sup> - عبد الناصر براني، بركات سمير، دور الهيئات الرقابية الماليزية في تنمية وتنشيط سوق الأوراق المالية 'سوق رأس المال الإسلامي نموذجاً'، مجلة الشريعة والاقتصاد، كلية الشريعة والاقتصاد، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، العدد 10، ديسمبر 2016، ص: 347\_348.

<sup>3</sup> - نورين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص: 226.

<sup>4</sup> - مونية سلطان، مرجع سبق ذكره، ص: 166.



السوق المالية المحلي، ويخضع لإشراف البورصة الماليزية برهاد، ويتمتع بمعاملات في جمع الأموال بسهولة ويسر، وبإعفاء من قيود الصرف الأجنبي، وتكلفة التعاملات منخفضة، وقد نجح المركز في جذب العديد من المؤسسات المالية التي بلغت نحو 60 بنكاً عالمياً، و78 شركة تأمين وشركات مرتبطة بأعمال التأمين، و20 شركة أمانات وودائع<sup>1</sup>.

5- سوق المالية الإسلامية الماليزية: تؤدي هذه السوق منذ إنشائها دوراً هاماً في البورصة الماليزية، شأنها شأن الأسواق الأخرى في دعم النمو والتطور الإقتصادي لماليزيا، وكون غالبية سكان ماليزيا من المالايين المسلمين، كان هناك عزوف على التعامل بالسندات التقليدية، أدى هذا إلى إنشاء هذه السوق 'سوق المعاملات الإسلامية' التي تعمل على توفير إحتياجات ماليزيا من الموارد المالية، باستعمال أدوات الإستثمار المالي المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، ويتم التعامل في سوق الأوراق المالية الماليزية في سوقين رئيسيين، الأولى سوق الإصدار الأولي، والثانية سوق التداول<sup>2</sup>.

#### رابعاً: هيئة الأوراق المالية الماليزية

تعتبر هيئة الأوراق المالية في ماليزيا، الهيئة العليا والوحيدة لسوق الأوراق المالية، ولها ارتباط مباشر بوزارة المالية الماليزية، ولها تقارير وحسابات تقدم للبرلمان كل سنة، وهي الجهة المنفردة التي تنظم وترخص جميع إصدارات الأوراق المالية الإسلامية أو التقليدية<sup>3</sup>، وفيما يتعلق بمتطلبات القانونية والإجراءات العامة لهذين النوعين (تقليدي والإسلامي)، يتعرض لنفس المتطلبات والإجراءات، وبالرغم من ذلك نجد أن هناك بعض المتطلبات الإضافية التي أقرتها هيئة الأوراق المالية الماليزية لإصدار الأوراق المالية الإسلامية، في عام 1996 أنشأت هيئة الأوراق المالية الماليزية ما يسمى بقسم سوق المالي الإسلامي التابع للهيئة لمساندتها ومعاونتها في إصدار الأوراق المالية الإسلامية<sup>4</sup>. ويعود إنشاء هيئة الأوراق المالية بماليزيا في 1 مارس 1993 تحت قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية المعروف بـ Securities commission ACT ويسند لها مجموعة من الوظائف والمهام كآتي<sup>5</sup>:

- الإشراف على السجلات في تسجيل نشرة الاكتتاب ' Prospectus ' لكافة الشركات المدرجة في قائمة البورصة الماليزية للأوراق المالية؛
- السماح بإصدار سندات الشركات؛

<sup>1</sup> - نورين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص: 227.

<sup>2</sup> - محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص: 168.

<sup>3</sup> - Islamic Securities Guidelines (SUKUK GUIDELINES), Securities Commission of Malaysia, Kuala Lumpur, 2011, p: 6.

<sup>4</sup> - النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية في ماليزيا، 16:10\_2017/12/15، موقع الإطلاع:

<http://www.kantakji.com/media/7333/b130.pdf>

<sup>5</sup> - مونية سلطان، مرجع سبق ذكره، ص: 167.

- مراقبة أنشطة البورصات، وبيت المقاصة، والإيداع المركزي؛
- الرقابة على الشؤون المرتبطة بمجال الحيازات والاندماجات للشركات في ماليزيا، وكذلك الرقابة على الأنظمة المتعلقة بصناديق الاستثمار؛
- الرقابة والإشراف وتحديد العقود المستقبلية والخيارات.

تهدف هيئة الأوراق المالية الماليزية من خلال هذه الوظائف إلى نشر الوعي الاستثماري للمستثمرين، أيضا تهدف إلى حماية حقوق المتعاملين في هذا السوق من خلال تشكيل سلطة القوانين، وتحديد التوجيهات، والتشريعات والأنظمة المتعددة، بالإضافة إلى ذلك أنها حريصة على تقديم النصيحة إلى وزارة المالية الماليزية عن البورصة. وبخلاف هيئة الأوراق المالية التقليدية، فإن قواعد سوق رأس المال الماليزية الحالية تهدف لضبط السوق وكذلك تطويره، حيث هناك مبادرات التي أُخذت لتطوير سوق رأس المال خصوصاً الإسلامي، أهمها: الأولى باتجاه البنى التحتية وتكريسها في إقامة قسم متخصص بسوق رأس المال، ومن ثم القيام بالأنشطة البحثية والتطويرية وتوفير التسهيلات اللازمة لعمل السوق؛ أما الثانية فقد وضعت خطة أساسية شاملة لرسم الخارطة الاستراتيجية لموقع هذا القسم، وإنشاء المركز العالمي الماليزي لسوق رأس المال<sup>1</sup>.

#### خامسا: الرقابة الشرعية على سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

لضمان التزام كافة أنشطة سوق رأس المال الإسلامي بمبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية، فإنها تخضع لرقابة وإشراف المستشارين الشرعيين والخبراء المتخصصين في فقه المعاملات المالية الإسلامية، ولذلك وإلضفاء المصداقية والتأكيد على التزام السوق بأحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية في سنة 1996 بإنشاء قسم سوق المال الإسلامي، التابع لهيئة الأوراق المالية الماليزية (وقد أشرنا إلى هذا في الفرع السابق<sup>1</sup> هيئة الأوراق المالية الماليزية<sup>2</sup>). ومن ضمن صلاحيات هذا القسم التأكد من جميع العروض، وللقسم أن يُقر بجميع الأمور المتعلقة بأحكام الشريعة الإسلامية وبالخصوص المعاملات التي تتعلق بإصدار الأوراق المالية الإسلامية<sup>2</sup>.

وقد تم أيضاً تأسيس اللجنة الاستشارية لتدعيم ومساندة هيئة الأوراق المالية، وبالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي للرقابة على أنشطة هذا السوق والتأكد من التزامه بالمعاملات الإسلامية<sup>3</sup>، وقد أعلنت ماليزيا تأسيس سوق رأس المال الإسلامي في عام 2001 إذ يمكن إصدار العديد من أوراق المالية الإسلامية وتداولها في السوق الثانوية، ومن خلال إصدار ماليزيا للصكوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، مكّن المصارف الإسلامية من أن

<sup>1</sup> - سناء عبد الكريم الخناق، الإطار المؤسسي والتشريعي لحاكمية المؤسسات المالية 'التجربة الماليزية'، مجلة العلوم الاقتصادية والعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، العدد 12، 2012، ص: 86.

<sup>2</sup> - شافية كتاف، مرجع سبق ذكره، ص: 117.

<sup>3</sup> - نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص: 93.

## الفصل الثالث: دور الهندسة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية (تجربة ماليزيا والسودان)

تتجاوز الهدف الذي وضعت لها الحكومة الماليزية وهو أن تصل إلى نسبة 20% من إجمالي التمويل في ماليزيا، فقد وصلت هذه النسبة سنة 2011 إلى 24%، وبالنسبة لصيغ التمويل التي تستخدمها المصارف الماليزية الإسلامية فهي تتبع لنصائح يقدمها البنك المركزي دائماً للمصارف الإسلامية والتي هي انتاج مركز الدراسات والأبحاث التابعة للبنك المركزي الماليزي وتتضمن الإرشادات طرائق استخدام تلك الصيغ، ويمكن الإشارة لنسبة التمويل الإسلامي لدولة ماليزيا من خلال الجدول الآتي:

### الجدول رقم 20: نسبة التمويل الإسلامي في ماليزيا من إجمالي التمويل الإسلامي العالمي

الوحدة: مليار دولار

السنة	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
اجمالي التمويل	400	500	639	822	895	1086	1400	1480	1595	1650	1692
ماليزيا %	13.7	14.6	16.8	19.6	22	23	24	22	19	18	21.8
ماليزيا	55	73	107.4	161.2	197	240	335	332	330	335	340

Source: Securities commission, Annual Report (2006, 2008, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016).

من الجدول يتضح زيادة نسبة التمويل الإسلامي الماليزي، إذا ما قورن بالتمويل الإسلامي العالمي حيث شهد عام 2006، 13,7% من إجمالي التمويل العالمي ليرتفع إلى 24% خلال عام 2012، هذا نتيجة لتشجيع الماليزي للمعاملات الإسلامية.

### المطلب الثالث: دور المنتجات المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية

لقد اهتمت الدولة الماليزية اهتمام كبير في مجال تطوير السوق المالي بصفة عامة والبورصة بصفة خاصة، وهذا بتنوع المنتجات المالية المتداولة في السوق، من أبرزها المنتجات المالية الإسلامية التي ساهمت في نمو وتنشيط وتطوير سوق الأوراق المالية<sup>1</sup>، حيث أعطت الحكومة الماليزية اهتمام بالغ بالمنظومة المعاملاتية الإسلامية ويتجلى بوضوح في قول الدكتور محمد محاضر (رئيس الوزراء) في موسوعته بقوله: '... كما قمنا أيضا بتطبيق نظام مصرفي إسلامي فريد أطلقنا عليه اسم النظام المزدوج، ووفرنا له كل شروط اللازمة لتمكين النظام المصرفي الإسلامي من العمل وأداء وظائفه جنبا إلى جنب مع النظام المصرفي القياسي السائد، هذا النظام لم يصمم لخدمة المسلمين فحسب، بل أتيحت خدماته ومزياته لجميع المواطنين بمن فيهم غير المسلمين<sup>2</sup>'، وبذلك كان سعي الحكومة لبناء نظام كامل مكتمل لتمويل إسلامي يُنشط السوق المالي، وقد تحقق ذلك حيث تمتلك ماليزيا أكبر سوق للتمويل

<sup>1</sup> - زياد جلال الدماغ، مرجع سبق ذكره، ص: 254.

\* أنظر موسوعة الدكتور محاضر بن محمد، رئيس وزراء ماليزيا، الإسلام والأمة الإسلامية، المجلد الأول، للنشر دار الكتاب المصري - دار الكتاب اللبناني - دار الكتاب ماليزيا - دار الفكر كوالالمبور، الطبعة الأولى، 2004، ص: 68.

## الفصل الثالث: دور الهندسة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية (تجربة ماليزيا والسودان)

الإسلامي، ويقدر المحللون جهود ماليزيا في صناعة التمويل الإسلامي، حيث أنها تعدّ ماليزيا رائدة في صناعة الصكوك العالمية، إذ أصدر فيها ما يقارب ثلثي قيمة الصكوك في العالم، كما تدير موقعاً على شبكة الإنترنت، يسجل فيه كل الإصدارات بطريقة شفافة، وتأتي شركتنا الغاز والنفط الماليزية على رأس المؤسسات المصدرة للصكوك (شركتنا شل الماليزيا وبتروناس الحكومية)، ويقومان بإدارة الصكوك بمليارات الرينجت سنوياً.

### أولاً: الصكوك الإسلامية الماليزية

أطلقت ماليزيا سوق الصكوك في عام 1996 من خلال شركة الرهن العقاري الوطنية الماليزية، ومن ثمّ تتابعت إصدار الصكوك، حيث في عام 1997 أصدرت شركة خزانة الاستثمارية (جهاز الاستثمار التابع للحكومة الماليزية)، ما قيمته 750 مليون دولار أمريكي، ولمدة 5 سنوات، وكانت هذه الصكوك مدعومة بأسهم شركة خزانة، وتعدّ الأولى من حيث قابليتها للتداول، لذا أظهرت ماليزيا التنوع في منتجات المالية الإسلامية.

### 1- تطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا

كما أسلفنا تعتبر ماليزيا الدولة الأولى من حيث إصدار الصكوك الإسلامية، حيث أصدرت العديد من الصكوك لتمويل البني التحتية للدولة والشركات التابعة لها في سبيل تعزيز السوق المالي<sup>1</sup>، ويوجد في سوق الأوراق الماليزية مجموعة من الصكوك، منها ما ابتدأ العمل بها ومنها ما هو حديث العمل به في هذه السوق، ومن بين أهم أنواع الصكوك الموافق إصدارها سنوياً من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية يوجد صكوك البيع بثمن آجل وصكوك المراجعة وصكوك الاستصناع وصكوك الإجارة، ونجد أيضاً صكوك المشاركة وصكوك المضاربة وهي تبنى على عقود المشاركة<sup>2</sup>. وتميزت سوق الصكوك الإسلامية الماليزية بإصداراتها المتنوعة في نهاية القرن العشرين، ويمكن توضيح هذا التطور من خلال الجدول الآتي:

### الجدول رقم 21: تطور إصدار الصكوك للفترة (2010\_2016)

الوحدة: مليار دولار

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الإصدار العالمي للصكوك	45,1	85,1	131,2	119,7	118,8	63,3	72,7
الإصدار الماليزي للصكوك	32,8	60,9	97,1	82,4	77,9	30,4	29,9

Source: Securities commission Annual Report (2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016).

<sup>1</sup> - زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2009، ص: 220.

<sup>2</sup> - مونية سلطان، مرجع سبق ذكره، ص: 194.

## الفصل الثالث: دور الهندسة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية (تجربة ماليزيا والسودان)

يلاحظ من خلال الجدول ارتفاعاً مستمراً للإصدار العالمي والماليزي للصكوك الإسلامية إلى غاية 2012 وبداية من سنة 2013 بدأت الإصدارات تشهد انخفاضا طفيفا وصولا إلى سنة 2015 أين عرفت تراجعا، حيث أن سنة 2015 شهدت إصدارات الصكوك انخفاضا بقرار من البنك المركزي الماليزي ' بنك نيجارا ' لتخفيض إصدار الصكوك والتحول إلى أدوات أخرى لإدارة السيولة لأن الصكوك الصادرة عن مصرف ماليزيا المركزي لم تصل إلى المستثمرين المقصودين، فقد توجه عدد كبير من المستثمرين إلى الإكتتاب في هذه الصكوك بدلا من البنوك الإسلامية الماليزية التي يستهدفها البنك بشكل خاص لغرض إدارة السيولة، ولذلك قرر استخدام أدوات مالية أخرى يقتصر استخدامها على البنوك الإسلامية، ورغم هذا الانخفاض نرى أن ماليزيا تحتل مركز الريادة في سوق الصكوك، سواء من حيث قيمة الإصدار، أو من حيث عدد الإصدارات كما يوضحه الجدول الموالي:

### الجدول رقم 22: عدد الصكوك المصدرة في ماليزيا مقارنة بالعالم للفترة (2010\_2016)

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
عدد الصكوك المصدرة عالميا	431	546	763	831	798	812	820
عدد الصكوك المصدرة في ماليزيا	308	413	573	641	521	580	538

Source: Securities commission Annual Report (2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016).

يرجع النمو الهائل لحجم الإصدار العالمي للصكوك خلال الفترة من 2010 إلى 2016، إلى الانتعاش الذي شهدته الأسواق الرئيسية للصكوك بعد الأزمة المالية 2008 في كل من ماليزيا والمملكة العربية السعودية ودولة الإمارات العربية المتحدة وكذلك تركيا واندونيسيا، كما تدعم سوق الصكوك ببعض الإصدارات في كل من المملكة المتحدة وهونغ كونغ والسنغال وجنوب إفريقيا ولوكسمبورغ، وقد حافظت ماليزيا على الصدارة من حيث حجم الإصدار نتيجة وجود قاعدة واسعة من المستثمرين المحليين فيها، إضافة إلى نجاح ماليزيا في جذب إصدارات الصكوك عبر الحدود وذلك بسبب تظافر جهود الحكومة والجهات التنظيمية لإيجاد العديد من الحوافز الضريبية والمالية فيما يخص إصدار الأوراق المالية الإسلامية وإطار قانوني داعم من جهة وتمكن الصكوك المصدرة من تحقيق عوائد جيدة من جهة أخرى<sup>1</sup>، وتجاوزت الحكومة الماليزية بحجم إصداراتها من الصكوك الإسلامية نسبة السندات الربوية، وهذا يظهر مدى توجه ماليزيا نحو التمويل الإسلامي، حيث عملت خلال الفترة 2007\_2010 باعتمادها على السوق المالية الإسلامية جذب الاستثمارات الأجنبية، هذا ما أدى وساهم في ارتفاع نسبة إصدار الصكوك لولا الأزمة العالمية في هذه الفترة، والجدول الآتي يوضح نسبة الصكوك من نسبة إجمالي السندات في ماليزيا كالاتي:

<sup>1</sup> - العرابي مصطفى، هو سعدية، مرجع سبق ذكره، ص: 76.



## الفصل الثالث: دور الهندسة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية (تجربة ماليزيا والسودان)

### الجدول رقم 23: تطور إجمالي الصكوك الإسلامية من إجمالي السندات في بورصة ماليزيا (2006-2016)

الوحدة: مليار RM

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	السنوات
63.73	48.33	76.07	99.13	71.09	78.9	40.33	34	43.2	121.3	42.02	إجمالي الصكوك الإسلامية
140.99	118.4	138.1	148	103.3	112.33	63.58	57.5	140	158.8	75.83	مجموع السندات الكلية*
45.20	40.8	55.06	66.93	68.81	70.23	63.43	59.13	30.85	76.4	55.41	نسبة الصكوك إلى السندات الكلية%

Source: Securities commission, Annual Report (2006, 2008, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016).

يلاحظ من خلال الجدول ارتفاع إجمالي الصكوك الإسلامية من 2006 إلى 2008 حيث شهدت خلال هذه السنة تراجع يقدر بـ 78,1 مليار رنجيت ماليزي، مقارنة بعام 2007، بتراجع بنسبة 35,61%، ونلاحظ عودة الإرتفاع، حيث شهدت عام 2012 ما يقدر بـ 71,09 مليار رنجيت ماليزي، بارتفاع نسبة الصكوك إلى نسبة السندات إلى 68.81%، بعدما شهدت عام 2008 نسبة 30,85%، أي بارتفاع بأكثر من النصف، وهذا يدل على تشجيع المعاملات الإسلامية (الصكوك الإسلامية). ونشير إلا أنه بعد الأزمة المالية العالمية 2008، بدأ يتحرك سوق الصكوك نحو الطلب على إصدارها، خاصة من قبل الحكومات، بهدف المساهمة في معالجة العجز في موازنتها العامة بسبب ارتفاع تأثيرها بالأزمة المالية، ورغبتها في دعم مشاريعها التنموية المختلفة، وأبرز ما يميز هذه المرحلة (بعد 2008) ما يلي<sup>1</sup>:

- عودة سيطرة ماليزيا على سوق الصكوك، تليها البحرين وأندونيسيا؛
- ظهور دول جديدة في هذا المجال، وهي: فرنسا-بريطانيا-كوريا الجنوبية-الفلبين-الأردن-تركيا؛
- بدأت تظهر الحاجة إلى إصدار صكوك طويلة المدى بسبب الرغبة في إنشاء مشاريع عملاقة للمساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية؛
- أفسحت الأزمة المالية العالمية المجال أمام الحكومات لتصبح أكثر نشاطاً من الشركات في مجال الإصدار وذلك بسبب تغطية العجز في موازنتها العامة.

\* يمثل مجموع السندات الكلية في إجمالي الصكوك الإسلامية مضافاً إليها السندات التقليدية.

<sup>1</sup> - زياد جلال الدماغ، مرجع سبق ذكره، ص ص: 261\_262.



## الفصل الثالث: دور الهندسة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية (تجربة ماليزيا والسودان)

وقد أطلقت ماليزيا مبادرات عدة منها تحرير مشاركة المستثمرين الأجانب، مما سمح لغير المقيمين الاستثمار في الأوراق المالية عبر الحصول على تمويل من البنوك التجارية والإسلامية المحلية، بالعملة الماليزية أو حتى بالعملات الأجنبية، ويذكر أنه خلال 10 أعوام مضت حتى النصف الأول من 2008، نما عدد الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا، وفيما يلي تطور الشركات المحلية المدرجة في بورصة ماليزيا خلال الفترة (2004-2012).

### الجدول رقم 24: تطور الشركات المحلية المدرجة في بورصة ماليزيا خلال الفترة من 2006 \_ 2016

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
العدد الإجمالي لشركات المدرجة	957	960	957	1036	1027	1020	962	950	945	925	904

Source: Securities commission, Annual Report (2006, 2008, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016).

يلاحظ من الجدول أن عدد الشركات المدرجة في سنة 2006 تقدر بـ 957 شركة وزدادت في سنة 2007 لتصل إلى 960 شركة مصدرية في بورصة ماليزيا، واستمر هذا التزايد في عدد الشركات المسجلة حتى سنة 2008 لتتراجع إلى 957 شركة، بينما في سنة 2009 نلاحظ قفزة كبيرة في عدد الشركات المقيدة في البورصة خاصة بعد وقوع الأزمة المالية 2008 وهذا راجع لتزايد الطلب العالمي على الصكوك الإسلامية كأحد الأدوات المالية الإسلامية، ونعرف أن السوق الإسلامية تقاوم الأزمات المالية، وكان هذا الإقبال الكبير على بورصة ماليزيا باعتبارها الدولة الأولى الرائدة في هذا المجال بامتلاكها لأكبر الأسواق المالية الإسلامية، وكذلك الدور الكبير التي أصبحت تلعبه البورصة في دعم الاقتصاد وتعبئة الادخار.

ومن جانب آخر شهدت الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة زيادة ونسبة كبيرة إذا ما قورنت مع العدد الإجمالي للشركات المدرجة في البورصة (الجدول رقم 24)، وهذا راجع لتشجيع الحكومة الماليزية لإصدار المنتجات المالية الإسلامية، وإدراك جُل الشركات مدى أهمية هذه المنتجات المالية للخروج من ضيق الأزمة المالية وتحقيق عوائد تعود على النمو والاستقرار لهذه الشركات، وبالتالي للاقتصاد ككل، والجدول التالي يبين عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والمدرجة في بورصة ماليزيا للفترة (2006-2016).

### الجدول رقم 25: عدد الشركات المدرجة في البورصة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية للفترة (2006-2016)

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
عدد الشركات	886	853	855	846	846	839	817	650	660	668	671

Source: Securities commission, Annual Report (2006, 2008, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016).

## 2- أثر تداول الصكوك على نشاط وكفاءة البورصة الماليزية

يمكن استنتاج ذلك من خلال عدة مؤشرات كالاتي:

### أ- مؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق)

يركز معظم المحللين الاقتصاديين على أن معدل رسملة السوق (القيمة السوقية) يرتبط ارتباطاً وثيقاً بتعبئة رؤوس الأموال وتنوع المخاطر، ومن ثم يعكس هذا المؤشر مستوى النشاط، وفي ماليزيا يمكن تتبع تطور رسملة سوق الأوراق المالية وسوق رأس المال الإسلامي من خلال الجدول الآتي:

### الجدول رقم 26: تطور رسملة سوق الأوراق المالية في ماليزيا للفترة (2006 - 2016)

الوحدة: مليار RM

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
رسملة سوق الأوراق المالية ككل	848.6	1106	664	999	1275	1285	1466	1702	1651.1	1694.7	1667.4
رسملة سوق رأس المال الإسلامي	548	708	425	639	803	810	938	1072	1012	1086	1031
رسملة سوق الرأس المال الإسلامي إلى رسملة السوق الكلي %	64.56	64	64	64	63	63	64	63	61.3	64.09	62

Source: Securities commission, Annual Report (2006, 2008, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016).

يلاحظ من خلال الجدول أن نسبة رسملة سوق رأس المال الإسلامي إلى رسملة السوق ككل يفوق النصف طول فترة الدراسة، وهذا يعني أن الأموال المدارة في السوق غالبيتها أموال الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية حسب المعايير التي وضعتها اللجنة الاستشارية الشرعية الماليزية، ويفسر كذلك تغلب الشركات المتوافقة مع الشريعة على المؤسسات الربوية، حيث بلغت عام 2013 بـ 650 شركة من 962 شركة مدرجة في البورصة أي بنسبة 67,56% وزيادة كذلك حجم التعاملات الإسلامية.

### ب- مؤشر حجم التداول الصكوك

يعكس هذا المؤشر حجم التداول الفعلي للصكوك المكتتب بها في السوق بالإضافة إلى أنه يعبر عن سيولة السوق المالية، ومن ثم السيولة في الاقتصاد ككل، ويكمل هذا المؤشر مؤشر رسملة السوق الذي يعبر عن حجم السوق، وفي التجربة الماليزية يمكن ملاحظة نسبة استخدامات صيغ الاستثمار الإسلامي في إصدار الصكوك للفترة (2001-2011) من الجدول الآتي:

الفصل الثالث: دور الهندسة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية (تجربة ماليزيا والسودان)

الجدول رقم 27: نسب استخدام صيغ الاستثمار الاسلامي في إصدار الصكوك للفترة (2001-2011)

النوع	إجارة	مضاربة	مشاركة	مراجحة	سلم	وكالة	استصناع	هجين	صيغ أخرى
النسبة %	44	8	16	2	4	8	2	5	11

Source: Securities commission, Annual Report 2011.

يلاحظ من خلال الجدول تغلب نسبة صكوك الإجارة بـ44%، ونشير في هذا الصدد إلا أن صكوك الإجارة لم تطرح في سنة 2001-2003 لأن هذه الفترة لم يتم إصدارها من طرف الهيئة، وشهد أول إصدار لها عام 2004 بنسبة 2,05% واستمرت في الارتفاع الطفيف إلى غاية 2007 حيث بلغ 43%، كان ارتفاعها بشكل كبير نتيجة طرح الدولة الماليزية لصكوك الإجارة بالعملة الأجنبية (الدولار الأمريكي)، وتعتبر صكوك الإجارة من الصكوك الإسلامية الرائدة عالميا وقد لاقت القبول من المستثمرين على المستوى العالمي<sup>1</sup>. ومع هذا شهدت صكوك الإجارة تراجع في السوق الماليزي، لتصل حتى 1,31% من حجم الصكوك المعتمدة خلال عام 2014، كما عرفت أيضا صكوك المشاركة تراجع، في حين عرفت صكوك المراجحة ارتفاع متزايد لتصل 79,49% من حجم الصكوك خلال نفس العام (2014)، ويمكن توضيح نسبة الصكوك المعتمدة وفق مبادئ الشريعة الإسلامية وهذا خلال الفترة (2010-2016).

الجدول رقم 28: نسبة الصكوك المعتمدة وفق مبادئ الشريعة الإسلامية خلال فترة 2010-2016

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الصيغ %							
الإجارة	34	13	9	4	1,31	7	8
المراجحة	8,2	9	55	32	79,49	66	69
المضاربة	0,6	5	2	-	2,63	-	-
المشاركة	42,1	64	19	30	8,42	12	14
الوكالة	-	9	8	24	3,94	10	11
صيغ أخرى	14,9	-	7	10	4,21	5	5

Source: Securities Commission of Malaysia Annual Reports: (2010, 2012, 2014, 2015, 2016).

وبهذا شهدت الصكوك المالية الماليزية ارتفاع في حجم التداول، أنظر جدول رقم 22، حيث أن حجم التداول (قيمة الصكوك المتداولة) قد ارتفع بأضعاف ليصل عام 2013 ما قيمة 99,13 مليار رنجيت بعد أن وصل 33,96 عام 2009، مما يعكس التطور في حجم التداول، والذي يرجع إلى إرتفاع القيمة السوقية وقيمة الصكوك المتداولة،

<sup>1</sup> - مفتاح صالح، سلطان مونية، الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية (دراسة حالة سوق ماليزيا)، أبحاث اقتصادية وإدارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خضير بسكرة، العدد 13، جوان 2013، ص: 289.

إضافة إلى ما قامت به الحكومة الماليزية من مجهودات في سبيل تشجيع الإقبال على الصكوك في إطار التخطيط لجعل ماليزيا كمركز دولي للتمويل الإسلامي، ويعكس مؤشر حجم التداول مايلي<sup>1</sup>:

- سيولة السوق المالية الماليزية: حيث يتم تحويل الصكوك الإسلامية بسهولة وبأقل تكلفة وأقل وقت كون السيولة من متطلبات كفاءة سوق رأس المال؛

- ينتج عن سيولة السوق المالية الماليزية، توفر السيولة في الاقتصاد ككل.

**3- تقويم تجربة الصكوك الماليزية:** بالرغم من النجاح الذي حققته ماليزيا في مجال إصدار وتداول الصكوك الإسلامية إلا أنها لم تحصل على قبول عام للدول الإسلامية، إذ اقتصر تداول الصكوك في الأسواق المالية المجاورة، مثل سوق أندونيسيا، وأسواق الدول الغربية<sup>2</sup>، وذلك لأنها خالفت في بعض أدواتها المالية ما استقر عليه رأي جمهور علماء المسلمين، فيما صدر عن المجامع الفقهية من قرارات، مثل: بيع العينة وبيع الوفاء، بيع الديون وغرامات التأخير، مما جعلها غير مقبولة عند عامة المسلمين خارج ماليزيا<sup>3</sup>، وبالتالي حال بينها وبين الاستفادة من العمق التاريخي لهذه الصناعة وهو العالم العربي، وبذلك هي بحاجة إلى استبعاد كل العقود الغير مقبولة شرعاً، والعمل على تعزيز الجانب الشرعي في جميع خطوات ومراحل تداول الصكوك.

ومع أنها لم تحظي بقبول عام في تداول الصكوك، إلا أن ماليزيا تعد رائدة في تطوير المنتجات المالية الإسلامية كمثال الصكوك التي قامت على عقود متعددة منها المشاركة والمضاربة والإجارة، التي تخدم مجموعة متنوعة من القطاعات الاقتصادية بما في ذلك البنية التحتية والمرافق العامة والممتلكات والعقارات، الخدمات والمنتجات الصناعية والزراعية<sup>4</sup>، حيث بلغت نسب كبيرة مقارنة بدول العالم في إصدار الصكوك الإسلامية، كما هو موضح في الجدول 21 و22. لقد أضحى النموذج الماليزي للمالية الإسلامية المثل الأمثل والقذوة الحسنة، التي يجب أن يقتدي بها باقي الدول الإسلامية كسبيل لتعزيز المعاملات الإسلامية، وتبني صيرفة إسلامية بإرادة سياسية قوية لئلا يتسرب قداما نحو سوق مالي متطور.

### ثانياً: أثر إدراج المنتجات الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزي

لقد ساهم إدراج الأدوات المالية الإسلامية في تحسين أداء سوق الأوراق المالية بماليزيا، حيث نجد أن التعامل بهذه الأدوات قد تطور بشكل كبير، إذ تراوح متوسط نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في سوق الأوراق المالية فترة 2006-2016 نحو 85,40%، وهذا دليل على زيادة الطلب على هذه المنتجات، الأمر الذي أدى إلى تحسين وتنشيط أداء السوق، لتشهد هذه المنتجات ارتفاع القيمة السوقية لها، لارتفاع الطلب حيث شهد

<sup>1</sup> - عبد الحميد فيجل، مرجع سبق ذكره، ص: 253.

<sup>2</sup> - زياد جلال الدماغ، مرجع سبق ذكره، ص: 258.

<sup>3</sup> - زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سبق ذكره، ص: 223.

<sup>4</sup> - بن حناشي زليخة، شطبي محمد مريم، التجربة الماليزية نموذج للمصرفية الإسلامية، مداخلة ضمن أعمال الملتقى الوطني حول: المصارف الإسلامية: واقع وآفاق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد مهري قسنطينة 2، 3/2 ديسمبر 2015، ص: 18.

## الفصل الثالث: دور الهندسة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية (تجربة ماليزيا والسودان)

متوسطها 63% من إجمالي القيمة السوقية، وحجم الصكوك قد تطور كما أسلفنا الذكر في الفرع الأول، وهذا ما يدل على زيادة الطلب عليها، ليشهد بذلك السوق نشاطاً متزايداً وسيروية جيدة، بفضل هذه المنتجات. والجدول الآتي يوضح تطور مؤشرات سوق رأس المال الإسلامي بالنظر لتطور القيمة السوقية للأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية خلال الفترة 2006-2016.

### الجدول رقم 29: تطور مؤشرات سوق رأس المال الإسلامي (2006 - 2016)

الوحدة: مليار RM

السنة	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة	886	853	855	846	846	839	817	650	633	667	688
إجمالي الأسهم	1029	991	991	961	961	946	923	911	950	920	903
نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة %	86,1	86,1	87,2	88	88	89	89	71	72	74	76,19
القيمة السوقية للأسهم المتوافقة مع الشريعة	548,4	705,1	426	637,9	756,09	806	942,15	1029,6	1012	1086,1	1030,5
القيمة السوقية الإجمالية	848,7	1106	655	999,4	1275,2	1285	1466,6	1702,1	1651,1	1694,7	1691,6
نسبة القيمة السوقية للأسهم المتوافقة مع الشريعة %	64,6	63,7	65,1	63,8	59,3	62,7	64,2	60,5	61,3	64,09	61,81

Source: Securities commission, Annual Report (2006, 2008, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016).

من الجدول يلاحظ ارتفاع نسبة الأسهم المتوافقة لشريعة الإسلامية، وهذا ما يبين أهمية الأدوات المتوافقة مع الشريعة في سوق الماليزي، ويجدر الإشارة إلا أن سوق رأس المال الإسلامي شهد نمو وازدياداً، وهذا ما نوضحه بالجدول الآتي:

### الجدول رقم 30: حجم سوق رأس المال الإسلامي للفترة (2014-2017) الوحدة: مليار RM

السنة	2014	2015	2016	2017
حجم سوق رأس المال الإسلامي الماليزي	1588	1694	1692	1854
نسبة سوق رأس المال الإسلامي بالسوق الماليزي ككل %	57	58	58	60

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على:

- Securities Commission of Malaysia Annual Reports 2016.

-Statistiques du marché des capitaux islamiques, Du site: 27/12/2017\_16:54.

<https://www.sc.com.my/data-statistics/islamic-capital-market/islamic-capital-market-statistics>



## الفصل الثالث: دور الهندسة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية (تجربة ماليزيا والسودان)

إن إدراج الأدوات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية ساهم في تعزيز ونمو الاقتصاد الماليزي بشكل إيجابي، ونلمس هذا من خلال الجدول الآتي:

الجدول رقم 31: تطور مؤشرات سوق الأوراق المالية في ماليزيا للفترة (2006 - 2016) الوحدة: مليار RM

السنة	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الناتج المحلي الإجمالي	596,78	665,34	769,95	712,85	797,32	884,45	941,23	992,53	990,12	995,65	998,3
القيمة السوقية	848,7	1106,2	655,3	999,45	1275,28	1285	1466,68	1702,1	1651,1	1694,7	1667,3
قيمة التداولات	279,04	587,31	315,35	304,32	391,74	438,62	408,55	528,71	523,3	520,25	518,6
نسبة القيمة السوقية %	142	166	85	140	160	145	156	171	174,5	180,9	172,8
نسبة التداول %	47	88	41	43	49	50	43	53	58	52	54
معدل الدوران	33	53	48	30	31	34	28	31	32	30	31

Source: Securities commission, Annual Report (2006, 2008, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016).

لقد أثرت الأدوات المالية الإسلامية في نمو القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية في ماليزيا، وهو ما أدى إلى نمو نسبة القيمة السوقية إلى ناتج المحلي الإجمالي، كمؤشر على كبر حجم سوق الأوراق المالية في ماليزيا، فقد شهدت القيمة السوقية قفزة من 142% عام 2006 إلى 172% عام 2016 بقيمة سوقية تقدر بـ 1667.37 مليار رنجيت ماليزي، تستحوذ الأدوات المالية الإسلامية على 60,5% منها، هذا ما يعكس قدرة المنتجات المالية على تنشيط وتعزيز أداء سوق الأوراق المالية وتعبئة الموارد وتمويل الاقتصاد، ويلاحظ تحسن نسبة السيولة حيث شهدت نسبة التداول ارتفاعاً من 47% عام 2006 بقيمة 279,04 إلى 54% عام 2016 بقيمة 518,6 مليار رنجيت ماليزي، كما كان أعلى ارتفاع لها عام 2007 بنسبة 88% بقيمة 587,31 مليار RM.

### المبحث الثالث: التجربة السودانية في تنشيط سوق الأوراق المالية

تعتبر السودان أول دول المسلمة التي عملت على تحويل قطاعها المصرفي للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وفي صدد إيجاد أدوات مالية وتمويلية إسلامية تتصف بصفات السندات التقليدية، من حيث السيولة والربحية والضمان في إطار ما هو ممكن، وبما لا يتعارض مع قواعد الشريعة الإسلامية، فقد استحدثت الحكومة السودانية قانوناً سمي (قانون صكوك التمويل) وهذا تماشياً مع سعي الدولة الرامي لإلغاء الصيغ والعمليات القائمة على الفائدة الربوية من معاملات الدولة عموماً، وهذا القانون بداية إنطلاق دولة السودان في سبيل إيجاد أدوات



استثمارية تمويلية بديلة لسندات الدين التقليدية، هذا سعيًا لتدعيم الاقتصاد السوداني عموماً وبورصتها على وجه الخصوص، وللإلمام بأهم جوانب هذا النموذج (التجربة السودانية)، نتطرق للعناصر الآتية:

- النظام المالي السوداني؛
- سوق الخرطوم للأوراق المالية؛
- الهندسة المالية في تنشيط البورصة السودانية.

وقبل الإشارة لهذه المطالب نُعرض خصائص التجربة السودانية كنموذج في صناعة الهندسة المالية، كالتالي<sup>1</sup>:

### 1- إسلامية التجربة: ويظهر ذلك من خلال:

أ- مصرف مركزي يعمل وفق مبادئ الشريعة الإسلامية\* ويستخدم أدوات للسياسة النقدية تتوافق ومبادئ الشريعة الإسلامية، وهذا من خلال النواظف التمويلية التي تعتمد على مبدأ المضاربة، أو شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم)، وتعتبر هذه النواظف منتجاً متطوراً لصناعة الهندسة المالية، فقد أدت دوراً هاماً في تمكين بنك السودان من إدارة السيولة سواء على المستوى الكلي أو على مستوى البنوك منفردة؛

ب- سوق أوراق مالية تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وكل التعاملات التي تتم داخلها تخضع للرقابة وتستبعد سعر الفائدة في التعاملات؛

ت- تعتمد على صيغ تمويل تبني على المشاركة وفقاً لقاعدة الغنم بالغرم والضمان بالخراج، أو عقود البيع أو الإجارة أو الوكالة؛

ث- مؤسسات مالية غير مصرفية هي أيضاً بدورها تعمل ضمن مبادئ الشريعة الإسلامية.

2- اكتمال المنظومة المالية والمصرفية السودانية: بحيث يعتبر القطاع المالي السوداني قطاعاً مكتملاً من الجوانب التشريعية والتنظيمية، يضم في هيكله تركيبة معتدلة بين النظام المصرفي والسوق المالية، وهذا ما يساعد على تطور صناعة الهندسة المالية من خلال الابتكار المالي بهدف الاستفادة من الفرص الاستثمارية والتمويلية التي يمكن أن يوفرها السوق المالي.

### المطلب الأول: النظام المالي السوداني

يشمل القطاع المالي في السودان الجهاز المصرفي والمؤسسات المالية غير المصرفية وسوق الخرطوم للأوراق المالية، وقبل الإشارة لهذا نتعرف باختصار على دولة السودان.

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مؤسسة الرسالة ناشرون، الطبعة الأولى، بيروت، 2008، ص: 258.  
\* نشير هنا إلى أنه ابتداءً من سنة 2006 لم يعد النظام المصرفي السوداني (عملياً) إسلامياً بالكامل، وذلك بعد اتفاقية السلام بين الحكومة المركزية وحكومة الجنوب، حيث ينص الدستور الجديد على أن يكون النظام المصرفي إسلامياً في شمال تقليدياً في الجنوب، أي أصبح النظام المصرفي نظاماً مزدوجاً. هذا مع ملاحظة أن النظام المصرفي السوداني بشكله ذو طبيعة خاصة، فهو وإن كان يبدو نظاماً مزدوجاً (تقليدي-إسلامي) إلا أن خصوصيته تتمثل في أن السلطة النقدية (البنك المركزي السوداني) تعمل وفق مبادئ الشريعة الإسلامية، ليستمر النظام المزدوج إلى غاية التاسع من جويلية 2011 بانفصال الشمال عن الجنوب.

## أولاً: نبذة عن السودان

يقع السودان في الجزء الشمالي الشرقي من قارة إفريقيا، والنيل هو الأكثر بروزاً في جغرافيته، حيث يشكل حوض نهر النيل 67,4 % من مساحة السودان، وبفضل موقعه الجغرافي ظل السودان معبراً تجارياً وثقافياً بين شمال إفريقيا وجنوبها وكذلك بين الجزيرة العربية وإفريقيا خاصة غرب وشرق إفريقيا<sup>1</sup>.

الحكومة في السودان حكومة ديمقراطية منتخبة ذات نظام رئاسي فيدرالي، لغتها الرسمية العربية وتستخدم كذلك اللغة الإنجليزية بالإضافة إلى لهجات مستخدمة في الولايات (الشمالية-جنوب كردفان-كسلا-دارفور- والبحر الأحمر)، يقدر المسلمين بنسبة 96,7 % والمسيحيين ب 3 % وديانات الأخرى 0,3 % (جنوب النيل الأزرق وجنوب كردفان)، تتمثل السودان ب 17 ولاية يحكمها ولاية منتخبون، عاصمتها الخرطوم.

نال السودان استقلاله عن الحكم الثنائي الإنجليزي والمصري (الأنجلومصري) في الأول من جانفي 1956 وشهد في عام 1955، قبل الاستقلال بعام واحد بداية حرب استمرت بين الحكومة المركزية وجماعات مختلفة في جنوب السودان، الذي كانت قد فرضت عليه عزلة جغرافية ثقافية في عهد الاستعمار منذ بداية العام 1922، إضافة للعوامل الطبيعية أصبح الجنوب ذو خصوصية نسبية كان أبرز ملامحها شعور قطاع عريض من النخبة المتعلمة فيه بعدم الانتماء للوطن الأم والتمرد العسكري على الحكومة المركزية. استمرت الحرب بلا توقف عدا عام 1973 - 1983 (توقيع اتفاقية اديس ابابا لإنهاء الحرب الأهلية السودانية عام 1972).

عقدت سلسلة بين المحادثات بين الحكومة وحركة التمرد منذ نوفمبر 1989 في عديد العواصم الإفريقية، وفي عام 2002 بدأت جولة مفاوضات، أفضت عام 2005 إلى اتفاقية سلام شاملة (اتفاقية نيفاشا) التي أوقفت الحرب ومنحت الجنوبيين فترة انتقالية لتحديد مصيرهم، وبموجبها في 9 جانفي 2011 نُظِم استفتاء حر اختار فيه مواطنو جنوب السودان بنسبة 98 % الانفصال عن دولة الأم وتكوين دولتهم المستقلة، لتولد دولة جديدة باسم جمهورية جنوب السودان ابتداءً من التاسع من جويلية 2011<sup>2</sup>.

هذا الانفصال صاحبه انخفاض في إنتاج النفط بمقدار ثلاثة أرباع وتراجع الإيرادات بأكثر من 50 %، وأصبح الاقتصاد على شفا الركود، ليتم طرح موازنة تكميلية في النصف الثاني عام 2011 لتعويض فقدان 35,6 % في إجمالي الإيرادات دون المساس بمعدل النمو، وعمدت الحكومة إلى رفع الدعم عن منتجات الوقود الرئيسية والسكر لتوفير ما يقرب من 1 % من الناتج المحلي الإجمالي في 2011<sup>3</sup>.

1- صلاح الدين علي الشامي، السودان دراسة جغرافية، الناشر مكتبة المعارف الاسكندرية، 2002، ص: 25.

2- سناء حمد العوض، السودان أرض الفرص (حقائق وأرقام)، وزارة الإعلام، جمهورية السودان، 2011، ص: 05. 2018/07/23، موقع الاطلاع:

<http://www.mofa.gov.sd/pdf/Sudan-The Land Of Opportunities ar.pdf>

3- مكي مدني الشبلي، تقييم نظام التحويلات المالية الحكومية الحالية في السودان، ورقة نقاش، مكتب السودان، برنامج الأمم المتحدة الإنمائي، 23 أكتوبر 2013، ص: 04.

### ثانياً: النظام المصرفي في السودان

النظام المصرفي السليم يساهم في النمو الاقتصادي عن طريق ضخ الموارد المالية في الاقتصاد، لاسيما للنشاطات ذات الإنتاجية العالية عند مستوى معين من المخاطر، كما يوفر خدمات المدفوعات والمشورة للقطاعات الاقتصادية والحكومة، ما يساعد على الاستخدام الكفء للموارد، ويزيد من كفاءة النشاطات الاقتصادية. وفي السودان صاحب القطاع المصرفي سمات وخصائص ميزته عن المصارف في الدول الأخرى، اتسمت فترة 1903-1977 بالتعامل وفق آليات النظام التقليدي القائم على التعامل وفق أسعار الفائدة أحياناً وعطاءً، وبعد إنشاء بنك السودان قرر مجلس الإدارة في فيفري 1960 إعادة النظر في كل ما يتعلق بالائتمان المصرفي، وفي ظل الانفتاح الاقتصادي عام 1975 تم افتتاح العديد من بنوك القطاع المشترك والتي يساهم فيها رأس المال المحلي والأجنبي منها بنك فيصل الإسلامي 1977، وعلى أثر تقنين حرمة الربا في قانون المعاملات السوداني، أصدر بنك السودان منشوراً يقضي بإيقاف التعامل بسعر الفائدة باعتباره ربا محرماً شرعاً، وقد ألزم المنشور الصادر في ديسمبر 1984 جميع البنوك التجارية والمتخصصة بالعمل وفق النظام الإسلامي والصيغ الاستثمارية الإسلامية<sup>1</sup>.

وفي فترة 1990-2005 شهد القطاع المصرفي السوداني بعض التطورات بغرض الإصلاح والتطوير حتى يكون نموذج للعمل المصرفي الإسلامي في العالم عموماً تمثلت في إنشاء الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي والمؤسسات المالية وسوق الخرطوم للأوراق المالية، بالإضافة لصندوق ضمان الودائع المصرفية وشركة السودان للخدمات المالية، باعتبارها برامج إصلاح اقتصادي ومالي تهدف إلى تقوية وتعزيز القدرة في مواجهة المصارف العالمية.

وشهد ما بعد 2005 (اتفاقية السلام ما بين الشمال والجنوب السوداني)، قيام نظامين مصرفيين في السودان خلال الفترة الانتقالية، وهما نظام مصرفي إسلامي يعمل في شمال السودان ونظام مصرفي تقليدي يعمل في جنوب السودان.

وقد بدأ بتنفيذ البند\*14 'التمويل في المرحلة الانتقالية' من اتفاقية بروتوكول قسمة الثروة (مرحلة السلام 2005)، الذي يؤكد الالتزام بالمبادئ الأساسية والمتمثلة في وحدة البنك المركزي، وحدة السلطة النقدية، وحدة السياسة النقدية، وحدة العملة ودور بنك السودان المركزي في الاستقرار الاقتصادي.

<sup>1</sup> - عبد المنعم محمد الطيب، آليات تطبيق النظام المصرفي الثنائي في السودان خلال الفترة 2006-2008، منتدى الصيرفة الإسلامية، اتحاد المصارف العربية، الجمهورية اللبنانية، 2008/08/01-07/30، ص: 04.

\* تضمن اتفاق توزيع الثروة والسياسة النقدية الذي تم توقيعه بين الحكومة الاتحادية والحركة الشعبية لتحرير السودان موضوعات أساسية تمثلت في الآتي: الموجهات الأساسية للاقتسام العادل للثروة العامة- ملكية الأراضي والموارد الطبيعية- موارد النفط- عقود البترول الحالية الموقعة مع شركات أجنبية مبادئ وأسس قسمة عائدات البترول- قسمة المصادر غير البترولية- الإيرادات المتحصلة وكيفية توزيعها- آليات التحصيل المالي- التجارة البنينة للولايات- مسؤوليات الحكومة القانونية- قسمة الأصول الحكومية- اللوائح المحاسبية والرقابة المالية- السياسة النقدية وحركة النقد والقروض والسياسة المالية- التمويل في الفترة الانتقالية- صندوق إعادة التعمير والتنمية.

وتم وضع الهيكل التنظيمي والإداري لفرع الجنوب (بنك جنوب السودان)، وتدريب بعض الموظفين من أبناء جنوب السودان، وتم إعداد التصور لعمل إدارات البنك في مرحلة السلام وتواصلت خلال عام 2005 الإجراءات الخاصة بإصدار العملة الجديدة وهيكلته بنك السودان المركزي<sup>1</sup>.

وفي ظل فترة 2005-2011 استمر العمل بالنظام الإسلامي التقليدي في السودان إلى غاية التاسع من جويلية 2011 تم إيقاف العمل بالنظام التقليدي وذلك بانفصال الجنوب، واستمر فيما بعد العمل بالنظام الإسلامي. وقد عمل بنك المركزي السوداني في نصف الثاني من عام 2011 على اتخاذ مجموعة من الإجراءات والتدابير وهذا نتيجة فقدان حوالي 90% من حصيلة الصادرات وحوالي 40% من الإيرادات العامة، ليتمكن البنك السوداني من التوسع في شراء وتصدير الذهب والذي بلغت حصيلته 1.008 مليون دولار بنهاية عام 2011، وقد بلغت الصادرات غير البترولية بما فيها الذهب حوالي 2,296.6 مليون دولار لعام 2011 مقارنة بمبلغ 1,665.3 مليون دولار في عام 2010 بنسبة زيادة بلغت 37.9%، بالإضافة إلى ذلك فقد تم الحصول على بعض القروض من الهيئات والمؤسسات والصناديق العربية.

وتستمر سياسات الجهاز المصرفي السوداني لعام 2012 بصورة أساسية على أهداف البرنامج الاقتصادي الثلاثي\* للدولة (2012-2014)، والذي هدف إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي، من خلال السعي نحو معالجة الآثار السالبة الناتجة عن انفصال الجنوب.

وصدرت عام 2015 سياسات من بنك المركزي السوداني متسقة مع أهداف الموازنة العامة للدولة للعام 2015 والبرنامج الاقتصادي الخماسي\* (2015-2019) مستهدفة المساهمة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، المتمثل في استقرار المستوى العام للأسعار وتحسين أداء ميزان المدفوعات بغرض تخفيف العجز إلى الحدود الآمنة، وتحقيق استقرار سعر الصرف عبر تنظيم وضبط سوق النقد الأجنبي، وكذلك تهيئة البيئة المالية المناسبة بما يحقق الاستقرار المالي والكفاءة في عملية استقطاب وتخصيص الموارد المالية المصرفية اللازمة لتمويل النشاط الاقتصادي، والمساعدة في تطوير سوق رأس المال بهدف جذب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية بما يحقق النمو الاقتصادي المستدام والعمل على تعزيز ونشر برامج التمويل الأصغر بما يدفع عجلة التنمية ويخفف من حدة الفقر.

<sup>1</sup> - التقرير السنوي لعام 2005، بنك السودان المركزي، 20:05\_2018/07/24، موقع الاطلاع:

<https://cbos.gov.sd/ar/content>

\* برنامج إسعافي للأعوام 2012-2013-2014 يسعى ضمن أهداف أخرى إلى دعم التوسع في إنتاج وتصنيع ثنائي سلع، أربع منها لإحلال الواردات هي: القمح-السكر-الأدوية والحبوب الزيتية، وأربع منها للتصدير: القطن-الصمغ العربي-الثروة الحيوانية-والمعادن على رأسها الذهب.

\* \* برنامج اقتصادي إسعافي للأعوام من 2015-2019 يسعى ضمن أهداف أخرى إلى دعم التوسع في إنتاج وتصنيع السلع بغرض إحلال الواردات وزيادة الصادرات.

## الفصل الثالث: دور الهندسة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية (تجربة ماليزيا والسودان)

وفي عام 2016 صدرت سياسات البنك المركزي السوداني متسقة مع أهداف الموازنة العامة للدولة والبرنامج الخماسي للإصلاح الاقتصادي (2015-2019) في عامه الثاني<sup>1</sup>.

وقد عمل الجهاز المصرفي السوداني عام 2017 على تحقيق التوازن الداخلي والخارجي وتحقيق الاستقرار الاقتصادي واستدامة النمو والتنمية المتوازنة، والمساهمة الفاعلة في إنقاذ أهداف البرنامج الخماسي للإصلاح الاقتصادي في عامه الثالث 2017، بالتعاون مع الجهات ذات الصلة على تحقيق معدل نمو في الناتج المحلي الإجمالي قدره 5,3% واحتواء معدلات التضخم في حدود 17% في المتوسط، بالإضافة إلى إحداث استقرار في سعر الصرف من خلال زيادة موارد النقد الأجنبي وترشيد الطلب عليه ومن ثم تحسين موقف ميزان المدفوعات. وتستمر جهود السودان عام 2018 في تحقيق الاستقرار النقدي والمالي للمساهمة في تحقيق النمو المستدام ومواصلة مع أهداف البرنامج الخماسي لعامه الرابع 2018<sup>2</sup>.

ويمكن توضيح لائحة المصارف العاملة في السودان من خلال الشكل الآتي:

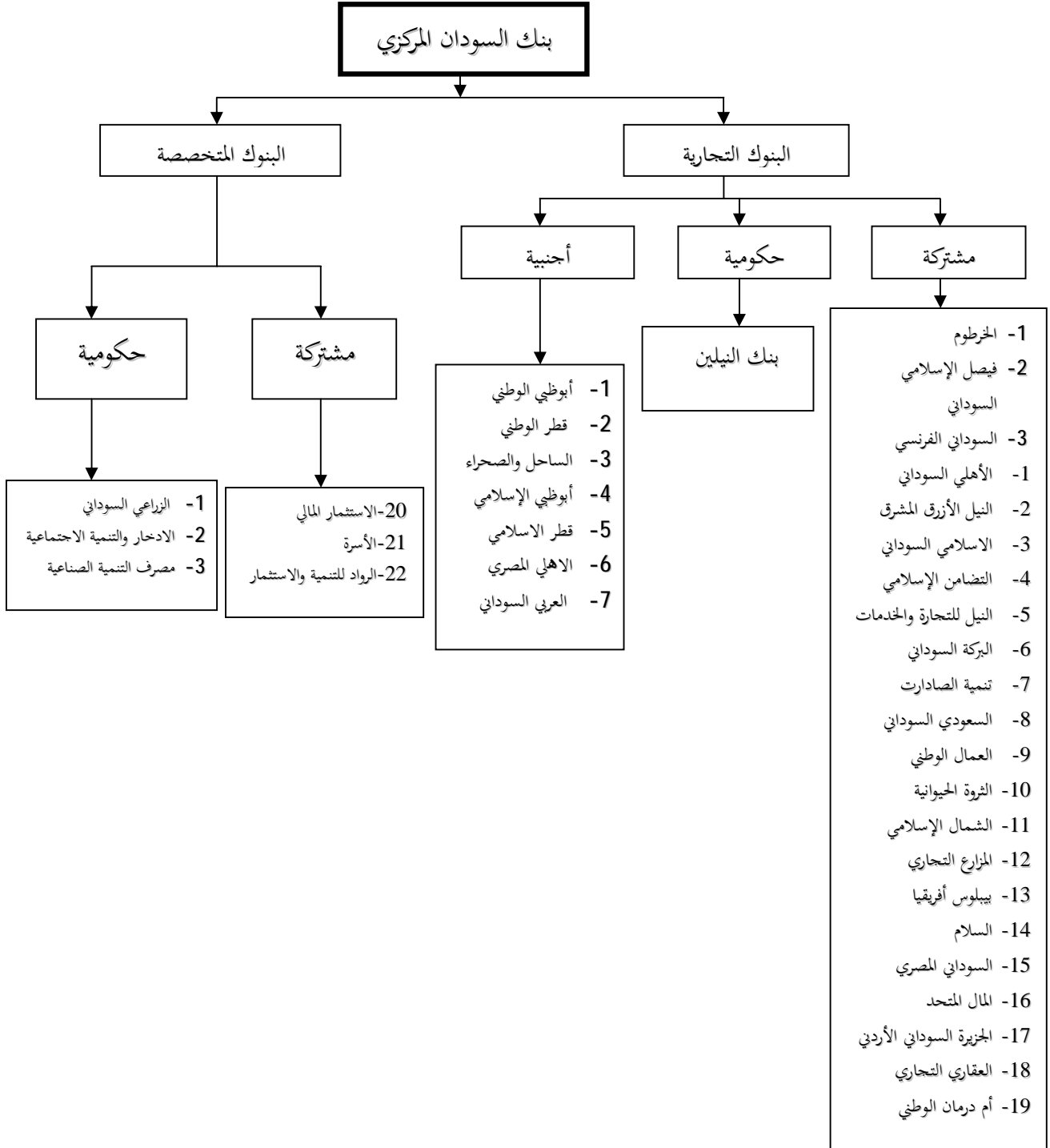
<sup>1</sup> - التقرير السنوي للعام (2011-2013-2015-2016)، بنك السودان المركزي، 23:50\_2018/07/24، موقع الإطلاع:

<https://cbos.gov.sd/ar/content>

<sup>2</sup> - سياسات بنك السودان المركزي للعام (2017-2018)، 01:35\_2018/07/25، موقع الإطلاع:

<https://cbos.gov.sd/ar/content>

الشكل رقم 26: هيكل الجهاز المصرفي السوداني



المصدر: القطاع المصرفي السوداني الأكثر نمواً بين القطاعات المصرفية العربية لعام 2016، إدارة الدراسات والبحوث، اتحاد المصارف العربية،

03:05\_2018/07/25، موقع الاطلاع:

<http://www.uabonline.org/en/magazine>

تجدر الإشارة إلى أن جميع المصارف العاملة في السودان تقوم على مبادئ الشريعة الإسلامية، فالسودان هو البلد العربي الوحيد الذي لديه قطاع مصرفي إسلامي بالكامل.



### ثالثاً: المؤسسات المالية غير مصرفية

يشمل القطاع المالي غير مصرفي في السودان مجموعة من المؤسسات المالية، شركات الصرافة وشركات التحويل المالية وشركة السودان للخدمات المالية المحدودة وشركة ترويج للاستثمار المالي وصندوق ضمان الودائع المصرفية، وسوق الخرطوم للأوراق المالية وشركات التأمين والوكالة الوطنية لتأمين وتمويل الصادرات وصندوق إدارة السيولة بين المصارف، ووكالة ضمان التمويل الأصغر<sup>1</sup>. ونحاول تركيز على بعض هذه المؤسسات كآتي:

#### 1- شركات التأمين

تهدف شركات التأمين لحماية الأشخاص والممتلكات من الخسائر المادية الناشئة عن وقوع الخطر المحتمل حدوث مستقبلاً، وقد تم إنشاء أول شركة وطنية للتأمينات في السودان عام 1952، ثم بعد عام 1960 تم إنشاء ثلاث أخريات، كما تم إنشاء شركتين برأس مال مشترك، وفي عام 1979 تم إنشاء أول شركة تأمين سودانية إسلامية وهي شركة التأمين الإسلامية ثم شركة البركة للتأمين وهما يعملان وفق مبادئ الشريعة الإسلامية<sup>2</sup>.

#### 2- شركات الصرافة والتحويل المالية

يمكن توضيح من خلال الجدول التالي عدد الشركات الصرافة والتحويل المالية والإجارة عامي 2015 و 2016.

#### الجدول رقم 32: عدد الشركات الصرافة والتحويل المالية بنهاية كل من عام 2015 - 2016

البيان	2015	2016	التغير %
شركات الصرافة	23	18	(22)
شركات التحويل المالية والإجارة	12	14	17

المصدر: التقرير السنوي لعام 2016، بنك السودان المركزي، 2018/07/25-18:45، موقع الاطلاع:

<https://cbos.gov.sd/ar/content>

هناك انخفاض عدد شركات الصرافة من 23 عام 2015 إلى 18 عام 2016 بنسبة تراجع تقدر 22 %، وهذا نتيجة لإغلاق بعض الصرافات، في حين ارتفع عدد شركات التحويل المالية وشركات الإجارة من 12 إلى 14 شركة بمعدل زيادة 17 %.

<sup>1</sup> - التقرير السنوي لعام 2016، بنك السودان المركزي، 2018/07/25 - 17:30، موقع الاطلاع:

<https://cbos.gov.sd/ar/content>

<sup>2</sup> - عثمان بابكر أحمد، قطاع التأمين في السودان (تقوم تجربة التحول من التأمين التقليدي إلى التأمين الإسلامي)، مكتبة الملك فهد، جدة، 2004، ص: 42.

### 3- شركة السودان للخدمات المالية المحدودة

تم إنشائها مساهمةً بين بنك السودان ووزارة المالية سنة 1998، بموجب قانون المالية لتعمل في مجال إصدار وتسويق الصكوك والأوراق المالية الإسلامية، وهي بذلك تعتبر مؤسسة داعمة لصناعة الهندسة المالية الإسلامية بالسودان، وتعمل الشركة كذلك على إدارة الحصص المملوكة لبنك السودان ووزارة المالية في المؤسسات المصرفية والمالية<sup>1</sup>.

### 4- صندوق إدارة السيولة بين المصارف

تم إنشائه في عام 2015 برأسمال أولي قدره 750 مليون جنيه منها 40 % مساهمة نقدية و60 % مساهمة عينية في صورة أوراق مالية حكومية، وبدأ عمل الصندوق الفعلي في سبتمبر 2016، تمت زيادة رأس مال الصندوق في أكتوبر 2016 ليصبح 900 مليون جنيه بمساهمة جميع المصارف العاملة في السودان بقيمة إسمية ألف جنيه لصك الصندوق، يهدف الصندوق إلى مساعدة المصارف في إدارة السيولة لفترات قصيرة، وتنشيط تداول الصكوك بينها.

### المطلب الثاني: سوق الخرطوم للأوراق المالية

تأسس سوق الخرطوم للأوراق المالية عام 1994 بهدف نشر الوعي الادخاري بين الجمهور، واستقطاب المدخرات الوطنية للاستثمار في الأوراق المالية والتي عرّفها القانون بأنها أسهم الشركات المساهمة العامة والصكوك التي يمكن أن تصدرها الدولة، ويلزم القانون الشركات المساهمة العامة تقديم بيانات وإحصائيات وافية، كما ينص القانون على السماح لغير السودانيين الاككتاب في الأوراق المالية المصدرة من السوق الأولية وكذلك التعامل بها في السوق الثانوية، وقد أعدت السلطات السودانية مشروع قانون هيئة الأسواق المالية السودانية الذي اشتمل على أحكام عديدة في مجال أهداف الهيئة وغاياتها وعضويتها ومجلس إدارتها وجمعياتها العمومية ومالياتها العامة، وكذلك أحكام تتعلق بإدراج الأوراق المالية، وأعمال الوكلاء والصرافين وأسس الإفصاح المالي<sup>2</sup>.

ونص قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية (الفصل الثاني من المادة 9) على أن تكون للسوق الأغراض الآتية<sup>3</sup>:

- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بيعاً وشراءً؛
- تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين المواطنين وتهيئة الظروف الملائمة لتوظيف المدخرات في الأوراق المالية مما يعود بالنفع على المواطن والاقتصاد السوداني؛

<sup>1</sup> - عبد الكريم قندوز، مرجع سبق ذكره، ص: 243.

<sup>2</sup> - رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص: 77.

<sup>3</sup> - التقرير السنوي لعام 2011، سوق الخرطوم للأوراق المالية، 18:09-2018/07/28، موقع الاطلاع:

- العمل على توسيع وتعزيز الملكية الخاصة للأصول الإنتاجية في الاقتصاد الوطني وعلى نقل الملكية العامة للأصول الرأسمالية للدولة إلى أوسع الفئات الوطنية؛
- تطوير وتنمية سوق الإصدارات وذلك بتنظيم ومراقبة إصدارات الأوراق المالية وتحديد شروط والمتطلبات الواجب توافرها في نشرات الإصدار عند طرح الأوراق المالية للاكتتاب العام من قبل الجمهور؛
- ترسيخ أسس التعامل السليم والعادل بين فئات المستثمرين وضمان تكافؤ الفرص للمتعاملين في الأوراق المالية حماية لصغار المستثمرين؛
- اقتراح كيفية تنسيق البيانات المالية والنقدية وحركة رؤوس الأموال والإشراف على السياسة المتعلقة بتنمية مصادر التمويل المتوسط والطويل الأجل في السودان وذلك بما يحقق الاستقرار المالي والاقتصادي في السودان ومن ثم تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية.

#### وتسعى الحكومة السودانية بواسطة سوقها للأوراق المالية في ترقية الصناعة المالية عن طريق:

- نشر وتعزيز الثقافة المالية بالبلاد؛
- حوكمة الأداء بالأسواق المالية، مع تعزيز مسيرة التنمية الاقتصادية بالبلاد؛
- الاستفادة من فرص الاستثمار المالي المتاحة محلياً وإقليمياً وعالمياً؛
- بناء وتعزيز الروابط بين المؤسسات المحلية والإقليمية والدولية؛
- بناء سوق يتسم بالعدالة والكفاءة والشفافية.

#### أولاً: نشأة سوق الخرطوم للأوراق المالية

بدأت فكرة إنشاء سوق للأوراق المالية في السودان منذ عام 1962، حيث تم إجراء العديد من الدراسات والاتصالات التي بدأتها وزارة المالية وبنك السودان بمشاركة مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي. تمت إجازة قانون سوق الأوراق المالية من قبل مجلس الشعب في عام 1982 لكي ينظم إنشاء سوق للأوراق المالية في السودان، ولكن لم يتم أي شيء في هذا المجال حتى عام 1992.

بدأت الخطوات الجادة لإنشاء سوق للأوراق المالية في جوان 1992، وذلك في ظل سياسة التحرير الاقتصادي التي نادى بها البرنامج الثلاثي للإنقاذ الاقتصادي (1990-1993)، حيث تم تأسيس هيئة الأسواق المالية في عام 1992، وفي نوفمبر من نفس العام أقر مجلس الوزراء تعديلاً على قانون سوق الأوراق المالية لعام 1982، ولكن هذا القانون المعدل لم يفِ بكل الأغراض لإنشاء سوق للأوراق المالية، وفي عام 1994 أجاز المجلس الوطني الانتقالي قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية والذي أصبحت بموجبها سوق الخرطوم للأوراق المالية كياناً قانونياً مستقلاً.

بدأ العمل في السوق الأولية 'سوق الإصدارات' في العاشر من شهر أكتوبر 1994، وبدأ العمل في السوق الثانوية 'سوق التداول' في شهر جانفي 1995 بعدد 34 شركة مدرجة.

ولقد شهدت مسيرة سوق الخرطوم للأوراق المالية مراحل عدة وانتقالات متعددة كان من شأنها دفع عجلة التقدم بالسوق، حيث كان آخرها الخطوات الفعلية لبداية العمل بالتداول الإلكتروني، ليشهد السوق في 1996 بعد عام من بداية التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية ارتفاع عدد الشركات المدرجة من 34 إلى 40 شركة، ليشهد عام 1997 زيادة مقدرّة في رأس المال السوقي لسوق الخرطوم للأوراق المالية من 31 مليون دولار أمريكي إلى 139 مليون دولار أمريكي، مع تأسيس بنك الاستثمار المالي للمساهمة في تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية، وفي عام 1999 بدأ العمل بنظام السوق الموازية وتم تصنيف الشركات المدرجة بالسوق الثانوية وفقاً لاستيفائها الشروط المنظمة لإدراج الشركات في أي من السوقين النظامي والموازي، في 2001 بداية إصدار العديد من صكوك الصناديق الاستثمارية وشهادات المشاركة الحكومية (شهامة)، ليشهد سوق الخرطوم توسع في علاقات السوق مع المؤسسات المالية الإقليمية والدولية عام 2002، وفي عام 2003 الإعلان عن مؤشر الخرطوم، إدراج السوق في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، وإدراج سهم سودايل تقاطعياً في سوق أبوظبي للأوراق المالية.

وقد تم توقيع اتفاقية تعاون مشترك بين سوق الخرطوم للأوراق المالية وبورصتي القاهرة والاسكندرية عام 2004، وفي عام 2007 شهد انضمام السوق لاتحاد البورصات الأفريقية مما فتح آفاقاً جديدة للتعاون الإقليمي بين أسواق المنطقة، وإدراج مصرف السلام في سوق دبي المالي عام 2008، وقد حقق سوق الخرطوم للأوراق المالية عام 2010 من حيث حجم التداول أكبر معدلاته منذ بداية عمل السوق الثانوية 1995 بمبلغ يقدر 2.4 مليار جنيه، وقد واصل حجم التداول ارتفاعاً عام 2011 حيث بلغ 2,6 مليار جنيه، واعتماد سوق الخرطوم للأوراق المالية عضو دائم باتحاد البورصات العربية، مع بداية التشغيل التجريبي لبرنامج التداول الإلكتروني<sup>1</sup>.

وقد بدأ العمل ببرنامج التداول الإلكتروني عام 2012، حيث تم تركيب وتشغيل الأنظمة المختلفة وتدريب كافة العاملين والوسطاء عليها، وفي العام 2014 تم إجازة لائحة مكافحة غسيل الأموال لشركات الأوراق المالية ولائحة حوكمة شركات المساهمة العامة، وتدشين موقع السوق الإلكتروني بعد إعادة تصميمه، وفي العام 2015 تم تعديل جلسات التداول لمواكبة نظام عمل بنك التسوية، وأجاز المجلس الوطني في جويلية 2016 قانون\* سوق الخرطوم للأوراق المالية.

<sup>1</sup> - التقرير السنوي لعام (2009-2010-2011)، سوق الخرطوم للأوراق المالية، 18:33-2018/07/28، موقع الاطلاع:

<http://www.kse.com.sd/Pages/Default.aspx?c=726>

\* قانون سوق الأوراق المالية تم إجازته من قبل المجلس الوطني السوداني في جلسته 29 من دورة الإنعقاد الثالث بتاريخ 27 جوان 2016، لاغياً بذلك قانون عام 1994 وتضمن القانون ثمانية فصول، من أهم سماته العمل على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي الذي يعتبر من أهم عوامل الإنتاج، إلى جانب أنه وسع دائرة المتعاملين في البورصة بإنشاء أسواق جديدة ليتم التعامل فيها، إضافة إلا أنه سمح لبيوت الخبرة المتخصصة بتقديم الاستشارات المالية للراغبين في التعامل بالأوراق المالية. للإطلاع على ثمانية الفصول المتضمنة هذا القانون يرجى الاطلاع من الموقع:

<http://www.kse.com.sd/UserFiles/File/KSE.pdf>

وشهد عام 2016 بداية الخطوات التنفيذية الأولى في برنامج نظام التداول عن بعد المتوقع العمل به فعلياً في أوائل عام 2017، وحصل سوق الخرطوم مطلع عام 2017 على عدة جوائز عالمية وإقليمية وفي مقدمتها جائزة المجلة البريطانية (CFI) Capital Finance International التي تثبت تفوق السوق على العديد من البورصات بشمال إفريقيا وكذلك حصوله على جائزة التميز في تداول الأوراق المالية من إتحاد البورصات العربية، وتصدر البورصة من بين أربعة بورصات عربية خلال الربع الثالث من العام 2017 وفقاً لتقرير صندوق النقد العربي، كما تم تدشين برنامج التداول الإلكتروني عن بعد وانتقال قاعة التداول إلى مقر السوق الرئيسي إلى جانب مشاركة السوق في عدة مؤتمرات دولية منها مؤتمر أيوفي بمملكة البحرين، ومن ضمن الإنجازات التي شهدتها خلال العام 2017 انعقاد الجمعية العمومية الرابعة عشر للسوق بعد غياب دام لأكثر من خمسة سنوات وصعود مؤشر السوق (الخرطوم 30) إلى أكثر من أربعة آلاف نقطة، كما شهد السوق تنفيذ أكبر صفقة من حيث حجم التداول منذ تأسيس السوق، إلى جانب إطلاق مؤشر السوق (الخرطوم 30) داخل المؤشر المركب لقاعدة بيانات أسواق المال العربية<sup>1</sup>.

#### ثانياً: الشركات المدرجة في البورصة السودانية

هناك ثمانية قطاعات اقتصادية للحكومة السودانية تمثل جميع الشركات المدرجة في البورصة، ليضم قطاع البنوك 25 بنكاً عام 2017، بينما يشمل قطاع التأمين 8 شركات، القطاع التجاري 7 شركات، بينما يحوي قطاع الصناعي على 3 شركات (النيل للاسمنت-السودانية الكويتية للنقل البري-الوطنية للبترو)، ويضم القطاع الزراعي 3 شركات تشمل كل من: الشركة السودانية للثروة الحيوانية-تالا للاستثمار المحدودة- الخدمات الزراعية لمزارعي قصب السكري، ليشمل قطاع الاتصالات 4 شركات هو الآخر تمثلت في: مجموعة سوداتل للاتصالات المحدودة- السينما السودانية المحدودة- الرأي العام للصحافة والنشر المحدودة، بينما قطاع الخدمات المالية يضم 5، وقطاع الاستثمار والتنمية يضم 12 شركة<sup>2</sup>.

وقد بلغت القيمة السوقية الإجمالية عام 2017 لهذه الشركات المدرجة في السوق الثانوية ب 19,836,511,098 جنيه سوداني، ويمكن توضيح القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق الثانوية مصنفة قطاعياً من خلال الجدول الآتي:

<sup>1</sup> - التقرير السنوي لعام (2012-2014-2017)، سوق الخرطوم للأوراق المالية، 12:42\_2018/07/30، موقع الاطلاع:

<http://www.kse.com.sd/Pages/Default.aspx?c=726>

<sup>2</sup> - سوق الخرطوم للأوراق المالية، الشركات المدرجة، 18:58\_2018/07/30، موقع الاطلاع:

<http://www.sanabelfs.com/Arabic/page.aspx?pid=38&lang=en>



**الجدول رقم 33: القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق الثانوية مصنفة قطاعياً لعام 2017**

النسبة %	القيمة السوقية (بالجنيه)	اسم القطاع
64	12,631,708,824	البنوك
24	4,849,328,900	الإتصالات والوسائط
4	765,521,559	الاستثمار والتنمية
3	670,731,169	التجاري
2	358,061,750	التأمين
1	234,828,674	الصناعي
1	223,334,884	الزراعي
1	102,995,338	شركة الوساطة
100	19,836,511,098	المجموع

المصدر: التقرير السنوي لعام 2017، سوق الخرطوم للأوراق المالية، 19:32\_2018/07/30، موقع الاطلاع:

<http://www.kse.com.sd/Pages/Default.aspx?c=726>

القيمة السوقية للشركات هي عبارة عن عدد الأسهم المكتتب فيها مضروباً في القيمة السوقية للسهم عند نهاية فترة زمنية محددة، ويلاحظ من الجدول أن القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية قد بلغت 19,8 مليار جنيه بنهاية العام 2017 مقارنة بمبلغ 15,9 مليار جنيه خلال العام 2016. ويمكن توضيح الخمس الشركات الأكثر من حيث رأس المال السوقي، كالتالي:

**الجدول رقم 34: الشركات الخمس الأكثر من حيث رأس المال السوقي**

النسبة إلى المجموع الكلي %	رأس المال السوقي	اسم الشركة
24,41	4,842,708,020	مجموعة سوداتل للاتصالات المحدودة
19,44	3,857,000,000	بنك فصل الاسلامي السوداني
5,46	1,083,964,839	بنك الخرطوم
5,17	1,025,000,000	بنك الجزيرة الأردن السوداني
5,04	1,000,000,000	بنك امدرمان الوطني

المصدر: التقرير السنوي لعام 2017، سوق الخرطوم للأوراق المالية، 19:59\_2018/07/30، موقع الاطلاع:

<http://www.kse.com.sd/Pages/Default.aspx?c=726>



### ثالثاً: الأوراق المالية المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية

سوق الخرطوم للأوراق المالية قد خلق سوقاً مستمرة لأدوات الاستثمار المتاحة، بحيث يكون من الممكن للمستثمرين في أي لحظة تسهيل أموالهم أو جزء منها بسهولة ويسر، بأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة وذلك عبر وجود أعداد كبيرة من البائعين والمشتريين عبر شركات الوساطة المالية المعتمدة في السوق، وشهد سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال السنوات الأولى التعامل بالأسهم إلى أن أضيفت إليها الصكوك الاستثمارية، وساهم إصدار هذه الصكوك في تنشيط التعامل داخل البورصة خاصة إصدار شهادتي شهامة وشم حيث كان لها دور فعال في زيادة موارد السوق وهذه الزيادة في رأسمال السوق تدل على تطور السوق، ونحاول التعرف أكثر على شهادتي شهامة وشم كالتالي:

#### 1- شهادات مشاركة البنك المركزي (شمم)

شمم أو شهادة البنك المركزي عبارة عن سندات تمثل أنصبة محددة في صندوق خاص يحتوي على الأصول المملوكة لبنك السودان ووزارة المالية في القطاع المصرفي وهي بذلك تحقق نوعاً من توريق الأصل، ويعتبر إصدار هذا النوع من الصكوك هندسة مالية راقية، تمكن من الحصول على موارد مالية دون بيع الأصل<sup>1</sup>.

تم إصدار هذه الشهادات في جويلية 1998 وفيما يلي أهم خصائص هذا النوع من الصكوك (شمم)<sup>2</sup>:

- لها قيمة اسمية محددة كما لها قيمة محاسبية يتم إعلانها بشكل شهري تعكس الأرباح الحقيقية؛
- ليس لها فترة سريان محددة أي مفتوحة الأجل؛
- تعتبر من الأصول السائلة حيث يعتمد بنك السودان تسيلها في أي وقت؛
- يتم تداولها عبر السوق الثانوية في سوق الخرطوم للأوراق المالية؛
- تمثل منفذاً استثمارياً سريع التسييل للمصارف التجارية وآلية لإدارة السيولة بالنسبة للبنك المركزي.

#### 2- شهادات مشاركة الحكومة (شهامة)

عبارة عن صكوك مالية تقوم على أساس شرعي تصدرها وزارة المالية والاقتصاد الوطني مقابل أصول حقيقية مملوكة لها نيابة عن حكومة جمهورية السودان ويتم تسويقها عبر شركة السودان للخدمات المالية المحدودة ومنافذ أخرى، تم طرح أول إصدار لها بتاريخ 1999/5/8.

إن السمات التي تتميز بها شهادات المشاركة الحكومية جعلتها وسيلة مثلي لتمويل عجز الموازنة وخاصة إذا استطاع بنك السودان أن يجعلها من الأوراق المالية في عمليات السوق المفتوحة، الشيء الذي سوف يخلق لها

<sup>1</sup> - عبد الكريم قنودز، مرجع سبق ذكره، ص: 247.

<sup>2</sup> - الصيغ الإسلامية، شركات السودان للخدمات المالية المحدودة، 19:07-2018/07/31، موقع الاطلاع:

سوقاً ثانوياً نشطاً، وبلا شك فإن هذه الشهادات إضافة حقيقية للاقتصاد الإسلامي الذي ظل يفتقر لهذا النوع من الأوراق المالية. وفيما يلي طبيعة وسمات هذا النوع من الشهادات (شهادة)<sup>1</sup>:

- تمثل مصدر لتمويل عجز الحكومة دون الاستدانة من النظام المصرفي؛
- تمثل آلية للبنك المركزي لضبط السيولة وذلك بالشراء أو البيع في السوق؛
- تمثل وعاءاً استثمارياً جاذباً للمدخرات من داخل وخارج البلاد؛
- مرنة وقابلة للتسييل في سوق الأوراق المالية في أي وقت؛
- قابليتها للتحويل وذلك من خلال تداولها في سوق الخرطوم للأوراق المالية؛
- يتم الدخول فيها عبر مزادات في فترات محددة وضوابط محددة.

### المطلب الثالث: الهندسة المالية في تنشيط البورصة السودانية

الهندسة المالية الإسلامية والهندسة المالية التقليدية كلاهما يبتكر أدوات مالية غير أنهما يختلفان في أن منتجات الهندسة المالية الإسلامية تتميز بتوافقها مع أحكام الشريعة الإسلامية، وبما أن النظام المالي السوداني يعمل وفق الشريعة، هذا ما يجعل من الضرورة أن يكون كل منتج للهندسة المالية منتجاً إسلامياً. إن منتجات الهندسة المالية الإسلامية وبالأخص في مجال الصكوك المالية في سوق السوداني للأوراق المالية قد كان لها حركية ونشاط بعد سنوات قليلة من إنشاء السوق عام 1994 إلى يومنا هذا.

### أولاً: أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية

يعرف السوق وفقاً لقانون سوق الخرطوم للأوراق المالية عام 2016 بأنه المكان الذي يقوم بتنظيم ومراقبة إدراج الأوراق المالية والتعامل فيها بيعاً وشراءً، ويعمل على تطوير وتشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتهيئة المناخ الاستثماري المناسب حيث يمارس أنشطته المختلفة من خلال الأسواق الآتية:

- السوق الأولية؛
- السوق الثانوية.

### **1- السوق الأولية**

هي السوق التي يجري فيها إصدار الأوراق المالية وطرحها للإكتتاب العام وفقاً لأحكام قانون سلطة تنظيم أسواق المال لسنة 2016 واللوائح الصادرة.

<sup>1</sup> - موسى عبد الله سعيد محمد، الإطار النظري لشهادة مشاركة البنك المركزي (شمم) وشهادة مشاركة الحكومة (شهادة) والتكليف الشرعي لها، مجلة جامعة البحر الأحمر، السودان، العدد الأول، أكتوبر 2011، ص: 89.

## الفصل الثالث: دور الهندسة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية (تجربة ماليزيا والسودان)

أ- الأسهم: شهدت السوق الأولية الموافقة لعدد 7 شركات قائمة لزيادة رأسمالها في عام 2016 حيث بلغ عدد الأسهم المصدرة 665720564 سهماً بقيمة إجمالية بلغت 327,8 مليون جنية، وفيما يلي استعراض لإصدارات الأسهم بسوق الخرطوم للأوراق المالية.

### الجدول رقم 35: إصدارات أسهم شركات في سوق الخرطوم للأوراق المالية

الوحدة: الجنيه السوداني

السنوات	قيمة الاصدارات	السنوات	قيمة الاصدارات
2006	158294294	2012	460450555
2007	194128952	2013	195837747
2008	845558251	2014	146089813
2009	29041253	2015	29471692
2010	300366150	2016	327804529
2011	104594835	2017	278331607

المصدر: التقرير السنوي لعام (2011-2015-2016-2017)، سوق الخرطوم للأوراق المالية، 00:26\_2018/08/03، موقع الاطلاع:

<http://www.kse.com.sd/Pages/Default.aspx?c=726>

يلاحظ من خلال الجدول أن هناك تذبذب في قيمة إصدارات الأسهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية، وقد سجلت عام 2014 أعلى قيمة قدرت 460450555 جنية، لتسجل بعدها انخفاض في سنوات التي تليها لتبلغ عام 2015 قيمة 29471692، ليشهد بعدها سوق الخرطوم للأوراق المالية ارتفاع في قيمة الصادرات لتبلغ عام 2017 قيمة 278331607 جنية.

### ب- الصكوك

تعمل شركة السودان للخدمات المالية المحدودة بإصدار وتسويق الأوراق المالية، وتنظيم المزادات الخاصة ببيع وشراء هذه الأوراق منها الصكوك المالية 'شهادات المشاركة الحكومية (شهادة)، وشهادات الاستثمار الحكومية (صرح)، وشهادات إجازة البنك المركزي (شهاب)، وشهادات إجازة أصول مصفاة الخرطوم للبترو (شامة)'. ومن هذه المنتجات نذكر:

#### - شهادة المشاركة الحكومية (شهادة)

بلغت إصدارات شهادة المشاركة الحكومية شهامة عام 2016 عدد 41 مليون شهادة بقيمة إجمالية 20,599 مليون جنية، ويمكن توضيح إصدارات هذا النوع من الشهادات (الشهادة) خلال فترة 2010-2016 موزعة كالآتي:

جدول رقم 36: إصدارات شهادة شهامة 2010-2016

الوحدة: مليون جنيه سوداني

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	البيانات
2294.7	2974.3	3,193.2	2,905.3	2,934	2814	1693	الإكتسابات
18260.5	15471.7	12579.9	11226	8801	8567	7759	التجديدات
185	301.2	1554.5	1783.1	2338	885	165	التصفيات
18	18.4	18.6	18.5	18.4	15.7	14.5	متوسط الأرباح %

المصدر: التقرير السنوي للعام (2011-2013-2015-2016)، بنك السودان المركزي، 07:03\_2018/08/04، موقع الإطلاع:

<https://cbos.gov.sd/ar/content>

يتضح من الجدول تذبذب في إصدارات شهادة المشاركة الحكومية (شهامة)، وسجلت أعلى نسبة اكتتاب عام 2014 ب 3,193.2 مليون جنيه، في حين سجلت أدناها عام 2010 بقيمة 1,693 مليون جنيه، ويتضح من خلال الجدول اتجاهه تصاعدياً فيما يخص التجديدات، وتذبذب في عملية التصفيات، وقد بلغ متوسط العائد أعلى نسبة له عام 2014 قدرت ب 18,6% ويلاحظ أن نسبة العائد على شهادات شامة في عملية تصاعدية ما يدل على نشاط وتطور هذا النوع من الصكوك خلال هذه الفترة.

#### - شهادات الاستثمار الحكومية (صرح)

صكوك مالية بدأ العمل بها في عام 2003 تقوم على مبدأ الشرع الإسلامي تصدرها وزارة المالية والاقتصاد الوطني، وتم إدارتها وتسويقها في السوق الأولي عبر شركة السودان للخدمات المالية، وتستخدم إيرادات هذه الصكوك في تمويل مشاريع البنية التحتية وقطاعات الصحة والتعليم والمياه في ولايات السودان المختلفة، وتهدف صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) عموماً إلى: تجميع المدخرات وتشجيع الاستثمار، إدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي، تطوير أسواق رأس المال المحلية والإقليمية، تقليل الآثار التضخمية وذلك بتوفير تمويل حقيقي مستقر للدولة في شكل سلع وخدمات.

تقوم آلية عمل التمويل بالصكوك الحكومية للاستثمار (صرح) على ثلاث أطراف هي:

- المستثمرون (أرباب المال)؛

- الشركة (المضارب)؛

- الوزارة وهي الجهة الطالبة للتمويل.

تقوم العلاقة بين المستثمرين والشركة على أساس عقد المضاربة الشرعي، وبين الوزارة والمضارب على أساس أي من صيغ التمويل الإسلامي المعروفة بشرط عرض الصيغ المختارة على هيئة الرقابة الشرعية للشركة.

وشهدت صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) تطور العمل بها للفترة من 2003 وحتى عام 2010، والجدول التالي يبين إصدارات هذه الورقة المالية للفترة من 2003-2010.

الفصل الثالث: دور الهندسة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية (تجربة ماليزيا والسودان)

الجدول رقم 37: إصدارات صكوك الاستثمار الحكومية (صرح)

الوحدة: مليون جنيه

المبلغ	العدد	مدة الإصدار	تاريخ الإصدار	الإصدار	العام
60	600000	سنتين	2003/05/01	الأول	2003
10	100	ثلاث سنوات	2004/08/25	الثاني	2004
118	1180	ست سنوات	2004/11/02	الثالث	
228	2280	خمس سنوات	2005/03/01	الرابع	2005
210	2100	خمس سنوات	2005/06/08	الخامس	
181.5	1814908	ست سنوات	2005/11/30	السادس	
250	2500000	ست سنوات	2006/06/05	السابع	2006
178.9	1789100	ست سنوات	2006/06/30	الثامن	
84.3	842575	ست سنوات	2006/08/01	التاسع	
70.7	707312	ست سنوات	2007/01/31	العاشر	2007
64.1	640988	ست سنوات	2007/04/18	الحادي عشر	
150.2	1502004	عامان	2007/09/15	الثاني عشر	
108.2	1082170	عامان	2007/11/01	الثاني عشر 1	
31.8	317628	عامان	2007/12/31	الثاني عشر 2	
10.8	107756	ثلاث سنوات	2008/01/31	الثالث عشر	2008
40.4	403636	ثلاث سنوات	2008/04/17	الثالث عشر 1	
145.8	1457742	ثلاث سنوات	2008/07/21	الثالث عشر 2	
300	3000000	ثلاث سنوات	2009/02/27	الرابع عشر	2009
500	5000000	ثلاث سنوات	2010/05/10	الخامس عشر	2010
2742.7	الإجمالي				

المصدر: شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، التقارير والدراسات، دراسة تنشيط السوق الثانوي للصكوك، 09:03\_2018/08/04، موقع الاطلاع:

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

تتوزع ملكية هذه الإصدارات على أربع قطاعات (المؤسسات والشركات والبنوك التجارية، الأفراد، الأجانب والشركات الأجنبية، بنك السودان)، والجدول الآتي يوضح نسب توزيع صكوك (صرح) على هذه القطاعات حسب تاريخ نوفمبر 2009.

الجدول رقم 38: بيان بنسب توزيع الصكوك على القطاعات

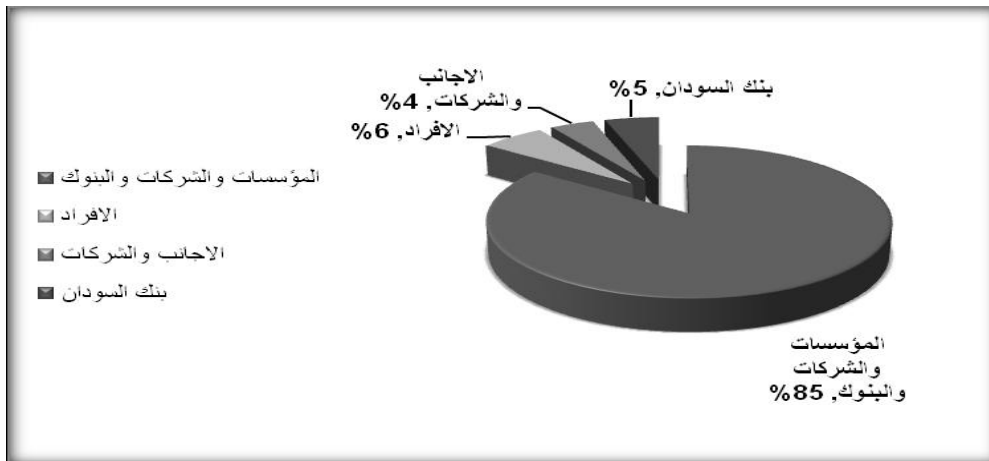
النسبة %	القطاع
85	المؤسسات والشركات والبنوك التجارية
6	الأفراد
4	الأفراد الأجانب والشركات الأجنبية
5	بنك السودان

المصدر: شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، التقارير والدراسات، 09:28-2018/08/04، موقع الاطلاع:

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

ويمكن توضيح هذه النسب بالشكل الآتي:

الشكل رقم 27: بيان بنسب توزيع الصكوك على القطاعات



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على معطيات الجدول رقم 37.

بالنظر إلى الجدول رقم 37 والشكل رقم 27 يتضح لنا ضعف حصة قطاع الأفراد في امتلاك الصكوك مقارنة بالقطاعات الأخرى، حيث نجد هذا القطاع (الأفراد) لا يملك سوى 6% فقط من الإصدارات وهذا يدل على أن المعلومات المتعلقة بهذه الورقة المالية (صرح) ضعيفة إذا ما قورنت مع شهادات شهامة والتي تبلغ حصة الأفراد فيها 26%، ويتصدر قطاع الشركات والبنوك التجارية بنسبة 85%، وهذا يدل على احتواء هذه البنوك والشركات على صكوك الاستثمار الحكومية صرح، في حين تقدر نسبة بنك المركزي السوداني من حجم الإصدارات 5%، يدل على ضعف احتواء البنك السوداني على هذا النوع من الصكوك (صرح).

تعتبر صكوك شهامة وصكوك صرح كغيرها من الصكوك التي تمثل أحد السبل لتمويل عجز الخزانة ومشروعات التنمية الاقتصادية والاجتماعية، حيث بلغت موارد شهامة وحدها حوالي 5,82% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2010 في حين أنها لم تبلغ نصف هذه النسبة عام 2004 كما يظهره الجدول الآتي:



الفصل الثالث: دور الهندسة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية (تجربة ماليزيا والسودان)

الجدول رقم 39: موارد شهامة وصرح منسوبة إلى الناتج المحلي الإجمالي 2000-2010

الوحدة: بليون جنيه

العام	موارد شهامة	الناتج المحلي الإجمالي	%	موارد صرح	%
2000	76.76	33770.7	0.23	-	-
2001	437.9	40658.5	1.08	-	-
2002	644	47756.0	1.35	-	-
2003	1131	55733.7	2.03	60	0.0
2004	3304.1	68721.4	4.81	128	0.1
2005	2884.8	85707.1	3.37	619.5	0.2
2006	3569.5	99086.7	3.6	513.2	0.7
2007	4318.5	106527.1	4.05	425	0.5
2008	5511.6	124609.2	4.42	196.9	0.4
2009	7432.2	135659	5.48	300	0.2
2010	9452.30	162203.9	5.82	500	0.2

المصدر: شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، التقارير والدراسات، تقييم تجربة الصكوك في تمويل التنمية الاقتصادية والاجتماعية،  
<http://www.shahama-sd.com/ar/reports> ، موقع الإطلاع: 15:23\_2018/08/06

من خلال الجدول يتضح جلياً مدى مساهمة موارد شهامة في الناتج المحلي الإجمالي حيث شهدت تطوراً من عام 2000 بمساهمة 0.23 % إلى عام 2010 بالنسبة 5.82 % في شكل تصاعدي خلال هذه الفترة، على غرار صكوك صرح التي شهدت تذبذباً وقلّة المساهمة في الناتج المحلي الإجمالي، ولتحديد نسب تطور حجم الصكوك (شهامة صرح) إلى حجم الناتج الإجمالي خلال الفترة ذاتها 2000-2010 فإن بيانات الجدول رقم 39 توضح ذلك.

الجدول رقم 40: تطور حجم صكوك شهامة وصرح إلى حجم الناتج المحلي الإجمالي

الوحدة: بليون جنيه

العام	صكوك شهامة وصرح	الناتج المحلي الإجمالي	%
2000	76.76	33770.7	0.23
2001	437.9	40658.5	1.08
2002	644	47756	1.35
2003	1191	55733.7	2.14
2004	3432.1	68721.4	5.00
2005	3504.3	85707.1	4.09
2006	4082.7	99086.7	4.12
2007	4743.5	106527.1	4.45
2008	5708.2	124609.2	4.58
2009	7732.2	135659	5.70
2010	9952.3	162203.9	6.13

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على معطيات الجدول رقم 39.

## الفصل الثالث: دور الهندسة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية (تجربة ماليزيا والسودان)

هناك علاقة طردية موجبة قوية بين الصكوك والناتج المحلي الإجمالي وخصوصاً وأن حجم الصكوك بدأ تدرجياً في التصاعد منذ أول إصدار 2003 (صرح) وحتى عام 2010، مما يعزز هذه العلاقة ويشير إلى وجود رابط قوي بينهما.

### 2- السوق الثانوية

سوق تتم فيها عمليات شراء وبيع الأوراق المالية وتبادل ملكيتها في قاعة تداول الأوراق المالية أو في مكاتب السوق، ويتم التداول في هذه الأوراق حسب الإجراءات واللوائح المحددة لذلك، وفيما يلي استعراض لأهم منتجات المالية المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

#### - شهادة شهامة

تعتبر شهادات المشاركة الحكومية (شهامة) التي تصدرها شركة السودان للخدمات المالية من أنجح الشهادات التي أصدرتها الشركة بالرغم من أنها لا تمثل أول الأوراق المالية المنتجة من قبل الشركة، وفيما يلي تطور عمليات مبيعات صكوك شهامة موزعة على الفئات التالية، وهذا خلال فترة: 2010-2017.

#### الجدول رقم 41: مبيعات شهادة مشاركة الحكومة شهامة (2010-2017)

الوحدة: مليون جنيه

السنوات	الجهة	بنك السودان المركزي	المصارف	الشركات والصناديق	الجمهورية	الإجمالي
2010	عدد الشهادات المباعة	1587341	8018756	5385724	3912818	18904639
	القيمة	793.7	4,009.4	2,692.8	1,956.4	9,452.3
2011	عدد الشهادات المباعة	2352219	10246673	6401654	3279001	22279547
	القيمة	1,176.1	5,123.3	3,200.8	1,639.5	11,139.7
2012	عدد الشهادات المباعة	3355178	5787047	4281030	1338300	14761555
	القيمة	335.5	578.7	428.1	134	1,476.3
2013	عدد الشهادات المباعة	6123252	12179898	6344081	3615445	28262676
	القيمة	3,061.63	6,089.95	3,172.04	1,807.27	14,131.34
2014	عدد الشهادات المباعة	5616300	13085544	8780168	4163792	31645804
	القيمة	2,808.15	6,542.77	4,340.08	2,081.90	15,772.9
2015	عدد الشهادات المباعة	3675621	18369755	10879588	3967037	36892037
	القيمة	1,837.8	9,184.9	5,439.7	1,983.5	18,446
2016	عدد الشهادات المباعة	4394473	19611092	12726150	4387546	41119261
	القيمة	2,197.24	9,805.55	6,363.07	2,193.77	20,559.63
2017	عدد الشهادات المباعة	4282235	23416587	14377718	5586326	47662866
	القيمة	2,141.17	11,708.29	7,188.85	2,793.16	23,831.43

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على:

- شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، تقرير السنوي (2010-2011-2012-2013).
- سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي للعام (2014-2015-2016-2017).

## الفصل الثالث: دور الهندسة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية (تجربة ماليزيا والسودان)

يلاحظ من الجدول تطور تدريجي تصاعدي لشهادة المشاركة الحكومية شهامة، بحيث من 9,452.3 مليون جنيه عام 2010 إلى 14,131.34 مليون جنيه عام 2013 إلى 18,446 مليون جنيه عام 2015، لتستمر بالارتفاع حتى بلغت عام 2017 قيمة 23,831.43 مليون جنيه، في حين شهد عدد صكوك شهامة المباعرة تطوراً تصاعدياً، من 18904639 عام 2010 حتى وصل إلى 47662866 عام 2017، ويوضح الجدول أن المصارف قد استحوذت على القدر الأكبر من صكوك المشاركة الحكومية شهامة، يليها الشركات والصناديق ثم البنك السودان المركزي، في حين يحتل الجمهور الدرجة الأخيرة في استحواذ هذه الصكوك.

### - شهادة صرح

شهدت شهادات الاستثمار الحكومية صرح تطور بسوق الأوراق المالية الخرطوم، ويمكن توضيح مبيعات هذه الشهادات وهذا خلال فترة 2010-2016 كآآتي:

### الجدول رقم 42: مبيعات شهادات الاستثمار الحكومية (صرح) 2010-2016

الوحدة: مليون جنيه

السنوات	الجهة	بنك السودان المركزي	المصارف	الشركات والصناديق	الجمهور	الإجمالي
2010	عدد الشهادات المباعرة	1000000	6914062	9370233	979722	18264017
	القيمة	100.0	691.4	937	97.9	1,826.3
2011	عدد الشهادات المباعرة	1468560	7013179	9731417	1229321	19442477
	القيمة	146.9	701.3	973.1	122.9	1,944.2
2012	عدد الشهادات المباعرة	3355178	5787047	4281030	1338300	14761555
	القيمة	335.5	578.7	428.1	134	1,476.3
2013	عدد الشهادات المباعرة	4874886	652362	2237076	648923	8413247
	القيمة	467.55	85.18	223.71	64.89	841.33
2014	عدد الشهادات المباعرة	1839072	4117298	1816782	506,817	8279969
	القيمة	183.91	411.73	181.67	50.68	827.99
2015	عدد الشهادات المباعرة	1839072	4167298	2219782	815949	9042101
	القيمة	183.9	416.7	222	81.6	904.2
2016	عدد الشهادات المباعرة	3272504	2199048	1999046	821303	8291901
	القيمة	327.3	219.9	199.9	82.1	829.2

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على:

- شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، تقرير السنوي (2010-2011-2012-2013-2014).
- سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي للعام (2015-2016).

## الفصل الثالث: دور الهندسة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية (تجربة ماليزيا والسودان)

يتضح من خلال الجدول تراجع مبيعات شهادات الاستثمار الحكومية صرح، بحيث من 1,826.3 مليون جنيه عام 2010 إلى 1,476.3 مليون جنيه عام 2012 إلى 827.99 عام 2014، ونفس الشيء بخصوص عدد الشهادات المباعة حيث شهد تراجع مستمر من عام 2010 بـ 18264017 إلى 8291901 عام 2015، ويظهر عموماً استحواذ البنوك على أكبر نصيب من شهادات الاستثمار الحكومية صرح، بينما شكل نصيب الجمهور أدنى نسبة.

### - شهادة شامة

تعمل شهادة إجارة أصول مصفاة الخرطوم للبترو (شامة) كغيرها من الصكوك (شم-شهادة-صرح-شهاب شمخ-نور-شاشة... إلخ) على توفير موارد مناسبة للدولة بجانب تطوير صناعة الصناديق الاستثمارية للبلاد. تهدف شهادة شامة إلى إصدار أدوات مالية (صكوك) بغرض توفير فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الصكوك بتصكيك أصول المصفاة وعرضها للمستثمرين، وكذلك تعمل على توسيع (زيادة) عرض الأوراق المالية المسجلة بسوق الخرطوم للأوراق المالية، من خلال إضافة ورقة مالية جديدة.

بدأ العمل بشهادة شامة في عام 2010، وتقوم آلية العمل بهذه الشهادة من خلال العلاقات التعاقدية بين الأطراف التالية: المستثمرون-الشركة-الوزارة وهي البائع للأصل والمستأجر له إجارة تشغيلية. بحيث:

- تكييف العلاقة بين المستثمرين والشركة على أساس عقد الوكالة بأجر؛
  - وبين الشركة (الوكيل) والوزارة على أساس شراء الأصل منها وتأجيرها لها.
- ويمكن توضيح تطور مبيعات شهادات إجارة أصول مصفاة الخرطوم للبترو (شامة) خلال فترة 2010-2016.

### الجدول رقم 43: مبيعات شهادات إجارة أصول مصفاة الخرطوم للبترو (شامة) 2010 - 2016

الوحدة: مليون جنيه

السنوات	الجهة	بنك السودان المركزي	المصارف	الشركات والصناديق	الجمهور	وزارة المالية والتخطيط الاقتصادي	الإجمالي
2010	عدد الشهادات المباعة	1140000	1431525	241581	31239	-	2844345
	القيمة	570.0	715.8	120.8	15.6	-	1,422.2
2011	عدد الشهادات المباعة	1593578	1760633	353679	33950	42160	3784000
	القيمة	796.8	880.3	176.8	17	21.1	1,892
2015	عدد الشهادات المباعة	-	2308189	140468	4200	2032402	4485259
	القيمة	-	1,154.1	70.2	2.1	1,016.2	2,242.6
2016	عدد الشهادات المباعة	93720	2704251	833438	841	853009	4485259
	القيمة	46.9	1,352.1	416.7	0.4	426.5	2,242.6

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على:

- شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، تقرير السنوي 2010-2011-2013-2014.
- سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي للعام 2015-2016.

## الفصل الثالث: دور الهندسة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية (تجربة ماليزيا والسودان)

لم يشهد عام 2012-2013-2014 أي تداول لشهادات إجارة أصول مصفاة الخرطوم للبترول (شامة)، ويتضح من الجدول تطور تصاعدي لمبيعات شهادات إجارة أصول مصفاة الخرطوم للبترول (شامة) خلال فترة 2010-2016 من 1,422.2 مليون جنيه عام 2010 إلى 2,242.6 مليون جنيه عام 2016 ويلاحظ ارتفاع نصيب الشركات والصناديق من 140468 شهادة خلال عام 2015 إلى 833438 شهادة خلال عام 2016 بمعدل 493.3% وانخفاض نصيب وزارة المالية والتخطيط الاقتصادي من 2032402 شهادة خلال عام 2015 إلى 853009 شهادة خلال عام 2016 بمعدل 58%، وتسجيل مستوي استحواذ أدني فيما يخص الجمهور.

### ثانيا: تداول والنشاط بسوق الخرطوم للأوراق المالية

ساهمت الشهادات والصكوك بقدر كبير في زيادة نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية بالقبول الكبير الذي وجدته هذه الشهادات لدى جمهور المستثمرين والمتعاملين في السوق وبذلك أصبحت نواة طيبة للأوراق المالية الإسلامية في السودان وهي تمثل حسب تقارير سوق الخرطوم ما نسبته 95% من حجم التداول في السوق الثانوي.

### 1- نشاط التداول بسوق الخرطوم للأوراق المالية

يمكن توضيح نشاط التداول بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 2001-2017 من خلال الجدول الآتي:

#### الجدول رقم 44: نشاط السوق الثانوية لبورصة السودان للفترة 2001-2017

الوحدة: الجنيه السوداني

السنوات	رأس المال السوقي	عدد الأسهم المتداولة	عدد الصكوك المتداولة	عدد الشهادات المتداولة	حجم التداول الكلي
2001	1201388910	8768897478	1081185	989	168367478
2002	1559235773	4060237013	884766	29724	249055365
2003	1929848464	9745456714	776999	37071	244104011
2004	3689881596	2185994488	30790	102108	447722927
2005	7473268351	1731670402	845830	308083	1216833003
2006	9312418898	7564875940	1433400	1472351	2068054021
2007	10305290987	9406825010	2717193	2016530	1799635684
2008	8131776890	281609805	4977907	2421055	1879185955
2009	7589316950	164714836	4228900	3417714	2246552029
2010	6391200061	166548014	1791114	4056906	2422315002
2011	7062982659	106514121	7333445	3892066	2567626975
2012	9634988645	17258585	5793575	5116623	3073607167
2013	11188777913	80857419	1447341	6983324	3885405658
2014	12817683859	175035760	1198891	9996076	5762717820
2015	23726911800	284728196	1668892	11222669	6250361501
2016	15939640586	308331838	724021	7924732	4364326340
2017	19836511098	1087670678	1845930	19242070	11236889608

المصدر: سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي للعام 2011-2016-2017، (مرجع سبق ذكره).



يلاحظ من خلال الجدول انخفاض في حجم تداول الأسهم في السوق تدريجياً، وبالأخص منذ عام 2011 (المرحلة الانتقالية لانفصال الجنوب عن الشمال في السودان)، حيث استمر في الانخفاض ليشهد من 8768897478 سهم عام 2001 إلى 1087670678 سهم عام 2017. وبالنسبة إلى الصكوك المتداولة شهدت تطوراً ملحوظاً بحيث من 1081185 صكاً عام 2001 إلى 1845930 صكاً عام 2017، ويلاحظ بعض تذبذب من فترة 2009 إلى 2014 بحيث تزامنت مع مراحل انفصال الجنوب على الشمال السوداني، وبالنسبة لشهادات فقد شهدت قفزة بحيث من 989 شهادة عام 2001 إلى 19242070 شهادة عام 2017.

وفيما يخص تطور تداول رأس المال السوقي والحجم الكلي للتداول يمكن تقسيمه إلى مرحلتين، المرحلة الأولى (2001-2007) بحيث شهدت تزايداً، يمكن تفسيره بالسياسة المتهجة من طرف الحكومة السودانية التي كانت تعتمد على التمويل الداخلي في تمويل التنمية، لكن بعد الاعتماد على التمويل الخارجي ابتداءً من سنة 2007 شهد حجم التداول ورأس المال السوقي تقلبات، يمكن أن نرجع هذه التقلبات إلى مجموعة من الأسباب أهمها الحالة التي مرّ بها الاقتصاد السوداني خاصة بعد انفصال جنوب السودان منذ سنة 2011، أدي هذا إلى فقدان العوائد النفطية التي كانت تتركز معظمها في منطقة جنوب السودان، الأمر الذي أدي بالسودان للجوء للتمويل الخارجي لتمويل اقتصادها.

## 2- أداء السوق الثانوية لعام 2018

بلغ إجمالي الأوراق المالية المتداولة داخل القاعة خلال شهر جانفي 6982240 ورقة مالية بقيمة قدرها 1628810021 جنيهاً، نفذت من خلال 2705 صفقة وبعده 30 يوم تداول، وقد بلغ عدد الصكوك التي تم تداولها خلال شهر جانفي المتمثلة في صناديق الاستثمار والشهادات الاستثمارية 3147519 صكاً بحجم تداول 1614373156 جنيهاً نفذت من خلال 2625 صفقة، وبحسب تقرير سوق الخرطوم للأوراق المالية لشهر أفريل 2018 بلغ إجمالي الأوراق المالية المتداولة خلال شهر أفريل 25944096 ورقة مالية بقيمة قدرها 697279164 جنيهاً، نفذت من خلال 1547 صفقة وبعده 22 يوم، وقد بلغ إجمالي الأوراق المالية المتداولة داخل القاعة خلال شهر جوان 2018 عدد 23625194 ورقة مالية بقيمة قدرها 480552937 جنيهاً، نفذت من خلال 1520 صفقة، وقد بلغ عدد الصكوك التي تم تداولها خلال شهر جوان المتمثلة في صناديق الاستثمار والشهادات الاستثمارية 1,213,768 صكاً بحجم تداول 435980199 جنيهاً نفذت من خلال 18 صفقة. وقد شهد رأس المال السوقي تطوراً بحيث من 19836511098 جنيه سوداني عام 2017 إلى 25121170711 جنيه سوداني عام 2018،<sup>1</sup> ويمكن توضيح ذلك كالاتي:

<sup>1</sup> - سوق الخرطوم للأوراق المالية، تقرير شهر جوان 2018، 2018/08/05، موقع الاطلاع:



جدول رقم 45: رأس المال السوقي قطاعياً خلال جوان 2018

رأس المال السوقي	القطاع
17283925711	قطاع البنوك وشركات الاستثمار
358061749	قطاع التأمين
258743118	القطاع الصناعي
731744143	القطاع التجاري
933774113	قطاع الاستثمار والتنمية
223334884	القطاع الزراعي
5091464301	قطاع الاتصالات والوسائط
240122689	قطاع شركات الوساطة
25121170711	الإجمالي

المصدر: سوق الخرطوم للأوراق المالية، تقرير شهر جوان 2018، 22:15\_2018/08/08، موقع الاطلاع:

<http://www.kse.com.sd/Pages/Default.aspx?c=726>

## خلاصة

تحتل الهندسة المالية أهمية بالغة في اقتصاد أي دولة، فهي تُعني بتطوير وابتكار أدوات مالية جديدة والعمل على إيجاد حلول كُلية التي تواجه النشاط المالي للمؤسسات المالية، وقد كان للهندسة المالية أثر بالغ الأهمية في نشاط سوق الأوراق المالية وهذا ما أوضحته دراستنا من خلال هذا الفصل، بحيث كان لها مساهمة في تنشيط وتطوير هذه السوق، وهذا ما لوحظ في النموذج الماليزي والتجربة السودانية، بحيث شهدت البورصة الماليزية نمواً سريعاً جعلها تكتسب شهرة عالمية ونموذج يقتدي به، ما أدى إلى جذب المستثمرين إليها من شتى أنحاء العالم. تتضمن سوق الأوراق المالية الماليزية أدوات ومنتجات ذات درجة الأداء العالمية، وبالأخص المتوافقة مع الشريعة الإسلامية (الصكوك - الأسهم الشرعية - صناديق الاستثمار الإسلامية)، وقد انعكس نشاط المنتجات المالية وحيويتها داخل البورصة على معدلات أداؤها، بحيث ازدادت القيمة الإجمالية للسوق الأوراق المالية في ماليزيا منذ عام 1990 وحتى عام 2008 بسبعة أضعاف، قفزت قيمة السوق من 62 مليار دولار أمريكي إلى 438 ملياراً، وبالنسبة للصكوك الإسلامية تحتل ماليزيا أكبر سوق في العالم للصكوك الإسلامية، إذ تمثل الصكوك الماليزية ما يوازي 41 بالمئة من إجمالي الصكوك في شتى أنحاء العالم.

تعتبر سوق الأوراق المالية في ماليزيا واحدة من أسرع القطاعات نمواً وخاصة في مجال صناعة الهندسة المالية الإسلامية، والتي جاءت لتكمل النظام المالي الإسلامي الشامل في ماليزيا، كما تسهم في دعم القطاع المالي كله على مستوى الأمة الماليزية، حيث تحظى بمكانة وشهرة واسعة باعتبارها قطاعاً حيوياً فعالاً، إن اهتمام ماليزيا بصناعة المالية الإسلامية وتفعيل سوق مالي إسلامي وإصدار صكوك دولية كانت خطوة مهمة في سبيل اكتمال سوقها الدولية، من أجل ترسيخ نفسها باعتبارها المركز العالمي للمالية الإسلامية.

وبالنسبة للتجربة السودانية في مجال تنشيط وتعزيز معاملاتها المالية اعتماداً على منهجية الهندسة المالية، فقد عملت إدارة بورصة الخرطوم للأوراق المالية على إصدار عديد الصكوك الإسلامية باعتبار أن النظام المالي السوداني يُعني بالنظام المالي الإسلامي في كل معاملاته المالية، فهو يراعي الجوانب الشرعية في إصدار أي منتج مالي، بحيث تعتبر التجربة السودانية نموذجاً لتطبيق الهندسة المالية الإسلامية.

شهدت البورصة السودانية عديد التطورات منذ نشأتها عام 1994 نتيجة تعزيز المنتجات المالية ضمن عملياتها من بينها: صكوك شهامة - شامة - صرح - شهاب - شاشة - شمم - نور - شمخ... إلخ، بحيث ارتفع عدد الصكوك المتداولة من 1,08 مليون عام 2001 إلى 1,84 مليون صك عام 2017، وهو ما أثر على سوق الخرطوم للأوراق المالية لتشهد القيمة السوقية قفزة من 1,2 مليار جنيه سوداني عام 2001 إلى 19,83 مليار عام 2017.

إن التطور الذي شهده سوق الخرطوم للأوراق المالية مكنه من نيل عدة جوائز عالمية وإقليمية، بحيث حصل في مطلع عام 2017 على جائزة المجلة البريطانية (CFI) Capital Finance International التي تثبت تفوق السوق على العديد من البورصات بشمال إفريقيا، وجائزة التميز في تداول الأوراق المالية من إتحاد البورصات العربية، وتصدّر البورصة من بين أربعة بورصات عربية خلال الربع الثالث من العام 2017 وفقاً لتقرير صندوق النقد العربي.

خاتمة

## ● ملخص الدراسة

شكل سوق الأوراق المالية اهتمام بالغ لاقتصاديات الدول المتقدمة منها والناشئة على حد سواء بحيث يعتبر بناء بورصة أوراق مالية قوية بمثابة شاهد على تطور اقتصاد تلك الدولة وعلى مكانة النظام المالي وتطوره في اقتصاد البلد، وقد أدركت اقتصاديات الدول الناشئة هذه المكانة لبورصة الأوراق المالية، وأدركت أن نجاح وتطوير سوق الأوراق المالية يعتمد أولاً على نشر الوعي التنموي بين جماهير المستثمرين، وكذلك العمل على تنشيط هذه السوق بقدر الإمكان لجعلها تحتل مكانة ضمن اقتصاديات الدول المتقدمة، وقد كان لآليات الهندسة المالية دور كبير في هذا الشأن، بحيث تبين من خلال دراساتها الأهمية البالغة التي تحتلها الهندسة المالية كآلية في تنشيط سوق الأوراق المالية للدول الناشئة.

تعتبر الهندسة المالية آلية فعّالة في البورصة، فهي تُعني بالابتكار والتطور وهو ما تحتاجه الدول التي تعاني من الركود أو هي في مرحلة إنطلاق، فالتطور المالي يمضي قدماً مستلهماً تجارب الأزمات الماضية وتطلعات المستقبل ليقدّم العديد من الابتكارات والأدوات والحلول التي تتجنب المخاطر والدخول في مشكلات من جهة وتعظم العوائد من جهة أخرى، وإلى جانب هذا أدركت دول العالم مكانة الأدوات والحلول المبنية على أسس شرعية قائمة على معالم الاقتصاد الإسلامي، وبالخصوص اقتصاديات الدول الإسلامية الناشئة فقد اتضح لها اتساع حجم الفجوة بين الشعوب الإسلامية وشعوب الدول المتقدمة صناعياً، وأن الأمر يتطلب تعبئة جميع الموارد الإسلامية لخدمة عملية التنمية، فقد ساوى الإسلام بين الكفر والفقر، ولم يستعد الرسول 'صلى الله عليه وسلم' من شيء بقدر استعاذته من الفقر، فيقول 'صلى الله عليه وسلم': "كاد الفقر أن يكون كفراً"، ويقول: 'صلى الله عليه وسلم' "اللهم أعوذ بك من الكفر والفقر"، فلما سأله أحد الصحابة: ابعذلان، قال: نعم. أخرجته أبو داود وابن ماجه، ولهذا شهدت اقتصاديات الدول الإسلامية توجهاً للمعاملات الإسلامية، فقد شهد سوق الأوراق المالية تداول الأدوات المالية الإسلامية، جعلت منه يشهد تطور ومكانة لم يوصل إليها من قبل، وهذا ما لاحضناه من دراستنا لنموذج الماليزي والتجربة السودانية.

أظهر النموذج الماليزي بأن النظام المالي في ماليزيا نظام مزدوج (تقليدي إسلامي)، وقد تبين توجه الاقتصاد الماليزي إلى الاقتصاد الإسلامي، استطاعت من خلاله إلى توفير بنية أساسية كافية لنظام مالي إسلامي شبه متكامل، يجمع بين العمل المصرفي وأعمال التكافل وسوق رأس المال الإسلامي، وقد حققت ماليزيا من خلال هذا التوجه تواجداً عالمياً، مما جعل بورصة ماليزيا واحدة من أكبر البورصات في آسيا، كما أصبح سوق الأوراق الماليزية الأكبر في جنوب شرق آسيا، وأصبحت ماليزيا نموذج يهتم به ويحاول العمل بمقتضاه باعتباره كمرکز علمي للتمويل الإسلامي، حيث أدى النجاح الذي حققته ماليزيا في مجال تقديم خدمات ومنتجات مالية إسلامية إلى جعل دول كثيرة عربية وإسلامية تحذو حذوها منها: الإمارات وقطر والبحرين وباكستان والكويت، كما بدأت المنتجات المالية الإسلامية تجذب انتباه المستثمرين على مستوى دول العالم.

وأظهرت التجربة السودانية أن النظام المالي المعمول به نظام إسلامي بالكامل، بحيث يشكل سوق الخرطوم للأوراق المالية دور فعال في صناعة الهندسة المالية الإسلامية، من خلال اهتمام الحكومة السودانية وإدارة البورصة بآليات الهندسة المالية كأسلوب لتنشيط عمليات البورصة في السودان، ليشهد نشاط حيوي ضمن آليات الهندسة المالية الإسلامية، ليصبح نموذج يقتدى به في صناعة الهندسة المالية الإسلامية لبورصة الأوراق المالية، ومع هذا لا تزال هناك جهود كبيرة لا بد للنظام المالي السوداني وسوق الخرطوم للأوراق المالية السعي للوصول إليها للخروج بهذا النموذج الإسلامي للعالم.

#### ● اختبار الفرضيات

- الفرضية الأولى صحيحة، بحيث أظهرت الدراسة أن ابتكار أدوات مالية جديدة تطرح في بورصة الأوراق المالية يساهم في تفعيلها وتنشيطها، وهذا ما أظهره النموذج المالي والمالي السوداني، بحيث ساهمت المنتجات المالية المبتكرة المطروحة في السوق إلى دعم نمو وتطور البورصة، وكذلك فإن ما يساهم في تطور البورصة عنصر الشفافية وابتعاد السوق عن كل الشوائب من التدليس والغش والمقامرة، ولا تتوفر سوق أوراق المالية ذات فعالية إذا لم يكن هناك مناخ استثماري ملائم لجمهور المستثمرين، ما يشجع على اقتحام هؤلاء المستثمرين لعمليات التداول في بورصة الأوراق المالية بثقة واطمئنان.
- الفرضية الثانية صحيحة، من خلال دراستنا تبين لنا مدى مساهمة الهندسة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية، واتضح لنا أهمية الهندسة المالية الإسلامية في بورصة الأوراق المالية، بحيث تعتبر الهندسة المالية أداة تحظى باهتمام في سوق الأوراق المالية الناشئة لاعتبارها آلية تساهم في تنشيط عمليات البورصة، فقد اتضح من خلال دراستنا تداول عديد المنتجات المالية في البورصات الناشئة للدول الإسلامية، ليشهد النموذج المالي والتجربة السودانية (محل دراستنا) عديد التطورات في البورصة مكنت أن يكون السوقين في درجة لم يكون بالغيها بالاعتماد على الأدوات التقليدية فقط، لأن ماليزيا والسودان شعوب مسلمة، ما يعني عزوف الكثير عن التداول في البورصة بأدوات ذات طابع تقليدي تكون مخالفة لمبادئ الدين الإسلامي.
- الفرضية الثالثة صحيحة، هناك توجه بخصوص الدولة الماليزية إلى تطبيق اقتصاد إسلامي، باعتباره نظام مالي إسلامي صالح في أي زمان ومكان، فهو دين إلهي وضعه خالق الكون، نظام اقتصادي إسلامي يتوافق مع ظروف أي عصر بكل تقدمه وتعقيداته، وأوضحت دراستنا أن ماليزيا طبقت مبادئ الاقتصاد الإسلامي إلى حد كبير، واتخذت في سبيل ذلك العديد من السياسات والإجراءات التي أوصلت البعض إلى القول 'برامج الأسلمة' أو 'أسلمة المجتمع'.
- الفرضية الرابعة صحيحة، حيث أن السودان كان لها أثر بالغ في التوجه هي الأخرى إلى اقتصاد إسلامي بحيث أسلمت كامل أنظمتها المالية، وعملت على تشكيل لجنة في سوق الخرطوم للأوراق المالية لمتابعة كل العمليات والابتكارات المالية لتكون متوافقة مع الشرع الإسلامي، ما جعل منها تجربة في الصناعة المالية الإسلامية تجلب أنظار دول العالم والإسلامية إليها.

## • نتائج الدراسة

من خلال هذه الدراسة يمكن تلخيص النتائج المتوصل إليها كالآتي:

- سوق الأوراق المالية تقوم بأداء وظائف اقتصادية ضرورية، ولها دور حيوي وفعال في خدمة التمويل والاستثمار فهي تؤدي دوراً هاماً وخطيراً في ميدان الحياة الاقتصادية، إذ يحصل فيها التعامل بصفقات تجارية كبيرة باعتبارها حلقة اتصال بين معظم الفاعلين الاقتصاديين مثل: المصارف-الشركات-المشروعات-المدخرين، وهو ما يصاحب نمو وازدهار اقتصادي، إلى جانب أن بورصة الأوراق المالية تساهم في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى مجالات أكثر ربحية لكن مع تطلب توافر عدة سمات في البورصة، يمكن إيجازها كالآتي:
  - كفاءة التسعير: أن تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة.
  - كفاءة التشغيل: أن تتضائل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد، مقارنة بالعائد الذي يعود من جراء تلك المعاملات.
  - عدالة السوق: بمعنى أن تتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات.
  - الأمان: يقصد به ضرورة توفر وسائل الحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش والتدليس وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية.
- تعنى الهندسة المالية بابتكار أدوات مالية جديدة وعمليات مالية مع حلول خلاقة مبدعة للمشكلات المالية وقد ساهمت آلية الهندسة المالية في سوق الأوراق المالية الناشئة بنمو وتطور، واتضح لاقتصاديات الدول من خلال آليات الهندسة المالية، مدى أهمية ما يعرف بالهندسة المالية الإسلامية وأهميتها في ابتكار أدوات وحلول تمزج بين الكفاءة المهنية والمصدقية الشرعية كالمشتقات المالية الإسلامية والتصكيك الإسلامي والمؤشرات الإسلامية لأسواق الأوراق المالية.
- سوق الأوراق المالية الناشئة هي سوق تخطت مرحلة الركود إلى مرحلة النمو لذلك كان على اقتصاديات دول العالم المتوجهة لاقتصاد السوق العمل على تطوير مرآتها الاقتصادية (بورصة الأوراق المالية)، بالسعي نحو إيجاد الحلول الكفيلة بدفع عجلة هذا السوق للسير بجانب الأسواق المالية العالمية، ولوحظ جانب اهتمام بألية الهندسة المالية في هذا الشأن، وبالأخص الهندسة المالية الإسلامية في بورصة الأوراق المالية الماليزية.
- تعتبر أسواق الأوراق المالية الإسلامية، سوق مراعية لأحكام الشريعة الإسلامية فيما يتعلق بالأدوات المالية المتداولة في السوق وأساليب التعامل في إطاره ومن حيث نوعية المتعاملين فيه، لذلك ابتكارات الأدوات والحلول المالية لا بد أن تكون ضمن مبادئ الدين الإسلامي، وبالتالي صناعة هندسة مالية إسلامية تعتبر ضرورية للتوجه إلى اقتصاد إسلامي، وهذا ما عملت عليه التجربة السودانية في صناعة هندسة مالية قائمة بالكلية على الشريعة الإسلامية ورفض كل المعاملات المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية المخالفة للمنهج الإسلامي، ما جعل منها مثال يقتدى به في صناعة مالية إسلامية تعمل بمقتضاها للوصول إلى ركاب البورصات المالية المتطورة.



- ساهمت الهندسة المالية في دفع عجلة سوق الأوراق المالية الماليزية، وقد اتجهت ماليزيا إلى آلية الهندسة المالية الإسلامية لتنشيط ودفع عجلتها المالية، بحيث ساهم إدراج الأدوات المالية الإسلامية في تحسين أداء سوق الأوراق المالية بماليزيا، حيث نجد أن التعامل بهذه الأدوات قد تطور بشكل كبير، وقد انعكس أثر إصدار هذه الأدوات إيجاباً على مؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزية، بحيث كلما إزداد إصدار الأدوات المالية الإسلامية كلما إزداد نشاط وحيوية السوق، وقد ساهم الإجراءات التي عمدت إليها ماليزيا إلى زيادة حجم سوق رأس المال الإسلامي ليصل إلى 65% من حجم سوق رأس المال الماليزي الكلي ما يدل على اهتمام ماليزيا بالتوجه إلى صناعة مالية إسلامية، وقد حقق النموذج الماليزي قفزة مالية جعلت منه مثال يُعمل على الاقتداء به في الاقتصاد الإسلامي.
- تفردت ماليزيا بتجربة " صندوق ادخار الحجج " والقائم على توفير نفقات الحج للمسلمين في ماليزيا، وفي نفس الوقت استثمار هذه الأموال بما يساهم في الارتقاء بمستوي معيشتهم، والمساهمة في التنمية الاقتصادية للبلاد، وقد أصبحت هذه المؤسسة من أكبر المؤسسات الاستثمارية على مستوى العالم.
- تعتبر ماليزيا عضو مؤسس في الكثير من المؤسسات والمراكز التي تخدم صناعة مالية إسلامية منها: مجلس الخدمات المالية الإسلامية ومقره كوالامبور، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ومقرها البحرين، وتعتبر التجربة الماليزية في الأوراق المالية ذات الطابع الشرعي الوحيدة التي عبرت الحدود إلى الأسواق المالية الأجنبية، وتعمل ماليزيا على مراقبة وتطوير للأدوات المالية في السوق بهيئة الأوراق المالية الماليزية واللجنة الاستشارية الشرعية، التي تقوم بمراقبة عمليات سوق الأوراق المالية الإسلامية واستشارتها في المسائل الفقهية المتعلقة بإصدار وتداول المنتجات المالية.
- شهدت التجربة السودانية التوجه إلى صناعة مالية إسلامية، أدت بسوق الخرطوم للأوراق المالية بتطور والنشاط، بحيث شهد السوق منذ إنشائه عام 1994 اهتمام بإصدار عديد الصكوك بحيث شهدت الصكوك المتداولة تطوراً ملحوظاً، كانت جانب مهم من الجوانب الداعمة للسوق، ساهم هذا في ارتفاع رأس المال السوقي، ما جعل صناعة هندسة مالية إسلامية بسوق الخرطوم للأوراق المالية تنمو بسرعة وتحظى باهتمام اقتصاديات الدول لتكون تجربة رائدة في هذا الشأن.
- عدم انفتاح سوق الخرطوم للأوراق المالية على المجال الدولي وانحصار عملياته محلياً وبالعملة المحلية، بحيث كل العمليات المالية المدارة بسوق الخرطوم للأوراق المالية بالجنه السوداني، مما يعيق نشاط وتطور البورصة السودانية، ويعتبر عائق أمام تطور ابتكارات الأدوات المالية المتعامل بها في السوق.
- استحداث منتجات مالية إسلامية جديدة، وتطوير صناعة الصكوك له دور كبير في تداول المال بين أفراد المجتمع، وتنشيط سوق الأوراق المالية وبالأخص للدول الإسلامية التي يرفض غالبية أفراد شعبها العمليات التي تخالف مبدأ الدين الإسلامي، النموذج الماليزي والتجربة السودانية أكدا إمكانية التوجه بهندسة مالية إسلامية

تساهم في تطوير البورصة والاقتصاد بشكل عام، في ظل التحولات الاقتصادية وفشل الأنظمة الوضعية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي للعالم بصفة عامة وللعالم الإسلامي بصفة خاصة.

### ● التوصيات والاقتراحات

- في ضوء النتائج المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة، يمكن تقديم المقترحات والتوصيات الآتية:
- العمل على تصحيح مسار آلية عمل سوق الأوراق المالية الناشئة، والسعي إلا أن يحقق السوق الجوانب الآتية:
    - توفر المعلومات المالية داخل السوق وبتكلفة صفرية.
    - ألا يكون بوسع أحد المضاربين في السوق السيطرة على حركات الأسعار أو جعلها عرضة للتلاعب والمناورة والخداع، مع العمل على محاربة كل السلوكيات غير الأخلاقية من غش وتدليس...إلخ.
    - الاهتمام بالسوق الأولية والتركيز عليها وخاصة أنها لا تزال سوقاً ناشئة في كثير من الدول الإسلامية.
    - تحديد معايير محددة للسوق الثانوية وذلك للحد من عقد صفقات رجحية بقصد المتاجرة ورغبة في الشراء السريع دون اهتمام، بما يؤدي ذلك إلى أضرار اقتصادية مستقبلية لحساب فئة محدودة.
    - ضرورة حث الجهات المصدرة على إصدار الأوراق المالية بقيم اسمية منخفضة، لكي يعطى المدخرون الصغار فرصة الاستثمار فيها، وحتى لا يقتصر الاستثمار فيها على شريحة الأغنياء فقط.
    - متابعة أسواق الأوراق المالية المتطورة والعمل على الاستفادة من الجوانب الإيجابية لديها.
  - ضرورة العمل لاقتصاديات الدول الناشئة على الاستفادة من تجارب الدول الرائدة في صناعة الهندسة المالية وبالأخص الهندسة المالية الإسلامية للدول الإسلامية لتنشيط بورصة الأوراق المالية، بتطوير أدوات مالية جديدة وإيجاد حلول مبتكرة تواكب العصر وتلبي حاجيات المستثمرين، مع الحرص على عدم مخالفة الضوابط الشرعية، بتشكيل لجان مراقبة خاصة في هذا الشأن.
  - تعتمد سوق أوراق مالية إسلامية على حسن اختيار المورد البشري، لذلك ينبغي تشكيل فرق تدريب وتكوين وورشات لإعداد كوادر وتكنولوجيايين في مجال النظام المالي الإسلامي، مع إمكانية الاستفادة من خبراء وكوادر من الدول ذات التجربة في هذا مجال.
  - الاستفادة من النموذج الماليزي والنجاح الذي وصل إليه في تطبيق مبادئ الاقتصاد الإسلامي، في مجتمع متعدد الأعراق والثقافات والأديان، وكذلك التجربة السودانية في مجال صناعة الهندسة المالية الإسلامية ومدى مساهمتها في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية.
  - دراسة الأزمات التي تعرضت لها بعض الأسواق المالية الناشئة وذلك من أجل الاستفادة من هذه التجارب في إقامة سوق إسلامية للأوراق المالية في بلداننا الإسلامية.
  - لا بد من توسيع علاقة السودان في مجال الصناعة الإسلامية مع الأسواق المالية النظرية على مستوى الإقليمي والعربي، مع العمل على الخروج من الظرف المحلي إلى التداولات الدولية والإندماج في الاقتصاد العالمي.

■ على الدول الإسلامية أن تراجع خططها الاقتصادية، بحيث أثبت الواقع أن تبني هذه الدول لنماذج التنمية المستوردة، ونظام الغرب الرأسمالي كان من أسباب تعثرها ولم تعد فائدة من الاتباع الأعمى، وقد أثبت النموذج الماليزي والتجربة السودانية إمكانية ابتكار والاعتماد على آليات ذاتية مبتكرة تساهم في تطور الاقتصاد المحلي.

#### ● آفاق الدراسة

لقد تبين لنا من خلال هذه الدراسة والبحث في جوانب الهندسة المالية ومدى مساهمتها في تنشيط سوق الأوراق المالية الناشئة مع الإشارة لبعض تجارب الدول الإسلامية الرائدة في هذا المجال، أنه متشعب نظراً لاتساع دائرة البحث خاصة أن الهندسة المالية تُعنى بالابتكار والتطوير، ولا شك أن الابتكارات المالية في تطور واستمرار، وتوضح لنا أن موضوع بحثنا يضم جوانب هامة جدية بالاهتمام والدراسة يمكن اقتراح بعضها كالآتي:

- متطلبات تنشيط سوق الأوراق المالية للدول الناشئة؛
- دور الهندسة المالية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية الناشئة؛
- الهندسة المالية الإسلامية في تطوير بورصات الدول الإسلامية؛
- دور منتجات الهندسة المالية في تنشيط أسواق الأوراق المالية الناشئة للدول الإسلامية؛
- تقييم تطبيقات الهندسة المالية الإسلامية في مجال تطوير البورصة الماليزية؛
- صناعة الهندسة المالية الإسلامية بسوق الخرطوم للأوراق المالية؛
- أثر تداول الأدوات المالية كآلية لتنشيط أسواق الأوراق المالية الناشئة؛
- التجربة الماليزية وفق مبادئ الاقتصاد الإسلامي.

وإلى جانب ما سبق ذكره، يتعين على اقتصاديات دول الناشئة الإسلامية السعي نحو تنشيط البورصة، لأن أي دولة تُعرف مكانتها الاقتصادية بنظر إلى بورصتها المالية ومدى تطورها، باعتبار أن سوق الأوراق المالية تعتبر مرآة للنشاط الاقتصادي للدولة، ونشير في هذا الصدد أن من أهم الآليات تنشيط البورصة التوجه نحو النظام المالي الإسلامي بكل ما فيه، وقد أثبت النموذج الماليزي والتجربة السودانية أهمية هذا التوجه للخروج بسوق مالي ذات فعالية تتمتع بحاجز أمان ضد الأزمات المالية التي تتعرض لها مختلف اقتصاديات العالم في ظل انفتاح السوق وتوسع مجال العملة المالية وترابط اقتصاديات دول العالم في اقتصاد موجه فيما يعرف بالشراكة الاقتصادية.

# قائمة المراجع

## 1- المراجع باللغة العربية

## أولاً: القرآن الكريم

## ثانياً: الكتب

1. أحمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، 2006.
2. أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة\_ إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، دار النيل للطباعة والنشر، القاهرة، 2001.
3. أشرف الضبع، تسوية عمليات البورصة، دار النهضة العربية للنشر، للطباعة دار الإيمان، القاهرة، 2007.
4. بريان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، دار الفاروق للنشر والتوزيع، إعداد ترجمة: قسم الترجمة بدار الفاروق، القاهرة، 2006.
5. بلال عماد أبو السعيد، المعاملات المالية في الشريعة الإسلامية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2011.
6. جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة\_ الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية\_، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، الجزائر، 2002.
7. جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2002.
8. حاكم الربيعي، ميثاق الفتلاوي وآخرون، المشتقات المالية\_ عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلات\_، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2011.
9. حسين شحاتة، فياض عطية، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية، مكتبة التقوي، القاهرة، 2001.
10. حنفي عبد الغفار، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجمعية للطبع والنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2000.
11. خالد محمد الحسين القيسي، سياسة الإغراق وتأثيراتها على الأسواق وحقوق المستهلك مع التركيز على حالة العراقية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة السليمانية، العراق، 2013.
12. دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، 2012.
13. رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، جامعة البلقاء التطبيقية، الطبعة الأولى، عمان، 2004.
14. زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2012.
15. زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2007.
16. سامي يوسف كمال محمد، الصكوك المالية الإسلامية\_ الأزمة، المخرج\_، دار الفكر العربي للطبع والنشر، القاهرة، 2010.
17. سامي بن إبراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، نشر مكتبة مكتبة الملك فهد الوطنية، الطبعة الأولى، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، السعودية، 2008.
18. سامي بن إبراهيم السويلم، صناعة الهندسة المالية\_ نظرات في المنهج الإسلامي\_، مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، بيت المشورة، الكويت، 2004.
19. سامي بن إبراهيم السويلم، مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2011.
20. سليمان المنذري، السوق العربية المشتركة في ظل العولمة، مكتبة مديبولي للنشر، القاهرة، 1999.
21. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، الطبعة الأولى، مصر، 2005.
22. سيد محمد أحمد السيريني، مبادئ الإقتصاد الجزئي، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2004.
23. صالح سلام عماد، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، شركة أبو ظبي للطباعة والنشر، أبو ظبي، 2002.
24. صلاح الدين علي الشامسي، السودان دراسة جغرافية، الناشر مكتبة المعارف الاسكندرية، 2002.

25. ضياء مجيد، البورصات\_ أسواق المال وأدواتها (الأسهم والسندات)\_، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الاسكندرية، 2008.
26. طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، الجزء الأول.
27. طاهر حيدر حردان، مبادئ الإستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 1997.
28. عاطف وليد أندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، القاهرة، 2007.
29. عبد الحميد محمود البعلى، الأخلاق المهنية في المؤسسات المالية الإسلامية\_ نطاقها ومتطلباتها والجزاء المترتبة عن مخالفتها\_، الديوان الأميري، الطبعة الأولى، الكويت، 2006.
30. عبد الرحمان النجدي، صكوك الإجارة\_ دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية\_، دار الميمان للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الرياض، 2008.
31. عبد الغفار حنفي، الإستثمار في الأوراق المالية (أسهم-سندات-وثائق الإستثمار)، الدار الجامعية للإبراهيمية، الإسكندرية، 2007.
32. عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، \_ بنوك، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الإستثمار\_، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2008.
33. عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2010.
34. عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2010.
35. عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مؤسسة الرسالة ناشرون، الطبعة الأولى، بيروت، 2008.
36. عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات الإستثمار في البورصة، العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، الطبعة الثانية، القاهرة، 2010.
37. عثمان بابكر أحمد، قطاع التأمين في السودان (تقوم تجربة التحول من التأمين التقليدي إلى التأمين الإسلامي)، مكتبة الملك فهد، جدة، 2004.
38. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2008.
39. عطا الله سليمان الحديثي، اسراء كاظم الحسيني، تعدد القوميات في ماليزيا ودورها في تطور نظامها السياسي واستقراره، مجلة كلية التربية، العدد الثالث عشر، جامعة واسط، بغداد، 1 أبريل 2013.
40. علي محي الدين، بحث في فقه البنوك الإسلامية\_ دراسة فقهية واقتصادية\_ دار البشائر الإسلامية، الطبعة الأولى، بيروت، 2002.
41. عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003.
42. فيصل محمود الشاواره، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية\_ الأسس النظرية والعلمية\_، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2007.
43. قرياقص رسمية، أسواق المال، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1999.
44. كريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الإقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2009.
45. ماثيبر كوهين، الأسواق والمؤسسات المالية\_ الفرص والمخاطر\_، ترجمة عبد الحكم أحمد الخزامي، دار الفجر للنشر والتوزيع، النزهة الجديدة، القاهرة، 2007.
46. محمد سمير أحمد، الجودة الشاملة وتحقيق الرقابة في البنوك التجارية، دار المسيرة، الأردن، 2009.
47. محمد شكرى الجميل العدوى، أسهم الشركات التجارية في ميزان الشريعة الإسلامية (دراسة فقهية مقارنة)، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الاسكندرية، 2011.
48. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، القاهرة، 2002.
49. محمد علي القرى، نحو سوق مالية إسلامية، دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، المجلد الأول، العدد الأول، السعودية، 1993.
50. محمد عوض عبد الجواد، علي ابراهيم الشديفات، الإستثمار في البورصة\_ أسهم- سندات- أوراق مالية\_، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2006.
51. محمد مطر، إدارة الإستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية)، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 1999.
52. محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية\_ موقعها من الأسواق، أحوالها ومستقبلها\_، دار الوفاء لنديا للطباعة والنشر، القاهرة، 2000.
53. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية\_ مؤسسات، أوراق، بورصات\_ دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة العربية الأولى، الأردن، 2007.



54. مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية ومشكلاتهما في العالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزء الثاني، الجزائر، 2005.
55. مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية\_البورصات ومشكلاتهما في عالم النقد والمال (أدوات وآلية نشاط البورصات في الإقتصاد الحديث)\_، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة، بن عكنون، الجزائر، 2005.
56. هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية\_ دراسة فقهية إقتصادية مقارنة \_، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الاسكندرية، 2011.
57. هوشيار معروف، الإستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2003.
58. وسام ملاءك، البورصات والأسواق المالية العالمية، للنشر دار المنهل، مكتبة رأس النبع، الطبعة الأولى، الجزء الأول، بيروت، 2003.
59. وسام ملاءك، البورصات والأسواق المالية العالمية، للنشر دار المنهل، مكتبة رأس النبع، الطبعة الأولى، الجزء الثاني، بيروت، 2003.
60. وليد الصافي، أنس البكري، الأسواق المالية الدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2009.
61. يوسف كمال محمد، المصرفية الإسلامية\_ الأزمة والمخرج \_، دار النشر للجامعات، القاهرة، 1998.

### ثالثا: الرسائل الجامعية

1. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2005.
2. خمري اعمر، السندات التجارية في منظور المشرع والتاجر الجزائريين، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم، تخصص: قانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري تيزي وزو، 2013/2012.
3. سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية\_دراسة حالة بعض الدول العربية\_، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، علوم التجارية، تجارة دولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014.
4. شافية كتاف، دور الأدوات الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية\_دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية\_، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، 2014/2013.
5. صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دراسة تجربة جمهورية مصر العربية\_ مع إمكانية تطبيقها في الجزائر\_، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم، علوم اقتصادية، نقود بنوك، جامعة الجزائر3، 2012/2011.
6. عيساوي سهام، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال- دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014.
7. محمد عبد الحميد عبد الحي، استخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، أطروحة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم المالية والمصرفية، قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة دحلح، الجمهورية العربية السورية، 2014/2013.
8. مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني\_دراسة حالة بورصة ماليزيا\_، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث LMD في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015/2014.
9. نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج 'دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية'، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد التنمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2013/2012.
10. نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية علوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلوي بالشلف، 2015/2014.

11. إسمهان خلفي، دور نظم المعلومات في اتخاذ القرارات\_ دراسة مؤسسة نقاوس للمصبرات\_، رسالة ضمن نيل شهادة الماجستير، علوم تجارية، تخصص: إدارة أعمال، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2009/2008.
12. آمال لعمش، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية\_ دراسة نقدية لبعض المنتجات المصرفية الإسلامية\_، رسالة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، فرع: دراسات مالية ومحاسبية معمقة، كلية علوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 2012/2011.
13. بلجيلة سمية، أثر التضخم على عوائد السهم\_دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة (1996\_2006)\_، رسالة ضمن نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع: تسيير مؤسسات، كلية علوم اقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2010/2009.
14. بلعيد سمية، دور صناديق الإستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية\_دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية\_، رسالة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة2، 2014/2013.
15. بن عزوز عبد الرحمان، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، رسالة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، فرع إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2012/2011.
16. بن عيسى عبد القادر، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية\_ دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى غاية ديسمبر 2010\_، رسالة ضمن نيل شهادة الماجستير في العلوم التسيير، تخصص: مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012/2011.
17. بوعبد الوهاب، دور الابتكار في دعم الميزة التنافسية للمؤسسة الاقتصادية\_ دراسة حالة اتصالات الجزائر للهاتف النقال 'موبليس'، رسالة ضمن نيل شهادة الماجستير، علوم التسيير، تخصص: إدارة الموارد البشرية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2012/2011.
18. بوعاملي ياسين، الخصوصية ودور السوق المالية في تفعيلها\_دراسة بعض التجارب المغاربية\_، رسالة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع: التحليل والاستشراف الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2010/2009.
19. بوعكاز نوال، حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات للتغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمة المالية، رسالة ضمن نيل شهادة الماجستير، علوم التجارية، تخصص: دراسات مالية ومحاسبية معمقة، علوم التجارية، كلية علوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 2011/2010.
20. بوفروعة سوفيان، نظام المعلومات المحاسبي ودوره في تسيير المؤسسة الاقتصادية\_ دراسة حالة مجمع ايناجوك فرع الطاهير\_، رسالة ضمن نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012/2011.
21. الجوزي غنية، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وقبول تطورها\_دراسة حالة مجمع صيدال\_، رسالة مقدمة ضمن نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع: مالية مؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2012/2011.
22. حكيم براضية، التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، رسالة مقدمة ضمن نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: محاسبة ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلى، الشلف، 2011/2010.
23. ربيع بوسبيح العائش، دور الهندسة المالية في خفض مخاطر المحافظ المالية\_ تحليل دور استراتيجيات الخيارات في بناء محفظة التحوط في السوق المالي القطري للفترة 2007\_2011، رسالة مقدمة لاستكمال شهادة الماجستير، علوم التسيير، تخصص: مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، 2012/2011.
24. رشيد هولي، مدى فعالية سوق الاوراق المالية المغاربية في تنفيذ برنامج الخصخصة، دراسة حالة الجزائر وتونس والمغرب، رسالة مقدمة ضمن نيل متطلبات شهادة الماجستير، علوم التسيير، فرع إدارة مالية، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2011/2010.
25. ساسية جدي، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية\_دراسة حالة ماليزيا والسودان\_، رسالة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: أسواق مالية وبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2015/2014.
26. سرارمة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008\_دراسة تحليلية\_، رسالة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2012/2011.

27. سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية\_دراسة حالة البنك \_ BNP PARIBAS \_ ، رسالة مكملة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2006/2005.
28. شيما إبراهيم محمد نورة، الإفصاح عن توريق الديون في البنوك التجارية المصرية، رسالة ضمن نيل شهادة الماجستير، جامعة قناة السويس، مصر، 2007.
29. عاطف فرحة، إدارة المشتقات المالية، ماجستير إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2010/2009.
30. عمار بوطكوك، دور التوريق في نشاط البنك- حالة بنك التنمية المحلية-، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2008/2007.
31. فتيحة ابن بوسحافي، بورصة الجزائر\_واقع وآفاق\_، رسالة ضمن نيل شهادة الماجستير، تخصص: النقود ومالية، فرع علوم إقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003/2002.
32. المناسيع رباح أمين، الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007، رسالة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع: نقود وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2010، 2011.
33. محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية\_دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة (2007\_2009)\_، رسالة ضمن نيل شهادة الماجستير، علوم التسيير، تخصص: مالية الأسواق، جامعة ورقلة، 2012/2011.
34. محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية\_دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية\_، رسالة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2013/2012.
35. مصطفى سميرة، البنوك في مواجهة آلية التوريق، رسالة لنيل شهادة الماجستير في القانون، فرع: القانون الدولي للأعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2016/2015.
36. نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق\_دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا\_، رسالة ضمن نيل شهادة الماجستير، إدارة أعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2007.
37. نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق 'دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا'، رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2007/2006.
38. وليد مروان عليان، أثر استخدام أسلوب المتاجرة بالهامش على أسعار الأسهم وحركة تداولها في بورصة عمان، رسالة ضمن متطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، 2009/2008.

#### رابعاً: المقالات والدوريات

1. إيتسام ساعد، رباح خوني، تجربة المصرفية الإسلامية في ماليزيا (تقييم أداء المصارف الإسلامية للفترة 2008-2015)، مجلة العلوم الإنسانية والإجتماعية، جامعة محمد بوضياف المسيلة، العدد30، سبتمبر 2017.
2. أخلاص باقر النجار، قراءة في مفردات التوريق، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 23، المجلد السادس، كانون الثاني، قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة، 2009.
3. بلعوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، جامعة الشلف، عدد 2010\_2009/07.
4. جابر عوض، دور الدولة بين الاستمرارية والتغيير في الخبرة الآسيوية، مركز الدراسات الآسيوية، جامعة القاهرة، 2009.
5. جمال الدين زروق، الأزمة المالية العالمية وقنوات تأثيراتها على اقتصادات الدول العربية، دراسات اقتصادية، الدائرة الاقتصادية والفنية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2011.
6. حسان خبابة، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، الجزائر، 2004.
7. رزان عدنان، التوريق الإسلامي\_شراء ديون أو تدفقات نقدية أو موجودات مالية وبيعها للمستثمرين كسندات التوريق الإسلامي\_، جريدة القبس الكويتية، العدد 12343، 2007.

8. سناء عبد الكريم الخناق، الإطار المؤسسي والتشريعي لحاكمية المؤسسات المالية 'التجربة الماليزية'، مجلة العلوم الاقتصادية والعلوم التسيير، جامعة سطيف1، العدد12، 2012.
9. الشريف ريجان، الطاوس حمداوي، بورصة الجزائر\_رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية، التواصل في العلوم الإنسانية والإجتماعية، جامعة باجي مختار، عنابة، عدد 34، جوان 2013.
10. عبد الحافظ الصاوي، التجربة الماليزية وفق مبادئ التمويل والاقتصاد الإسلامي، مقالات استراتيجية، مركز الكاشف للمتابعة والدراسات الاستراتيجية، 2011.
11. عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، مستقبلات مقترحة متوافقة مع الشريعة، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، المجلد15، 2003.
12. عبد العظيم أبوزيد، التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، مجلد 27، 2014.
13. عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، العدد02، 2007.
14. عبد الناصر براني، بركات سمير، دور الهيئات الرقابية الماليزية في تنمية وتنشيط سوق الأوراق المالية 'سوق رأس المال الإسلامي نموذجاً'، مجلة الشريعة والاقتصاد، كلية الشريعة والاقتصاد، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، العدد10، ديسمبر 2016.
15. علاء الدين زعتري، الصكوك الإسلامية\_تحديات، تنمية، ممارسات دولية\_، بحث مقدم لورشة العمل التي أقامتها شركة BDO، عمان، المملكة الأردنية الهاشمية، 18\_19/07/2010.
16. علي احمد درج، التجربة التنموية الماليزية والدروس المستفادة منها عربياً، مجلة جامعة بابل، العلوم المصرفية والتطبيقية، العدد3، المجلد23، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة الأنبار، 2015.
17. علي بن هلهول الرويلي، الأزمات\_تعريفها، أبعادها، أسبابها\_، الحلقة العلمية الخاصة بمنسوبي وزارة الخارجية 'إدارة الأزمات'، قسم البرامج الخاصة، كلية التدريب، جامعة نايف العربية للعلوم الإدارية، الرياض، 04/ماي 2011.
18. علي محي الدين القره داغي، الصكوك الإسلامية 'التوريق' وتطبيقاتها المعاصرة -دراسة فقهية اقتصادية تطبيقية-، منظمة المؤتمر الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، دورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة.
19. فايزة أحمد، يوسف صيام، بيع العربون، بحث مقدم ضمن مساق: النظام الاقتصادي في الإسلام، دراسات إسلامية معاصرة، كلية الدراسات العليا، جامعة القدس، فلسطين، 2007.
20. لولو بوخاري، وليد عايب، آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وأثر الأزمة المالية على سوق الصكوك الإسلامية الدولية وأحكام الشريعة، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد 12، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية، 2011.
21. محفوظ جبار، مرمت عديلة، الهندسة المالية والتحوط من المخاطر في الأسواق الصاعدة\_دراسة حالة السوق الكويتية للخيارات\_، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد10، جامعة قلمة، 2010.
22. محمد الأمين خنيوة، حنان علي موسى، منتجات الهندسة المالية الإسلامية\_الواقع والتحديات ومناهج التطوير\_، مجلة الواحات للبحوث والدراسات العدد12، جامعة غرداية، 2011.
23. محمود محي الدين، التوريق\_الأبعاد الاقتصادية والمالية\_، مجلة اتحاد المصارف العربية، العدد 257، لبنان.
24. مفتاح صالح، الأزمة المالية العالمية، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثامن، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، ديسمبر 2010.
25. مفتاح صالح، سلطان مونية، الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية (دراسة حالة سوق ماليزيا)، أبحاث اقتصادية وإدارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد13، جوان 2013.
26. مكي مدني الشبلي، تقييم نظام التحويلات المالية الحكومية الحالية في السودان، ورقة نقاش، مكتب السودان، برنامج الأمم المتحدة الإنمائي، 23 أكتوبر 2013.
27. موسى عبد الله سعيد محمد، الإطار النظري لشهادة مشاركة البنك المركزي (شهم) وشهادة مشاركة الحكومة (شهامه) والتكليف الشرعي لها، مجلة جامعة البحر الأحمر، السودان، العدد الأول، أكتوبر 2011.

28. ناجي التوني، الأزمات المالية، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية الاقتصادية العربية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، العدد 29، ماي 2004.
29. نبال يونس آل مراد، خصائص نظام المعلومات الإدارية، وأثرها في مؤشرات نجاحه\_ دراسة استطلاعية لأراء مسؤولي الوحدات الإدارية في كليتي طب الأسنان والتربية، مجلة الإدارة والاقتصاد، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العدد 90، 2012.
30. نورين بومدين، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية، مجلة دورية نصف سنوية تصدر عن كلية الإدارة والاقتصاد، المجلد الخامس، العدد 10، 2013.

### خامسا: ملتقيات وندوات علمية

1. آمال حاج عيسى، فضيلة حويو، المشتقات المالية من منظور النظام المالي الإسلامي، مداخلة ضمن الملتقي الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية\_ النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 6/5 ماي 2009.
2. بزاز حليلة، المشتقات المالية ومخاطرها، مداخلة ضمن الملتقي الاقتصادي الدولي الأول حول: أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبدل البنوك الإسلامية، جامعة قسنطينة، يومي 06/05 ماي 2009.
3. بن حناشي زليخة، شطبي محمود مريم، التجربة الماليزية نموذج للمصرفية الإسلامية، مداخلة ضمن أعمال الملتقي الوطني حول: المصارف الإسلامية: واقع وآفاق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد مهري قسنطينة 2، 3/2 ديسمبر 2015.
4. بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة\_أدوات مستحقة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، مداخلة ضمن الملتقي الدولي الأول حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 21/20 أكتوبر 2009.
5. بن يعقوب الطاهر، هباش فارس، دور الابتكار التسويقي في اكتساب ميزة تنافسية لمنتجات المصارف الإسلامية، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة سطيف، يومي 6/5 ماي 2014.
6. بوخلوني وهيبية، منتجات الهندسة المالية\_واقع وآفاق، مداخلة ضمن ملتقي صفاقس الدولي الرابع حول: المالية الإسلامية\_الهندسة المالية الإسلامية بين الضوابط الشرعية والمستحقات الربحية والمقاصد التنموية، صفاقس، الجمهورية التونسية، 28/27 أبريل 2016.
7. جمال لعامرة، تحديات السوق المالي الإسلامي، مداخلة ضمن ملتقي الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الإقتصاديات والمؤسسات\_دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة بسكرة، 22/21 نوفمبر 2006.
8. حازم السيد حلمي عطوة مجاهد، تداعيات الأزمة المالية الحالية علميا وأثرها على الوطن العربي، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر "الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، 2/1 أبريل 2009.
9. حرفوش سهام، صحراوي إيمان، دور الأساليب الحديثة لإدارة المخاطر الائتمانية للبنوك في التخفيف من حدة الأزمة المالية الحالية، الملتقى الدولي: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية: السياسات والاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية والاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 21/20 أكتوبر 2009.
10. حسن محمد الرفاعي، سوق الأوراق المالية\_من المخاطر إلى الأزمات، مداخلة تدخل ضمن ملتقي الدولي الثاني، متطلبات التنمية في أعقاب إفرازات الأزمة المالية العالمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بشار، 2010.
11. حسين مصطفى هلال، نظم المعلومات البنكية ودعم اتخاذ القرار، ندوة الخدمات البنكية الإلكترونية الشاملة\_رؤية مستقبلية، جامعة قناة السويس، مصر، 29/25 نوفمبر 2007.
12. رائد نصري أبو مؤنس، خديجة شوشان، الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية، بحث مقدم للمشاركة في المؤتمر العالمي التاسع للإقتصاد والتمويل الإسلامي، جامعة الأردنية، بدون سنة.
13. زهية كواش، فتحة بن حاج جيلالي مغراوة، الأزمات المالية وعلاقتها بسعر الفائدة، مداخلة ضمن الملتقي الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية\_ النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 6/5 ماي 2009.



14. سفيان خوجة علامة، مريم فايد، أهمية أسواق المال الإسلامية في ظل الأزمات المالية، ورقة بحث مقدمة ضمن فعاليات المنتدى الدولي: النظام المالي الدولي والمالية الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 12/11 نوفمبر 2013.
15. سليمان ناصر، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية\_دراسة تطبيقية على صكوك الحكومة السودانية\_، مداخلة ضمن المنتدى الدولي الخامس حول: إدارة المخاطر "التنظيم والإشراف"، معهد الدراسات المصرفية، عمان، الأردن، أيام 8/7/6 أكتوبر 2012.
16. شوقي جباري، فريد خميلي، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمة المالية، المؤتمر الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، عمان، الأردن، يومي 02/01 ديسمبر 2012.
17. صالح مفتاح، رمة عمري، الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تحقيق التنمية المستدامة، مداخلة ضمن المنتدى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة، 04/03/ديسمبر 2012.
18. صالح مفتاح، رمة عمري، الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تحقيق التنمية المستدامة، مداخلة ضمن المنتدى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة، يومي 04/03 ديسمبر 2012.
19. صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى: مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 5/31\_6/03، 2009.
20. طارق خاطر، لحسن دردوري، دور الأدوات المالية الحديثة في الصناعة المصرفية وانعكاسها على النظام المصرفي، مداخلة ضمن فعاليات المنتدى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 21/20 أكتوبر 2009.
21. عبد الغاني حريري، دور التحرير المالي في الأزمات والتعثر المصرفي، مداخلة ضمن المنتدى الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية: السياسات والاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية والاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 21/20 أكتوبر 2009.
22. عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي، مداخلة ضمن مؤتمر كلية العلوم الإدارية الدولي الرابع حول: الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الإدارية والاجتماعية، جامعة الكويت، 16/15 ديسمبر، 2010.
23. عبد الله بن محمد المطلق، الصكوك، ندوة الصكوك الإسلامية (عرض وتقييم)، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 26/24 ماي 2010.
24. عبد الملك منصور المصعبي، العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على مستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جيدة، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 6/03\_5/31، 2009.
25. عبد المنعم محمد الطيب، آليات تطبيق النظام المصرفي الثنائي في السودان خلال الفترة 2006-2008، منتدى الصيرفة الإسلامية، اتحاد المصارف العربية، الجمهورية اللبنانية، 2008/08/01-07/30.
26. فؤاد محمد أحمد محسن، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، 2009.
27. قدي عبد المجيد، الجوزي جميلة، الأزمة المالية الراهنة وتداعياتها على الأداء المتوقع للاستثمارات الأجنبية المباشرة\_حالة الجزائر\_، مداخلة ضمن منتدى الدولي الرابع حول: الأزمة المالية العالمية الراهنة وانعكاساتها على اقتصاديات دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، فندق الأوراسي (الجزائر)، يومي 9/8 ديسمبر 2009.
28. كمال العقرب، بالحمدي سيد علي، أهم الأزمات المالية الناتجة عن أنشطة الأسواق المالية التقليدية وخيار الأسواق المالية الإسلامية كبديل، المنتدى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدايل المالية والمصرفي\_ النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً\_، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 6/5 ماي 2009.
29. كمال توفيق حطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 ماي\_3 جوان 2009.
30. لعش أمال، شرقي سارة، أهمية منتجات الهندسة المالية في الصناعة المصرفية الإسلامية\_ تجربة مصرف الإمارات الإسلامي في إصدار صكوك الإيجار\_، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 6/5 ماي 2014.
31. محمد كريم قروف، الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، مداخلة ضمن المنتدى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي،\_ الواقع ورهونات المستقبل\_، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، 24/23 فيفري 2011.



32. معطى الله خير الدين، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، مداخلة تدخل ضمن الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة، يومي 3\_4 ديسمبر 2012.
33. موسى بن منصور، الابتكار المالي في المؤسسات المالية الإسلامية مع الأصالة والتقليد، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة سطيف، يومي 6/5 ماي 2014.
34. هناء محمد هلال الحنيطي، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية، ورقة بحثية تدخل ضمن المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصاد إسلامي، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، 1\_2/ديسمبر 2010.
35. وليد مصطفى شاويش، البيوع المنهي عنها شرعاً وأثرها في الوقاية من الأزمة المالية العالمية المعاصرة\_البيع على المكشوف نموذجاً، ورقة بحثية ضمن المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، عمان، الأردن، 02/01 ديسمبر 2010.

سادسا: التقارير

1. بنك السودان المركزي، التقرير السنوي لعام (2005، 2006، 2007، 2008، 2011، 2013، 2014، 2015، 2016).
2. سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي لعام (2009، 2010، 2011، 2012، 2013، 2014، 2015، 2016، 2017).
3. سوق الخرطوم للأوراق المالية، تقرير شهر جوان 2018.
4. شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، تقرير السنوي لعام (2010، 2011، 2012، 2013، 2014، 2015).

2- المراجع باللغة الفرنسية

Ouvrages

1. A. Choinel, Le Marché Financier, acteurs et structures, édition Revue Banque, paris, 1993.
2. Balantzia Gérard, Editor, Les systèmes d'information: Art et pratique, Ed: Organisation, Paris, 2003.
3. Dumas, les Titres Financiers équilibre du marché et méthode d'évaluation, sans maison d'édition, paris, 1995.
4. Duplat.C, La bourse démystifié, les éditions d'organisation, paris, 1993.
5. F. Leroux, Marchés internationaux des capitaux, Montréal, 2<sup>ème</sup> édition, 1995.
6. Frederique Herbin et all, finance et placement, armandi colin, paris, 1998.
7. Girardin Eric, Finance international l'état actuel de la théorie, édition economica, Paris, 1992.
8. M. DONIS, Valeurs mobiliers et gestion de portefeuille, Québec, SMG, 1993.
9. Marie Camille Debourg et al: pratique du marketing, BERTI éditions, 2e édition, Alger, 2004.
10. p. Bally, la bourse mythe et réalité, édition Hatier, paris, 1987.
11. P. Monnier, Les marchés boursiers, Verreuil, 3<sup>ème</sup> édition, Paris, 1997.
12. P. TOPSCALIAN, Les indices boursiers sur action, Economica, Paris, 1996.
13. Robert Reix, Systèmes d'information et management des organisations, 4ème édition, Paris: Vuibert, 2002.

14. Spieser (Philippe): Information économique et marchés financiers, Economica, Paris, 2000.

### 3 - المراجع باللغة الانجليزية

#### Books

1. D.Maher Hasan, "The significance Of Basel 1 and Basel 2 For the Future Of the Banking Industry With Special Emphasis On Credit Information", Union Of Arab Banks, 2002.
2. Salman syed Ali, Islamic Capital Market: Products, Regulation & Development, IDB, jeddah, 2008.
3. Shall.L, Helly.C, Introduction to financial Management, Mc Graid-Hill, New York, 1998.
4. Peter Ferdinand Drucker, the Discipline of Innovation, Harvard Business Review, November-December 1998.

#### Repots

1. Dubai International Financial Centre: Sukuk Guidebook, Dubai UAE, NOV 2009.
2. Islamic Securities Guidelines (SUKUK GUIDELINES), Securities Commission of Malaysia, Kuala Lumpur, 2011
3. Securities Commission of Malaysia Annual Reports ( 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016 ).

### 4 - مراجع من الانترنت

1. دراسة في التحليل الفني، 2016/08/17، موقع الاطلاع:  
[http://www.arab-api.org/images/training/programs/1/2004/44\\_C9-6.pdf](http://www.arab-api.org/images/training/programs/1/2004/44_C9-6.pdf)
2. مؤشرات أسواق الأوراق المالية، 2016/08/18، موقع الاطلاع:  
[www.arab-api.org/images/training/programs/1/2004/44\\_C9-4.pdf](http://www.arab-api.org/images/training/programs/1/2004/44_C9-4.pdf)
3. مؤشرات أسواق الأوراق المالية، 2016/08/18، موقع الاطلاع:  
[www.arab-api.org/images/training/programs/1/2004/44\\_C9-4.pdf](http://www.arab-api.org/images/training/programs/1/2004/44_C9-4.pdf)
4. الإقتصاد والأعمال، منتديات ستار تايمز، 2016/09/21، موقع الاطلاع:  
<http://www.startimes.com/?t=26819521>
5. الأسواق المالية الناشئة، منتديات فيض القلم، 2016/09/21، موقع الاطلاع:  
<http://9alam.com/community/threads/alasuaq-almali-almash.32737>
6. دكتور بشر محمد موفق، ماهية السوق المالية الإسلامية، موسوعة الإقتصاد والتمويل الإسلامي، 2016/09/29، موقع الاطلاع:  
<http://www.iefpedia.com/vb/showthread.php?t=20>
7. إيجاد سوق أوراق مالية إسلامية كمنهج لمعالجة الأزمات المالية، مجلة الإقتصاد الإسلامي العالمية، 2016/09/29، موقع الاطلاع:  
[http://giem.kantakji.com/article/details/ID/368#.V-zk9\\_k97IU](http://giem.kantakji.com/article/details/ID/368#.V-zk9_k97IU)
8. عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) \_ في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، جامعة الأزهر، مصر، موقع الاطلاع:  
[http://download-pdf-books-4free.blogspot.com/2014/02/pdf\\_5141.html](http://download-pdf-books-4free.blogspot.com/2014/02/pdf_5141.html)
9. دكتور بشر محمد موفق، ماهية السوق المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، 2016/09/30، موقع الاطلاع:  
<http://www.iefpedia.com/vb/showthread.php?t=20>

10. إيجاد سوق أوراق مالية إسلامية كمنهج لمعالجة الأزمات المالية، مجلة الإقتصاد الإسلامي العالمية، 2016/09/30، موقع الاطلاع: [http://giem.kantakji.com/article/details/ID/368#.V-zk9\\_k97IU](http://giem.kantakji.com/article/details/ID/368#.V-zk9_k97IU)
11. بورصة بيروت، القانون والنظام الداخلي لبورصة بيروت، 2016/09/25، موقع الاطلاع: [www.bse.com.lb/.../byLawsAr.6d3a60c5-904c-4bd1-8dd0-fa3658](http://www.bse.com.lb/.../byLawsAr.6d3a60c5-904c-4bd1-8dd0-fa3658)
12. عبد الله شحاتة، الأزمة المالية: المفهوم والأسباب، 2016/12/27، موقع الإطلاع: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/01/zzzz.doc>
13. الأزمات المالية العالمية\_ الأسباب والآثار والمعالجات\_، جامعت سانت كليمينس العالمية، قسم الاقتصاد العام، العراق، 2011. <http://stclements.edu/grad/grademan.pdf>
14. الأزمة المالية الآسيوية 1997، ويكيبيديا الموسوعة الحرة، 2017/03/01، موقع الإطلاع: <http://www.adbi.org/files/2012.08.28.wp377.central.banking.financial.stability.asia.pdf>
15. أزمات اقتصادية\_ أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997\_1998 (الاثنين المجنون)، منتدى الأعمال الفلسطيني، 2017/03/01. <http://pbf.org.ps/site/?q=pages/view/6446>
16. شوقي جباري، دور الهندسة المالية في تأجيج شرارة الأزمة الراهنة، جامعة العربي بن مهدي، أم البواقي، الجزائر، 2017/03/06. <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/12/D8>
17. مجلة البحوث الإسلامية، الرئاسة العامة للبحوث العلمية والإفتاء، المملكة العربية السعودية، 2017/03/20، موقع الإطلاع: <http://www.alifta.net/Fatawa/fatawaDetails.aspx?BookID=2&View=Page&PageNo=1&PageID=7235&languageName>
18. على بن نايف الشحود، الباحث في القرآن والسنة، المفصل في أحكام الربا، الباب السابع، فوائد البنوك، 2017/03/25. <http://ekladata.com/WTgyB77QhxRMgB7zSBmwrTTT3Hc.pdf>
19. مركز الفتوي، تحريم بيع ما لا تملك والبدائل المتاحة، 2017/03/25، موقع الإطلاع: <http://fatwa.islamweb.net/fatwa/index.php?page=showfatwa&Option=FatwaId&Id=304981>
20. الكاتب الدكتور أشرف دوابة، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة المجتمع، 2017/03/25، موقع الإطلاع: <http://mugtama.com/misc/item/46081-2016-11-19-16-37-55.html>
21. خنيوة محمد أمين، منتجات الهندسة المالية\_ الواقع والتحديات ومناهج التطوير\_، 2017/03/27، موقع الإطلاع: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2011/03>
22. محمد خيار الشعال، ملخص مكثف في خيارات البيع، الدورة الثالثة في فقه المعاملات، 2017/03/28، موقع الإطلاع: <http://www.dr-shaal.com/download/4864.pdf>
23. الصكوك الإسلامية، وحدة إدارة الأوراق المالية الحكومية، وزارة المالية، الجمهورية العربية السورية، 2017/04/08، موقع الإطلاع: <http://www.syrianfinance.gov.sy/assets/files/20033.doc>
24. نبذة عن الاستثمار في السندات، البورصة \_خطوة خطوة\_، 2011، 2017/08/17، موقع الإطلاع: [http://www.egx.com.eg/getdoc/c7047489-59f1-48c2-8b4b-aa3e573949ce/Bonds\\_ar.aspx](http://www.egx.com.eg/getdoc/c7047489-59f1-48c2-8b4b-aa3e573949ce/Bonds_ar.aspx)
25. همسة حنين، الهندسة والإبداعات المالية، منتديات ستار تايمز، 2017/09/06، موقع الإطلاع: <http://www.startimes.com/?t=23539456>
26. بزاز حليلة، المشتقات المالية ' المفهوم، الأهمية، المخاطر ' جامعة الأمير عبد قادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 2017/11/12. <http://www.univ-emir.dz/download/revues/revu-cha/ch1-bezaze-halima.pdf>
27. نبذة عن الأوراق المالية المضمونة بأصول، بورصتي القاهرة والاسكندرية، 2017/11/25، موقع الاطلاع: [http://www.efham.net/Uploads/EfhamElborsa/ABS\\_arabic.pdf](http://www.efham.net/Uploads/EfhamElborsa/ABS_arabic.pdf)
28. نبذة عن الشراء الهامشي، بورصة النيل، مصر، 2016، 2017/08/23، موقع الإطلاع: [http://www.egx.com.eg/getdoc/b4ca8afd-d891-4c8e-99ea-8c6adc42d429/Margin-Trading\\_ar.aspx](http://www.egx.com.eg/getdoc/b4ca8afd-d891-4c8e-99ea-8c6adc42d429/Margin-Trading_ar.aspx)
29. إضاءات مالية مصرفية، المشتقات المالية، نشرة يصدرها معهد الدراسات المصرفية، الكويت، ديسمبر 2010، 2017/09/04. [http://www.kibs.edu.kw/upload/FinancialDerivatives\\_362.pdf](http://www.kibs.edu.kw/upload/FinancialDerivatives_362.pdf)
30. تقرير وطني مقدم وفقاً للفقرة 15 من مرفق قرار مجلس حقوق الإنسان، الدورة الرابعة، الجمعية العامة، جنيف الأمم المتحدة، 2\_13 فيفري 2009. 2017/12/04، موقع الاطلاع: [http://lib.ohchr.org/HRBodies/UPR/Documents/Session4/MY/A\\_HRC\\_WG6\\_4\\_MYS\\_1\\_A.PDF](http://lib.ohchr.org/HRBodies/UPR/Documents/Session4/MY/A_HRC_WG6_4_MYS_1_A.PDF)
31. عبد الحافظ الصاوي، قراءة في تجربة ماليزيا التنموية، العدد 451، ماي، المجلد الثالث، مجلة الوعي الإسلامي، الكويت، 2017/12/09. <http://www.kantakji.com/media/4911/ec-5.doc>

32. النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية في ماليزيا، 2017/12/15، موقع الإطلاع:  
<http://www.kantakji.com/media/7333/b130.pdf>
33. سناء حمد العوض، السودان أرض الفرص (حقائق وأرقام)، وزارة الإعلام، جمهورية السودان، 2011، 2018/07/23، موقع الإطلاع:  
[http://www.mofa.gov.sd/pdf/Sudan-The\\_Land\\_Of\\_Opportunities\\_ar.pdf](http://www.mofa.gov.sd/pdf/Sudan-The_Land_Of_Opportunities_ar.pdf)
34. سياسات بنك السودان المركزي للعام (2017-2018)، 2018/07/25، موقع الإطلاع:  
<https://cbos.gov.sd/ar/content>
35. الصيغ الإسلامية، شركات السودان للخدمات المالية المحدودة، 2018/07/31، موقع الإطلاع:  
<http://www.shahama-sd.com/ar/content/lsg-lslmy>

## 5- البرامج الإلكترونية

1. المجلدات العشرة، موسوعة الدكتور مهاتير محمد (رئيس وزراء ماليزيا).