



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
République Algérienne Démocratique et Populaire

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique
جامعة عباس لغرور - خنشلة -
Université Abbes Laghrou- Khenchela-

Faculté des Sciences Economiques,
Commerciales et des Sciences de Gestion
Département des Sciences de Gestion

كلية العلوم الاقتصادية
والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

الموضوع :

دور الهندسة المالية الإسلامية في إنشاء ودعم السوق المالية الإسلامية
(دراسة حالة السوق المالية الماليزية)

أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في علوم التسيير
تخصص: مالية وتسيير المؤسسة

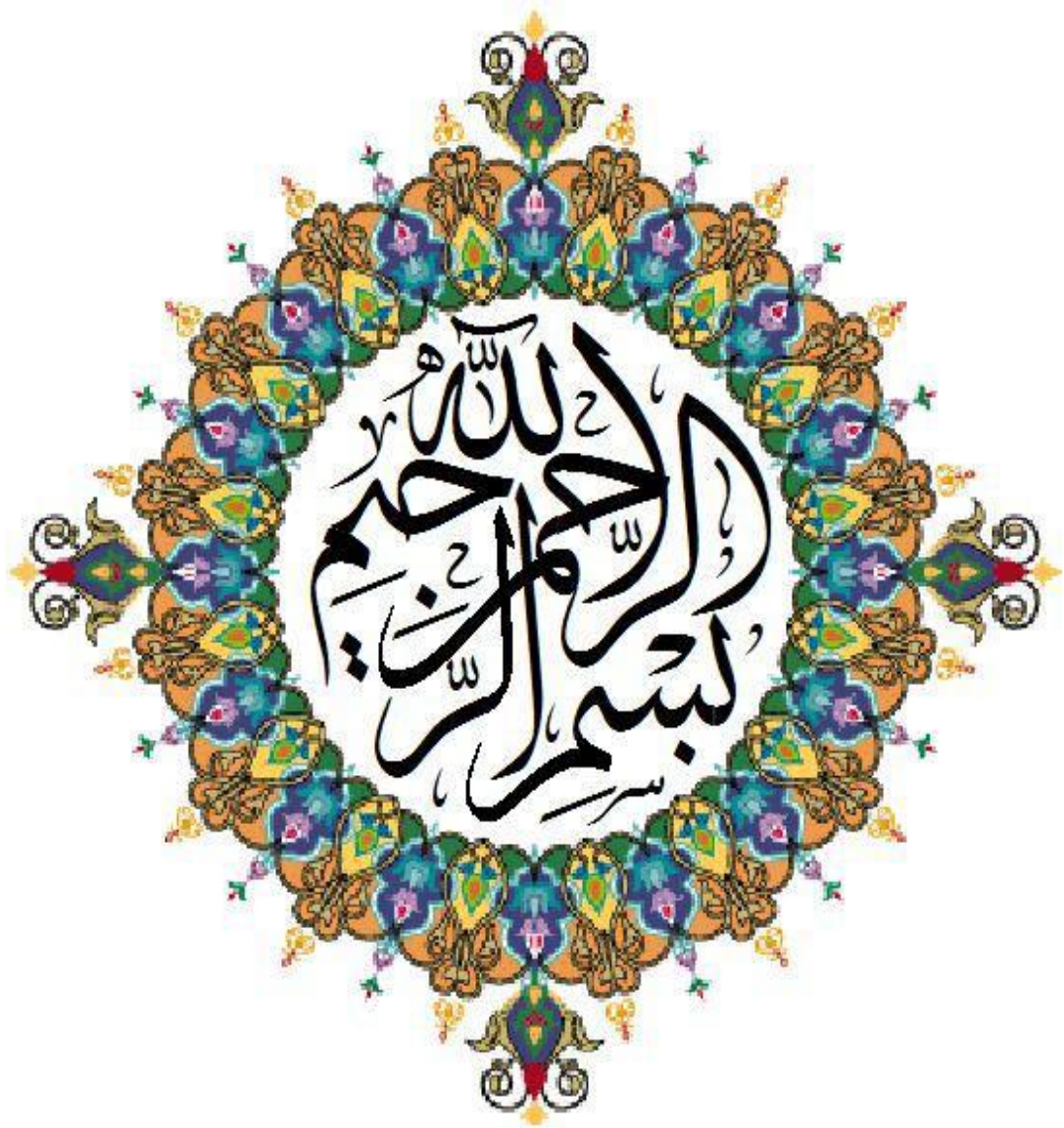
إشراف الأستاذ الدكتور:
بن الطاهر حسين

إعداد الطالب:
مرداسي أحمد رشاد

أعضاء لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الدرجة العلمية	الجامعة الأصلية	الصفة
أ.د. دربوش محمد الطاهر	أستاذ التعليم العالي	جامعة خنشلة	رئيسا
أ.د. بن الطاهر حسين	أستاذ التعليم العالي	جامعة خنشلة	مقررا
د. بن منصور ليليا	أستاذة محاضرة-أ-	جامعة خنشلة	مناقشا
د. بن عباس شامية	أستاذة محاضرة-أ-	جامعة خنشلة	مناقشا
د. بوسالم أبوبكر	أستاذ محاضر-أ-	المركز الجامعي ميله	مناقشا
د. بحوصي مجدوب	أستاذ محاضر-أ-	جامعة بشار	مناقشا

السنة الجامعية: 2017-2018



الآية

وَكُلُوا مِمَّا رَزَقَكُمُ اللَّهُ حَلَالًا طَيِّبًا وَاتَّقُوا اللَّهَ الَّذِي أَنْتُمْ بِهِ مُؤْمِنُونَ

﴿المائدة: الآية 88﴾

التشكرات

الحمد لله ربّي العالمين والصلاة والسلام على أشرف المرسلين، أحمد الله حمدا كثيرا لتوفيقه

لنا لإتمام هذا العمل ونسأله سبحانه وتعالى أن يتقبله ويجعله خالصا لوجهه الكريم

أود أن أعبر عن شكري الخاص لمشرفي البروفيسور بن الطاهر حسين

لتوجيهاته السديدة وملاحظاته القيّمة طيلة فترة البحث

شكر موصول للدكتورة بوطبة صبرينة على العون في تشكيل الأفكار والبناء

لم يكن هذا البحث قد نجح بدون مساندة

كما أتقدم بالشكر للأساتذة الكرام أعضاء لجنة المناقشة لتفضلهم بقبول مناقشة هذه

الأطروحة

الإهداء

خالص الامتنان يذهب إلى أمي أبي

الذان نشأت علي فطرتهما الإسلام

ومن خلاله علّمان أنّه دين جوهرة معاملات أخلاقية

أخي، أخواتي

علي دعمهم و تشجيعهم حين قضيت ساعات طويلة في البحث

كما أقدر مساهمة كل دكتور في الوطن العربي والإسلامي مرتبط بهذه الدراسة وقدم لنا
يد العون وبالأخص الدكتور عبد الكريم أحمد قندوز السعودية والدكتور نجاح أبو الفتوح

مصر والدكتور يونس صوالحي ماليزيا

وللقائمين علي كلية الاقتصاد جامعة عباس لغرور خنشلة

الذين لم أذكر أسماءهم

مساهمتكم محل تقدير كبير

إلى كل مسلم ومسلمة

أحمد رشاد

الملخص:

الملخص باللغة العربية:

دور الهندسة المالية الإسلامية في إنشاء ودعم السوق المالية الإسلامية (دراسة حالة السوق المالية الماليزية)

تتمثل أهمية البحث في موضوع الهندسة المالية الإسلامية والأسواق المالية الإسلامية من خلال أن التنمية الاقتصادية تعتمد في الأساس على الأفكار الجديدة والابتكار لتحقيق التكامل والكفاءة، وتحقيق الهندسة المالية الإسلامية عند طرح منتج مالي شرعي جديد بنجاح تعتمد المؤسسات المالية الإسلامية ويلبي رغبات المستثمرين الباحثين عن هذا النوع من التمويل، وتحضنه السوق المالية الإسلامية الأمر الذي يؤدي لتحقيق أهداف اقتصادية نتيجة الابتكار مما يعزز القدرة على التنافس والتوسع والتكيف مع التغيرات والتحديات التي تواجه الأسواق المالية الإسلامية وتعيق تطويرها وتفعيلها.

وعلى هذا الأساس فإن إشكالية الدراسة تتمثل في السؤال الرئيسي التالي: **كيف تساهم الهندسة المالية الإسلامية في إنشاء ودعم السوق المالية الإسلامية في ماليزيا؟**

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز دور الهندسة المالية الإسلامية في إنشاء ودعم السوق المالية الإسلامية مع دراسة لتجربة السوق المالية الماليزية.

تم تقسيم هذه الدراسة إلى أربعة فصول، ثلاث فصول نظرية وفصل تطبيقي سنحاول من خلاله دراسة السوق المالية الماليزية وعرض تجربتها مع تطبيقات الهندسة المالية الإسلامية فيها.

وتوصلت الدراسة إلى أن الهندسة المالية الإسلامية لها دور في إنشاء سوق مالية إسلامية ودعمها من خلال الابتكار المشروع وتوفير شروط القيام وجودة بعض منتجات الهندسة المالية الإسلامية من حيث الفعالية والهيكله والتطبيق وإنشاء منصات تداول إسلامية وطرق تمويلية حديثة، وقدرت هذه المنتجات على تأمين السوق المالية الإسلامية من خلال التحوط من المخاطر وإدارتها وتحقيق الإستقرار. كما توصلت الدراسة إلى أن الهندسة المالية الإسلامية تقوم على تشجيع البحث العلمي وتطوير التكنولوجيا المستخدمة في الأسواق المالية الإسلامية من خلال البحث الدائم عن الابتكار والإبداع.

الكلمات المفتاحية:

الابتكار المالي، الهندسة المالية، الهندسة المالية الإسلامية، المنتجات المالية الإسلامية، السوق المالية الإسلامية، السوق المالية الماليزية.

Le Rôle de l'ingénierie Financière Islamique Dans l'établissement et le Soutien Du Marché Financier islamique(Étude de Cas Sur le Marché Financier Malaisien)

L'importance de recherche sur le sujet d'ingénierie financière Islamique, des marchés financiers Islamiques par lesquels le développement économique dépend principalement de nouvelles idées et l'innovation pour réaliser l'intégration et l'efficacité, l'ingénierie financière Islamique est réalisée quand le nouveau produit financier légitime

Sur cette base, le problème de l'étude est dans la question principale : **Comment contribuer l'ingénierie financière Islamique dans l'établissement et le support de marché financier Islamique en Malaisie?**

Cette étude est conçue pour mettre en évidence le rôle d'ingénierie financière Islamique dans l'établissement et le support de marché financier Islamique

Avec une étude de l'expérience du marché financier malais.

Cette étude a été divisée dans quatre chapitres, trois chapitres de la théorie de séparation de la demande dont nous essayerons d'étudier le marché financier malais et son expérience avec les demandes financières Islamiques d'ingénierie.

L'étude a conclu que l'ingénierie financière Islamique a un rôle dans l'établissement d'un marché financier Islamique et d'un support par l'innovation du projet et fournir des conditions pour la qualité de quelques produits financiers Islamiques d'ingénierie en termes d'efficacité et la structuration et la demande et l'établissement de plates-formes de commerce Islamiques et les méthodes de financement moderne, a évalué ces produits assurer le marché financier Islamique par la protection de gestion des risques et la stabilité.

L'étude a constaté que l'ingénierie financière Islamique, encourager la recherche et développement scientifique de la technologie utilisée dans les marchés financiers Islamiques par la recherche permanente de l'innovation et la créativité.

Mots-clés: Innovation financière, ingénierie financière, ingénierie financière Islamique, produits financiers Islamiques, marché financier Islamique, le marché financier malaisien.

The Role of the Islamic Financial Engineering in Establishing and Supporting the Islamic Financial Market (Malaysian Financial Market Case Study)

The importance of this research work is the subject of the Islamic Financial Engineering and Islamic Financial Markets in which the economic development depends basically on the basis of new ideas and innovations to achieve integration and efficiency. The Islamic Financial Engineering is achieved when a new Islamic financial product is successfully launched by the Islamic Financial Institutions and fulfills the desires of investors seeking this kind of financing which is embraced by the Islamic Financial Market. Consequently, this situation leads to achieve economic goals as a result of the innovation, and enhance the ability to compete, expand and adapt to the changes and challenges that face the Islamic Financial Markets and hinder their development and activation.

On this basis, the problem of the study consists of the following main question: **How to contribute Islamic Financial Engineering in establishing and supporting the Islamic Financial Market in Malaysia?**

This study aims to highlight the role of the Islamic Financial Engineering in the establishment and support of the Islamic Financial Market with a study of the Malaysian Financial Market's experience. This study is divided into four chapters, three theoretical chapters and a practical one in which we will try to study the Malaysian Financial Market and present its experience with the applications of the Islamic Financial Engineering.

The study found that Islamic Financial Engineering has a role in establishing an Islamic financial market and supporting it through the project innovation, as well as providing conditions for the performance and the quality of some Islamic Financial Engineering products in terms of efficiency, structuring, application, and establishing Islamic trading platforms and modern financing methods Furthermore.

this research study discovered that the Islamic Financial Engineering is based on encouraging scientific research and developing the technology used in the Islamic Financial Markets through the constant search for innovation and creativity.

Key words: Financial innovation, Financial engineering, An Islamic Financial Engineering, Islamic financial products, Islamic Financial Markets, Malaysian Financial Markets.

فهرس الجداول و
الأشكال

فهرس الجداول

الصفحة	منوان الجدول	رقم الجدول
04	أقسام المعاملات المالية في الإسلام	(01، 01)
16	تصنيف الابتكارات المالية	(02، 01)
19	الابتكار وأشكاله عند المسلمين	(03، 01)
24	الفرق بين الهندسة المالية والابتكار المالي	(04، 01)
26	تطور الهندسة المالية الإسلامية	(05، 01)
32	أوجه الاختلاف بين الهندسة المالية والهندسة المالية الإسلامية	(06، 01)
38	الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم والسندات	(07، 01)
43	الفرق بين خيار الشراء وبيع العربون	(08، 01)
80	الأسهم في مقابل السندات	(09، 02)
92-91	أهم الفروق الجوهرية بين المصرف التقليدي والمصرف الإسلامي	(10، 02)
115	حكم كل نوع من أنواع الأوامر وإسقاطها على عقد السمسرة	(11، 02)
143	أوجه الاختلاف بين السوق المالية الإسلامية والتقليدية	(12، 02)
194	الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي حسب نوع النشاط الاقتصادي للفترة (2016-2017) ون (بليون رينغت ماليزي)	(13، 04)
195	تطور بعض المؤشرات الاقتصادية خلال الفترة (2016-2017)	(14، 04)
198	الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي عن طريق الإنفاق للفترة (2016-2017) ون (بليون رينغت ماليزي)	(15، 04)
205	يظهر قائمة البنوك الإسلامية في ماليزيا	(16، 04)
211	حجم المنتجات والأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المتداولة	(17، 04)

	في ماليزيا (جوان-ديسمبر 2017)	
220	حجم المشتقات المالية الإسلامية المتداولة في السوق المالية الإسلامية الماليزية للفترة (2015-2018) ون (بليون رينغت ماليزي)	(04، 18)
230	يوضح منهجية الفحص الشرعي	(04، 19)
234	رسمة السوق الإسلامية في ماليزيا (2015-2016)	(04، 20)
239	حجم الصكوك الإسلامية المتداولة في السوق المالية الإسلامية الماليزية في الفترة (2015-2018) ون (بليون رينغت ماليزي)	(04، 21)
243	حجم صناديق الاستثمار الإسلامية المتداولة في السوق المالية الإسلامية الماليزية (2015-2018) ون (بليون رينغت ماليزي)	(04، 22)
246	التسلسل الزمني لتطور شركات رأس المال المخاطر الإسلامية في السوق المالية الماليزية	(04، 23)

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
13	تصنيف الابتكارات	(01، 01)
15	وظائف الابتكارات المالية	(02، 01)
30	مخطط سير الهندسة المالية الإسلامية	(03، 01)
36	التمويل بالصكوك الإسلامية	(04، 01)
138	الوساطة المالية في الأسواق المالية كما تجرى بين المشاركين	(05، 02)
193	سوق الاستثمار العالمي المستدام	(06، 04)
203	حجم السّوق المالية الماليزية للفترة (2006-2016) و.ن (مليون دولار)	(07، 04)
216	حجم السّوق المالية الإسلامية الماليزية للفترة (2015-2018) ون (بليون رينغت ماليزي)	(08، 04)
237	حجم إصدارات الصكوك الإسلامية بالنسبة لدول وحكومات العالم بواسطة الشركات 2016	(09، 04)
238	إجمالي إصدارات الصكوك العالمية (جانفي 2001 ديسمبر 2016) ون (مليون دولار أمريكي)	(10، 04)
239	الصكوك التي تمت الموافقة على إصدارها في السّوق المالية الإسلامية الماليزية سنة 2016	(11، 04)
240	صكوك المؤسسات المالية الإسلامية الموافق عليها للتداول في السّوق المالية الإسلامية الماليزية سنة 2016 ون (بليون رينغت ماليزي)	(12، 04)
241	توزيع الصكوك الإسلامية في ماليزيا حسب المهنة سنة 2017	(13، 04)
242	حصة ماليزيا من سوق صناديق الاستثمار الإسلامية العالمية سنة 2015	(14، 04)

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
-	الآية
-	الإهداء
-	كلمة شكر
IV	الملخص باللغة العربية
V	الملخص باللغة الفرنسية
VI	الملخص باللغة الإنجليزية
XI	فهرس الجداول
XI	فهرس الأشكال
XI	فهرس المحتويات
المقدمة (أ-ي)	
أ	تمهيد
ب	إشكالية الدراسة
ب	فرضيات الدراسة
ب	حدود الدراسة
ج	أسباب إختيار الموضوع
ج	أهمية الدراسة
ج	أهداف الدراسة

د	منهج الدراسة
د	مصادر الدراسة
د-ح	الدراسات السابقة
ط-ي	هيكل الدراسة
الفصل الأول: أدبيات الهندسة المالية الإسلامية (2-68)	
2	تمهيد
3	المبحث الأول: فقه المعاملات المالية في الإسلام والابتكار المالي
3	المطلب الأول: فقه المعاملات المالية في الإسلام
3	الفرع الأول: موضوع فقه المعاملات المالية
5	الفرع الثاني: خصائص فقه المعاملات في الإسلام
6	الفرع الثالث: مصادر فقه المعاملات المالية
8	المطلب الثاني: فقه المعاملات المالية في شبه الجزيرة العربية قبل مجيء الإسلام وبعده
8	الفرع الأول: المعاملات المالية في شبه الجزيرة العربية قبل مجيء الإسلام
10	الفرع الثاني: المعاملات المالية في شبه الجزيرة العربية في ضوء الإسلام
12	المطلب الثالث: أساسيات الابتكار المالي
12	الفرع الأول: مفهوم الابتكار والإبداع والاختراع
13	الفرع الثاني: مفهوم الابتكار المالي
14	الفرع الثالث: قيمة الابتكار المالي
15	الفرع الرابع: أثر الابتكارات المالية على النمو الاقتصادي
17	المطلب الرابع: الابتكار المالي الإسلامي
17	الفرع الأول: الشريعة والابتكار
17	الفرع الثاني: الابتكار عند علماء المسلمين
18	الفرع الثالث: مفهوم الابتكار المالي الإسلامي
18	الفرع الرابع: أسباب الابتكار المالي الإسلامي
20	المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي للهندسة المالية الإسلامية
20	المطلب الأول: الهندسة المالية

20	الفرع الأول: مفهوم الهندسة والمهندس
21	الفرع الثاني: مفهوم الهندسة المالية
22	الفرع الثالث: تطور الهندسة المالية
22	الفرع الرابع: إعادة الهندسة المالية بعد الأزمة المالية العالمية 2008
23	الفرع الخامس: الحكم الشرعي للهندسة المالية
23	الفرع السادس: الفرق بين الهندسة المالية والابتكار المالي
24	المطلب الثاني: الهندسة المالية الإسلامية
24	الفرع الأول: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية
27	الفرع الثاني: أهمية وأهداف الهندسة المالية الإسلامية
28	الفرع الثالث: أهداف الهندسة المالية الإسلامية
29	الفرع الرابع: البيئة الحاضنة والأطراف المستفيدة من الهندسة المالية الإسلامية
30	الفرع الخامس: الفرق بين الهندسة المالية الإسلامية والهندسة المالية التقليدية
33	المبحث الثالث: منتجات الهندسة المالية الإسلامية
33	المطلب الأول الصكوك الإسلامية
33	الفرع الأول: مفهوم الصكوك الإسلامية
33	الفرع الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية
36	الفرع الثالث: الفرق بين الصكوك الإسلامية والأوراق المالية التقليدية
37	الفرع الرابع: الحكم الشرعي للصكوك الإسلامية
38	المطلب الثاني: المشتقات المالية الإسلامية والتوريق الإسلامي
38	الفرع الأول: المشتقات المالية الإسلامية
44	الفرع الثاني: التوريق الإسلامي
46	الفرع الثالث: الهندسة المالية الإسلامية في التوريق
47	المطلب الثالث: صناديق الاستثمار الإسلامية والمؤشرات المالية الإسلامية
47	الفرع الأول: صناديق الاستثمار الإسلامية
50	الفرع الثاني: المؤشرات المالية الإسلامية
52	المطلب الثالث: بطاقات الائتمان ورأس المال المخاطر
52	الفرع الأول: بطاقات الائتمان

54	الفرع الثاني: رأس المال المخاطر
56	المطلب الرابع: العقود المالية المركبة
57	الفرع الأول: مفهوم العقود المركبة وضوابطها الشرعية
58	الفرع الثاني: أنواع العقود المالية المركبة
61	المبحث الرابع: تأصيل الهندسة المالية الإسلامية
61	المطلب الأول: ضوابط المهندس المالي
61	الفرع الأول: الضوابط الخاصة بالمهندس المالي
61	الفرع الثاني: مفهوم المهندس المالي
62	المطلب الثاني: ضوابط الهندسة المالية الإسلامية
62	الفرع الأول: عدم مخالفة المحاذير الشرعية
63	الفرع الثاني: السلامة من العيوب الشكلية للعقود
63	المطلب الثالث: قواعد هندسة المنتجات المالية الإسلامية
63	الفرع الأول: القيام بهندسة منتجات التمويل بما يحقق هدف التمويل الإسلامي
64	الفرع الثاني: التأكد من مشروعية المنظومة التعاقدية لمنتجات التمويل المستهدف تنفيذها في المؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية
64	الفرع الثالث: الأصالة والابتكار
64	الفرع الرابع: المشاركة أساساً لاستحقاق العائد
65	الفرع الخامس: التزام حدود المخاطرة في المنتجات المالية الإسلامية
65	الفرع السادس: تحقيق الكفاءة الاقتصادية
65	المطلب الرابع: معوقات تطبيق الهندسة المالية الإسلامية
65	الفرع الأول: التحديات المتعلقة بالجوانب المؤسسية
66	الفرع الثاني: التحديات المتعلقة بالجوانب التشغيلية
67	الفرع الثالث: عدم وجود نظام محاسبي إسلامي
67	الفرع الرابع: معوقات أخرى
68	خاتمة الفصل
الفصل الثاني: التأصيل النظري للسوق المالية الإسلامية (70-144)	
70	تمهيد:

71	المبحث الأول: الإطار العام للسوق المالية الإسلامية
71	المطلب الأول: السوق المالية التقليدية
71	الفرع الأول: تعريف السوق والمال
73	الفرع الثاني: الفرق بين الأسواق المالية والبورصة
74	الفرع الثالث: تاريخ الأسواق المالية التقليدية
74	الفرع الرابع: الحكم الشرعي للأسواق المالية التقليدية
75	المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية وأهم الأدوات المالية المتداولة فيها
75	الفرع الأول: أنواع الأسواق المالية من حيث الإصدار والتداول
76	الفرع الثاني: أهم الأدوات المتداولة في السوق المالية التقليدية
81	المطلب الثالث: السوق المالية الإسلامية
81	الفرع الأول: مفهوم السوق المالية الإسلامية في الأدبيات الأجنبية والعربية
82	الفرع الثاني: الأسواق في الجاهلية وفي ضوء الإسلام
84	الفرع الثالث: نشأة السوق المالية الإسلامية
85	الفرع الرابع: خصائص السوق المالية الإسلامية
86	الفرع الخامس: وظائف السوق المالية الإسلامية
87	الفرع السادس: أهمية السوق المالية الإسلامية
88	الفرع السابع: الشروط الشرعية لتحول السوق المالية التقليدية لسوق مالية إسلامية
89	المطلب الرابع: أنواع السوق المالية الإسلامية
89	الفرع الأول: أنواع السوق المالية الإسلامية من حيث نوع الأدوات المتداولة فيها
90	الفرع الثاني: أنواع السوق المالية الإسلامية من حيث الإصدار والتداول
90	المطلب الخامس: مكونات السوق المالية الإسلامية
90	الفرع الأول: الجهاز المصرفي الإسلامي
92	الفرع الثاني: شركات المساهمة العامة وشركات الاستثمار الإسلامي
93	الفرع الثالث: شركات السمسرة وصناع السوق
93	الفرع الرابع: شركات التأمين التعاوني الإسلامي ووكالات التصنيف الائتماني
94	الفرع الخامس: مؤسسات أخرى مشاركة في السوق المالية الإسلامية
96	المطلب السادس: شروط إنشاء السوق المالية الإسلامية

96	الفرع الأول: التشريعات والقوانين
96	الفرع الثاني: الضوابط الشرعية
98	الفرع الثالث: الشروط الفنية لإنشاء السّوق المالية الإسلامية
99	الفرع الرابع: تنوع المنتجات والمؤسسات المالية الإسلامية
100	المبحث الثاني: التنظيم الإداري للسّوق المالية الإسلامية
100	المطلب الأول: إدارة السّوق المالية الإسلامية
100	الفرع الأول: الهيئة الإدارية للسّوق المالية الإسلامية
101	الفرع الثاني: مهام لجنة السّوق المالية الإسلامية
101	الفرع الثالث: اللجان الفرعية للسّوق المالية الإسلامية
102	المطلب الثاني: هيئات الرقابة في السّوق المالية الإسلامية
102	الفرع الأول: مفهوم هيئة الرقابة الشرعية
103	الفرع الثاني: هيئة الرقابة الشرعية
104	الفرع الثالث: أنواع الرقابة الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية
105	الفرع الرابع: أهمية الرقابة الشرعية في تطوير السّوق المالية الإسلامية
106	المبحث الثالث: إجراءات التعامل في الأسواق المالية الإسلامية وأهم تحدياتها
106	المطلب الأول: قيد الأوراق المالية الإسلامية
106	الفرع الأول: نطاق التطبيق والسريان
106	الفرع الثاني: شروط قيد الأوراق المالية في السّوق
107	الفرع الثالث: إجراءات قيد وتعليق الأوراق المالية في السّوق المالية الإسلامية
108	الفرع الرابع: إجراءات تعليق وشطب الأوراق المالية المقيدة في السّوق
109	المطلب الثاني: طرق وأساليب تنفيذ العمليات في السّوق المالية الإسلامية
109	الفرع الأول: أوامر السّوق المالية الإسلامية
111	الفرع الثاني: أنواع أوامر السّوق المالية الإسلامية
113	الفرع الثالث: حكم كل نوع من الأوامر من الناحية الشّرعيّة
116	المطلب الثالث: التسعير وتداول الأوراق المالية في السّوق المالية الإسلامية
116	الفرع الأول: مفهوم التسعير في الفقه الإسلامي
116	الفرع الثاني: آثار التسعير على أداء السّوق المالية الإسلامية

117	الفرع الثالث: طرق تحديد الأسعار في السّوق المالية الإسلامية
120	المطلب الرابع: التحديات التي تواجه السّوق المالية الإسلامية
120	الفرع الأول: صعوبات تواجه عمل السّوق المالية الإسلامية
121	الفرع الثاني: المشاكل التي تواجه إقامة السّوق المالية الإسلامية
122	الفرع الثالث: تحديات أخرى تواجه السّوق المالية الإسلامية
123	المبحث الرابع: أهم الفروقات بين الأسواق المالية التقليدية والأسواق المالية الإسلامية
123	المطلب الأول: الأدوات المتداولة في السّوق المالية التقليدية والإسلامية
123	الفرع الأول: الأدوات المالية المتداولة في السّوق المالية التقليدية
124	الفرع الثاني: الأدوات المالية المتداولة في السّوق المالية الإسلامية
125	المطلب الثاني: مبادئ وضوابط عمل الأسواق المالية الإسلامية والأسواق المالية التقليدية
125	الفرع الأول: مقومات عمل الأسواق المالية الإسلامية وضوابطها
129	الفرع الثاني: صور الانحراف في السّوق المالية التقليدية
133	المطلب الثالث: الوساطة المالية في الأسواق المالية التقليدية والأسواق المالية الإسلامية
133	الفرع الأول: الوساطة المالية في الأسواق المالية المعاصرة
136	الفرع الثاني: الفرق بين فعالية الوسيط المالي في السّوق المالية الإسلامية والوسيط المالي في السّوق المالية التقليدية
136	الفرع الثالث: الوساطة المالية في الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية
139	المطلب الرابع: كفاءة الأسواق المالية التقليدية والأسواق المالية الإسلامية
139	الفرع الأول: كفاءة السّوق المالية التقليدية
140	الفرع الثاني: مستويات كفاءة الأسواق المالية التقليدية
140	الفرع الثالث: كفاءة الأسواق المالية الإسلامية
144	خاتمة الفصل
الفصل الثالث: أثر تطبيق الهندسة المالية الإسلامية على السّوق المالية الإسلامية (146-185)	
146	تمهيد
147	المبحث الأول: دور الهندسة المالية الإسلامية في إنشاء سوق مالية إسلامية
147	المطلب الأول: دور الهندسة المالية الإسلامية في إيجاد سوق مالية إسلامية
147	الفرع الأول: أهمية إيجاد سوق مالية إسلامية

147	الفرع الثاني: القرارات والتوصيات بضرورة بإنشاء سوق مالية إسلامية من خلال الاستثمار الإسلامي
148	الفرع الثالث: دور الهندسة المالية الإسلامية في إقامة السّوق المالية الإسلامية وتطوير أدواتها
149	المطلب الثاني: دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير أدوات سوق رأس المال الإسلامي وإقامة سوق نقدية إسلامية
149	الفرع الأول: محددات الهندسة المالية الإسلامية في تطوير أدوات سوق رأس المال الإسلامي
150	الفرع الثاني: دور الهندسة المالية الإسلامية في إنشاء السّوق النقدية الإسلامية
150	المطلب الثالث: دور الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار منتجات مالية للمؤسسات المالية الإسلامية وتوفير التمويل لها
150	الفرع الأول: دور الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار منتجات مالية للمؤسسات المالية الإسلامية
150	الفرع الثاني: دور الهندسة المالية الإسلامية في توفير التمويل للمؤسسات المالية الإسلامية
151	الفرع الثالث: أهمية التعامل بالشراء بالهامش في قيام سوق مالية إسلامية وتفعيلها
153	المطلب الرابع: دور الهندسة المالية الإسلامية في إنشاء منصات للتداول والتحديث الإلكتروني للسّوق المالية الإسلامية
153	الفرع الأول: منصات التداول الإسلامية
153	الفرع الثاني: دور الهندسة المالية الإسلامية في التحديث الإلكتروني للسّوق المالية الإسلامية
155	المبحث الثاني: أثر منتجات الهندسة المالية الإسلامية على السّوق المالية الإسلامية
155	المطلب الأول: تطبيقات الصكوك المالية الإسلامية على السّوق المالية الإسلامية
155	الفرع الأول: أهمية الصكوك الإسلامية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية
155	الفرع الثاني: دور الصكوك الإسلامية في تفعيل وظيفة السّوق المالية الإسلامية
156	الفرع الثالث: دور الصكوك الإسلامية في تنشيط السّوق المالية الإسلامية
157	الفرع الرابع: دور الصكوك الإسلامية في تجميع وحشد الموارد المالية للسّوق المالية الإسلامية
159	الفرع الخامس: تطبيقات بعض أنواع الصكوك الإسلامية على السّوق المالية الإسلامية
160	الفرع السادس: دور الصكوك الإسلامية في إضافة مؤسسات مالية جديدة للسّوق المالية الإسلامية
161	المطلب الثاني: دور صناديق الاستثمار الإسلامية في فعالية السّوق المالية الإسلامية
161	الفرع الأول: مزايا صناديق الاستثمار الإسلامية

162	الفرع الثاني: دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل السّوق المالية الإسلامية
163	المطلب الثالث: دور منتجات الهندسة المالية الإسلامية في هيكلّة السّوق المالية الإسلامية
163	الفرع الأول: التوريق الإسلامي
165	الفرع الثاني: أثر رأس المال المخاطر الإسلامي وبطاقات الائتمان على هيكلّة السّوق المالية الإسلامية
166	الفرع الثالث: أثر المؤشرات المالية الإسلامية والعقود المركبة على هيكلّة السّوق المالية الإسلامية
167	المبحث الثالث: دور الهندسة المالية الإسلامية في تأمين السوق المالية الإسلامية
167	المطلب الأول: المخاطر في النظام المالي الإسلامي
167	الفرع الأول: مفهوم الخطر في الفكر الإقتصادي والإسلامي وإدارته
169	الفرع الثاني: المخاطر التي تتعرض لها السّوق المالية الإسلامية
173	المطلب الثالث: دور الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر والتحوط منها
173	الفرع الأول: أسباب الحاجة إلى منهج إسلامي لإدارة مخاطر التمويل الإسلامي
174	الفرع الثاني: التحوط من المخاطر باستخدام عقود مسماة في الفقه الإسلامي
175	الفرع الثالث: إدارة المخاطر باستخدام الهندسة المالية الإسلامية
177	الفرع الرابع: التحصين والعقود الموازية
178	الفرع الخامس: الهندسة المالية الإسلامية صمام أمان للأزمات المالية في المستقبل
179	المبحث الرابع: دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير البحث العلمي وتفعيل الابتكارات التكنولوجية وأنظمة التداول في السّوق المالية الإسلامية
179	المطلب الأول: دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير البحث العلمي وتفعيل الابتكارات التكنولوجية في السّوق المالية الإسلامية
179	الفرع الأول: دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير البحث العلمي
181	الفرع الثاني: دور الهندسة المالية الإسلامية في تفعيل الابتكارات التكنولوجية
182	المطلب الثاني: دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير السّوق المالية الإسلامية من خلال عملية إعادة الهندسة
182	الفرع الأول: مفهوم عملية إعادة الهندسة
182	الفرع الثاني: أثر عملية إعادة الهندسة على السّوق المالية الإسلامية
182	المطلب الثالث: دور الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار أنظمة تداول وأنظمة اتصال حديثة

183	الفرع الأول: تعريف أنظمة التداول الإلكتروني
183	الفرع الثاني: دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير نظام للتداول الإلكتروني من منظور إسلامي
183	الفرع الثالث: أثر تطوير نظام للتداول الإلكتروني من منظور إسلامي على السوق المالية الإسلامية
184	الفرع الرابع: دور الهندسة المالية الإسلامية في إنشاء نظام اتصال فعال لدعم وظيفة النقل في السوق المالية الإسلامية
185	خاتمة الفصل
الفصل الرابع: السوق المالية الماليزية (187-247)	
187	تمهيد
188	المبحث الأول: نظرة عامة عن دولة ماليزيا والاقتصاد الماليزي
188	المطلب الأول: نظرة عامة عن دولة ماليزيا
188	الفرع الأول: معلومات أساسية عن البلد
189	الفرع الثاني: التعريف بالنموذج الماليزي وتجربة الانطلاق الاقتصادي في ماليزيا
193	المطلب الثاني: مؤشرات الأداء الاقتصادي
196	المطلب الثالث: عوامل نجاح التجربة الماليزية
196	الفرع الأول: أسباب نجاح التجربة الماليزية
197	الفرع الثاني: العوامل التي ساعدت في نجاح تجربة ماليزيا في التنمية
200	المبحث الثاني: ماهية السوق المالية الماليزية الإسلامية
200	المطلب الأول: الصناعة المالية الإسلامية في ماليزيا
200	الفرع الأول: نشأة وتطور الصناعة المالية الإسلامية في ماليزيا
204	الفرع الثاني: التوجه الإسلامي للنظام المصرفي في ماليزيا
206	الفرع الثالث: دور البنك المركزي الماليزي في دعم صناعة الصيرفة الإسلامية
206	المطلب الثاني: الإطار التشريعي وتعزيزات البنك المركزي الماليزي لتطوير الصناعة المالية الإسلامية
206	الفرع الأول: الإطار التشريعي للعمل المصرفي الإسلامي
209	الفرع الثاني: تعزيزات البنك المركزي الماليزي لتطوير الصناعة المالية الإسلامية

212	المطلب الثالث: مفهوم ونشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا
212	الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا
221	الفرع الثاني: الإطار القانوني والتنظيمي والضريبي للسوق المالية الإسلامية في ماليزيا
222	الفرع الثالث: الهيئات والمراكز المنشأة في ماليزيا لتسهيل إنشاء السوق المالية الإسلامية
223	المطلب الرابع: دور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطوير سوق رأس المال الماليزي والإطار التنظيمي له
223	الفرع الأول: دور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطوير سوق رأس المال الماليزي
227	الفرع الثاني: الإطار التنظيمي للسوق المالية الإسلامية الماليزية
228	المبحث الثالث: منتجات الهندسة المالية الإسلامية وتطبيقاتها في السوق المالية الإسلامية الماليزية
228	المطلب الأول: تنوع وتطوير المنتجات المصرفية الإسلامية
228	الفرع الأول: تنوع المنتجات المالية الإسلامية
228	الفرع الثاني: عملية تطوير المنتجات
229	المطلب الثاني: دور المنتجات والخدمات المالية الإسلامية في تنمية السوق المالية الإسلامية
232	الفرع الأول: بورصة سوق السلع
232	الفرع الثاني: الأسهم المدرجة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية
233	الفرع الثالث: الصكوك الإسلامية ودورها في رسملة السوق المالية الإسلامية
242	الفرع الرابع: صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا
243	المطلب الثالث: مشروع سوق رأس المال المخاطر الإسلامي في ماليزيا
243	الفرع الأول: صناعة رأس المال المخاطر في السوق المالية الماليزية
244	الفرع الثاني: سوق رأس المال المخاطر الإسلامي في ماليزيا مستقبل وأفاق
247	خاتمة الفصل
252-249	الخاتمة
267-250	قائمة المراجع والمصادر
289-273	قائمة الملاحق

المقدمة

تمهيد:

منذ الأزمة المالية العالمية الأخيرة 2008 التي شهدتها الأسواق المالية التقليدية، والتي كانت من أهم أسبابها ممارسات مالية لا أخلاقية نتيجة لأغراض شخصية وضعف لجهاز الرقابة وسوء التوظيف للابتكارات المالية وجب التفكير في بديل يدفع إلى إحداث تغييرات اجتماعية واقتصادية مواتية للمجتمعات وكمثال على ذلك الابتكارات المالية المشروعة التي تعد وليدة للهندسة المالية الإسلامية نتيجة لتصميم وابتكار وتطوير أدوات مالية من منظور إسلامي وإيجاد حلول خلاقية لمشكلات التمويل إذ أنّ النمو الاقتصادي ينسب للتطبيق السليم للابتكارات.

فالهندسة المالية الإسلامية يمكن أن تقدم ابتكارات تساهم في تطوير وتعميق الأسواق المالية وتلبي رغبات المستثمرين المسلمين الذين يمتنعون عن الاستثمار التقليدي القائم على الربا والمحرمات، الأمر الذي سيعمل على تحقيق الاستقرار للاقتصاد وتنميته، نتيجة لاستعداد المؤسسات المالية الإسلامية والمستثمرين المسلمين لدخول للأسواق المالية للاستثمار وتحمل المخاطر.

تعد الهندسة المالية الإسلامية امتداد للهندسة المالية فيما يخص التصميم والتطوير والابتكار لكن وفق مرجعية شرعية وكفاءة اقتصادية واجتماعية، والتي يتطلبها قطاع التمويل وإدارة الأعمال من خلال الآثار الأخلاقية والمالية لهذه الأصول المستحدثة، نتيجة للجمع بين المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية والاجتماعية.

تحتاج ابتكارات الهندسة المالية الإسلامية لبيئة شرعية تحضنها، وسوق إسلامية تكفلها إذ لا يمكن ترويجها وتداولها في السوق المالية التقليدية التي تنطوي على ممارسات وعقود تنتافي والشرعية الإسلامية، كما تحتاج هذه السوق لمنتجات مالية إسلامية لقيامها ونجاحها، بالإضافة لضوابط لممارساتها ومشاركون لتعميرها وهيئات تنظيمية واستشرافية ترعاها لتطويرها وتعميقها وتصحيح انحرافاتهما، كل ما سبق يحتاج لهندسة مالية تنطوي على ابتكارات مدروسة مشروعة تعزز قدرة السوق المالية الإسلامية وتطور معاملاتها وتكيفها مع المخاطر والتحديات.

تزايدت أهمية التمويل بمنتجات الهندسة المالية الإسلامية لاسيما في الاقتصاديات النامية في الشرق الأوسط وجنوب شرق آسيا، وتعد السوق المالية الماليزية من أهم الأسواق المالية التي يتم فيها تداول منتجات الهندسة المالية الإسلامية نتيجة للدعم الحكومي لهذا النوع من التمويل وتوفير شروط قيامه الأمر الذي جعل ماليزيا قبلة للتمويل الإسلامي وللابتكارات المالية الإسلامية.

- إشكالية الدراسة:

من خلال التوطئة السابقة يمكن أن نطرح إشكالية الدراسة في التساؤل الرئيسي التالي:

كيف تساهم الهندسة المالية الإسلامية في إنشاء ودعم السوق المالية الإسلامية الماليزية؟

وتتفرع عن هذه الإشكالية الأسئلة الفرعية التالية:

- ما المقصود بالهندسة المالية الإسلامية وما هو الفرق بينها وبين الهندسة المالية التقليدية؟
- ما هي السوق المالية الإسلامية، وفيما تتمثل ضوابطها ووظائفها ومبادئها؟
- فيما تتمثل مساهمة تطبيق الهندسة المالية الإسلامية في إنشاء السوق المالية الإسلامية؟
- ما هي مقومات ومميزات السوق المالية الماليزية وكيف ساهمت منتجات الهندسة المالية الإسلامية في تطوير السوق المالية الإسلامية فيها؟

-فرضيات الدراسة:

بناء على الإشكالية المطروحة سابقا نضع الفرضية الرئيسية التالية:

- الهندسة المالية الإسلامية تساهم في إنشاء ودعم السوق المالية الإسلامية في ماليزيا من خلال التوظيف السليم للابتكارات المالية المشروعة.

ويندرج ضمن هذه الفرضية الرئيسية الفرضيات الفرعية التالية:

الفرضية الأولى: لا تختلف منتجات الهندسة المالية الإسلامية عن منتجات الهندسة المالية التقليدية وهذا بفضل البيئة الحاضنة والأطراف المشاركة.

الفرضية الثانية: تختلف السوق المالية الإسلامية عن السوق المالية التقليدية من خلال المنتجات المالية المتداولة والضوابط والمبادئ الحاكمة، والكفاءة الإجتماعية والوساطة المالية.

الفرضية الثالثة: تطبيقات الهندسة المالية الإسلامية تساهم في إنشاء ودعم السوق المالية الإسلامية من خلال خصائص منتجاتها المالية التي تجمع بين المرجعية الشرعية والكفاءة الاقتصادية والإجتماعية.

الفرضية الرابعة: لم تعرف تجربة التعامل بالمنتجات المالية الإسلامية في السوق المالية الماليزية نجاحا كبيرا بسبب انحرافها عن تحقيق الأهداف المسطرة لها.

-حدود الدراسة:

في إطار سعينا للإجابة عن الإشكالية المطروحة تم اختيارنا للسوق المالية الماليزية والتي تتكون من سوقين، سوق مالية تقليدية وسوق مالية إسلامية للمقارنة بينهما كحدود مكانية لدراستنا، أما الحدود الزمنية فقد اختلفت من سوق لآخر ولقد كانت الحدود الزمنية كمايلي:

- السوق المالية التقليدية خلال الفترة الممتدة من (سنة 2006م إلى سنة 2018م)؛
- السوق المالية الإسلامية خلال الفترة الممتدة من (سنة 2015م إلى سنة 2018م).

- أسباب اختيار موضوع الدراسة:

- إن اختيارنا لهذه الدراسة يرجع لأسباب ذاتية وموضوعية، يمكن تلخيص أهمها فيما يلي:
- الإسلام ليس فقط دين وعلم مقتصر على المساجد والمنابر ومعاملات اجتماعية بل هو دين يمكن من خلاله بناء نظام مالي يوازي النظام المالي التقليدي بل ويتفوق عليه، وتفوقه هو نجاح لنا كمسلمين؛
- الميل الشخصي لمثل هذه الدراسات التي لها علاقة بالتمويل الإسلامي وفقه المعاملات المالية؛
- مجال البحث في التمويل الإسلامي وفقه المعاملات المالية لا يزال حديثا ويحتاج للمزيد من البحث؛
- حاجة المؤسسات المالية الإسلامية للهندسة المالية الإسلامية من أجل إيجاد حلول لمشاكل التمويل والسيولة بسبب استثناء الفوائد من معاملاتها المالية؛
- التحديات التي تواجهها الأسواق المالية الإسلامية أمام الأسواق المالية التقليدية لحدثة نشأتها وانحصارها في دول معينة؛
- امتناع المستثمرين المسلمين عن الاستثمار في الأسواق المالية التقليدية لاشتمالها للمحرمات كالربا والقمار الأمر الذي يفوت فرص لإقامة استثمارات ضخمة في بلدانهم.

- أهمية الدراسة:

تتمثل أهمية البحث الرئيسية في إبراز دور الهندسة المالية الإسلامية في إنشاء سوق مالية شرعية تضمن حقوق المتعاملين فيها وحمايتهم وتعزيز استقرار الاقتصاد لتحقيق التنمية الاقتصادية، وتكون بديلا كفو للسوق المالية التقليدية ولا تتوقف الدراسة عند هذا الأمر بل تبرز كيف يمكن للهندسة المالية الإسلامية أن تعمل على دعم هذه السوق لتفعيلها وتطويرها من أجل تعميمها وانتشار العمل بها.

- أهداف الدراسة:

يهدف هذا البحث إلى:

- إبراز العلاقة بين الابتكارات المالية والهندسة المالية عموما؛
- إبراز الفرق بين الهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية الإسلامية؛
- بيان الحكم الشرعي لمنتجات الهندسة المالية وتأصيلها الشرعي؛
- تسليط الضوء على مفهوم الهندسة المالية الإسلامية وخصائصها، أهميتها وأهدافها وأهم معوقاتها؛
- بيان منتجات الهندسة المالية الإسلامية وتطبيقاتها؛
- التعريف بالسوق المالية الإسلامية، خصائصها ووظائفها وأهميتها؛
- إبراز الفرق بين السوق المالية التقليدية والسوق المالية الإسلامية؛
- بيان أثر تطبيقات الهندسة المالية الإسلامية على السوق المالية الإسلامية؛

• دراسة السّوق المالية الماليزية ومقوماتها والأطراف المشاركة فيها والمنتجات المالية المشروعة المتداوله بها.

-منهج الدراسة:

للإحاطة بجوانب الموضوع وتحقيق متطلبات الدراسة سنعتمد على المنهج الوصفي لإبراز مختلف المفاهيم المتعلقة بأدبيات الهندسة المالية الإسلامية، كما سنعتمد على المنهج المقارن من خلال مقارنة بين الهندسة المالية الإسلامية والهندسة المالية التقليدية والابتكارات المالية وبين السّوق المالية التقليدية والإسلامية، كما سنعتمد على المنهج التحليلي فيما يخص دراسة تأثير تطبيقات الهندسة المالية الإسلامية على السّوق المالية الإسلامية.

حيث قمنا بالاعتماد على البيانات المالية للسّوق المالية الماليزية لتقييم تجربة هذا السّوق في التعامل بمنتجات الهندسة المالية الإسلامية، وذلك من خلال عرض أهم البيانات المالية للسّوق وأثر الهندسة المالية الإسلامية على حجم السّوق وكفاءته.

-مصادر الدراسة:

لإعداد هذه الدراسة تم الاعتماد على عدة مصادر مختلفة من الأدبيات العربية والأجنبية تمثلت معظمها في المعاجم والكتب والمقالات والأوراق البحثية والتقارير الرسمية التي نُشرت في المجالات المحكّمة الدولية والوطنية أو نُوقشت في الملتقيات والندوات والتي تناولت من قريب أو بعيد موضوع دراستنا، كما تم الاستعانة بمصادر ومراجع من كتب الفقه وكتب المعاملات المالية الإسلامية، ومن المراجع أيضا كتب عن الاقتصاد الإسلامي بالإضافة للمواقع الرسمية للسّوق المالية الماليزية والهيئات الرسمية للسّوق للاستعانة بالإحصائيات والمعلومات والبيانات والتقارير المتعلقة بنشاطه.

- الدراسات السابقة:

فيما يخص الدراسات التي تناولت موضوعي الهندسة المالية الإسلامية والسّوق المالية الإسلامية معا فهي قليلة جدا، وإن وجدت فيتم التطرق لهما بصورة عرضية وربطها بمنتجات محددة دون التوسع في دراستهما، لذلك سنحاول فيما يلي عرض بعض الدراسات السابقة في حدود ما توفر لدينا من مراجع والتي تطرقت من قريب أو بعيد لموضوع دراستنا:

أولا-الدراسات المتعلقة بموضوع الهندسة المالية الإسلامية:

أ-دراسة سامي بن إبراهيم السويلم بعنوان: "صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي"، السعودية، مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، 2000.

تعد هذه الدراسة من أهم المراجع المعتمدة لمعالجة مواضيع الهندسة المالية الإسلامية، قام الباحث من خلالها بتناول الهندسة المالية الإسلامية من عدة جوانب وحدد الكثير من ملامحها وأسسها وأهميتها وحدد الفرق بينها وبين الهندسة المالية التقليدية.

ب-دراسة عبد الكريم أحمد قندوز بعنوان: "الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، بيروت، لبنان، مؤسسة الرسالة، الطبعة الأولى، 2008.

يعد الباحث من أهم الباحثين الذين كتبوا عن الهندسة المالية الإسلامية وهدف في دراسته هذه إلى التعريف بمفهوم الهندسة المالية في المؤسسات المالية الإسلامية، كما هدف من خلال هذا البحث إلى التعرف على واقع هذه الصناعة في بعض البلدان الإسلامية المختارة والتعرف على أهم المخاطر المحيطة بعمل المؤسسات المالية الإسلامية ودور الهندسة المالية الإسلامية في إدارتها، ولقد خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج يمكن تلخيص أهمها فيما يلي:

- يستفيد من وجود صناعة هندسة مالية إسلامية كل الأطراف الحكومة من خلال توفر أدوات تمكنها من تسيير نفقاتها، السلطات النقدية من خلال إيجاد أدوات وعمليات تمويلية تمكن من الحكم في عرض النقود، قطاع الأعمال من خلال توفير أدوات كفاءة اقتصاديا وغير مكلفة؛
- تهدف الهندسة المالية عموما إلى تحقيق مجموعة من الأهداف تتقاطع كلها في ضمان بقاء المؤسسة في عالم الأعمال مستخدمة في ذلك مجموعة من الأدوات والاستراتيجيات الأساسية.

ج-دراسة مرضي بن مشوح العنزي بعنوان: "فقه الهندسة المالية الإسلامية (دراسة تأصيلية تطبيقية)", الطبعة الأولى، شبكة الألوكة، 2015.

هذا الكتاب أصله رسالة دكتوراه في الفقه المقارن مقدمة إلى قسم الفقه في كلية الشريعة والدراسات الإسلامية بجامعة القصيم، هدف الباحث من خلالها لتوضيح التأصيل الشرعي للهندسة المالية الإسلامية وبيان الضوابط الشرعية لها، مع القيام بدراسة لبعض التطبيقات المعاصرة للهندسة المالية الإسلامية. ولقد توصلت الدراسة لجملة من النتائج من أهمها مايلي:

- للهندسة المالية أهداف عظيمة من أهمها إيجاد المؤسسات المصرفية الخالية من المخالفات الشرعية، والتي تمكن من تنفيذ معاملات المسلمين وفقا لمعتقداتهم الدينية؛
- من العوائق أمام الهندسة المالية الإسلامية غياب الكفاءات البشرية التي تتمتع بمعرفة أساسيات العلوم المالية المصرفية، مع الإلمام بالفقه الإسلامي.

د- دراسة مختار بونقاب بعنوان: "دور الهندسة المالية الإسلامية في إدارة مخاطر صيغ التمويل الإسلامي-دراسة حالة بنك البركة الجزائري وعينة من المصارف الإسلامية"، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، عدد 05، ديسمبر 2016.

هدفت هذه الدراسة لتعرف على مختلف المنتجات والأدوات المالية المبتكرة من قبل الهندسة المالية الإسلامية لإدارة مخاطر، وصيغ التمويل بالمصارف الإسلامية كما تم الوقوف من خلال هذه الدراسة

على تطبيقات مخرجات الهندسة المالية الإسلامية في مجال إدارة مخاطر بنك البركة الجزائري والمصارف الإسلامية محل الدراسة.

كما توصلت الدراسة لجملة من النتائج من أهمها:

- تساهم الهندسة المالية الإسلامية في إدارة مخاطر صيغ التمويل ببنك البركة الجزائري، لكن هذه المساهمة تقتصر فقط على صيغ البيوع مثل المرابحة والإجارة، بينما نقل الحلول المطبقة في إدارة مخاطر المشاركة وتندم في مجال المضاربة؛
- بعض الاجراءات التي يعتمدها المصرف في إدارة مخاطره تخالف مبدأ المشاركة في الربح والخسارة.

هـ-دراسة بوطبة صبرينة بعنوان: "مساهمة الهندسة المالية الإسلامية في تحول البنوك الربوية إلى بنوك إسلامية (دراسة تجارب بعض الدول)"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، التخصص اقتصاديات الوساطة المالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2017.

هدفت الباحثة من خلال هذه الدراسة لعرض الإطار العام لعملية تحول البنوك الربوية الى بنوك إسلامية وتحديد معنى المصطلحات المتداولة في هذا المجال، بالإضافة للوقوف على الدور الذي تلعبه الهندسة المالية الإسلامية في عملية التحول من خلال دورها في ابتكار وتطوير الأدوات المالية الإسلامية، فضلا عن قدرتها على تخفيض المخاطر، كما قامت الباحثة أيضا بعرض واقع الصيرفة الإسلامية في كل من الكويت والمملكة العربية السعودية بالإضافة إلى عرض تجارب البنوك تقليدية التي أنمت عملية التحول في كل من الدولتين مع تقييم هذه التجارب.

ولقد توصلت الدراسة لجملة من النتائج من أهمها:

- الهندسة المالية الإسلامية لا تقتصر على عملية ايجاد منتجات مالية جديدة بل هي أيضا عملية تطويع للأدوات القديمة لتحقيق أهداف المؤسسات؛
- الصناعة المالية الإسلامية صناعة راسخة تتسم بالتنوع في خدماتها ومنتجاتها وهذا ما عزز دورها في الاقتصاد العالمي.

و-دراسة عبد الرزاق بلعباس بعنوان: "مراجعة علمية لكتاب فقه الهندسة المالية الإسلامية (دراسة تأصيلية تطبيقية)"، 2017.

أصل هذه الدراسة مراجعة علمية لكتاب فقه الهندسة المالية الإسلامية (دراسة تأصيلية تطبيقية) إعداد مرضي بن مشوح العنزي، قام الباحث من خلال هذه الدراسة بإبراز أهم نقائص هذا الكتاب ونقاط ضعفه وخلصت هذه المراجعة إلى عدة نتائج أهمها الوعي بعدم حيادية الوسائل وضبط مصطلح الابتكار، وتجاوز النخبوية التي ترى أنّ الحلول المالية من اختصاص المهندسين الماليين وفي دراستنا

تغطية لأهم النقائص التي استخلصها الباحث في مراجعته لهذا الكتاب ولموضوع الهندسة المالية بصفة عامة ولم يتم التطرق إليها من قبل.

— Sami Al-Suwailem , **Financial Engineering: An Islamic Perspective**, Islamic Development Bank , vol.9, No.1, Jeddah, Saudi Arabia, Januari, 2007.

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

ثانياً-الدراسات المتعلقة بالسوق المالية الإسلامية:

أ-دراسة نسبة مسعودة بعنوان: "نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال تجربة ماليزيا نموذجاً"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، تخصص نقود وتمويل، جامعة بسكرة، 2012-2013.

هدفت الباحثة من خلال هذه الدراسة للتعريف بالمعايير والضوابط الشرعية التي تشكل عمل سوق رأس المال الإسلامي، وبيان الصيغ الشرعية التي تكتمل بها سوق رأس المال الإسلامي في مسائل الأسهم والصكوك والعقود والمعاملات ثم تحليلها ونقدها من منظور إسلامي، كما قدمت هذه الدراسة مساهمة لتطوير سوق رأس المال الإسلامي بما يجعل منه نموذج قادر على توفير البديل الإسلامي للمعاملات المالية الربوية السائدة في مجتمعاتنا الإسلامية، واستعرضت الباحثة في هذه الدراسة تجربة ماليزيا في إقامة سوق رأس مال إسلامي من خلال الواقع العملي لهذه السوق مع إبراز أوجه الاختلاف بينها وبين نظرية سوق رأس المال الإسلامي، ومدى إمكانية الاستفادة من خبراتها.

ولقد توصلت الدراسة لجملة من النتائج من أهمها ما يلي:

— قام سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا على أساس تقديم البديل الشرعي لسوق رأس

المال التقليدي في ماليزيا، وذلك بتوفير الخدمات المالية الإسلامية؛

— لقد قرّرت اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية بجواز التداول بمؤشر

كوالالمبور للشريعة ومؤشر داو جونز الإسلامي الماليزي طالما كانا متوافقين مع الشريعة.

ب- دراسة محمد الأمين ولد عالي بعنوان: "التنظيم الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية وعلاقة ذلك بمقاصد الشريعة الإسلامية (السوق المالية الإسلامية في ماليزيا والبحرين كمثال تطبيقي)"، سنة 2010.

أصل هذه الدراسة رسالة دكتوراه قام الباحث من خلالها بدراسة مقاصد الشريعة الإسلامية وعلاقتها بالجانب المالي للشريعة الإسلامية، كما قام في هذه الدراسة بعرض للسوق المالي في النظام الاقتصادي الربوي وقارنها بالسوق المالية الإسلامية والبدائل الشرعية، كما تطرق للتنظير الفقهي في مجال إقامة سوق مالية إسلامية والتنظيم القانوني لإقامة سوق مالية إسلامية.

ج-دراسة كتاف شافية بعنوان: "دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف 1، 2013.

وهي عبارة عن رسالة دكتوراه أرادت الباحثة من خلالها توضيح أهمية ومكانة السوق المالية في الحياة الاقتصادية بشكل عام، والتعرف على مختلف الأدوات المالية الإسلامية التي يمكن إصدارها وتداولها في السوق المالية الإسلامية والوقوف على أهم جوانبها وجزئياتها، كما قامت الباحثة بتوضيح مساهمة الأدوات المالية الإسلامية في تفعيل وتنشيط السوق المالية الإسلامية من خلال دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية.

ولقد توصلت الدراسة لجملة من النتائج من أهمها ما يلي:

- ينبغي أن تلتزم السوق المالية الإسلامية بالضوابط الشرعية والأخلاقية بحيث تكون كل الصفقات والمعاملات التي تتم فيها منضبطة بالضوابط الشرعية؛
- نظرا لأهمية وحساسية الدور الذي تقوم به السوق المالية الإسلامية لذلك فهي تخضع لرقابة بعض الجهات والهيئات، على رأسها الهيئة العامة لسوق المال الإسلامي.

د-دراسة يمينة ختروسي بعنوان: "متطلبات إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية بالاعتماد على التجربة الماليزية والبحرينية"، سنة 2017.

أطروحة دكتوراه قامت الباحثة من خلالها بتسليط الضوء على أهمية ربط الأسواق المالية بمبادئ الشريعة الإسلامية لاستنباط سوق مالية إسلامية، كما حاولت اقتراح بعض الأدوات المالية الإسلامية التي تؤدي نفس الدور الذي تؤديه الأدوات المالية التقليدية في الأسواق المالية التقليدية، كما قامت الباحثة بتقييم التجربة الماليزية والبحرينية، ومحاولة الدول العربية الاستفادة منها لإنشاء سوق مالية إسلامية تكون في مستوى كفاءة وأهمية النظام المالي.

ثالثا-الفرق بين الدراسات السابقة ودراستنا:

بناء على ما تقدمت به الدراسات السابقة في كل من موضوع الهندسة المالية الإسلامية وموضوع السوق المالية الإسلامية فإن هذه الدراسة ستكون امتداد للدراسات السابقة بالإضافة إلى أنّ الإضافة العلمية التي جاءت بها دراستنا تتمثل فيما يلي:

- تقديم دراسة للمعاملات المالية التي كانت تجرى قبل الإسلام في شبه الجزيرة العربية وموقف الإسلام منها؛
- تقديم دراسة للهندسة المالية الإسلامية بالصورة التي جاءت في الأدبيات الأجنبية بصورة معمقة؛
- دراسة تفصيلية للابتكارات المالية وعلاقتها بالهندسة المالية؛
- بيان بالتفصيل لمنتجات مالية إسلامية لم يتم التطرق لها في الدراسات السابقة وإبراز دورها في السوق المالية الإسلامية؛
- تنظير للأسواق وممارساتها في الجاهلية في شبه الجزيرة العربية وبعد الإسلام؛
- التوضيح بالتفصيل للفرق بين السوق المالية التقليدية والإسلامية؛
- إبراز جودة بعض المنتجات المالية الإسلامية من حيث الهيكل والفعالية والتطبيق؛
- إبراز دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير البحث العلمي والتكنولوجيا المعتمدة في الأسواق المالية الإسلامية؛
- دراسة للسوق المالية الماليزية لبيان أثر تطبيقات الهندسة المالية الإسلامية على أداء السوق بصورة شاملة.

- هيكل الدراسة:

لمعالجة موضوع الدراسة وللإجابة على تساؤلاتها تم تقسيم هذه الدراسة إلى أربعة فصول وضعت ما بين مقدمة عامة وخاتمة عامة، كما تم تقسيم كل فصل إلى أربعة مباحث ويتمثل مضمون كل فصل من فصول هذه الدراسة فيما يلي:

- **الفصل الأول:** تحت عنوان "أدبيات الهندسة المالية الإسلامية" تم تخصيصه بوجه عام لدراسة فقه المعاملات المالية والمعاملات المالية في شبه الجزيرة العربية قبل الإسلام وللابتكار المالي بصفة عامة والابتكار المالي في الإسلام، كما تناول هذا الفصل الهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية التي جاءت بعد الأزمنة المالية والحكم الشرعي للهندسة المالية التقليدية ومنتجاتها، والفرق بين الهندسة المالية والابتكار المالي، كما تم التطرق للهندسة المالية الإسلامية ومختلف المفاهيم التي جاءت عليها في الأدبيات العربية والأجنبية وخصائصها وأهميتها وأهدافها، كما تم بيان الفرق بين الهندسة المالية التقليدية والإسلامية، و بيان منتجات الهندسة المالية الإسلامية وتم التطرق في هذا الفصل أيضا للمهندس المالي وضوابط عمله وقواعد هندسة المنتجات المالية الإسلامية وختم هذا الفصل بالتطرق لأهم التحديات التي تعيق تطبيق الهندسة المالية الإسلامية؛
- **الفصل الثاني:** والموسوم بـ "التأصيل النظري للسوق المالية الإسلامية" من خلاله تم تقديم السوق المالية التقليدية وتاريخها والتعريف بالأسواق في الجاهلية في شبه الجزيرة العربية وفي الإسلام، كما تم من خلال هذا الفصل بيان وجه الاختلاف بين البورصات والأسواق المالية

والحكم الشرعي للأسواق المالية، كما تم التطرق في هذا الفصل للسوق المالية الإسلامية ومختلف المفاهيم التي جاءت عليها في الأدبيات العربية والأجنبية، كما قدم هذا الفصل بالتفصيل شروط إقامة السوق المالية الإسلامية وأهميتها ووظائفها والمشاركين فيها، وتناول هذا الفصل أيضا تنظيم وإدارة السوق المالية الإسلامية، كما تم إبراز أهم التحديات التي تعيق عمل السوق المالية الإسلامية وتطويرها وقدم هذا الفصل بالتفصيل الفرق بين السوق المالية التقليدية والإسلامية؛

– الفصل الثالث: بعنوان "أثر تطبيق الهندسة المالية الإسلامية على السوق المالية الإسلامية"

من خلاله تم بيان أثر تطبيقات الهندسة المالية الإسلامية على السوق المالية الإسلامية وذلك من خلال دور الهندسة المالية الإسلامية في إنشاء وإقامة سوق مالية إسلامية، كما تم بيان دور منتجات الهندسة المالية الإسلامية في الفعالية والهيكلية والتطبيق للسوق المالية الإسلامية كما تم التطرق من خلال هذا الفصل لدور الهندسة المالية الإسلامية في تأمين السوق المالية الإسلامية من خلال قياس المخاطر والتحوط منها وإدارة الأزمات واستقرار السوق المالية الإسلامية، كما تم التطرق لدور الهندسة المالية الإسلامية ومن خلال الابتكار المشروع في تفعيل البحث العلمي والتطوير وتفعيل التكنولوجيا في السوق المالية الإسلامية وابتكار أنظمة للتداول الإلكتروني؛

– الفصل الرابع: جاء بعنوان: "السوق المالية الماليزية" كدراسة تطبيقية من خلاله تم تقديم نظرة

عامة عن دولة ماليزيا والاقتصاد الماليزي وتجربة الانطلاق الاقتصادي وخطط النمو المعتمدة لتحقيق التنمية في ماليزيا وعوامل نجاح التجربة الماليزية كما تم ومن خلال هذا الفصل التطرق للسوق المالية الإسلامية في ماليزيا والصناعة المالية الإسلامية عموما، كما تم بيان دور البنك المركزي الماليزي في دعم التمويل الإسلامي في ماليزيا والهيئات والمراكز المنشأة في ماليزيا لتسهيل إنشاء سوق مالية إسلامية، كما تم إبراز منتجات الهندسة المالية الإسلامية التي يتم تداولها في السوق المالية الإسلامية في ماليزيا وتطبيقاتها.

الفصل الأول:

أدبيات المنظمة المالية

الإسلامية

تمهيد:

يمكن للمؤسسات المالية أن تحقق ميزة تنافسية من خلال عملية الابتكار المالي الذي يعد عملية لتنفيذ الهندسة المالية بعد مزج العلوم المالية المختلفة والتحليل والتركيب لأفكار جديدة لتلبية رغبات المستثمرين والمنشآت المالية.

حيث تعمل الهندسة المالية على طرح أفكار جديدة في الاقتصاد الأمر الذي من شأنه تعزيز الربحية وفرص النجاح نتيجة لتدفق هذه الأفكار الجديدة التي تشكل الفارق بين المؤسسات المالية المتنافسة في الأسواق المالية، وتعد المعاملات المالية جزء من تفاعل هذه الأفكار لأنها تعالج الواقع المعيشي والحاجات الاقتصادية والابتكارات المالية نتاج هذه التفاعلات والحاجات.

ومن خلال مصطلح الهندسة المالية إنبثق مصطلح الهندسة المالية الإسلامية التي ظهرت جذورها بظهور الإسلام في شبه الجزيرة العربية، وتحريم القرآن الكريم لعدة معاملات مالية إعتاد عليها العرب وكانت تحتل حيزا كبيرا من أسواقهم، فقد عرف المسلمون الأوائل الابتكار والتطوير ووضعوا حلول مبدعة لمشكلاتهم المالية في إطار ظروفهم المعيشية وأوضاعهم الاقتصادية وفق مبادئ فقه المعاملات المالية الذي حدده الإسلام.

قدّمت الهندسة المالية الإسلامية العديد من صيغ التمويل الحديثة والمنتجات المالية المبتكرة التي جمعت بين الكفاءة الاقتصادية والاجتماعية والمرجعية الشرعية والتي ساهمت في تطوير التمويل الإسلامي وانتشار العمل به سواء داخل العالم الإسلامي أو خارجه.

وسنتطرق في دراستنا لهذا الفصل إلى:

المبحث الأول: فقه المعاملات المالية في الإسلام والابتكار المالي؛

المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي للهندسة المالية الإسلامية؛

المبحث الثالث: منتجات الهندسة المالية الإسلامية؛

المبحث الرابع: تأصيل الهندسة المالية الإسلامية.

المبحث الأول: فقه المعاملات المالية في الإسلام والابتكار المالي.

ترتكز المعاملات المالية في الإسلام على مصادر معينة تحدد مسارها وتهذب ممارستها لتحقيق الأهداف الاقتصادية والأبعاد الشرعية، وجاء الابتكار المالي كوسيلة لتمكين المؤسسات المالية من مواجهة المخاطر المختلفة وتحقيق الاستراتيجيات المحددة التي تتعلق باقتصاديات المال والأعمال ويختلف الابتكار المالي التقليدي عن الإسلامي بداية من وسيلة التنفيذ وصولاً للمؤسسات والأطراف المستهدفة والبيئة الحاضنة والأهداف المنشودة.

المطلب الأول: فقه المعاملات المالية في الإسلام.

يرى الباحث عبد الرزاق سعيد بلعباس أنّ المجتمعات هي التي تشكل الحلول المالية التي تتناسب مع احتياجاتها بعيداً عن القراءة النخبوية التي تقرر أنّ الحلول المالية يجب أن تأتي من قبل مجموعة منتقاة من المهندسين الماليين، حيث ذهب البعض في القول بحسبه أنّ الفقهاء يقومون بجهود جبارة في البحث عن أدوات جديدة مبتكرة¹.

وأنا أتفق مع الباحث في قوله لأنّ الحلول المالية وليدة الحاجات الآنية والظروف المحيطة التي تخلفها عدة عوامل واعتبارات ولا يمكن لأي كان مهما كانت صفته ابتكار حلول مالية لمجتمعات لم ينتمي إليها ولم يعيش واقعا ويخضع لقوانينها الاقتصادية والسيادية ويعيش ظروفها الاجتماعية.

الفرع الأول: موضوع فقه المعاملات المالية.

سنبتدأ هذا الجزء من الدراسة بالتعريف بالمعاملات المالية عامة و فقه المعاملات المالية في الإسلام وأقسامه.

أولاً-تعريف المعاملات المالية:

"هي مجموعة المبادلات والمعوضات المالية التي تتكون بين طرفين وقد جمعت نظيراً لتعدد أنواعها فإن كانت ثمناً بئمن، سميّ صرفاً وإن كانت ثمناً بئمون سميّ بيعاً مطلقاً، وإن كانت عينا بذمة سميّ سلماً، وإن كانت على الخيار سميّ بيع خيار، وإن كان على المرابحة سميّ بيع مرابحة، وإن كان على الزيادة سميّ بيع مزايده²."

ثانياً- فقه المعاملات المالية:

" فقه المعاملات المالية هي الأحكام المنظمة لتعامل الناس مع بعضهم البعض في مجال المال ويستند هذا الإطلاق على تفسييم الفقه إلى عبارات ومعاملات مالية، ومناكحات (الأحوال الشخصية) وعقوبات وعلاقات دولية وغير ذلك"³.

¹ عبد الرزاق سعيد بلعباس، "مراجعة علمية لكتاب فقه الهندسة المالية الإسلامية: دراسة تأصيلية تطبيقية"، السعودية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الإقتصاد الإسلامي، المجلد 29، العدد 03، أكتوبر 2016، ص: 284.

² سعد الدين محمد الكبي، "المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الإسلام"، بيروت، لبنان، المكتب الإسلامي للطباعة والنشر، الطبعة الأولى، 2002، ص: 16.

³ محمد عثمان شبير، "المدخل إلى فقه المعاملات المالية-المال-الملكية-العقد"، الأردن، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، 2010، ص: 12.

أي أنّ المعاملات المالية الشرعيّة معاملات تحكمها العقود المحكمة شرعياً وفقهياً والالتزامات التي تحقق المرجعية الشرعيّة والكفاءة الاقتصادية والاجتماعية لصاحبها.

ثالثاً-أقسام فقه المعاملات المالية:

تنقسم المعاملات المالية الشرعيّة إلى أربعة أقسام:

1-عقود المعاوضات:

وهي: إما بيع، وإما إجارة، وإما جعالة.

- فالبيع: بذل مال بمال؛
- الإجارة: بذل منفعة بمال؛
- الجعالة: بذل مال بمنفعة.

2-عقود الإرفاق:

القرض، العاريّة.

- فالقرض: دفع مال بمال لمن يطلبه ويردّ بدله حين الميسرة؛
- العاريّة: إباحة نفع عين تبقى بعد إستيفائه.

3-عقود التبرعات:

الهبة، الهدية، الوقف.

- فالهبة، والهدية أنواع من البر متقاربة يجمعها تملك عين بلا عوض فإن تمخّض فيها طلب القرية إلى الله تعالى بإعطاء محتاج فهي صدقة، وإن حملت لمكان المهديّ إليه إعضاماً له وإكراماً وتودداً فهي هدية وإلا فهي هبة؛
- الوقف: حبس عين لا تزول منفعتها على التأييد على جهة القرية.

4-عقود الائتمان:

منها: الوديعة وهي المال المدفوع لمن يحفظه بلا عوض¹.

وما يخرج عن المعاملات السابقة الذكر في المبدأ والكيف يعتبر مخالف للشريعة الإسلامية.

الجدول رقم (01،01): أقسام المعاملات المالية في الإسلام.

عقود المعاوضات	عقود الإرفاق	عقود التبرعات	عقود الائتمان
البيع	القرض	الهبة	الوديعة
الإجارة	العاريّة	الهدية	
الجعالة		الوقف	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على ما سبق.

¹ سعد الدين محمد الكبي، مرجع سبق ذكره، ص: 23، 24.

الفرع الثاني: خصائص فقه المعاملات في الإسلام.

الإسلام لديه نظرتة الخاصة في تحكيم المعاملات المالية الشرعية ولا بد للباحث في هذا المجال أن يلم بالضوابط والأحكام الشرعية فيما يخص المعاملات المالية لكي يتمكن من التعامل مع القضايا المعاصرة.

أولاً-ريانية الهدف:

يهدف فقه المعاملات إلى سد حاجات الفرد والمجتمع الدنيوية، طبقاً لشرع الله تعالى الذي استخلف الإنسان في التصرف في المال والإنتفاع به، فالمسلم يدرك أن المال ملك الله عز وجل، فيكون إرضاء مالك المال سبحانه وتعالى هدفا يسعى إليه المسلم في نشاطه الاقتصادي¹، لقوله تعالى ﴿ وَسَيُجَنَّبُهَا الْأَتْقَى الَّذِي يُؤْتِي مَالَهُ يَتَزَكَّى وَمَا لِأَحَدٍ عِنْدَهُ مِنْ نِعْمَةٍ تُجْزَى إِلَّا ابْتِغَاءَ وَجْهِ رَبِّهِ الْأَعْلَى وَلَسَوْفَ يَرْضَى ﴾².

ثانياً-فقه المعاملات يقوم على أساس المبادئ العامة:

يشترك فقه المعاملات مع الشريعة الإسلامية في أن مصدرهما واحد هو القرآن الكريم والسنة النبوية غير أن فقه المعاملات يقوم في تشريعه وحكمه على المبادئ والقواعد الكلية المتعارف عليها في التعامل مع ترك مجال للعلماء للاجتهاد والبحث.

ثالثاً-الأصل في المعاملات من عقود وشروط الإباحة:

بالنسبة لتحريم المعاملات لا يتم تحريمها إلا بنص صريح واضح عدا ذلك فهو مباح وذلك بعد عرضها على ما جاء في القرآن الكريم والسنة النبوية ومقاصد الشريعة وأصحاب الإختصاص في الاقتصاد، قال تعالى ﴿ قُلْ أَرَأَيْتُمْ مَا أَنْزَلَ اللَّهُ لَكُمْ مِنْ رِزْقٍ فَجَعَلْتُمْ مِنْهُ حَرَامًا وَحَلَالًا قُلْ اللَّهُ أَدْنَىٰ لَكُمْ أَمْ عَلَى اللَّهِ تَفْتَرُونَ ﴾³.

رابعاً-فقه المعاملات مبني على مراعاة العلل والمصالح:

معظم المعاملات في الإسلام غير تعبدية، أو مضبوطة المعنى، أو معللة بعلة معينة يدركها المكلف كذلك فيما يخص المعاملات التي لا تكون فيها مصلحة، فإذا كانت فيها مصلحة كالقرض لما له من أثر على المعسر والمحتاج فهي جائزة، عكس البيع لما له من مقاصد تحقيق أرباح وما يسبقه من تجاوزات كالمشاحنة والمغالبة بقوله تعالى ﴿ لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ ﴾⁴.

¹ علي أحمد السالوس، "الإقتصاد الإسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة"، الدوحة، قطر، مؤسسة الريان للطباعة والنشر والتوزيع، دار الثقافة، الجزء الأول، 1998، ص: 29.

² سورة الليل، الآية 17.

³ سورة يونس، الآية 59.

⁴ سورة النساء، الآية 29.

خامسا- فقه المعاملات يجمع بين الثبات والمرونة:

توجد أحكام في الشريعة الإسلامية ثابتة لا يتغير الحكم فيها في جميع الأحوال والأزمنة، لقيام الالتزام مثل التراضي الموجود في العقود وحتمية الوفاء بها، كذلك بالنسبة لتحريم الغش والاحتكار والغرر وغيرها من المعاملات المحرمة، أما تلك الأحكام التي تستند للاجتهاد والأعراف تتغير بتغير الظروف والمسائل مثل النقود في الماضي، كان يتم تقييم السلع بالذهب والفضة ومع التقدم أصبحت النقود الورقية شرعية ولو لم تكن من الذهب والفضة¹.

سادسا- الرقابة المزدوجة:

عندما يصنع أي نظام بشري مبادئه وقوانينه فإنّ التطبيق يحتاج إلى جهاز الرقابة، ويستطيع الناس مخالفة هذا النظام ما داموا بعيدين عن أعين الرقابة.

أما في فقه المعاملات الإسلامية فإنّ النشاط الاقتصادي يخضع لرقابتين، رقابة بشرية ورقابة ذاتية والرقابة البشرية وجدناها بعد هجرة الرسول صلى الله عليه وسلم، وعندما فتحت مكة أرسل من يراقب أسواقها، وحتى هنا ظهر المحتسب* لمراقبة النشاط الاقتصادي².

الفرع الثالث: مصادر فقه المعاملات المالية:

وفيما يلي أهم المصادر التي تستمد المعاملات المالية الشرعية منها أحكامها ومرجعيتها الشرعية.

أولا- القرآن الكريم:

القرآن هو كلام الله تعالى، المنزل على رسوله محمد صلى الله عليه وسلم معجزة له، المكتوب بين الدفتين والمحفوظ في الصدور، والمقروء بالأسنة، المنقول عنه صلى الله عليه وسلم، نقلا متواترا بدون شبهة، المبدوء بسورة الفاتحة، والمختوم بسورة الناس³.

يعد القرآن الكريم المصدر الأول للأمة الإسلامية، تستمد منه جميع أحكامها في جل العلوم والجوانب المختلفة لهذه الدنيا خاصة الاجتماعية والاقتصادية، وهو المصدر الذي يحدد لها ضوابط وأحكام معاملاتها المالية.

¹ محمد عثمان شبير، "المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي"، عمان، الأردن، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة السادسة، 2007 ص: 18-22.

* المحتسب: هو الذي يقوم بالعمل الخيري تطوعا بغير مقابل ولا يريد إلا ابتغاء مرضاة الله تعالى، والحسبة هي وظيفة وأحيانا يطلق عليها الحسبة، كانت تقوم بتطوع من الذين يؤدون تطبيق القاعدة الأمر بالمعروف والنهي عن المنكر ودون مقابل، أي انهم يقومون بها احتساباً لوجه الله.

² علي أحمد السالوس، مرجع سبق ذكره، ص: 31.

³ سعد الدين محمد الكبّي، مرجع سبق ذكره، ص: 73.

ثانياً- السنة النبوية:

هي ما صدر عن النبي صلى الله عليه وسلم غير القرآن من قول أو فعل أو تقرير أو صفة أو عمل وهي المصدر الثاني للمعاملات المالية، وهي حجة على جميع المسلمين لقوله تعالى ﴿وَمَا آتَاكُمُ الرَّسُولُ فَخُذُوهُ وَمَا نَهَاكُمُ عَنْهُ فَانْتَهُوا وَاتَّقُوا اللَّهَ إِنَّ اللَّهَ شَدِيدُ الْعِقَابِ﴾¹.

ثالثاً- الإجماع:

هو إتفاق المجتهدين من الأمة الإسلامية في عصر من العصور بعد وفاة الرسول صلى الله عليه وسلم على حكم شرعي لواقعة من الواقع، وهو المصدر الثالث من مصادر فقه المعاملات وهو حجة على جميع المسلمين، لقوله تعالى ﴿وَمَنْ يُشَاقِقِ الرَّسُولَ مِنْ بَعْدِ مَا تَبَيَّنَ لَهُ الْهُدَىٰ وَيَتَّبِعْ غَيْرَ سَبِيلِ الْمُؤْمِنِينَ نُوَلِّهِ مَا تَوَلَّىٰ وَنُصَلِّهِ جَهَنَّمَ وَسَاءَتْ مَصِيرًا﴾².

والإجماع نوعان: صريح وسكوتي، فالصريح أن يتفق مجتهدوا العصر على حكم واقعة بإيداء كل منهم رأيه بفتوى أو قضاء، أما الإجماع السكوتي فهو أن يصدر من بعض المجتهدين رأي في واقعة ويشتهر أمره ولا يعرف لبقية المجتهدين رأي موافق أو مخالف، ومن الأمثلة على الإجماع في فقه المعاملات المالية، إجماع المجتهدين العلماء على تحريم الربا³.

رابعاً- القياس الصحيح:

هو الذي وردت به الشريعة الإسلامية وهو الجمع بين المتماثلين والتفريق بين المختلفين، مثل أن تكون العلة التي علق بها الحكم في الأصل موجودة في الفرع من غير معارض في الفرع يمنع حكمها وكل هذا القياس لا تأتي الشريعة بخلافه قط، وكذلك القياس بنفي الفارق وهو: أن لا يكون بين الصورتين فرق مؤثر في الشرع، ومنها قياس الشمول، وهو أن ينص الجمهور على تعليق الحكم بمعنى كلي، ثم ينظر في ثبوته في بعض الأنواع كتحريمه للخمر والميسر، فيبقى النظر في بعض الأنواع الأخرى هل هي خمر أم ميسر؟ وللقياس أربعة أركان هي: الأصل، الفرع، الحكم، العلة⁴، وهناك من يعتبر القياس أنه هو الاجتهاد.

خامساً- المجاميع الفقهية:

المجاميع الفقهية المعاصرة المحلية أو الدولية، ومثال عن هذه المجاميع مجمع الفقه الإسلامي الدولي بجدة المنبثق من منظمة التعاون الإسلامي*، وهو يضم الدول الأعضاء في المنطقة ويمثلها فيه أبرز علمائها، وهو أكبر تجمع فقهي علمي، كذلك مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي بمصر الذي يختص بالدراسات الاقتصادية الإسلامية.

¹ سورة الحشر، الآية 07.

² سورة النساء، الآية 115.

³ محمد عثمان شبير، "المدخل إلى فقه المعاملات المالية-المال-الملكية-العقد"، مرجع سبق ذكره، ص ص: 58-68.

⁴ سعد الدين محمد الكبّي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 91-92.

* منظمة التعاون الإسلامي: وكانت تعرف سابقاً بإسم منظمة المؤتمر الإسلامي هي منظمة دولية تجمع سبعة وخمسين دولة، وتصف المنظمة نفسها بأنها "الصوت الجماعي للعالم الإسلامي" وإن كانت لا تضم كل الدول الإسلامية وأنها تهدف لحماية المصالح الحيوية للمسلمين.

تقوم هذه الهيئات على بحث القضايا والمعضلات المستجدة في المعاملات المالية التي تتم على مستوى المراكز المالية المعروفة عن طريق وضع الأحكام الشرعية لها بالرجوع لكتابات الفقهاء والعلماء المتخصصين في هذا الشأن ثم عرضها أيام ملتقيات هذه الجامعات المختصة لمناقشتها والخروج بأحكام وتوصيات وقرارات بشأنها¹.

المطلب الثاني: فقه المعاملات المالية في شبه الجزيرة العربية قبل مجيء الإسلام وبعده.

من أهم التوصيات التي خرج بها الباحث عبد الرزاق سعيد بلعباس في مراجعته لكتاب فقه الهندسة المالية الإسلامية دراسة تأصيلية تطبيقية²، ضرورة إضافة دراسة للمعاملات المالية في شبه الجزيرة العربية قبل الإسلام لبيان أن المجتمعات هي التي تبتكر الحلول المالية التي تتناسب مع احتياجاتها بعيداً عن القراءة النخبوية.

عندما قدم الإسلام إلى شبه الجزيرة العربية وجد نظام مالي قائم وفق الظروف الاجتماعية التي كانت قائمة ذلك الزمان، وكانت مكة مركز التجارة في شبه الجزيرة العربية لعدة أسباب أهمها أنها كانت في موقع استراتيجي يربط الشرق بالغرب، وكانت التجارة والمعاملات المالية في الجاهلية تتم وفق صور معينة للتجارة في السوق تأطرها عادات وتقاليد وتخضع لسلطة سادة القبيلة ونظرائها.

الفرع الأول: المعاملات المالية في شبه الجزيرة العربية قبل مجيء الإسلام.

سنعرض في هذا الجزء أهم المعاملات المالية التي كانت سائدة في الجاهلية.

أولاً- معاملات الربا:

كانت أهم معاملات العرب المالية في الجاهلية الربا، والربا الذي كانت العرب تعرفه وتفعله إنما كان قرض الدراهم والدنانير لأجل بزيادة مقدار ما إستقرض على ما يتراضون به، ولم يكونوا يعرفون البيع بالنقد إذا كان متفاضلاً من جنس واحد، وكان هذا هو المتعارف المشهور عندهم، ولم يكن تعاملهم بالربا إلا على هذا الوجه من قرض الدراهم والدنانير إلى أجل مع شرط الزيادة، وبدلاً عليه أن العرب لم تعرف من الربا بيع الذهب بالذهب والفضة بالفضة نساء.

وكانت منطقة الطائف مقر قبيلة ثقيف من أهم القبائل المعروفة في الجاهلية تعاملوا بالربا، خاصة في معاملاتها مع أهل مكة وقرى الحجاز وتتبادل التجارة معهم، والتي كانت أكثرها تتم عن طريق القروض الربوية، لا سيما أن جالية كبيرة من اليهود كانت تقيم بالطائف، هاجرت إليها بعد طردها من اليمن ولم تكن لها صناعة إلا الإقراض بالربا لأهل الطائف وما حولها روي أن ثقيف عند دخولهم الإسلام سألوا

¹ علي محمد أحمد أبو العز، "دور علماء الشريعة في نهضة المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية"، سوريا، منشورات مركز أبحاث الفقه المعاملات الإسلامية، 2015، ص: 47.

² عبد الرزاق سعيد بلعباس، مرجع سبق ذكره، ص: 274.

الرسول صلى الله عليه وسلم أن يسلموا على تحليل الزنا والربا وشرب الخمر، فأبى ذلك عليهم فرجعوا إلى بلادهم ثم عادوا راغبين في الإسلام¹.

ثانياً- القمار:

" كل لعب يشترط فيه غالباً أن يأخذ الغالب شيئاً من المغلوب، وحقيقتة المراهنة على غرر محض وتعليق للملك على الخطر في الجانبين، وعرفه ابن تيمية بأنه "أخذ مال الإنسان، وهو على مخاطرة هل يحصل له عوض أو لا يحصل".

ثالثاً- الميسر:

الميسر قمار العرب في الجاهلية بالأزلام*، فقد قال ابن عباس: "كان الرجل في الجاهلية يخاطر الرجل" على أهله وماله فأيهما قمر صاحبه ذهب بماله وأهله".

رابعاً- المراهنة:

" بمعنى القمار، وهي أن يتبارى شخصان على شيء يكون أو لا يكون، فمن تحقق قوله فله من الآخر كذا، وقال أهل الإختصاص وعلماء الشريعة أن الميسر هو القمار"².

خامساً- معاملات الغرر:

لم يتمكن علماء الشريعة من وضع تعريف دقيق للغرر، ولكن يمكن تعريفه في إطار المعاملات المالية أنه التبادل الذي يقع بين شخصين والهدف منه كسب الأرباح المالية، وفي إطار فقه المعاملات المالية هو معاوضة بقصد الربح³، وكان يتم التعامل به بدرجة كبيرة في شبه الجزيرة العربية وفي الجاهلية.

مرّ تحريم الميسر بمراحل مشتركة مع تلك التي مر بها تحريم الخمر، فنزل قوله تعالى: ﴿يَسْأَلُونَكَ عَنِ الْخَمْرِ وَالْمَيْسِرِ قُلْ فِيهِمَا إِثْمٌ كَبِيرٌ وَمَنَافِعُ لِلنَّاسِ وَإِثْمُهُمَا أَكْبَرُ مِن نَّفْعِهِمَا﴾⁴ وليس فيه نص بالتحريم لكنه بيان لرجحان مفسد الخمر والميسر، ثم نزل قوله تعالى: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِنَّمَا الْخَمْرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْلَامُ رِجْسٌ مِّنْ عَمَلِ الشَّيْطَانِ فَاجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ﴾⁵ وبه حرّم الميسر تماماً.

ويمكننا تحديد وقت تحريم الميسر من خلال معرفة وقت تحريم الخمر، فالخمر حرمت سنة أربع للهجرة على الأرجح، فيكون هذا هو وقت تحريم الميسر، أما الربا فكان ابتداء تحريمه في غزوة أحد

¹ علي حسن عبد القادر، "دراسات في الاقتصاد الإسلامي والمعاملات المعاصرة"، غزة، فلسطين، دار المال الإسلامي، الطبعة الثانية، 1980، ص: 42.

* الأزلام: هي سهام صغيرة كان أهل الجاهلية يكتبون على بعضها فعل، وعلى بعضها لا تفعل ويضعونها في كيس، فإذا أراد المرء حاجة أدخل يده في الكيس لإخراج واحد منها فإذا وجد المكتوب عليها "افعل" مضى في حاجته، وإذا وجد العكس لم يمض في حاجته.

² محمد عثمان شبير، "المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي"، مرجع سابق، ص: 101.

³ Sami Al-Suwailem, "Towards An Objective Measure Of Gharar In Exchange," Islamic Economic Studies Vol. 7, Nos. 1 & 2, Islamic Research and Training Institute, Jeddah, Saudi Arabia, Oct. 1999, Apr. 2000, p: 61.

⁴ سورة المائدة، الآية 219.

⁵ سورة المائدة، الآية 90.

وكانت في السنة الثالثة للهجرة، فيكون البدء بتحريم الربا سابقا لتحريم الميسر لقوله تعالى ﴿ وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا ﴾¹.

وهذا الترتيب هو مقتضى الحكمة، لأنّ الربا أشدّ ضررا وأكثر خطورة من الميسر، فالبدء به أولى كما أنّ تحريم الربا يمهد لتحريم الميسر لأنّ كثيرا من المقامرات يتم تمويلها بالقروض الربوية، فيكون تحريم الربا تجفيفا لمنبع مهم من منابع الميسر.

وقد ذكر العلماء أنّ الربا أشدّ تحريما من الغرر، ولهذا يغتفر يسير الغرر لكن لا يغتفر يسير الربا وإذا كان كذلك كان من المناسب البدء بتحريم الربا أولا².

الفرع الثاني: المعاملات المالية في شبه الجزيرة العربية في ضوء الإسلام.

سنذكر في هذا الجزء أهم المعاملات والتكاليف المالية التي جاء بها الإسلام في شبه الجزيرة العربية.

أولا- الزكاة:

هي واحدة من الركائز الخمس الذي جاء بها الإسلام وتعدّ أمرا رئيسيا في النظام الاقتصادي الإسلامي وهي إلزامية وتفرض على الثروة المتزايدة وفق لشروط محددة وفي وقت معين³، وكانت الزكاة أول واجب مالي يفرض في الإسلام، لقوله تعالى ﴿ وَقُولُوا لِلنَّاسِ حُسْنًا وَأَقِيمُوا الصَّلَاةَ وَآتُوا الزَّكَاةَ ﴾⁴.

ثانيا- الجزية:

وهي " المال المأخوذ من أهل الذمة كل عام مقابل بقائهم في دار الإسلام، وحقوقهم المكتتبة بعد الذمة وهي تصرف مصرف الفيء، وتتخذ من الذكور البالغين العقلاء مرّة واحدة كل سنة وليس لها مقدار محدّد، وإنّما تقديرها يعود إلى إجتهد الحاكم بما لا يؤدي إلى ظلم وحيف وإجحاف"⁵.

ثالثا- العشور (الرسوم الجمركية):

" وهي عبارة عن نسبة مئوية من قيمة سلعة مقومة بمبلغ مالي يناسب هذه النسبة يفرضه الحاكم أو ولي الأمر على السلع والتجارات عموما التي تدخل وتتم في بلاد المسلمين".

رابعا- الخراج:

" فريضة مالية على الأرض الزراعية تدفع للدولة مقابل الإنتفاع بها، وقد ظهر الخراج كمورد رئيسي من موارد بيت المال، ومع إتساع الفتوحات في عهد عمر بن الخطاب رضي الله تعالى عنه، عندما طبق

¹ سورة البقرة، الآية 275.

² سامي بن إبراهيم السويلم، " فقه التدرج في تطبيق الاقتصاد الإسلامي"، فقه المعاملات المالية، السعودية، فيفري 2007، ص: 30.

³ Abdelhamid El ghazali, "Man id the Basis of the islamic Strategy for Economics Development," Islamic Economics Translation series No.1 First Edition, Islamic Development Bank, Jeddah, Saudi Arabia, 1994, p: 48.

⁴ سورة البقرة، الآية 83.

⁵ علي محي الدين علي القره داغي، "بحوث في فقه المعاملات المالية المعاصرة"، بيروت، لبنان، دار البشائر الإسلامية، الطبعة الأولى، 2001، ص: 43.

السياسة المالية في عدم توزيعها بين الفاتحين وإبقائها بيد أصحابها وفرض الخراج عليها لتبقى مصدرا مستمرا لتغطية النفقات المتزايدة، وقد كان للخراج دور مهم في تمويل النفقات العامة في الدولة الإسلامية¹.

خامسا-الغنيمة والفيء:

الغنيمة في فقه المعاملات المالية هي " المال الذي يقع من الأعداء بالقتال ويكون أمره إلى الرسول صلى الله عليه وسلم ينفقه أخماسا، أربعة أخماس للجند وخمسا يكون للرسول صلى الله عليه وسلم، قالى تعالى ﴿وَأَعْلَمُوا أَنَّمَا غَنِمْتُمْ مِّن شَيْءٍ فَإِنَّ لِلَّهِ خُمُسَهُ وَلِلرَّسُولِ وَلِذِي الْقُرْبَىٰ وَالْيَتَامَىٰ وَالْمَسَاكِينِ وَأَبْنِ السَّبِيلِ﴾².

والفيء هو " المال الذي يقع من الأعداء بلا قتال فيكون أمره للرسول صلى الله عليه وسلم، يضعه حيث يشاء على نحو ما ورد في الآية الكريمة ﴿وَمَا أَفَاءَ اللَّهُ عَلَىٰ رَسُولِهِ مِنْهُمْ فَمَا أُوجِفْتُمْ عَلَيْهِ مِنْ خَيْلٍ وَلَا رِكَابٍ وَلَكِنَّ اللَّهَ يُسَلِّطُ رُسُلَهُ عَلَىٰ مَنْ يَشَاءُ وَاللَّهُ عَلَىٰ كُلِّ شَيْءٍ قَدِيرٌ﴾³، إذا فالغنيمة تختلف عن الفيء في طريقة تحصيلها وتقسيمها، الغنيمة تأتي نتيجة القتال أما الفيء يقع بدون قتال من الأعداء نتيجة الإستسلام أو الانسحاب⁴.

سادسا- الوقف:

الوقف يتطلب معرفة تامة بمبادئ الفقه وهو من المعاملات المالية الإسلامية التي جاء بها الإسلام والموقوف هي كلمة عربية للممتلكات المتبرع بها، ويجب أن يكون الملك مملوكا بالكامل من قبل الجهة المانحة قبل أن يساهم بها، فالوقف يعني التخلي عن مسؤولية الأصول المملوكة ونقلها للمستفيدين ابتغاء وجه الله.

يتكون الوقف من أربعة مبادئ: الواقف (المانح-المؤسس)، الموقوف (الملك)، عقد الملكية والموقوف إليه (المستفيدين)، ويجب أن تكون جميع المبادئ التي ذكرت بوضوح تعتبر صالحة، كما يجب أن يكون الواقف ناضجا وعاقلا وحرًا ومؤهلا للتبرع بخصائصه وعدم إعاقته للتخلي عن ممتلكاته، كما يجب أن تكون فوائد يمكن أن تستمد من الوقف، وقيمة سعرية للملك، وأن يكون مملوكا تماما، ولا يخلي الموقوف إليه بمبادئ الشريعة الإسلامية عند الاستفادة من الوقف⁵.

مما سبق نستنتج أن قيام الأنظمة المالية وتطور المعاملات المالية تستمد من هوية المجتمع وأسسها الثقافية وهويته المرجعية والعقائدية.

¹ خالد بن سعد بن محمد المقرن، "الأسس النظرية للاقتصاد الإسلامي"، الرياض، السعودية، مكتبة المتنبّي، الطبعة الثالثة، 2004، ص ص: 229.228.

² سورة الأنفال، الآية 41.

³ سورة الحشر، الآيات 06.

⁴ محمد ضيف الله بطاينة، "الحياة الاقتصادية في العصور الأولى الإسلامية"، عمان، الأردن، دار الكندي للنشر والتوزيع، 1999، ص: 15.

⁵ Mohamad Isa Abd Jalil, " The Contemporary Model of Waqf Structure " , The International Conference on Islamic Leadership and Management, Universiti Islam Sultan Sharif Ali, Brunei, 2016, p:07.

المطلب الثالث: أساسيات الابتكار المالي.

تعتبر الهندسة المالية من المؤثرات المباشرة في الابتكارات المالية، لذلك وجب علينا معرفة ما معنى عملية الابتكار المالي قبل التعريف بالهندسة المالية.

الفرع الأول: مفهوم الابتكار والإبداع والاختراع.

في هذا الفرع سنقوم بالتمييز بين مختلف المصطلحات التي لها علاقة بالابتكار.

أولاً-علاقة الابتكار بالإبداع:

عادة لا يمكن التمييز بين مفهوم الإبداع والابتكار، حيث ينظر لهما على أنهما كلمتان لمعنى واحد لكن في الحقيقة يختلف معنى الابتكار على الإبداع، يعد الإبداع الوصول لأفكار جديدة وإيجاد حلول للمشاكل بطرق خلاقة، أما الابتكار فهو التطبيق السليم والمناسب لها، فالابتكار تحويل الأفكار الإبداعية إلى أعمال إبداعية فالمهارة تكمن في قدرة الإنسان على تطبيق الأفكار الإبداعية والاستفادة منها. ويتفق الابتكار والإبداع في أنهما يتميزان بالحدثة أي أن الابتكارات والأفكار التي تم الوصول إليها غير مسبوقة ولم يتم التطرق إليها أو استخدامها من قبل، فقيمة الابتكار والإبداع من قيمة الأفكار والأعمال المضافة وفعاليتها في تحقيق ما وجدا من أجله¹.

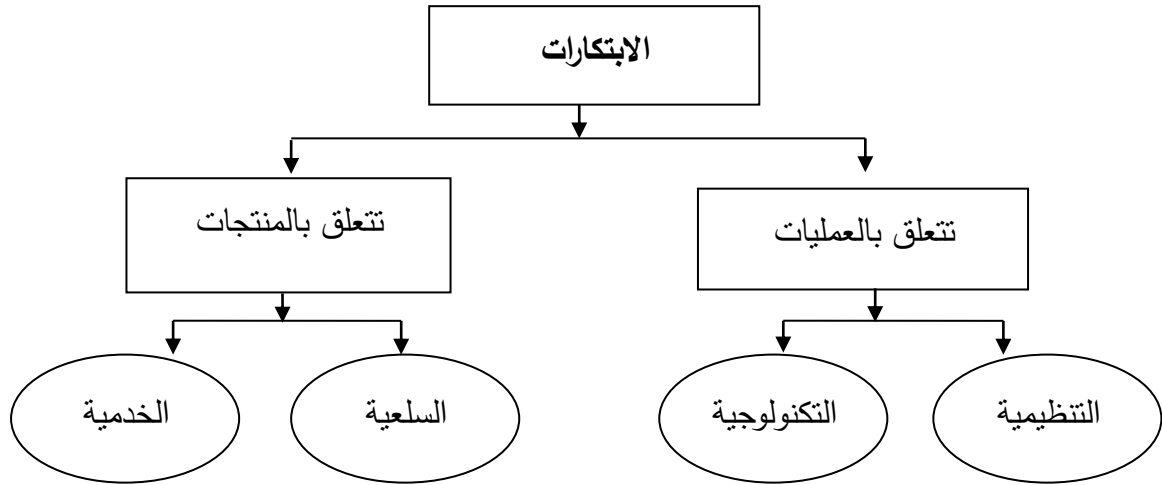
ثانياً-علاقة الابتكار بالاختراع:

يعتبر الكثيرون أن عملية الاختراع هي جزء لا يتجزأ من عملية الابتكار، فالإختراع هو الظهور الأول لفكرة منتج جديد أو عملية جديدة، بينما الابتكار هو المحاولة الأولى لتطبيقها عمليا، أي إن الابتكار طبقا لهذه النظرة، يمكن تمثيله بالمعادلة التالية: الابتكار = الاختراع+إستغلاله².

¹ موسى بن منصور، "الابتكار المالي في المؤسسات المالية الإسلامية بين الأصالة والتقليد"، مؤتمر دولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 5-6 ماي 2014، ص: 02.

² السيد نصر الدين، "الابتكار وإدارته"، كراسات مستقبلية، مصر، سلسلة غير دورية تعنى بتقديم الاجتهادات الفكرية والعلمية ذات التوجه المستقبلي، المكتبة الأكاديمية، 2014، ص: 16.

الشكل رقم (01، 01): تصنيف الابتكارات.



المصدر: السيد نصر الدين، "الابتكار وإدارته"، كراسات مستقبلية، سلسلة غير دورية تعنى بتقديم الاجتهادات الفكرية والعلمية ذات التوجه المستقبلي، مصر، المكتبة الأكاديمية، 2014، ص: 21.

يوضح الشكل السابق أهم تصنيفات الابتكارات خاصة في الجانب الذي يتعلق بالمنتجات والتي سيتم التركيز عليها في هذه الدراسة لأنها تعد أساس موضوع بحثنا.
الفرع الثاني: مفهوم الابتكار المالي.

الابتكار هو وظيفة محدّدة من روح المبادرة سواء في الأعمال التجارية القائمة، أو مشروع جديد بدأه فرد وهذه هي الطريقة التي يخلق بها منظم المشاريع موارد جديدة لإنتاج الثروات أو يمنح الموارد القائمة إمكانات معززة لإيجاد الثروة¹.

نأخذ تعاريف أهم الباحثين والمقدمين في مؤلفاتهم عن الابتكار المالي:
أولاً-يعرّف (Rogério Sobreira): الابتكار المالي على أنه العملية التي من خلالها تقوم البنوك أو الوسطاء الماليين بزيادة أرباحها والحد من المخاطر المرتبطة بالوساطة المالية وتفاذي القيود التي تفرضها السلطات المالية في مجال القروض، ومواجهة المنافسة من الوسطاء الماليين الآخرين.
وهو 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 إمكانات إضافية لخلق الثروة².

ثانياً-أما الاقتصادي البولندي (Marek Dabrowski) فيرى أنّ الابتكار المالي هو إنشاء أدوات مالية جديدة، مؤسسات جديدة أو أسواق عملية، المؤسسات تشمل (أنواع جديدة من الشركات المالية)، الأدوات المالية (تشمل الأنواع الجديدة من المشتقات أو الأصول المؤمنة وغيرها)، الأسواق العملية (تشمل

¹ Peter Ferdinand Drucker, " The Discipline of Innovation,"Harward Business Review, Usa , November – December 1998, P: 03.

² Sobreira Rogério, "Innovation financière Einvestissement Le cas de la titrisation Innovations," Graduate School of Business, Vol 1, No. 19, Getulio Vargas Foundation• Brazil, 2004, p: 115.

الخدمات المصرفية عبر الإنترنت أو الخدمات المصرفية عبر الهاتف أو غيرها من أشكال تطبيقات تكنولوجيا المعلومات والاتصالات)¹.

ثالثاً-بينما يرى (Joanna Blach) أنّ الابتكار المالي يمكن تمثيله في منهجين:

1-وفقاً للنهج الضيق، يتم تعريف الابتكارات المالية على أنّها كل جديد في الأدوات المالية (أدوات جديدة تماماً، أو الجمع بين الأدوات التقليدية، وتعديل الأدوات التقليدية، والتطبيق الجديد للأدوات الاستثمارية القائمة وما إلى ذلك)؛

2-وفقاً للنهج الواسع، تعد الابتكارات المالية أي جديد أو تطور في أي من عناصر النظام المالي (الأسواق، المؤسسات، الأدوات الاستثمارية، والقوانين)².

رابعاً-كما يعرف الباحث (سامر مظهر قنطججي) الابتكار المالي على أنّه: "مجموعة الاجراءات والتدابير التي مؤداها تلبية احتياجات المجتمع المالي: سواء بإعادة تأهيل منتجات قائمة، أو بتطويرها، أو بتصميم منتجات بديلة مبتكرة، تكون قابلة للتنفيذ والتحقيق"³.

الابتكار المالي أمر بالغ الأهمية لأي نظام مالي فهو يعمل على توفير الخدمات المالية والقضاء على الحواجز المالية والقصور في السوق المالي، ولا يقتصر على تصميم أدوات مالية جديدة بل يقوم على التعميق المالي، فهو الجهاز الذي يتم من خلاله تطوير أنظمة مالية قائمة أو إدخال الجديد عليها لمواكبة التطورات أو إعادة التأهيل، وتصميم أدوات مالية حديثة وفق لمحددات ومتطلبات مالية تكون قابلة للتداول والتعميم.

الفرع الثالث: قيمة الابتكار المالي.

الابتكار يتضمن التغيير، والتغيير يتضمن عدم الإستقرار، وعدم الإستقرار غير مرغوب بطبيعة الحال وهذا يعني أنّ الابتكار لا يطلب لذاته وليس هدفاً، بل وسيلة لتوليد قيمة مضافة، وإذا كانت هذه القيمة تعادل سلبيات عدم الإستقرار فسيكون الابتكار محموداً ومطلوباً، فقيمة الابتكار لا تتبع من درجة غرابته وجدّته، بل من آثاره المالية الاقتصادية الايجابية، ولهذا كانت بعض الأدوات المالية محل انتقاد بالرغم مما تتضمنه من الابتكار الغير العادي، وذلك بسبب آثارها الاقتصادية السلبية⁴.

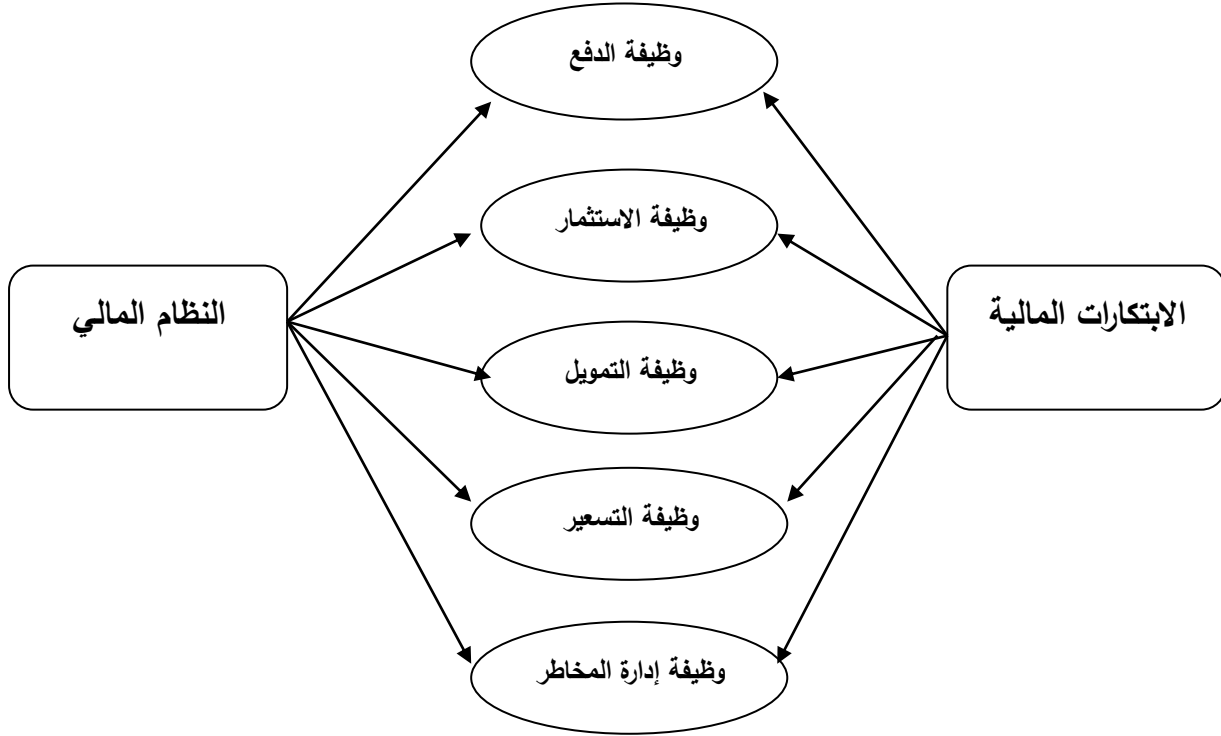
¹ Marek Dabrowski, "Potential impact of financial innovation on financial services and monetary policy - Case Reports", Center for Social and Economic Research, Warsaw, Poland, 2017, p: 06.

² Joanna Blach, "Financial Innovations And Their Role In The Modern Financial System – Identification And Systematization Of The Proplem", University of Information Technology and Management Financial Internet Quarterly-Finanse Vol. 7, No 3, 2011, Rzeszów, Poland, p: 19.

³ سامر مظهر قنطججي، "فقه الابتكار المالي بين التثبّت والتهافت"، سوريا، منشورات مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، الطبعة الثانية، 2016، ص: 20.

⁴ سامي بن ابراهيم السويلم، "التحوط في التمويل الاسلامي"، جدة، السعودية، البنك الاسلامي للتنمية، المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، 2007، ص ص: 107.106.

الشكل رقم (01، 02): وظائف الابتكارات المالية.



Source :Joanna Błach",Financial Innovations And Their Role In The Modern Financial System – Identification And Systematization Of The Proplem ",University of Information Technology and Management Financial Internet Quarterly-Finanse Vol. 7, No 3, 2011, Rzeszów, Poland, p: 24.

وبغض النظر عن الاختلافات في تصنيف وظائف الابتكارات المالية، ينبغي النظر في المشكلتين الرئيسيتين أثناء تحليل أثر الابتكارات المالية على النظام المالي، التغييرات المحتملة في كفاءته واستقراره إذ يجب أن تحقق الابتكارات المالية التنمية المستدامة وتفعيل الأنظمة المالية ومواجهة المخاطر والتحوط منها وتخفيض تكاليف المعاملات، وتنمية وتطوير الأسواق المالية، وتلبية رغبات جميع المشاركين المستدامة والابتكارات المالية ليست محمودة في كل الأوقات فهناك ابتكارات تؤثر على نزاهة المنافسة وتزيد حجم الاحتكارات فتحدث أثر ضار على النظام المالي والاقتصاد برمته لذلك ينبغي تجنبها.

الفرع الرابع: أثر الابتكارات المالية على النمو الاقتصادي.

تأثير الابتكارات المالية على النمو الاقتصادي يكون من خلال ثلاث وظائف هي:

أولاً- هو أنّ الابتكارات المالية تخفف من انعدام حرية حركة الأموال عبر الزمان والمكان في الأسواق غير المكتملة وتسمح بتقاسم المخاطر بين الأفراد؛

ثانياً- تتناول الابتكارات المالية عدم تناسق المعلومات بين الوكالات باختراع عقود مالية وتوفير المعلومات المحاسبية؛

ثالثاً- تقلل الابتكارات المالية من تكاليف البحث والتسويق.

تؤثر هذه الوظائف المالية على الادخار، وقرارات الاستثمار، والابتكارات التكنولوجية، وبالتالي تحقيق النمو الاقتصادي¹، كما أنّ الابتكارات المالية ليست مفيدة في جميع الظروف والأحوال.

الجدول رقم (01، 02): تصنيف الابتكارات المالية.

المعايير	أنواع الابتكارات المالية
مصادر الابتكارات	الابتكارات القائمة على العرض الابتكارات القائمة على الطلب
عوامل الابتكارات	العوامل الخارجية الدافعة للابتكارات العوامل الداخلية الدافعة للابتكارات
دوافع الابتكارات	الابتكارات التكميلية الابتكارات العدوانية الابتكارات الدفاعية الابتكارات الوقائية الابتكارات المستجيبة
عناصر النظام المالي	ابتكارات السوق المالية ابتكارات المؤسسات المالية ابتكارات الأدوات المالية الأنظمة المالية للابتكارات
أنواع الابتكارات	ابتكارات المنتج ابتكارات العملية الابتكارات المالية المتغيرة للمخاطر
أثر الابتكارات	الابتكارات المستدامة الابتكارات الضارة
لحظة الابتكار	الابتكارات السابقة الابتكارات اللاحقة
الأصول الأساسية	الابتكارات المرتبطة بالديون الابتكارات المرتبطة بالأسهم

Source :Joanna Błach",Financial Innovations And Their Role In The Modern Financial System – Identification And Systematization Of The Proplem ",University of Information Technology and Management Financial Internet Quarterlye-Finanse Vol. 7, No 3, 2011, Rzeszów, Poland, p: 22.

¹ Justus Obuba KenyuruE",Effect Of Financial Innovations On Financial Deepening In Kenya", Research Project Submitted In Partial Fulfillment For The Award Of A Master Of Business Administration Degree, University Of Nairobi, Kenya ,October ,2013, p: 07.

يمكن تصنيف الابتكارات المالية إلى عدة أنواع وفقاً للمعايير المحددة والأهداف المنشودة والمتوخاة من كل نوع، وثمة مسألة هامة أخرى تتعلق بتصنيف وظائف الابتكارات المالية، حيث تطبق مناهج مختلفة عند تطبيق كل نوع، كما توجد ابتكارات ضارة في الاقتصاد يجب تجنبها وعدم تطبيقها¹.

المطلب الرابع: الابتكار المالي الإسلامي.

من أهم الأسباب التي تدفع للقيام بالابتكار المالي الإسلامي تحقيق الأهداف الاقتصادية في ظل مرجعية شرعية.

الفرع الأول: الشريعة والابتكار.

الشريعة الإسلامية نظام متكامل للحياة الإنسانية، وهي بطبيعة الحال تقيد السلوك البشري في جوانب متعددة، لكن هذه القيود ليست عائقاً عن الابتكار، بل ربما العكس هو الصحيح، فالدراسات تشير إلى أنّ القيود تحفز على الابتكار وتحت عليه، كما تشير إلى أنّ أحد أهم الحوافز وراء الابتكارات المالية كان القيود التنظيمية للأنشطة المالية.

فالقيود إذن ليست معوقاً للابتكار، وهذا صحيح خاصة إذا كانت هذه القيود منزلة من لدن حكيم خبير، فهي حينئذ مصدر الهداية والسعادة للبشرية، فالشريعة الإسلامية تقدم البيئة المثالية للابتكار والإبداع الإيجابي، وقد أكد القرآن الكريم في آيات عدة على أهمية التفكير والتدبير، وانتقد التقليد الأعمى للأباء والأجداد ولو كان مصادماً للعقل والمنطق، وهذا لا يُلغى أنّ التجديد ومخالفة المألوف هدف في نفسه، بل هو وسيلة لاستكشاف الحقيقة وتصحيح الأخطاء وبناء القيمة المضافة².

الفرع الثاني: الابتكار عند علماء المسلمين.

من أول التعريفات التي وقف عليها الباحث عبد الكريم أحمد قندوز وحسبه تعد تعريفاً جديداً للابتكار وتضاهي ما جاءت به النظريات المعاصرة هو قول بعض المتقدمين في معرض حديثه عن أهداف التأليف "ينبغي ألا يخلو التأليف من أحد المعاني الثمانية التي صنف لها العلماء وهي: إختراع معدوم، جمع متفرق أو تكميل ناقص أو تفصيل مجمل، أو تهذيب مطول، أو ترتيب مختلط، أو تعيين مبهم، أو تبين خطأ، وإنّ ما يقع من أنشطة وعمليات داخل الأنشطة الثمانية السابقة يعد نشاطاً لازماً ومطلوباً، أما ما يخرج عن دائرة ذلك فلا فائدة ترجى منه ولا أهمية لوجوده أو إستمراره"³.

¹ Joanna Blach, Op,Cit, p: 22.

² سامي بن ابراهيم السويلم، "التحوظ في التمويل الإسلامي"، مرجع سابق، ص: 107.

³ عبد الكريم أحمد قندوز، "الابتكار المالي ومقدمة إلى للهندسة المالية"، بيروت، لبنان، الكتب للنشر والتوزيع، 2017، ص: 20.

الفرع الثالث: مفهوم الابتكار المالي الإسلامي.

مفهوم الابتكار المالي الإسلامي لا يختلف عن مفهوم الابتكار المالي التقليدي إلا فيما يخص الأبعاد الشرعية حيث يعرف الابتكار المالي الإسلامي على أنه "مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات، كل ذلك في إطار توجيهات الشرع الإسلامي"¹. إذا يختلف الابتكار المالي التقليدي عن الابتكار المالي الإسلامي من خلال التقيد بالضوابط الشرعية والأهداف التي يصبو إليها كل ابتكار.

الفرع الرابع: أسباب الابتكار المالي الإسلامي.

يمكن حصر أهم الأسباب التي تدعو إلى تبني الابتكار المالي من المنظور الإسلامي في وجود بعض الشبهات والقيود في المعاملات المالية القانونية والشرعية والاجتماعية، الأمر الذي يلزم ابتكار منتجات وأدوات تلبي حاجات المتعاملين الاقتصادية وتحقق المرجعية الشرعية في نفس الوقت، لذا وجب على المؤسسات المالية إعادة هيكلة نظامها للتأقلم مع هذا التغير والنوع من التمويل.

ابتكار المؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية منتجات وأدوات مالية إسلامية تحقق الكفاءة الاقتصادية والشرعية بالموازاة مع التطور والتجدد الذي تشهده الساحة الاقتصادية والأسواق المالية. تتسم القواعد الشرعية للمعاملات بالتغير سواء بما يتعلق بالجانب القانوني والاقتصادي أو الاجتماعي الأمر الذي يساهم في دفع الابتكار وتعميقه.

كما أنّ وجود المؤسسات المالية التقليدية يفرض منافسة حادة على المؤسسات المالية الإسلامية ومنتجاتها من منظور إسلامي والحديثة العهد، إضافة إلى أنّ المنتجات المالية بعد مرور من الزمن على تداولها تصبح شائعة وتتناقص مردوديتها نتيجة زيادة المعروض منها فيقتصر الأمر على المنافسة في حدود الأسعار الأمر الذي يحتم الابتكار والتجديد، وعلى المهندسين الماليين والباحثين في مجال التمويل الإسلامي ابتكار منتجات حديثة تحقق أغراض المستثمرين وتحضى بقبولهم خاصة الذين يرغبون في التعامل المالي الإسلامي².

¹ حكيم بوحرب، "دراسة أثر النصوص القانونية على عمليات الابتكار المالي الإسلامي - قانون الصكوك المالية الأردني نموذجاً" - مؤتمر دولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 5-6 ماي 2014، ص: 101.

² علي محمد أحمد أبو العز، "الابتكار في الصيغ التمويل الإسلامي"، سوريا، منشورات مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، 2016، ص: 18.

الجدول رقم (01، 03): الابتكار وأشكاله عند المسلمين.

المفهوم الحديث	أركانه	
ايجاد منتج (سلعة-خدمة) جديدة لم يكن موجودا من قبل	اختراع معدوم	01
إضافة قيمة لمنتج قائم حتى تزيد منفعة	تكميل ناقص	02
القدرة على الفك والتكيب أو تحليل المكونات بما يسهل عمليات النقل والاستبدال	تفصيل مجمل	03
تجميع أجزاء منفردة ذات مواصفات معينة لتعطي منتجا كاملا ذي خصائص جديدة	جمع متفرق	04
إنقاص أو تقليل عناصر كانت تشوش على ابتكار سابق	تهذيب مطول	05
إعادة ترتيب أجزاء المنتج للوصول لمنتج أفضل	ترتيب مختلط	06
تحديد خصائص أو وظائف منتج بشكل أوضح بزيادة كفاءته وتعظيم فائدته	تعيين مبهم	07
توضيح أخطاء منتج قائم لتصحيحها	تبيين خطأ	08

المصدر: عبد الكريم أحمد قندوز، "الابتكار المالي ومقدمة إلى الهندسة المالية"، بيروت، لبنان، الكتب للنشر والتوزيع، 2017، ص: 21.

تهدف معظم الابتكارات عند جمهور المسلمين في إيجاد منتج جديد له خصائص ووظائف لم تكن من قبل تعمل على زيادة الكفاءة وتعظيم الفائدة من أجل تحقيق الصالح العام.

المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي للهندسة المالية الإسلامية.

الهندسة المالية الإسلامية هي الآلة والهيكل اللذان يعملان على التصميم والابتكار المالي من منظور إسلامي، وعملية تصميم أدوات مالية حديثة تجمع بين الكفاءة الاقتصادية والمرجعية الشرعية التي هي ركيزة التمويل الإسلامي، وتكون حسب الإحتياجات المالية للمتعاملين ووفق المشكلات الاقتصادية المعاصرة للأنظمة المالية، وسنتطرق في هذا المبحث لمختلف التعاريف وأهم جوانب الهندسة المالية الإسلامية وأهميتها والأطراف المستفيدة منها والبيئة الحاضنة لها والفرق بين الهندسة المالية والهندسة المالية الإسلامية.

المطلب الأول: الهندسة المالية.

الهندسة المالية موضوع مهم جدا ولا يمكن معالجته أو حصره في دراسة واحدة، سنبتدئ هذا الجزء من الدراسة بالتعريف بالهندسة المالية ومختلف المفاهيم المتعلقة بها في الأدبيات والمعاجم المختلفة. الفرع الأول: مفهوم الهندسة والمهندس.

الهندسة المالية هي فرع من فروع علوم الهندسة المختلفة، فما هي الهندسة ومن هو المهندس؟

أولاً-تعريف الهندسة:

1-يعرّف قاموس أكسفورد (Oxford living Dictionaries) الهندسة على أنّها: فرع العلوم والتكنولوجيا المعنية بتصميم وبناء واستخدام المحركات والآلات والهيكل¹.

2-ويعرّف قاموس (Merriam-Webster) الهندسة بأنّها: تطبيقات العلوم والرياضيات لجعل خصائص المادة ومصادر الطاقة في الطبيعة مفيدة للناس².

ثانياً-تعريف المهندس:

1-يعرّف قاموس كامبريدج (dictionaryCambridge) المهندس على أنّه: الشخص الذي تتمثل مهمته في تصميم أو بناء آلات أو محركات أو معدات كهربائية أو أشياء مثل الطرق أو السكك الحديدية أو الجسور، وذلك باستخدام المبادئ العلمية³.

2-يعرّف قاموس إيربان (urban dictionary) المهندس بأنّه: الشخص القادر على جعل الأشياء تعمل بطرق لا يمكن تصورها و شبه سحرية، و يمتلك مستويات عالية من الكفاءة⁴.

مما سبق نستنتج أنّ الهندسة هي: عملية مزج بين العلوم المختلفة مع المعارف المكتسبة بغرض تصميم وإختراع أشياء في مختلف الجوانب تعمل على تحقيق التنمية وإفادة الناس.

¹ Oxford living Dictionaries, /en.oxforddictionaries.com/definition/engineering.

² Merriam-Webster Dictionarie•www.merriam-webster.com/dictionary/engineering .

³ dictionary.cambridge dictionary.cambridge.org/fr/dictionnaire/anglais/engineer

⁴ urban dictionary ,www.urbandictionary.com/define.php?term=engineer

الفرع الثاني: مفهوم الهندسة المالية.

سننطق لأهم التعاريف التي جاءت على الهندسة المالية.

أولاً-تعريف الهندسة المالية في الأدبيات الأجنبية:

1-تعريف (Hussein Kotby): الهندسة المالية تشير إلى "استخدام استراتيجيات إدارة المخاطر للتحوط من المخاطر التي تواجه المؤسسات طيلة فترة نشاطها"¹.

2-ويعرّف (Liew Soon Bin) الهندسة المالية على أنّها " مصطلح واسع جدا يستخدم لوصف تحليل البيانات من السوق المالية بطريقة علمية، وعادة ما يأخذ هذا التحليل شكل خوارزميات رياضية أو نماذج مالية، وغالبا ما تستخدم في مختلف مجالات السوق المالية مع تعديل طفيف، تداول العملات، تسعير الخيارات والعقود الآجلة ليست سوى بعض الأمثلة على هذه المجالات، إنّ استخدام أدوات وتقنيات الهندسة المالية يسمح للمهندسين الماليين بفهم السوق المالي بشكل أفضل، وبالتالي يعطيهم نفوذا على التجار الماليين الآخرين، هذا أمر مهم جدا لأنّ السوق المالية تعمل بسرعة، وأي قرارا فيما يخص التداول يجب أن يتم بسرعة وبدقة"².

3-ويرى (Masudul Alam Choudhury) أنّ الهندسة المالية تهدف إلى إنشاء أدوات جديدة أو إعادة هيكلة لتوليد تدفقات نقدية مرغوبة من الاستثمارات جديدة أو قائمة، وقد تعالج مشكلة مثل تحديد كيفية تخصيص الأموال لمختلف الاستخدامات من أجل تعظيم عائدات الاستثمار"³.

4-وتعرّف الجمعية الدولية للتمويل الكمي* (Advancing the Field of Quantitative Finance) الهندسة المالية بأنّها: التطبيق للأساليب الرياضية لحل المشاكل في التمويل"⁴.

5-تعريف الهندسة المالية من جهة الأسواق المالية: هي مصطلح "يستخدم لوصف تحليل البيانات التي تم جمعها من السوق المالية بطريقة علمية، ويسمح باستخدام أدوات وتقنيات الهندسة المالية للمهندسين الماليين بتحليل أفضل لسلوك المستثمرين في السوق، وهذا مهم جدا للمستثمرين لتسهيل عملية اتخاذ القرارات"⁵.

¹ Kotby, Hussein, "Financial Engineering for Islamic Banks: The Option Approach Comment by Sami Al swailem," J.KAU: Islamic Economics, vol8, Saudi Arabia, 1996, p: 63.

² Liew Soon Bin, and Edmond C. Prakash, "Hierarchical Volume Visualization for Financial Data," School of Computer Engineering, Nanyang Technological University, Singapore, 2006 p: 01.

³ Masudul Alam Choudhury, "Islamic Critique and Alternative to Financial Engineering Issues Comment by Zubair Hasan," Islamic Economic Studies Vol 22 No2, l'Institut Islamique de Recherche et de Formation, Jeddah, Saudi Arabia, 2009, p:256.

* الجمعية الدولية للتمويل الكمي (Advancing the Field of Quantitative Finance): و هي جمعية غير هادفة للربح مكرسة لتعزيز مهنة التمويل الكمي من خلال توفير منصات لمناقشة القضايا المتطورة والمحورية في هذا المجال، تأسست في عام 1992.

⁴ Advancing the Field of Quantitative Finance formerly the IAFE, www.iaqf.org/financial-engineering.

⁵ Hoda Ahmed Ibraheim, "Mechanisms of financial Engineering as new Alternatives," ResearchersWorld, journal of Arts Science and Commerce, vol 4, 3 july ,2013, p: 04.

ثانياً-تعريف الهندسة المالية في الأدبيات العربية:

1-يعرّف (منير إبراهيم هندي) الهندسة المالية على أنها: "تطوير وابتكار منتجات مالية جديدة وتقديم خدمات وحلول مبدعة للمشكلات التي تواجه منشآت الأعمال"¹.

2-أما (فوزي هشام العبادي): فيعتبر الهندسة المالية بأنها " 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"².

نستج ما سبق أنّ الهندسة المالية هي تصميم وهندسة أدوات مالية حديثة أو تطوير أدوات كانت قائمة لمواجهة المخاطر المختلفة التي تواجه المؤسسات المالية وتحقق الأغراض الاقتصادية من أرباح وتحسين الأداء.

الفرع الثالث: تطور الهندسة المالية.

خلال الثمانينات، توسعت قاعدة المستخدمين للهندسة المالية بشكل كبير، وأصبحت عالمية النطاق وشملت البنوك التجارية والاستثمارية والمستثمرين المؤسسيين من جميع الأنواع، وتم استخدامها خاصة في صناديق المعاشات التقاعدية واضطلع الممارسون في المؤسسات المالية بالفعل بدور رئيسي في البحوث التطبيقية، بما في ذلك إنشاء قواعد بيانات خاصة، ووضع أساليب رقمية جديدة لحل المعادلات التفاضلية الجزئية، وتطبيق تقنيات تقدير متطورة لقياس بارامترات النموذج، وبحلول أواخر الثمانينيات أصبحت النماذج الحسابية المستخدمة من قبل الممارسين في بعض شركات الاستثمار مفعلة³.

الفرع الرابع: إعادة الهندسة المالية بعد الأزمة المالية العالمية 2008.

التغيرات التي حدثت بعد الأزمة المالية العالمية 2008 في البيئة الاقتصادية والاستثمارية فرضت معطيات جديدة، يجب أخذها بعين الاعتبار عند إعادة الهندسة المالية لسوق الأوراق المالية، وذلك من خلال :

أولاً-هندسة قانونية: تقوم الهندسة المالية بالالتفاف على القوانين والأنظمة والمشاكل المالية التي تقيد المؤسسات المالية وتواجهها؛

ثانياً-هندسة المنظومات المالية: تقوم الهندسة المالية ببناء الأنظمة والهياكل المالية في ظل التغيرات الداخلية والخارجية للأسواق المالية بصورة دورية؛

¹ منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في إدارة مخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات"، مصر، دار المعارف، الإسكندرية، 1999، ص: 13.

² هشام فوزي دباس العبادي، "الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية"، عمان، الأردن، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى ، 2008، ص: 22.

³ Zvi bodie", **Finacial Engineering and Social Security Reform**,"National Bureau of Economic Research university of Chicago Press, January, USA, 2001, p: 295.

ثالثاً-هندسة الأدوات المالية: تتميز الأسواق المالية بالتحديث والتغير بصورة مستمرة، الامر الذي يولد رغبات جديدة للمستثمرين تستدعي ضرورة إيجاد أدوات جديدة ومنتجات مالية أو إدخال تعديلات على الأدوات والمنتجات القائمة سابقاً لتلبية هذه الرغبات¹.

الفرع الخامس: الحكم الشرعي للهندسة المالية.

حسب الباحث عبد الكريم أحمد قندوز يقع بعض الباحثين في المالية الإسلامية في الحرج عند استخدام مصطلح الهندسة المالية، خاصة عندما يواجهون بالنقد من الكتاب الغربيين، بل نجد بعضهم حسبه يتخذ موقفاً معادياً للمصطلح، سواء كمفهوم، أو كوظيفة على اعتباره يشير إلى إيجاد أدوات أو عمليات مالية محرمة غالباً، وليس من ورائها قيمة مضافة، والذي يراه الباحث عبد الكريم أحمد قندوز أنّ الهندسة المالية لا تأخذ حكماً شرعياً في ذاتها كغيرها من الكثير من المصطلحات والمفاهيم، بل إنّ حكمها الشرعي ينبع من الهدف الذي تسعى لتحقيقه، والطريقة المستخدمة لبلوغ ذلك الهدف فإن كان هدفها هو تجاوز الأحكام الشرعية والتحليل كانت هندسة محرمة حتى لو استخدمت وسائل جائزة شرعاً وإن كانت تسعى لتيسير أمور الناس في معاملاتهم المالية فهي جائزة، شرط أن تستخدم وسائل مشروعة وحكمها أقرب ما يكون للأحكام الشرعية للحيل الفقهية².

مما سبق نستنتج إن كان الهدف من الهندسة المالية تيسير أمور الناس ورفع الحرج عنهم وخدمة المجتمعات بهدف تحقيق التنمية الاجتماعية فهي جائزة شرعاً.

الفرع السادس: الفرق بين الهندسة المالية والابتكار المالي.

هما عمليتان متكاملتان، وتتداخلان في الكثير من المراحل، فالابتكار المالي يعتمد على الهندسة المالية، هذه الأخيرة تحتاج كما كبيراً من الخبرات والمهارات والقدرة على توظيف المناهج الرياضية والإحصائية المعقدة ما يؤهلها لوضع الابتكارات موضع التنفيذ من خلال طرحها في الأسواق المالية في صورة أدوات مالية، وخدمات تتسابق المؤسسات المتنافسة على أن يكون لها فضل السبق في تقديمها للعملاء³.

بالإضافة لما سبق الهندسة المالية يمكن توقع نتائجها عكس الابتكارات المالية التي لا يمكن التنبؤ وتوقع نتائجها بصورة نهائية.

¹ نسرين بن زوي، "إعادة الهندسة المالية لسوق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمات"، الجزائر، الشلف، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة حسيبة بن بوعلي، العدد 12، جوان 2014، ص: 71.

² عبد الكريم أحمد موسى قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية: مقارنة الفك والتكيب"، السعودية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، المجلد 30، العدد 03، أكتوبر 2017، ص: 146.

³ نفس المرجع، ص: 146.

الجدول رقم (01، 04): الفرق بين الهندسة المالية والابتكار المالي.

أوجه الاختلاف	الهندسة المالية	الابتكار المالي
الخبرة والمهارة	تحتاج لخبرات ومهارات	توظف الخبرات والمهارات المتوفرة
المبادئ	استخدام المبادئ الهندسية	توظيف نتائج استخدام المبادئ الهندسية
التوظيف	إختيار نظريات التمويل المناسبة	إدارة التمويل المختار
البرمجة	تعتمد على وضع وإنشاء البرمجيات	استخدام البرمجيات
الإدارة	إدارة شؤون رجال الأعمال والمنظمات	تحقيق الأهداف المالية لهم

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على ما سبق.

أهم الفروقات بين الهندسة المالية والابتكار المالي أنّ الهندسة المالية تستخدم المبادئ الهندسية لحل المشاكل المالية، كما توظف العلوم المختلفة ونظريات التمويل المناسبة بالإضافة إلى برمجة الحواسيب والآلات أو القيام بالإدارة المالية لرجال الأعمال والمنشآت المالية من أجل تحقيق الأهداف المالية.

المطلب الثاني: الهندسة المالية الإسلامية.

يرى الباحث عبد الرزاق سعيد بلعباس¹، أنّ موضوع الهندسة المالية الإسلامية يحتاج مسح للكتابات الأجنبية التي جاءت على هذا الموضوع ومختلف المفاهيم المتعلقة بها في الأدبيات والدراسات والأجنبية وفي هذا الجزء من الدراسة سنقوم بمسح للهندسة المالية الإسلامية وأهم جوانبها في أهم الكتابات الأجنبية التي جاءت عليها.

الفرع الأول: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية.

الدراسات التي تطرقت إلى موضوع الهندسة المالية الإسلامية.

أولاً- مفهوم الهندسة المالية الإسلامية في الأدبيات الأجنبية

1- يعرّف (Sami Al-Suwailem) الهندسة المالية الإسلامية بأنها: الهندسة التي تقوم على أربعة مبادئ تحقيق أهداف التوازن والتكامل والذي هما من مرتكزات الشريعة الإسلامية، وتتعلق بالمنهجية من حيث القبول والتناسب للذاتان هما حجز الزاوية للابتكار².

2- يعرّف (Khalaf Al-Taani) الهندسة المالية الإسلامية بأنها: تصميم وابتكار دون مخالفة لأي من الشّروط التي حدتها الشريعة الإسلامية³.

¹ عبد الرزاق سعيد بلعباس، مرجع سبق ذكره، ص: 281.

² Sami Al-Suwailem, " **Financial Engineering: An Islamic Perspective** ", Islamic Development Bank , vol.9, No.1, Jeddah, Saudi Arabia, Januari, 2007, p: 89.

³ Khalaf Al-Taani, "**Challenges facing financial engineering with Islamic rules** ", International Journal of Economics, Finance and Management Sciences Vol. 1, No. 5, Irbid National University, Irbid , Jordan, 2013, p: 235.

3- ويعرفها (Humayon Dar Chairman) بأنها: تطوير منتجات جديدة للمالية الإسلامية وصناعة الخدمات التي تكرر الآثار الاقتصادية للمنتجات التقليدية بطريقة متوافقة مع الشريعة الإسلامية¹.

ثانياً- مفهوم الهندسة المالية الإسلامية في الأدبيات العربية:

1- تعريف سامي السويلم: هي "تخصص مجموعة من الباحثين والمتمرسين في تصميم وابتكار أدوات مالية تجمع بين المصادقية الشرعية وبين الكفاءة الاقتصادية العملية"².

2- تعريف فتح الرحمن علي محمد صالح: هي "مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار موجّهات الشرع الحنيف"³.

الهندسة المالية الإسلامية هي تصميم وتطوير منتجات وأدوات مالية حديثة نسبياً من منظور إسلامي موجهة للمؤسسات المالية الإسلامية، لمواجهة قصور التمويل وإدارة المخاطر ومواجهة المنافسة في السوق المالية الإسلامية لتحقيق الأهداف الاقتصادية والإنمائية للمتعاملين والمتدخلين المعنيين.

وهذا التعريف يختلف تماماً عن تعريف الهندسة المالية من حيث المرجعية الشرعية والمؤسسات المستهدفة والبيئة الحاضنة والتطبيقات، ويشتركان فقط في التصميم والتطوير لمواجهة المخاطر وقصور التمويل، رغم أنّ الهندسة المالية لها تاريخ طويل مع الأزمات المالية بعكس الهندسة المالية الإسلامية ويتفق مع هذا الطرح الباحث عبد الرزاق سعيد بلعباس⁴.

ثالثاً- تنظير الهندسة المالية الإسلامية:

يرجع تاريخ الهندسة المالية الإسلامية وتنظيرها لظهور الإسلام ولتحريره لعدة معاملات مالية خاصة مع قيام الدولة الإسلام واتساع حجم تجارتها ومبادلاتها داخلياً وخارجياً، الأمر الذي دعى لضرورة الابتكار المشروع لأدوات مالية لتسهيل هذه المبادلات وتطوير التجارة في البلاد الإسلامية، فظهرت الوديعة، القرض الحسن، الحوالة والصرف... إلخ هذا بصفة عامة، في حين أنّ الإنطلاقة الفعلية للهندسة المالية الإسلامية كانت في بداية الستينات كتخصص اقتصادي مستقل حيث أخذ مجموعة من الباحثين والفقهاء على عاتقهم مسؤولية التصدي للبنوك والمؤسسات المالية التشريعية التنظيمية والوطنية القائمة على أساس الفائدة التي خلفها النظام المالي والبنكي للاستعمار الذي كان سائداً في البلاد الإسلامية آنذاك⁵.

¹ Humayon Dar Chairman, "Innovation & Financial Engineering in Islamic Finance," Durham Centre for Islamic Economics and Finance and ISAR-Istanbul Foundation for Research and Education; Istanbul Commerce University, Istanbul, 19th-22nd September, 2011, turkey, p: 01.

² سامي سويلم، "صناعة الهندسة المالية، نظرات في المنهج الإسلامي"، نسخة منقحة، الكويت، بيت المشورة للتدريب، 2004، ص: 03.

³ فتح الرحمن علي محمد صالح، "أدوات سوق النقد الإسلامية مدخل للهندسة المالية الإسلامية"، الخرطوم، مجلة المصرفي، بنك السودان، العدد 26، ديسمبر 2002، ص: 01.

⁴ عبد الرزاق سعيد بلعباس، مرجع سبق ذكره، ص: 286.

⁵ عمري صليحة، سعدان آسيا، "المنتجات المالية الإسلامية بين التقليد والابتكار"، الملتقى الدولي الثاني، الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية والمصرفية النموذج المصرفي الإسلامي نموذجاً" خميس مليانة (عين الدقلة)، الجزائر، 5-6 ماي 2009، ص: 06.

الجدول رقم (01، 05): تطور الهندسة المالية الإسلامية.

السنة	التطور
القرن السادس قبل 1890	-حظر الربا في القرآن الكريم -بدأ العمل المصرفي التجاري في العالم الإسلامي
بداية 1900	-إجتماع علماء الشريعة الإسلامية على حرمة الفائدة في المعاملات المالية
1930	-نقد التعامل بالفائدة من المنظور الإسلامي من خلال خبراء الاقتصاد
1950	-بدأ علماء الشريعة الإسلامية والاقتصاد الإسلامي بتقديم نماذج نظرية للأعمال المصرفية والتمويل الإسلامي كبديل للخدمات المصرفية القائمة على الفائدة -تقديم خدمات مصرفية بدون فوائد على أساس المضاربة
1960	-تطبيق المبادئ الإسلامية في التمويل -بداية مقترحات لإنشاء المؤسسات المالية الإسلامية
1970	- إنشاء المصارف الإسلامية والمؤسسات المالية الإسلامية - تنظيم الأنشطة الأكاديمية - إنشاء المؤسسات الأكاديمية - تطوير آلية التمويل بالمربحة - المؤتمر الدولي الأول للاقتصاد الإسلامي في مكة المكرمة -السعودية 1976- - نشر كتب عن الاقتصاد الإسلامي
1980	- تنويع المنتجات المصرفية الإسلامية - زيادة إهتمام الغرب بالتمويل الإسلامي - بدأت بعض البنوك التقليدية بفتح النوافذ الإسلامية - تكثيف التعليم والتدريب والمزيد من البحوث في هذا المجال
1990	- إرتفاع قيمة المؤشر الإسلامي في حجم التبادلات - انتشار النوافذ الإسلامية - التقدم في الأدوات المالية الإسلامية القائمة على الأصول - الاعتراف بأهمية البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية في تطوير النظام المالي
2000 وما بعدها	- النمو المستمر الناجح للتمويل الإسلامي، وزيادة التحديات - تفعيل الهندسة المالية الإسلامية - توفير خدمات ومنتجات الهندسة المالية الإسلامية

Source :Ahmad Mohamed Ali, "The Emerging Islamic Financial Architecture" , Proceedings of the Fifth Harvard University Forum on Islamic Finance: Islamic Finance: Dynamics and Development Cambridge, Massachusetts, Center for Middle Eastern Studies, Harvard University, Usa, 2000, pp: 152.153.

من خلال الجدول يلاحظ أنّ ظهور الهندسة المالية الإسلامية يرجع لظهور الإسلام وتحريمه لعدة معاملات وممارسات مالية كانت تجرى في الأسواق في شبه الجزيرة العربية، كما حث الإسلام على ضرورة العمل بجد والاجتهاد لتحقيق الإبداع والابتكار خاصة في ميدان التجارة.

الفرع الثاني: أهمية وأهداف الهندسة المالية الإسلامية.

للهندسة المالية الإسلامية أهمية وأهداف كانت وراء تطورها واتساع نطاق العمل بها.

أولاً-أهمية الهندسة المالية الإسلامية:

تبرز أهمية الهندسة المالية الإسلامية في النقاط التالية:

1. البحث والتطوير اللذان هما أساس الابتكار في الهندسة المالية الإسلامية يعملان على تفعيل وتحديث منظومة الاقتصاد الإسلامي الأمر الذي من شأنه أن يضمن مواكبة للمستجدات والتطورات الحاصلة في العلوم المالية الأخرى والاستفادة منها بدل أخذ المواقف المحايدة، فلا يمكن تحريم معاملة معينة إلا بوجود نص صريح بتحريمها وتقديم البديل لها لتيسير أمور الناس ورفع الحرج عنهم خاصة المستثمرين المسلمين الذين يعتمدون على المنتجات المالية التقليدية في أعمالهم¹؛
2. تعمل الهندسة المالية الإسلامية على توفير تشكيلة واسعة من المنتجات المالية للمؤسسات المالية الإسلامية تمكنها دوماً من إدارة سيولتها بصورة مريحة، بالإضافة إلى تميزها بالمرونة المناسبة للاستجابة لمتغيرات البيئة الاقتصادية²؛
3. مواكبة تطورات الأسواق المالية العالمية والاستفادة منها بديل اتخاذ مواقف حيادية اتجاهها³؛
4. تأهيل إطارات وموارد بشرية يتطلبها العمل المالي والمصرفي الإسلامي؛
5. تقوم الهندسة المالية الإسلامية على خلق التوازن الذي تحتاجه المؤسسات المالية الإسلامية بين الموارد والاستخدامات لإدارة سيولتها بصورة مريحة وفعالة؛
6. استحداث طرق وابتكار آليات تمكن المؤسسات المالية الإسلامية من التطبيق الكفؤ لنموذج الوساطة المالية من خلال العقود المالية؛
7. اكتساب المؤسسات المالية الإسلامية القدرة على المنافسة للمؤسسات المالية التقليدية من خلال ابتكار طرق تمويلية حديثة⁴.
8. وضع أفضل الممارسات للخدمات المالية الإسلامية في مجالات:
 - الشريعة وحوكمة الشركات؛
 - أخلاقيات الشركات والمسؤولية الاجتماعية؛
 - الشفافية والإفصاحات؛

¹ خنيوة محمد أمين، حنان علي موسى، "منتجات الهندسة المالية الإسلامية - الواقع والتحديات ومناهج التطوير"، الملتقى الدولي الأول للإقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، غرداية، الجزائر، 23-24 فيفري، 2011، ص: 05.

² محمد كريم قروف، "الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية"، الملتقى الدولي الأول للإقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، غرداية، الجزائر، 23-24 فيفري، 2011، ص: 12.

³ عمر ياسين محمد خضيرات، "دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمة الاقتصادية و المالية المعاصرة"، المؤتمر الدولي، "الاقتصاد الإسلامي الواقع و الرهانات المستقبلية"، غرداية، الجزائر، 23-24 فيفري 2011، ص: 19.

⁴ عماري صليحة، سعدان آسيا، مرجع سبق ذكره، ص: 10.

- إدارة المخاطر؛
- كفاية رأس المال؛
- المحاسبة والمراجعة¹.

ثانياً- أهداف الهندسة المالية الإسلامية:

تحقق الهندسة المالية الإسلامية مجموعة من الأهداف يمكن إيجازها بما يلي:

1. ايجاد وابتكار منتجات مالية إسلامية كفؤة بديلة للمنتجات المالية التقليدية تمتاز بالمرجعية الشرعية والكفاءة الاقتصادية والاجتماعية؛
2. تحقيق الكفاءة الاقتصادية، من خلال توسيع فرص الاستثمار وتوفير مصادر تمويل مشروعة للمستثمرين المسلمين ومشاركة المخاطر والعوائد، وتخفيض تكاليف المعاملات، وتخفيض تكاليف الحصول على المعلومات لانعدام الاحتمال، وتخفيض تكاليف عملية الوساطة المالية؛
3. تعظيم أرباح المستثمرين وتنويع مصادر الربحية؛
4. جذب مدخرات المستثمرين الذي يتمتعون عن الاستثمار التقليدي القائم على الربا والمحرمات واقامة استثمارات ضخمة الأكر الذي من شأنه انعاش الاقتصاد؛
5. تطوير أسواق المال المحلية والعالمية من خلال إنشاء سوق مالية إسلامية؛
6. التقليل من الآثار التضخمية نتيجة امتصاص السيولة من الاقتصاد من خلال صيغ التمويل المختلفة؛
7. توفير حلول مشروعة لمشاكل التمويل وإدارة السيولة؛
8. تقليل مخاطر الاستثمار بتنويع صيغه من خلال تشكيلة منتجات الهندسة المالية الإسلامية الواسعة².

الفرع الثالث: خصائص الهندسة المالية الإسلامية.

تتمتع الهندسة المالية الإسلامية بالعديد من الخصائص، تُميّزها عن الهندسة المالية التقليدية ومن هذه الخصائص نذكر مايلي:

أولاً- المرجعية الشرعية:

تعني المرجعية الشرعية أن تكون منتجات الهندسة المالية الإسلامية موافقة للشرع ومنضبطة بالأحكام الشرعية بأكبر قدر ممكن، وهذا يعني الخروج من الخلاف الفقهي قدر الامكان، فالهندسة المالية

¹ Tariqullah KhanIslamic, " Financial Architecture and Infrastructures:Development and Challenges" , IRTI-GDLN, World Bank, Washington, Usa, April 7, 2009 , p:12.

² هناء محمد هلال الحنيطي، "دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية"، المؤتمر العلمي الدولي، الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور الإقتصاد الإسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، 01-02 ديسمبر 2010 ص ص: 10.09.

الإسلامية تهدف إلى الوصول لحلول مبتكرة مشروعة تكون محل اتفاق عام قدر المستطاع¹.

ثانيا-الكفاءة الاقتصادية:

تتميز الهندسة المالية الإسلامية بالإضافة إلى المرجعية الشرعية بخاصية أخرى مناظرة لتلك التي تتميز بها الهندسة المالية التقليدية وهي الكفاءة الاقتصادية ويمكن لمنتجات الهندسة الإسلامية زيادة الكفاءة الاقتصادية عن طريق توسيع الفرص الاستثمارية في مشاركة المخاطر وتخفيض تكاليف المعاملات وتخفيض تكاليف الحصول على المعلومات وعمولات الوساطة والسمسة وتوفير طرق وعمليات تمويل حديثة².

ثالثا-الكفاءة الإجتماعية:

إضافة لما سبق تعمل الهندسة المالية الإسلامية على خدمة المجتمعات وتحقيق التنمية الإجتماعية من خلال نظام الأولويات في نشاطها فهي تعطي اهتماما واسعا للاستثمارات التي تعود بالإيجاب على المجتمعات من خلال الاستثمارات الصناعية والزراعية عن طريق صيغها المختلفة ومنتجاتها، كما تقوم على تيسير أمور الناس ورفع الحرج عنهم.

الفرع الرابع: البيئة الحاضنة والأطراف المستفيدة من الهندسة المالية الإسلامية.

هناك عدة أطراف لها علاقة مباشرة بالهندسة المالية الإسلامية وتكون في الكثير من الأحيان السبب المباشر في تطويرها وتفعيلها نذكر منها:

أولا-السوق المالية الإسلامية:

تعد السوق المالية الإسلامية البيئة الحاضنة لمنتجات الهندسة المالية الإسلامية*.

ثانيا-المؤسسات المالية الإسلامية:

تكوين وتأهيل موارد بشرية مختصة في العمل المالي والمصرفي الإسلامي للتعامل بإبتكاراتها أهم شروط تحقيق الهندسة المالية الإسلامية ونجاحها، وذلك لتطوير وتفعيل الاستثمارات المشروعة المقبولة للتداول في النظام المالي الإسلامي، إضافة لدور الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار عمليات تمويلية حديثة للمؤسسات المالية الإسلامية التي تعاني من منافسة شديدة أمام المؤسسات المالية التقليدية نتيجة استثناء الفوائد من معاملاتها، كما تقوم منتجات التحوط التي تقدمها الهندسة المالية الإسلامية للمؤسسات

¹ مختار بونقاب، " دور الهندسة المالية الإسلامية في إدارة مخاطر صيغ التمويل الإسلامي-دراسة حالة بنك البركة الجزائري"، الجزائر، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، العدد 05، ديسمبر 2016، ص: 50.

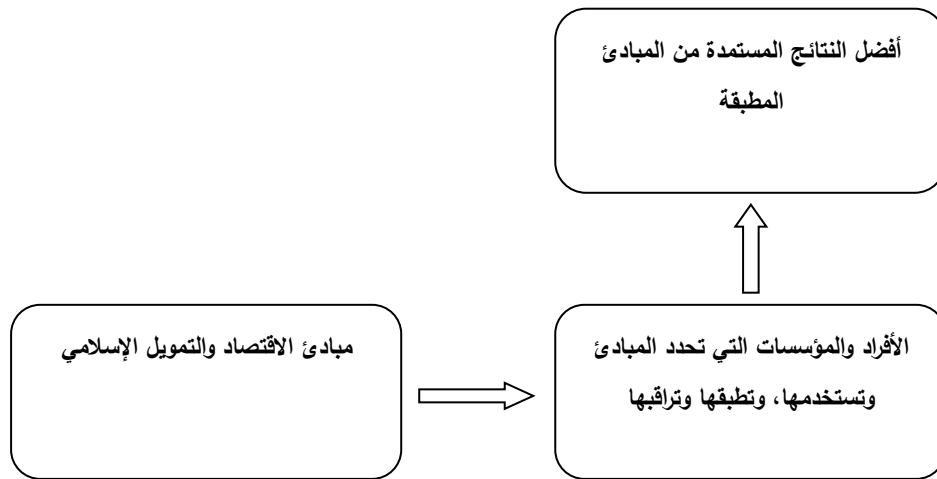
² صاري علي، " الهندسة المالية الإسلامية- إشكالية المخاطر وآليات المعالجة"، الملتقى الدولي الثالث، إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 16- 7 أكتوبر 2015، ص: 06.
* سنأتي على ذكرها بالتفصيل في الفصل الثاني.

المالية الإسلامية على تعزيز ثقة المستثمرين بها الأمر الذي من شأنه توسع نشاطاتها وأعمالها و تعظيم أرباحها¹.

ثالثاً-المستثمرين في منتجات الهندسة المالية الإسلامية:

جاءت الهندسة المالية الإسلامية لتعزيز الإفصاح وتوفير المعلومات في الأسواق المالية وسهولة الوصول لها من خلال انضباط منتجاتها بالأحكام والقواعد الشرعية في المعاملات والتعاقدات المالية لتجنب الاحتكارات واستغلال قلة خبرة صغار المستثمرين بالسوق للتلاعب والمضاربة لتحقيق غايات ذاتية الأمر الذي من شأنه حماية صغار المستثمرين²، وبالتالي تحقيق الكفاءة الاقتصادية وتعميق السوق.

الشكل رقم (01، 03): مخطط سير الهندسة المالية الإسلامية.



Source :Tariqullah KhanIslamic, "Financial Architecture and Infrastructures:Development and Challenges", IRTI-GDLN, World Bank, Washington, Usa, April 7, 2009 , p:10.

من الشكل السابق يلاحظ أنّ الأفراد والمؤسسات أهم حلقة في عملية الهندسة المالية الإسلامية فهم الذين يطلبون التمويل الإسلامي ومنتجاته ويتقيدون بمبادئه من أجل تحقيق أفضل النتائج.

الفرع الخامس: الفرق بين الهندسة المالية الإسلامية والهندسة المالية التقليدية.

تتشارك الهندسة المالية مع الهندسة المالية الإسلامية في التصميم والابتكار لأدوات مالية حديثة لكن يختلفان في عدة جوانب منها البيئة الحاضنة لهذه الأدوات والمؤسسات المستهدفة والنشاطات والمرجعية الشرعية والكفاءة الإجتماعية ويمكن إيجاز أهم الاختلافات فيما يلي:

¹ مرغاد لخضر، "الهندسة المالية من منظور إسلامي (مع الإشارة إلى تجارب بعض الدول)"، الجزائر، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 39، فيفري 2013، ص: 51.

² زايدي عبد السلام، "الهندسة المالية: مدخل لتطوير الصناعة المالية الإسلامية"، مجلة العلوم الإنسانية، السنة 06، العدد38، السنة 2008، ص: 23.

أولاً-الإنضباط بالشرع الإسلامية:

تعد الشريعة وفقه المعاملات المالية المصدر الأول للهندسة المالية الإسلامية فمن خلالهما تستمد مختلف القواعد والضوابط والأسس في تصميم منتجاتها المالية، بما يتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية وفقه المعاملات المالية للابتكار أكبر قدر ممكن عن الخلافات الفقهية والشرعية، ويعد مبدأ المشاركة في المخاطر، أي تقاسم الخسائر المحتملة بين مختلف الأطراف المتعاقدة أهم مبادئ الهندسة المالية الإسلامية بالإضافة لإدارة السيولة وليس مبدأ درء المخاطر وتحويلها لأطراف أخرى وهو ما يعتبر أساس الهندسة المالية التقليدية¹.

ثانياً-انضباط الأحكام الشرعية:

إنّ الأحكام الشرعية نفسها أكثر انضباطاً وأحكاماً وتناسقاً من الأنظمة البشرية، ويترتب على ذلك أنّ المحافظة على الأحكام الشرعية أيسر من المحافظة على الأنظمة الوضعية، نظراً لتطرق الخلل والتناقض للأخيرة بما لايسمح للمتعاملين بالمحافظة عليها، خلافاً للأحكام والقواعد الشرعية.

ثالثاً-تحقيق مصلحة جميع المتعاملين:

جاءت الأحكام الشرعية الحاكمة للهندسة المالية الإسلامية لتحقيق مصالح المتعاملين جميعاً دون استثناء ورفع الحرج عنهم وتلبية رغباتهم، بينما النظام المالي التقليدي يقوم على مصلحة أفراد بعينهم ويهمل المصالح الكلية للجماعة الأمر الذي يخلق الاختلاف وتداخل مصالح المتعاملين². كذلك يختلفان في البيئة الحاضنة والمؤسسات المستهدفة والأهداف وسنأتي على ذكر أهم الفروقات بين السوق المالية الإسلامية والسوق المالية التقليدية بالتفصيل في الفصل الثاني.

¹ يوسفوي سعاد، مخلوفي عبد السلام، " دور الهندسة المالية الإسلامية في إبتكار منتجات مالية إسلامية"، الجزائر، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة بشار، المجلد الثالث، العدد01، مارس 2017، ص ص: 120.121.

² عبد الكريم قندوز، " الهندسة المالية الإسلامية"، السعودية، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز، الاقتصاد الاسلامي، المجلد 20، العدد02، 2007، ص ص: 37.38.

جدول رقم (01، 06): أوجه الاختلاف بين الهندسة المالية والهندسة المالية الإسلامية.

أوجه الاختلاف	الهندسة المالية الإسلامية	الهندسة المالية التقليدية
التعريف	تصميم وابتكار منتجات مالية وفق فقه المعاملات الإسلامية والشريعة الغراء	تصميم وتطوير منتجات مالية لمواجهة قصور التمويل والمشاكل الاقتصادية وفق مبادئ الاقتصاد الكلي
المبادئ	التمويل الإسلامي	التمويل التقليدي
المصادر	القرآن، السنة، الإجماع، والقياس، وقرارات المجمعات الفقهية	الاقتصاد التقليدي بعلمه ونظرياته المختلفة
المنتجات	المنتجات المالية الإسلامية المنضبطة بالأحكام الشرعية والمحققة للكفاءة الاقتصادية (الصكوك الإسلامية، التوريق الإسلامية، صناديق الاستثمار الإسلامية، المشتقات المالية من منظور إسلامي....)	المنتجات المالية التقليدية الربوية (السندات، المشتقات المالية، صناديق الاستثمار....)
البيئة الحاضرة	السوق المالية الإسلامية	السوق المالية التقليدية
الأطراف المستهدفة	المؤسسات المالية الإسلامية والمصارف الإسلامية، والمتعاملين المعنيون بهذا النوع من التمويل	المنشآت المالية، والبنوك، رجال الأعمال، والمستثمرين بجميع الفئات
المهندس المالي	مقيد برقابة شرعية، الإمام بالعلوم المالية والشرعية، وحاجات السوق والمتعاملين والمحاذاير الشرعية	الإمام بالعلوم المالية والنظريات الاقتصادية، وتلبية رغبات رجال الأعمال

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على ما سبق.

المبحث الثالث: منتجات الهندسة المالية الإسلامية.

سنعرض في هذا المبحث أهم المنتجات المالية الإسلامية التي يتم تداولها في الأسواق المالية الإسلامية والتي تعد مصدرا لعمليات التمويل الإسلامية، مع العلم أنه يتم ابتكار منتجات حديثة لليوم نتيجة للتقدم والتطور وزيادة الحاجة للمستهدفين والمعنيين بالصناعة المالية الإسلامية لمنتجات من منظور إسلامي تجمع بين الكفاءة الاقتصادية والمرجعية الشرعية.

المطلب الأول: الصكوك الإسلامية.

تعد الصكوك الإسلامية من أهم منتجات الهندسة المالية الإسلامية وأكثرها انتشارا للتعامل والقبول لمرونتها وتغطيتها لجوانب عديدة من التمويل لأنواعها المختلفة وهي أهم البدائل للأوراق المالية التقليدية كالسندات والأسهم.

الفرع الأول: مفهوم الصكوك الإسلامية.

عرّفت الصكوك الإسلامية من قبل هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية* بأنها: " شهادات ذات قيمة متساوية تمثل حصصا غير مقسمة في ملكية الأصول المادية، أو خدمات أو في ملكية أصول مشروع أو نشاط استثماري".

تمنح الصكوك لأصحابها حق الملكية، ويتم إصدار الصكوك على أساس عقود وفقا لمبادئ الشريعة، مما يعني أنّ القواعد فيما يتعلق بمسائلها والتفاوض بشأنها يجب أن تمتثل أيضا إلى القانون الإسلامي¹.

الفرع الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية.

تحتوي الصكوك الإسلامية على تشكيلة واسعة من الصكوك تعنى بجميع أنواع التمويلات وتغطي جميع جوانب الاقتصاد سنتطرق للشائع منها والذي يفيد دراستنا.

أولا-صكوك المضاربة (المقارضة):

المضاربة هي شكل من أشكال تقاسم الأرباح و الخسائر حيث يقدم المستثمر رأس المال المطلوب لتمويل مشروع معين ويتقاسم الأرباح والخسائر مع صاحبه وفقا لقاعدة تقاسم محددة مسبقا، وفي هذا الشكل من العقود لا يوجد ضمان للدخل، مما يعني أنّ كلا الأطراف المتعاقدة تخضع للأرباح والخسائر الناشئة عن ذلك المشروع².

* هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: هي منظمة دولية غير هادفة للربح تضطلع بإعداد وإصدار معايير المحاسبة المالية والمراجعة والضبط وأخلاقيات العمل والمعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية خاصة والصناعة المصرفية والمالية الإسلامية على وجه العموم.

¹ Prospectus Démission Des Sukuk Ijara Bmci, Raport Banque Mauritanienne Pour Le Commerce International, 2015-2020,P: 06.

http://www.bmci.mr/sites/default/files/prospectus%20bmci_2015.pdf

² Issouf Soumaré, "La pratique de la finance islamique", Assurances et gestion des risques, vol. 77(1-2), université laval ,Canada , avril-juillet, 2009, p: 66.

ثانياً-صكوك المشاركة:

هي تمويل تشاركي، حيث يشترك طرفان في رأس مال الشركة ويتشاركان في خسائرها وأرباحها بما يتناسب مع مساهماتهما في الواقع، مثلاً العميل الذي يرغب في تمويل مشروع معين يحصل على أموال من أحد البنوك لهذا الغرض، يعمل البنك كمستثمر سلبي لأن الشركة تدار من قبل العميل وحده وبالتالي فإن العلاقة التي تنشأ بهذه الطريقة بين البنك والمتعامل لا تستند إلى علاقة بين الدائنين والمدنيين بل على علاقة الشراكة¹.

ثالثاً-صكوك المرابحة:

المرابحة في الواقع مصطلح في فقه المعاملات الإسلامية ويشير إلى نوع معين من بيع لا علاقة لها بالتمويل بالمعنى الأصلي، إذا وافق المشتري على صفقة مفادها أن يوفر له البائع سلعة معينة مقابل ربح معين يضاف إليه التكلفة ويطلق عليه "المرابحة" .

العنصر الأساسي "في المرابحات" هو أن البائع يكشف عن التكلفة الفعلية التي تكبدها في الحصول على السلع، ثم يضيف بعض الربح في هذا الشأن، قد يكون هذا الربح في مبلغ مقطوع أو قد يستند على نسبة مئوية².

وتقوم المؤسسات المالية في تمويل المرابحة بشراء البضاعة للعميل وإعادة بيعها له على أساس مؤجل وإضافة هامش ربح متفق عليه³.

رابعاً-صكوك الإجارة:

هي "وثائق ذات قيمة متساوية عند إصدارها، ولا تقبل الجزئية، ويمكن تداولها بالطرق التجارية وتمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان مؤجرة، أو ملكية منافع أو خدمات من عين معينة أو موصوفة في الذمة"⁴.

ويندرج تحتها أنواع نذكر منها:

- 1-صكوك ملكية المنافع: وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة بغرض إجارة منافعها واستيفاء أجرتها من الحصيلة الإكتتاب وتصبح منفعة مملوكة لحامل الصكوك؛
- 2-صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة أو الموصوفة في الذمة: وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة موجودة (مستأجر) بغرض إعادة إيجارها واستيفاء أجرتها من حصيلة الإكتتاب فيها، وتصبح منفعة مملوكة لحملة الصكوك؛

¹ Jérôme Lasserre Capdeville", **La finance islamique : une finance douteuse ?**, " Les Cahiers de la Finance Islamique No2, Ecole de Management, Strasbourg ,France, décembre, 2010, p: 16.

² Maulana Taqi Usmani , " **Murabahah** " , An online publication by accountancy.com.pk:p:02.

³ Alsayyed, Nidal", **The Uses and Misuses of Commodity Murabaha: Islamic Economic Perspective** " Munich Personal RePEc Archive Paper No. 20262, posted 26.10 ,Germany, January, 2010, p :04. Online at <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/20262/>

⁴ حامد بن حسين بن محمد علي ميرة، "صكوك الإجارة دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية"، الرياض، السعودية، دار الميمان للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2008، ص: 59.

3-صكوك ملكية الخدمات من طرف معين أو من طرف موصوف في الذمة: وهي وثائق متساوية القيمة تصدر بغرض تقديم الخدمة من طرف معين واستيفاء الأجرة من حصيلة الإكتتاب فيها وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك¹.

خامسا-صكوك الاستصناع والسلم:

في السنوات الأخيرة قام القائمون بالصناعة المالية الإسلامية بتكييف الأشكال الكلاسيكية لعقود السلم والإستصناع ودمجها مع معاملات مالية أخرى لتوليد تقريب للمعاملات المالية التقليدية، بما في ذلك القروض التي تحمل فوائد، والأذون والسندات المحملة بفائدة، والبناء والتشغيل والنقل، والبنية التحتية الخاصة بالبناء والتشغيل وتمويل المشاريع الأخرى، وما إلى ذلك².

1-صكوك الاستصناع:

صك الاستصناع هو عقد يتعهد فيه الطرف الأول (الصانع) بإنتاج شيء محدد والذي يمكن أن يتم وفقا لمواصفات محددة متفق عليها، ويتم تحديد السعر وتاريخ محدد للتسليم، ويشمل الإستصناع عمليات التصنيع البناء، التجميع أو التغليف³.

2- صكوك السلم:

يشير السلم ببساطة إلى عملية البيع التي يتم فيها الدفع مقدما من قبل المشتري، ويتم تأجيل تسليم الأصل من قبل البائع، الفترة المعنية عادة ما تكون قصيرة، كما هو الحال مع المرابحة، (ثلاثة أشهر) في الممارسة العملية يمكن اعتبار صكوك السلم بديلا متوافقا مع الشريعة عن سندات الخزنة التقليدية الصادرة لمدة ثلاثة أشهر قصيرة الأجل⁴.

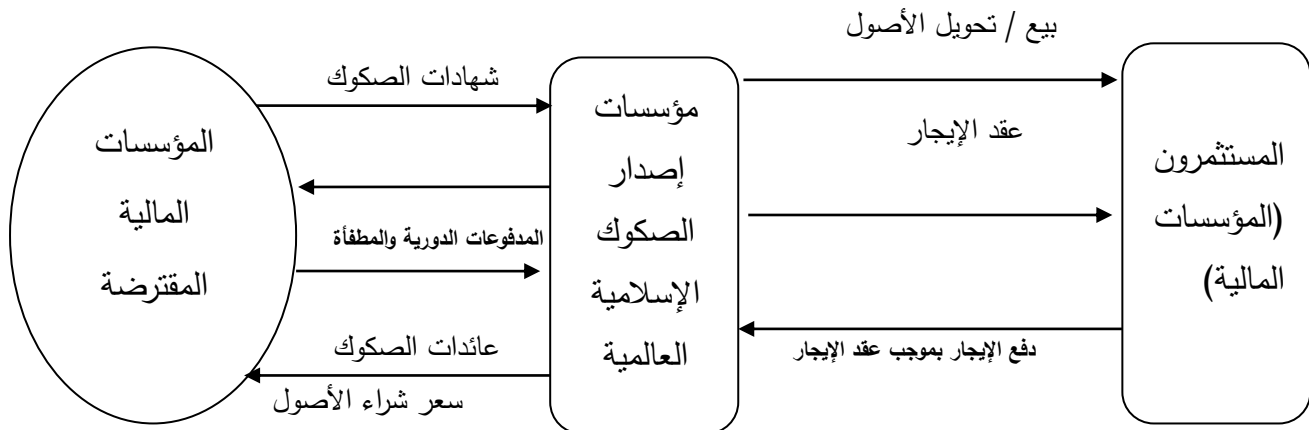
¹ كمال توفيق الخطاب، "الصكوك الإستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 31 ماي-03 جوان 2009، ص: 14.

² Mahmoud A. El-Gamal, "Islamic Finance Law, Economics, and Practice," Published in the United States of America by Cambridge University Press, New York 2006 p: 81.

³ Shatha Abdul-Khaliq, "Comparison study of Murabaha and Istisnaa in Islamic banking in Jordan," California State University, Vol 5, No 9, Usa, January, 2014, p: 604.

⁴ Rodney Wilson, "Innovation in the structuring of Islamic sukuk securities Humanomics," International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management Vol. 24 No. 3, Bingley, Royaume-Uni, 2008 p: 173.

الشكل رقم (01، 04): التمويل بالصكوك الإسلامية.



Source: Client note 'Islamic finance Shariah, Sukuk & Securitisation' Hogan Lovells Entreprise Royaume-Uni, 2004, p: 07.

تقوم مؤسسات مالية إسلامية محددة بعملية إصدار الصكوك الإسلامية ويقوم المستثمرون والمؤسسات المالية الذين يتعاملون بالتمويل الإسلامي بالاكتماب فيها عن طريق مدفوعات محددة، وتقوم مؤسسات إصدار الصكوك بالاستثمار في حصيلة الاكتماب عن طريق قرضها لجهات مالية ذات عجز لاستثمارها وتدويلها في مشاريع غير مخالفة للشرع ومعلومة المصدر أو تمويل مشاريعها الخاصة التي أصدرت صكوك من أجلها.

الفرع الثالث: الفرق بين الصكوك الإسلامية والأوراق المالية التقليدية.

سنبرز أهم الفروقات بين الصكوك الإسلامية والأسهم والسندات.

أولاً- الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات:

أشارت الأدبيات البحثية إلى نقاط تختلف فيها الصكوك عن السندات التقليدية.

1- إنَّ الفارق الرئيسي هو الالتزام بالضوابط الشرعية حيث تعتبر الصكوك الإسلامية عرضة لمخاطر عدم الإلتزام بالضوابط الشرعية عكس السندات، وازدادت هذه المخاطر بشكل كبير بسبب ضعف وضع الأطر التشريعية والتنظيمية للتمويل الإسلامي، والاختلافات في النظم القانونية والتنظيمية في مختلف البلدان، وبالتالي فإنَّ التعرض لمخاطر عدم الإمتثال للشرعية الإسلامية يجعل الصكوك أكثر خطورة من السندات؛

2- هناك طرق يمكن أن تكون الصكوك فيها أكثر أماناً من السندات التقليدية، حيث أنَّ الصكوك ذات الهياكل المختلفة لها مخاطر مختلفة، على سبيل المثال الصكوك المدعومة بالأصول هي آمنة، بل وأكثر أماناً من معظم السندات التقليدية، ومن الناحية النظرية، ينبغي أن تكون الصكوك بوجه عام أكثر أماناً من السندات التقليدية؛

3- إختيار نوع الصكوك قد يؤدي إلى عدم تحديد مخاطر الإلتزام بالضوابط الشرعية، فقد يبدو أنَّ العلاقة بين مخاطر الصكوك ومخاطر السندات التقليدية يصعب تمييزها، وبالتالي لا يفهم هيكل الصكوك حالياً بشكل جيد ولذلك فمن غير المحتمل جداً أن يتم تسعير الصكوك بشكل صحيح في السوق؛

4-المشاركون في السوق يدركون جيدا المخاطر التي يشكلها عدم الالتزام بالشريعة الإسلامية، ومن ثم يعتبر سوق الصكوك أكثر خطورة من السندات التقليدية، وهذا التصور ينعكس في الأداء النسبي للصكوك ومؤشرات السندات التقليدية¹.

ثانيا-الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم:

عندما ننظر إلى الصكوك الإسلامية وهيكلها تبدو عموما مثل الأسهم التقليدية ولكن في الواقع أنها ليست حصة في رأس مال الشركة، وهناك بعض الاختلافات الرئيسية بين الأسهم و الصكوك الإسلامية كما يلي:

1-تمثل الصكوك الإسلامية حصة ملكية في الأصل أو مشروع أو خدمة محددة أما الأسهم التقليدية هي أسهم الملكية في الشركات ومنشآت الأعمال؛

2-نظرا لأنّ الصكوك هي أوراق مالية مدعومة بالأصول، إلا أنّ الأسهم قد لا تكون كذلك؛

3-حاملو الصكوك مسؤولون فقط عن الأصل أو المشروع أو الخدمة المحددة في حين أنّ المساهم هو مسؤول عن الشركة بأكملها؛

بالإضافة لما سبق يتم إستثمار الصكوك الإسلامية في استثمارات ومشاريع لا تخالف الشريعة الإسلامية وتكون معلومة لحامل الصك عكس الأسهم التي تكون شاملة لجميع الاستثمارات بغض النظر عن طبيعتها ومجالها².

الفرع الرابع: الحكم الشرعي للصكوك الإسلامية.

لقد أجاز المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية*الصكوك الإسلامية بكافة أنواعها، والمعيار الشرعي رقم (17) صدر بهذا الخصوص، ومستند جواز ذلك أنّ الصكوك تصدر على أساس عقد شرعي من العقود الشرعية، وعليه فإنّ إصدار الصكوك على أي أساس منها جائز شرعا، كما أجازها مجمع بحوث الأدوات المالية الإسلامية التابع لهيئة الأوراق المالية الماليزية³.

¹ Mohammed Waleed Alswaidan , "An Investigation Of Sukuk Structure Risk ",The thesis is submitted in partial fulfillment of the requirements for the award of the degree of Doctor in Economics and Finance of Philosophy , University of Portsmouth, Royaume-Uni , June 29, 2017, p:149.

² Junaid Haider Muhammad Azhar " ,Islamic Capital Market Sukuk and its Risk Management in the Current Scenario," Umea School of Business Spring Semester, Sweden 2010 pp: 31-32.

* المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية:هي إحدى أبرز المنظمات الدولية غير الربحية الداعمة للمؤسسات المالية الإسلامية، تأسست عام 1991م ومقرها الرئيس مملكة البحرين، ولها منجزات مهنية بالغة الأثر على رأسها إصدار 100 معياراً حتى الآن في مجالات المحاسبة والمراجعة وأخلاقيات العمل والحوكمة بالإضافة إلى المعايير الشرعية التي اعتمدها البنوك المركزية والسلطات المالية في مجموعة من الدول باعتبارها إلزامية أو إرشادية.

³ زياد جلال الدماغ، "الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية"، عمان، الأردن، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2012، ص: 69.

الجدول رقم (01، 07): الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم والسندات.

الترتيب	الصكوك الإسلامية	السندات	الأسهم
01	حددت طبيعة الملكية في الأصل	الالتزام بالدين	حدد طبيعة الملكية في الشركة
02	متوافقة مع الشريعة الإسلامية	عدم الالتزام بالشريعة الإسلامية	متوافقة مع الشريعة الإسلامية وفقا لحالة الأسهم
03	تعتمد على آلية توليد العائد على الأصول الأساسية	تعتمد على آلية توليد العائد على التصنيف الائتماني	تعتمد على آلية توليد العائد على أرباح الشركات
04	لا ترتبط حياة الصكوك الإسلامية بحياة مصدر الصكوك بل تنتهي في تاريخ السداد	لا ترتبط حياة السندات التقليدية بحياة مصدر السندات بل تنتهي في تاريخ السداد	ترتبط حياة الأسهم بحياة الشركة المصدرة وليس لها تاريخ استرداد إذا استمر نشاط الشركة ككيان قانوني
05	في حالة التصفية المالية يتم إعادة الدفع لحاملي الصكوك وفقا للحقوق التي يحددها الوضع القانوني وهيكل الصكوك	في حالة التصفية المالية يتم إعادة الدفع لحاملي السندات وفقا لترتيبهم مع الدائنين الآخرين	يحصل أصحاب الأسهم على الباقي من تسديد جميع الالتزامات المالية الأخرى بعد أصحاب السندات

Source: Mohammed Waleed Alswaidan, "An Investigation Of Sukuk Structure Risk", The thesis is submitted in partial fulfillment of the requirements for the award of the degree of Doctor in Economics and Finance of Philosophy, University of Portsmouth, Royaume-Uni, June 29, 2017, p: 282.

المطلب الثاني: المشتقات المالية الإسلامية والتوريق الإسلامي.

المشتقات المالية والتوريق من أهم ابتكارات الهندسة المالية في الأسواق المالية التقليدية حيث يتيحان التحوط من المخاطر المختلفة وحماية المراكز المالية وتوفير السيولة والتمويل، لهذا وجب على الهندسة المالية الإسلامية توفير مشتقات مالية وتوريق من منظور إسلامي لهما نفس خصائص المشتقات المالية والتوريق في الأسواق المالية التقليدية ومنضبطان بأحكام الشريعة الإسلامية لتوفير السيولة في السوق المالية الإسلامية وحماية المتعاملين فيها.

الفرع الأول: المشتقات المالية الإسلامية.

سنبتدى بالتعريف بالمشتقات المالية التقليدية.

أولاً- مفهوم المشتقات المالية:

يمكن تعريف المشتقات كأداة مالية تستمد قيمتها من المتغيرات الأساسية الأخرى، وعادة ما تكون المتغيرات الأساسية هي أسعار الأصول المتداولة، على سبيل المثال:

1- الأسهم؛

2- مؤشرات الأسهم؛

3- مؤشرات أسعار الفائدة؛

4-السلع؛

5-السندات¹.**ثانياً-أنواع المشتقات المالية:**

تتعدد المشتقات المالية، ولكن أبرز المشتقات المالية التي يتم استخدامها وتداولها في الأسواق

المالية هي:

1-العقود الآجلة:

هي عبارة عن: "إتفاق تعاقدى بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري بغرض تسليم أصل معين (سلعة-أوراق مالية-عملة) في تاريخ لاحق محدد مستقبلاً يتفق عليه في تاريخ التعاقد يسمى يوم التصفية، وبسعر محدد متفق عليه عند إنشاء العقد يسمى "سعر التنفيذ"، ويتم مع الأصل المتفق عليه ودفع الثمن في هذا التاريخ المستقبلي"².

2-العقود المستقبلية:

العقود المستقبلية هي: "بمثابة عقود يقوم بمقتضاها أحد طرفي العقد وهو البائع والذي يمثل صاحب المركز القصير بالاتفاق على تسليم معين الى الطرف الآخر للعقد، والذي يمثل المشتري أو صاحب المركز الطويلة على أن يتم التسليم في تاريخ محدد في المستقبل، وذلك نظير سعر محدد يطلق عليه سعر التنفيذ ولكن لا يدفع هذا السعر بدون أن يحل تاريخ التسليم"³.

3-عقود الخيارات المالية:

الخيار هو وثيقة واحدة تعطي الحق لحاملها بالشراء أو البيع (وليس الالتزام) لشراء في وقت محدد سلفاً وبسعر محدد، والخيار هو أحد الضمانات المالية الرئيسية التي تعطي الحق في شراء أو بيع أصل معين في وقت محدد سلفاً وبسعر معلوم سلفاً⁴، وأهم إنقسامات الخيارات المالية:

- خيار الشراء:

وهو: "امتياز يعطي لحامله الحق في شراء سلعة ما أو أداة مالية بسعر محدد خلال فترة محددة مقابل ثمن محدد يدفعه مشتري ذلك الحق إلى بائعه، أي أنّ مشتري هذا الحق بالخيار بين أن يشتري تلك السلعة أو الأداة المالية بالثمن المتفق عليه وبين أن لا يشتريها، وذلك خلال فترة محددة هي غالباً ثلاثة شهور"⁵.

¹ Deloitte _Introduction to Derivative Instruments_Part1 .pdf، Linkn learn, 12 May 2016، P: 06.

² كتاف شافية، ذهبية لطرش، "عقود المشتقات المالية بين الأهمية الاقتصادية والرؤية الشرعية"، الجزائر، مجلة آفاق العلوم، جامعة الجلفة، العدد السابع، مارس 2017، ص: 385.

³ محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مصر، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2012، ص: 282.

⁴ Younes Elahi Mohd Ismail Abd Aziz, " Islamic options (al-Khiyarat); Challenges and opportunities", International Conference on Information and Finance IPEDR, vol21,IACSIT Press، Singapore, 2011, pp: 101-102.

⁵ عبد العظيم أبو زيد، "التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية"، السعودية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، المجلد 27، العدد03، 2014، ص: 08.

- خيار البيع:

"خيار البيع يعطي مشتري (خيار البيع) الحق وليس الالتزام في بيع الأصل محل العقد إذا ما رغب بائع الخيار (محرر) الخيار في بيعه خلال فترة تنتهي في تاريخ معين وبسعر محدد عند التعاقد وعلى محرر الخيار أن يلتزم بتنفيذ الاتفاق بشراء الأصل محل التعاقد عندما يطلب مشتري (خيار البيع) مقدما عند التعاقد ويتم تداول الخيارات في الأسواق المنظمة وغير المنظمة"¹.

4- عقود المبادلات:

عقد المبادلة هو عقد حيث يتفق طرفان على تبادل التدفقات المالية على مدى فترة من الوقت ووفقا لصيغة محددة سلفا، إثنان من إتفاقيات المقايضة الأكثر شيوعا هي مقايضات أسعار الفائدة وعقود تبادل العملات، في مقايضة أسعار الفائدة، تقوم الأطراف المقابلة بتبادل سلسلة من مدفوعات الفوائد المقومة بالعملة نفسها، في مقايضة العملات، وتقوم الأطراف المقابلة بتبادل سلسلة من مدفوعات الفائدة المقومة بعملات مختلفة².

ثالثا-الحكم الشرعي للمشتقات المالية:

اجتمع علماء الشريعة الإسلامية على حرمة المشتقات المالية التي يتم التعامل بها في الأسواق المالية التقليدية، وفيما يلي أهم الأسباب الشرعية التي ذكرها العلماء المعاصرون في التمويل الإسلامي الذين اعترضوا على المشتقات:

1-ذهب مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة في مدينة جدة عام 1992 إلى عدم جواز عقود الإختيارات حيث جاء في القرار رقم (7/6/65) أنّ المقصود بعقود الإختيارات، الالتزام ببيع شيء محدد موضوع أو شرائه بسعر محدد خلال فترة زمنية معينة أو في وقت معين إما مباشرة، أو من خلال هيئة ضامنة لحقوق كلا الطرفين وحكمه الشرعي أنّ عقود الإختيارات كما تجرى اليوم في الأسواق المالية هي عقود مستحدثة لا تنطوي تحت أي عقد من العقود الشرعية المسماة وبما أنّ المعقود عليه ليس مالا ولا منفعة ولا حق مالي يجوز الاعتياض عنه فإنّه غير جائز شرعا، وبما أنّ هذه العقود لا تجوز ابتداء فلا يجوز تداولها³؛

2-البيع الآجل، الذي يشمل تأجيل كل من القيم المقابلة، فهو بيع دين لآخر (بيع الكالئ بالكالئ)، وهو أمر محظور في فقه المعاملات المالية؛

3-كلا القيم في العقود المستقبلية من ثمن وسلعة غير موجودة في وقت العقد، ومن ثم فهي ليست عملية بيع حقيقية؛ بل مجرد بيع أو تبادل للوعد، يمكن أن يكون البيع صالحا في الشريعة إذا كان الثمن أو التسليم مؤجلا، ولكن ليس الاثنين معا؛

¹ مؤيد عبد الرحمن الدوري، سعد جمعة عقل، "إدارة المشتقات المالية"، عمان، الأردن، مكتبة الجامعة، الطبعة الأولى، 2012، ص: 29.

² John Kiff, Uri Ron et Shafiq Ebrahim , " L'utilisation des swaps de taux d'intérêt et des swaps de devises par le gouvernement fédéral," Revue De La Banque Du Canada, Canada , Hiver 2000-2001, p:25.

³ عبد الكريم أحمد قندوز، "المشتقات المالية"، عمان، الأردن، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، 2013، ص: 290.291.

4- خيار البيع هو مجرد حق في شراء أو بيع؛ لا يجوز فرض رسوم على ذلك؛

5- لكي يكون البيع صالحا يجب أن يكون هناك نقل لملكية المبيع، إذا كان البائع لا يملك عقد ملكية هذا المبيع فلا يمكنه نقل الملكية، والأساس المنطقي وراء شرط عقد الملكية هو منع الغرر، كما أن بيع العقود الآجلة لا يفي بمتطلبات حيابة العقد قبل إعادة البيع؛

6- العقود الآجلة تتطوي على تكهنات وشك على ما يسير، فتدخل في دائرة القمار والغرار¹.

رابعا- الهندسة المالية الإسلامية في المشتقات المالية:

هناك مدرستان رئيسيتان للفكر فيما يتعلق بحالة المشتقات المالية الإسلامية، تعتقد المدرسة الأولى بقوة أن المشتقات التقليدية مثل العقود الآجلة والخيارات غير مسموح بها في التمويل الإسلامي، وبدلا من ذلك، هناك حاجة إلى إيجاد بدائل إسلامية تتوافق مع الشريعة الإسلامية، هذه البدائل - يشار إليها أحيانا بإسم "المشتقات الإسلامية" وتشمل أدوات مالية مثل السلم، الاستصناع، بيع العربون، الجعالة*.

وتعتقد المدرسة الثانية من الفكر، وهي وجهة نظر الأقلية أن المشتقات التقليدية هي أداة ضرورية للغاية لتمكين التمويل الإسلامي من المضي قدما في مستويات أخرى، كما يجادلون بأن المشتقات التقليدية ليست في الواقع محظورة ولكن ينبغي فرض هندسة عليها واستخدامها في التمويل الإسلامي².

خامسا- تكييف المشتقات المالية مع عقود مسماة في الفقه الإسلامي:

سننظرق لأهم العقود الإسلامية التي تقوم كبديل لعمل المشتقات المالية في الأسواق المالية التقليدية والتي تعمل على التحوط وإدارة المخاطر في الأسواق المالية الإسلامية.

1- عقد التحوط الموافق للشريعة (عقود الآجال الإسلامية):

عقد التحوط الموافق للشريعة الإسلامية هو تعهد من المشتري بالشراء ومن البائع بالبيع، تكون السلعة مثلية بكمية محددة في تاريخ محدد في المستقبل بثمن متفق عليه، وعند الإستحقاق يجب على المشتري أن يدفع الثمن المتفق عليه مسبقا، ويجب على البائع أن يسلم الأصل (السلعة) في المكان المحدد.

وهو في جوهره شراء مؤجل لسلع موصوفة بثمن متفق عليه وفي الزمان والمكان المتفق عليهما في التسليم، وحيث إنَّ الغاية من هذا العقد هي حماية الأصول من التغيير غير المتوقع وغير المرغوب فإنَّه لا بد من توافر الشُّروط التالية:

- يجب تبادل السلعة والثمن في زمن الإستحقاق فقط؛
- الثمن يمكن أن يكون حق انتفاع أو ديناً مستحق الأداء في يوم التسوية؛
- السلعة يجب أن تكون مثلية لا قيمية؛
- جميع المواصفات المؤثرة في ثمن السلعة يجب أن تكون معلومة ومتفقا عليها؛

¹ Sherin Kunhibava "Derivatives In Islamic Finance", International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA), Research Paper, No7, Kuala Lumpur, Malaysia, 2010, pp: 08.09.

* الجعالة: هي ما يتقاضاه الإنسان على أمر يفعله مثل: رصد مكافأة مالية لمن يجد ضالة مفقودة، أو تخصيص مكافأة تشجيعية للطالب الأول.

² Sherin Kunhibava, Cit Op, p:08.

- كمية السلعة وثنمها يجب أن يكونا معلومين ومتفقا عليهما؛
- ليس من الضروري أن يكون بائع السلعة منتجا لها (في حالة السلع الزراعية) ولا أن تكون السلعة مملوكة له عند عقد الصفقة؛
- السلعة والثنم يجب أن يكونا غير ربويين¹.

2-بيع السلم:

هنا يتم شراء احتياجاته المستقبلية، ولكن بثمن حال وبالتالي يحقق بيع السلم التحوط المطلوب بتثبيت ثمن الشراء المستقبلي ولكن فقط لمن يستطيع أن يقوم بسد حاجة البائع للتمويل لذلك سماه الفقهاء ببيع المحاييج وبالتالي لا يمكن لهذا الأسلوب أن يستعمله من ليس له المقدرة على تمويل البائع، وهؤلاء هم الغالبية في المجتمعات المعاصرة حيث تفرض النظرية الاقتصادية أن قطاع الأعمال من الفئات ذات العجز التي يقوم القطاع المالي بتمويل احتياجاتها.

3-عقد الاستصناع:

هنا يقوم طرف بالتعاقد مع طرف آخر على تصنيع سلعة معينة حسب مواصفات متفق عليها بثمن متفق عليه، ولا يشترط للطرف الأول دفع الثمن أو جزء منه عند التعاقد وبالتالي يتم العقد بغياب السلعة وغياب ثمنها وبذلك يستطيع الأول تثبيت ثمن السلعة وبالتالي حمايتها من الإرتفاع، وكذلك الصانع يحمي نفسه من أي إنخفاض في السعر ولكن هذا العقد يقتصر استخدامه على السلع الغير مثلية، والتي تحتاج إلى تصنيع إذ يشترط على الصانع أن يساهم بجهده وبالمواد الخام لصناعة السلعة المتفق عليها².

4-بيع العربون:

يشير إلى نوع من المعاملة التي من خلالها يقوم الشخص الذي يريد شراء السلع في المستقبل، أن يدفع نسبة مئوية من التكلفة في الوقت الحاضر وفي تاريخ محدد ويتم إكمال النسبة المتبقية للتكلفة في يوم التسوية وإذا لم يستطع إكمالها يوم التسوية لا يمكنه الحصول عليها، إرجاع الدفعة المسبقة المدفوعة لأنه لم يفي بوعده، هذا النوع من المعاملات كان معتادا بين العرب في العصر الإسلامي المبكر حيث سمح علي بن أبي طالب رضي الله عنه بهذه المعاملة³، ويتشابه بيع العربون بخيار الشراء في المشتقات المالية التقليدية.

¹ عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، "مستقبلات مقترحة متوافقة مع الشريعة"، السعودية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، المجلد 15، 2003، ص: 36.

² عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، "نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية"، السعودية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، المجلد 11، 1999، ص: 68.

³ Ali Salehabadi & Mohammad Aram, "Islamic Justification Of Derivative Instruments", International Journal of Islamic Financial Services Management (IJFSM), World Trade Centre, Vol.4, No.3, Genève, Switzerland, 2002, p:04.

5- عقد الجعالة:

هي " ما يجعل للإنسان مقابل عمل، ويعرفها المجيزون لها بأن يجعل له أجرا معلوما، على أن يعمل له في زمن معلوم أو مجهول، ما فيه منفعة للجاعل بتمامه، بحيث إذا أتم العمل كان له الجعل كله، وإذا لم يتمه فلا شيء له"¹.

مفهوم الجعالة يشبه مفهوم الاستصناع، غير أنّ في الاستصناع البائع يوفر سلعة مادية أما في الجعالة البائع يوفر خدمة بدلا من السلع المادية، أما الجوانب الأخرى في عقد الجعالة نفسها في الاستصناع².

وتختلف الجعالة عن الإجارة من حيث:

- صحتها على عمل مجهول؛
- العامل لا يستحق الجعل إلا بتمام العمل؛
- مع عامل غير معين، من رد ضالتي فله كذا؛
- عدم اشتراط قبول العامل؛
- عدم تحديد مدة العمل.

هناك حالات تصح فيها الجعالة دون الإجارة، مثل رد المال الضائع، وحالات تصح فيها الإجارة دون الجعالة مثل حفر بئر أو في الحالات التي يكون فيها للجاعل منفعة، ولو لم يتم العمل كله³.

الجدول رقم (01، 08): الفرق بين خيار الشراء وبيع العربون.

الرقم	بيع العربون	خيار الشرط
01	وارد على أصل حقيقي مملوك لصاحبه وقت العقد	وارد على أصل مالي غير مملوك لصاحبه وقت العقد
02	يحسب ثمن العربون ضمن الثمن الكلي عند تنفيذ الصفقة	لا يحسب ثمن الخيار ضمن النشاط الكلي عند تنفيذ الصفقة
03	العربون يدفعه المشتري	ثمن الإختيار قد يدفعه المشتري وقد يدفعه البائع
04	عقد واحد	ثمن الإختيار عقد منفصل عن عقد التنفيذ إذ أنّ مشتري خيار الشراء أو خيار البيع يمكنه التصرف فيه بالبيع أو الهبة

المصدر: حدة رايس، زكية بوسنة، "التنظير الشرعي لمنتجات الهندسة المالية - الخيارات المالية-"، المؤتمر الدولي لمنتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، أيام 5-6 ماي 2014، ص: 08.

¹ رفيق يونس المصري، "فقه المعاملات المالية"، دمشق، سوريا، دار القلم، الطبعة الأولى، 2005، ص: 193.

² M. Fahim Khan, " Islamic Futures and Their Markets," Islamic Development Bank, Research Paper No.32, King Fahd National Library Cataloging-in-Publication Data, Saoudi Arabia, 1997, p: 42.

³ رفيق يونس المصري، مرجع سبق ذكره، ص: 194.

الفرع الثاني: التوريق الإسلامي.

يعد التوريق من أهم الأدوات المالية التي يتم استخدامها لحل مشاكل التمويل والسيولة في المؤسسات المالية.

أولاً-تعريف التوريق:

التورق هو الوسيلة التي تقوم من خلالها بعض المؤسسات المالية الإسلامية بتيسير توفير النقد لعملائها حيث يقوم العميل المتورق الذي يشتري السلعة X عن طريق الدفع المؤجل من المؤسسة المالية وبيئها بمبلغ نقدي أقل من السعر المؤجل إلى طرف ثالث للحصول على النقد، ويكون الدفع المؤجل أكبر من السعر النقدي، كما أنّ التورق يمكن المؤسسة المالية من ضمان نسبة مئوية محددة سلفاً للعائد إلى مودعيها¹.

ثانياً-أنواع التوريق التقليدي:

أهم صور التوريق التقليدي تتمثل فيما يلي:

1-التوريق الفردي: وهو أن يتوجه شخص يحتاج النقد إلى السوق ثم يقوم بشراء سلعة بثمن مؤجل ثم يقوم ببيعها في نفس السوق إلى غير البائع نقداً من غير أن يعلم أحداً بنيتها².

2- التورق المنظم: هو " أن يقوم البائع ترتيب الحصول على النقد للمتورق، بأن يبيعه سلعة بأجل ثم يبيعه نيابة عنه نقداً ويقبض الثمن من المشتري ويسلمه للمتورق .

3-التورق المصرفي: كثيراً ما يستخدم هذا المصطلح رديفاً للتورق المنظم، لكن يمكن التمييز بينهما بأن التورق المصرفي هو تورق منظم يسبقه مرابحة للأمر بالشراء، حيث الأمر بالشراء هو المتورق، والسبب أنّ المصارف في الغالب لا تملك سلعة ابتداءً، فإذا رغب العميل في الحصول على النقد من خلال التورق المنظم عبر المصرف، تطلب الأمر شراء المصرف السلعة لأمر المتورق، ثم بيعها عليه بأجل، ثم بيعها نقداً وتسليم النقد للعميل³.

ثالثاً-الحكم الشرعي للتوريق التقليدي:

الراجح أنّ التورق ينافي مقاصد التشريع وقواعد المبادلات والأدلة الشرعية تقتضي القول بتحريمه ديانة وأتة لا يجوز للمسلم بينه وبين الله أن يتعامل بهذه المعاملة إلا عند الضرورة، أما للقضاء فليس له ابطال المعاملة، إلا إذا ظهرت قرائن يحكم عليها على أنّ غرض المعاملة هو النقد الحاضر مقابل المؤجل⁴.

¹ Mohammad Nejatullah Siddiqi ", **Economics Of Tawarruq** ", Workshop on Tawarruq: How its Mafasid overwhelm the Masalih Methodological issue in Sharī'a-Compliant Finance, Malaysia, February 1, 2007, p:01.

² رياض بن راشد عبد الله آل رشود، "التورق المصرفي"، قطر، إصدارات وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية، الطبعة الأولى، 2013، ص: 89.

³ سامي بن إبراهيم السويلم، "موقف السلف من التورق المنظم"، سوريا، دراسات علمية، مركز فقه المعاملات المالية، سبتمبر 2004، ص: 03.

⁴ سامي بن إبراهيم السويلم، "التورق والتورق المنظم دراسة تأصيلية"، بحث مقدم إلى مجمع الفقه الإسلامي رابطة العالم الإسلامي، مكة المكرمة، السعودية، أوت 2003، ص: 18.

نستعرض أهم الأحكام الصادرة فيما يخص جواز أنواع التوريق التقليدي المتعامل بها.

1- بالنسبة للحكم الشرعي للتوريق المصرفي:

قرّر مجلس المجمع الفقهي الإسلامي* لرابطة العالم الإسلامي في دورته السابعة عشرة المنعقد في مكة المكرمة بتاريخ 13-17/12/2003 بعد عرض لموقف العلماء قديما وحديثا من التورق المصرفي، وذكر الأمور الدالة على تحريم هذه العملية، والإشكالات الموجودة فيها، إتّضحت حرمة التورق المصرفي لإستحالة أنّ الشريعة الإسلامية لاتتيح هذه المعاملة القائمة على التلاعب والإحتيال.

وتم تحريمه إستنادا إلى مايلي:

-إلتزام البائع بالوكالة في بيع السلعة لمشتري آخر، أو ترتيب من يشتريها يجعلها شبيهة ببيع العينة الممنوعة شرعا؛

-هذا النوع يؤدي بالإخلال بشروط القبض الشرعي اللازم للمعاملة المالية؛

-يقوم على منح تمويل نقدي بزيادة لما يسمى بالمستورق فيعامل من المصرف في معاملات البيع والشراء والتي تكون صورية¹؛

2- بالنسبة للحكم الشرعي للتوريق المنظم:

وقع النزاع بين الفقهاء المعاصرين حول مشروعية هذا النمط من التمويل، وتتابع المناقشات والمداولات بشأنه عبر سلسلة من الندوات والمؤتمرات، كان خاتمتها اجتماع مجمع الفقه الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي والذي صدر قراره في أواخر 2004م بمنع التورق المنظم لسبب أنّه يأخذ حكم العينة الثنائية².

3- بالنسبة للحكم الشرعي للتوريق الفردي:

أجاز العلماء والفقهاء التوريق الفردي فقط بشروط وهي كالتالي:

-أن لا يبيع المشتري السلعة بثمن أقل مما إشتراها من البائع الأول حتى لا يقع في بيع العينة* المحرّم شرعا؛

-أن تكون السلعة في حوزة البائع وملكيته؛

-أن لا يبيع المستدين السلعة إلا بعد قبضها وحيازتها؛

-أن يكون المتورق محتاج للنقد، فإن لم يكن محتاجا فلا يجوز؛

* المجمع الفقهي الإسلامي : وهو عبارة عن هيئة علمية إسلامية ذات شخصية اعتبارية مستقلة، داخل إطار رابطة العالم الإسلامي، مكونة من مجموعة مختارة من فقهاء الأمة الإسلامية وعلمائها.

¹ رياض بن راشد عبد الله آل رشود، مرجع سبق ذكره، ص: 218.219.

² سامي بن إبراهيم السويلم، "موقف السلف من التورق المنظم"، مرجع سابق، ص: 02.

* بيع العينة هو : أن يبيع السلعة بثمن مؤجل ، ثم يشتريها مرة أخرى نقدا بثمن أقل، فتكون الصورة النهائية حصول النقد للمشتري ، وسوف يسدده بأكثر منه بعد مدة ، فكأنه قرض في صورة بيع.

- أن لا يكون هناك إستغلال من البائع، فإن وجد الاستغلال فيكره ويزداد كراهة، ويصل التحريم كلما إشتد الاستغلال؛

- أن لا يتمكن من الحصول على النقد بصور أخرى مباحة كالقرض والسلم، فإن إستطاع الحصول على النقد بصور شرعية أخرى لا يجوز له الدخول في التورق؛

- أن لا يشمل العقد على ما يشبه الربا¹.

الفرع الثالث: الهندسة المالية الإسلامية في التوريق.

وضعت الهندسة المالية الإسلامية بدائل لأنواع التوريق التقليدي منضبط بالأحكام الشرعية وتحقق الأدوار الاقتصادية للتوريق التقليدي.

أولاً- من خلال تحويل الدين (الحوالة) إلى غير المدينين:

وذلك يكون من خلال أخذ المتعاملين ديونا مسموحا بها من مؤسسة مالية وتقوم المؤسسة بتحويل ديونهم إلى مؤسسة أخرى بموافقة الدائنين، أو حتى بدون موافقتهم، والمؤسسة المالية الثانية لا تأخذ أي شيء، بل هو بديل يمكن اللجوء إليه كمسألة تعاون متبادل بين المؤسسات المالية إذا لزم الأمر.

ثانيا- بيع الديون للأصول الملموسة أو الحقوق المالية أو حق الانتفاع:

يمكننا تقديم بديل للمؤسسات المالية الإسلامية من خلال بيع ديون للموجودات الملموسة، ويمكن تقسيم هذا البديل إلى مجموعة متنوعة من الطرق المسموح بها:

- 1- تقوم مؤسسة الدائنين ببيع ديونها للمدينين أو أي أطراف أخرى كبيع نهائي للموجودات الملموسة؛
- 2- بيع الديون إلى مؤسسة مالية أخرى للأصول الملموسة أو حق الانتفاع أو الحقوق المالية؛
- 3- وتقوم المؤسسة المالية التي اشترت هذه الديون مقابل موجودات ملموسة أو حقوق مالية بتوريقها وتقديمها للإكتتاب العام؛

ثالثاً- تجديد الديون:

وهذا يعني تحويل جميع الديون الأصلية أو بعضها (أي موضوع التوريق)، إلى جانب جميع حقوقها القانونية إلى ديون جديدة بشرط:

- 1- موافقة جميع الأطراف وهم: مؤسسة الدائن، وعملائه، والمدينون، ومؤسسة المشتري، سواء كانت شركة ذات مسؤولية خاصة أو أي كيان آخر؛
- 2- تقوم مؤسسة المشتري بإصدار صكوك لتلك الأصول الملموسة التي تملكها المؤسسة المالية الدائنة.

رابعا- الملكية المشتركة:

في حالة الملكية المشتركة يقوم الدائن ببيع جزء من ديونه أو كل منها إلى كيان طبيعي أو قانوني مقابل حصة من الممتلكات، شركة، مصنع أو أي شيء من هذا النوع، عندئذ يقوم الشخص أو الشركة بإصدار هذا الصك بطريقة مشروعة تتوافق مع الشروط والمعايير التي طالب بها مجمع الفقه الإسلامي

¹ رياض بن راشد عبد الله آل رشود، مرجع سبق ذكره، ص: 117.116.

بموجب قراره رقم 30 (1-3) وكذلك المعيار رقم 17 بشأن صكوك الاستثمار الصادرة من قبل هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية¹.

المطلب الثالث: صناديق الاستثمار الإسلامية والمؤشرات المالية الإسلامية.

تعد صناديق الاستثمار المالية والمؤشرات المالية من منظور إسلامي من أهم منتجات الهندسة المالية الإسلامية التي تعمل على تعبئة الموارد المالية وامتصاص السيولة والتنوع بطرق متوافقة والمرجعية الشرعية.

الفرع الأول: صناديق الاستثمار الإسلامية.

قبل التعريف بصناديق الاستثمار الإسلامية نعرّف بالصندوق الاستثماري.

أولاً- مفهوم صناديق الاستثمار:

يعرّفها الباحث عز الدين خوجة بأنّها: "وسيلة من وسائل تعبئة الموارد من السوق بهدف توجيهها لمجالات استثمارية معينة، وتمثل هذه الصناديق أوعية استثمارية جذابة بما تقدمه من مزايا للمستثمرين"².

ثانياً- الحكم الشرعي لصناديق الاستثمار:

صناديق الاستثمار بأنواعها التي يقوم عملها على تكوين المحافظ المتنوعة المشكّلة من الأوراق المالية وإعادة بيعها وتدويلها في الأسواق المالية التي يتم التعامل فيها بالأسهم والسندات بأنواعها. 1- إذا كانت هذه الأسهم والأوراق المالية المشكّلة لصندوق استثماري صادرة عن شركات تتعامل بالمحرمات المعروفة في فقه المعاملات المالية كالقوائد الربوية، إنتاج الخمر، التمويل عن الطريق القروض الربوية جميع أسهم هذه الشركات محرمة وبالتالي يحرم إقتناؤها وإدخالها في هذا الصندوق الاستثماري؛

2- أما إذا كانت هذه الأسهم والأوراق المالية تصدر عن شركات نشاطاتها الاستثمارية بما يتفق والشرعية الإسلامية ولها رقابة شرعية تشرف على معاملاتها وتبعتها عن كل محظور جاز إقتناء أوراق هذه الشركات وأسهمها وإدخالها في الصندوق الاستثماري³.

ثالثاً- الهندسة المالية الإسلامية في صناديق الاستثمار:

عمدت الهندسة المالية الإسلامية إلى ابتكار صناديق استثمارية مشروعة تقوم بأدوار الصناديق الاستثمارية التقليدية وأكثر شمولية منها وفعالية.

¹ al-Qurah Dèghè، "Islamic Øukok, Securitization And Their Contemporary Applications A Practical Fiqhi & Economic Study," The Internationa Islamic Fiqh Academy Of The Organization Of The Islamic Conference, Nineteenth Session The Emirate Of Sharjah The United Arab, Emirates, 26 – 30 April 2009, p: 05.

² عز الدين محمد خوجة، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، جدة، السعودية، مجموعة دلة البركة للبحث والتطوير، الطبعة الأولى، 1993، ص: 13.

³ أحمد الحسن أحمد الحسني، "صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور إسلامي"، الاسكندرية، مصر، مؤسسة شباب الجامعة، 1999، ص: 16.15.

1- مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية:

تتشابه صناديق الاستثمار الإسلامية مع صناديق الاستثمار التقليدية، وتتقاسم معها الأهداف مثل تجميع المستثمرين، والحفاظ على رأس المال وتحسين الأداء وتتناقض معها في أنّ صناديق الاستثمار الإسلامية تقوم على المبادئ الشرعية ويجب أن يتمثل الصندوق الإسلامي للالتزامات التالية في نشاطه:

- يسمح فقط بالمعاملات والاستثمارات المتوافقة والشرعية الإسلامية؛
- فحص الاستثمارات المالية والتأكد من امتثالها للشرعية الإسلامية؛
- يجب تعيين هيئة شرعية أو مستشار شرعي معترف بهم على الأقل يقومون بإجراء فحص شرعي منتظم أو تعيين مستشار شرعي خارجي متخصص ومعترف به؛
- في حال استلام الصندوق لدخل مشكوك في سلامته الشرعية يجب تنقيته من خلال التبرع به للمؤسسات الخيرية¹.

2- أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية:

أهم أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية نوجزها فيما يلي:

-صناديق الأسهم الإسلامية:

إنّ أول صندوق مالي إسلامي للأسهم لم يتم إنشاؤه في دول الخليج أو الشرق الأوسط أو أي من الدول العربية الأخرى بل تم إنشاؤه من طرف أعضاء الصندوق الإسلامي لأمريكا الشمالية*، في جوان 1986 تحت إسم صندوق أمانة للدخل ولا يزال الصندوق قائماً لليوم².

يقوم نشاط هذا الصندوق على ثلاثة مبادئ هي:

- * **المبدأ الأول:** اختيار الشركات التي يكون أساس نشاطها مباح فلا يستثمر الصندوق في الشركات التي يكون منتجها محرّم؛
- * **المبدأ الثاني:** أن يحسب ما دخل على الشركات التي تكون أسهمها في الصندوق من إيرادات محرمة مثل الفوائد فيقوم مدير الصندوق بإبعاها من دخل المكتتب في الصندوق؛
- * **المبدأ الثالث:** أن يتأكد الصندوق من صحة البيع فلا يتعامل مع شركة تكون أصولها من الديون أو النقود لعدم جواز بيع الدين لغير من هو عليه بالحسم ولضرورة التقيد بشروط الصرف في حالة النقود؛
- * **المبدأ الرابع:** أن لا يقوم مدير الصندوق بمعاملات مالية غير جائزة كالتعامل بالأسهم الممتازة والخيارات المالية التقليدية³.

¹ Association of the Luxembourg fund industry "Islamic Funds Collection of best practices for setting-up and servicing Islamic funds Guidelines," December 2012, p: 06.Publications_Statements/Brochures/ALFI-Islamic-funds.pdf

* وهي منظمة مقرها في ولاية إنديانا، تقوم بتمويل المساجد في أميركا من بين أمور أخرى خيرية تقوم بها.

² Tariq Al-Rifai", **Islamic Equity Funds: A Brief Industry Analysis** " , Failaka International Inc, Koweït, October 1, 1999. www.failaka.com, p: 01.

³ محمد علي القري، "صناديق الاستثمار الإسلامي"، مقدم لندوة التطبيقات الاقتصادية الإسلامية المصرفية، 09-10 ماي، 1997، ص: 32.

-صناديق السلع:

يقوم صندوق السلع على شراء السلع بالنقد ثم بيعها بالأجل، ونظرا لخصوصية عمل الصندوق وجب أن تكون المخاطرة فيه قابلة للقياس بدقة، وأن يعمل مدير الصندوق على تحقيق أكبر قدر من السيولة من خلال الإدارة الفعالة للصندوق.

يتركز معظم نشاط هذه الصناديق في أسواق السلع الدولية، وبلغ هذا الصندوق هي السلع الأساسية التي لها أسواق بورصة منظمة مثل الألمنيوم والنحاس والبتترول ويقتصر على السلع المباحة التي يجوز شراؤها بالنقد وبيعها بالأجل يستثنى منها الذهب و الفضة¹.

-صناديق التأجير:

يقوم هذا الصندوق على استخدام أموال المكتتبين فيه لشراء أصول ملموسة كالطائرات والعقارات والسيارات والمعدات الصناعية التي يمكن تأجيرها، وتبقى ملكية هذه الأصول للصندوق ويتم تحصيل الإيجارات من المستأجرين أو المستخدمين للأصول، وهذه الإيجارات هي مصدر الدخل للصندوق وتوزع بالنسب على المكتتبين، بالاعتماد على شهادة يحدد فيها ملكية كل من في الصندوق بنسبة مساهمته².

-صناديق المرابحة:

يقوم عمل هذا الصندوق على التمويل بالأجل بالمرابحة وبخاصة أسواق السلع الدولية، يقوم الصندوق بشراء كمية من سلعة الحديد مثلا بالنقد، ثم بيعها لطرف ثالث (غير من اشتراها منه) بالأجل ويكون الأجل يتراوح ما بين شهر وستة أشهر.

أصول هذا الصندوق هي ديون تتعلق بذمة العملاء الذين اشتروا السلع ويتحدد مقدار المخاطرة في الصندوق بالتصنيف الائتماني للمدين، ولذلك يستطيع مدير الصندوق وضع الحذر في المستوى الذي يرغب به المستثمرون³.

-صناديق السلم:

يقوم مبدأ عمل هذا الصندوق على شراء مثلا كمية من زيت الزيتون الآن من المزارعين، ويتم تسليم المبيع من الزيت وقت المحصول، ويستطيع الصندوق أن يحقق ربحا من شرائه للزيت قبل موسمه وقبل حصاده⁴.

¹ صفية أحمد أبو بكر، "صناديق الاستثمار الإسلامية-أنواعها وخصائصها"، المؤتمر السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، كلية التجارة، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 15-17 ماي 2005، ص ص: 849-850.

² صفوت عبد السلام عوض الله، "صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي"، المؤتمر السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، كلية التجارة، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 15-17 ماي 2005، ص ص: 818.

³ صفية أحمد أبو بكر، "صناديق الاستثمار الإسلامية-أنواعها وخصائصها"، مرجع سابق، ص ص: 849-850.

⁴ هشام جبر، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، المؤتمر العلمي الأول للاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، الجامعة الإسلامية، فلسطين، 8-9 ماي 2005، ص ص: 20.

رابعاً-الفرق بين صناديق الاستثمار وصناديق الاستثمار الإسلامية:

لا يقتصر نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية على دور الوسيط المالي بين المدخرين والشركات الأخرى أو الاستثمار غير المباشر المتمثل في تكريس محافظ للأوراق المالية وإدارتها كما هو الحال في صناديق الاستثمار التقليدية، بل تقوم على تكوين محافظ للأوراق المالية وإدارتها وفق الضوابط الشرعية وتقوم بالدخول في عمليات استثمارية مباشرة في مجالات مختلفة من قطاعات للنشاط الاقتصادي سواء في التجارة أو مشروعات استثمارية عقارية أو أنشطة أخرى كالتأجير، المرابحة، السلم، الاستصناع¹.

الفرع الثاني: المؤشرات المالية الإسلامية.

قبل التطرق للمؤشرات المالية الإسلامية وجب التعريف بالمؤشرات المالية.

أولاً-تعريف المؤشرات المالية:

المؤشرات هي: "أرقام إحصائية تصف حركة السوق الذي تمثله، وتستخدم لتؤدي عددا من الوظائف الهامة للمتعاملين في الأسواق المالية، ويكون ذلك بحساب معدلات العائد والمخاطر للسوق ككل أو لجزء من السوق خلال فترة زمنية معينة، أما الوظيفة التقليدية للمؤشرات فهي متابعة أداء السوق بهدف تحليل العوامل المؤثرة في حركة الأسعار، كما تهتم مجموعة أخرى بالتنبؤ بتحركات الأسعار في المستقبل، وأحد أهم وظائف المؤشرات أنها تمثل السوق عند قياس المخاطر النظامية والتي يمكن أن تستخدم كمتغير في نموذج تسعير الأصول لتحديد العوائد المطلوبة التي تتكافأ مع مخاطر الأصل"².

ثانياً-الحكم الشرعي للمؤشرات المالية:

وقد جاء قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 63 (7/1) بشأن الأسواق المالية بحرمة بيع وشراء المؤشرات المالية، ونصه: "المؤشر هو رقم حسابي يحسب بطريقة إحصائية خاصة يقصد منه معرفة حجم التغير في سوق معينة، وتجري عليه مبيعات في بعض الأسواق العالمية، ولا يجوز بيع وشراء المؤشر لأنه مقامرة بحتة، وهو بيع شيء خيالي لا يمكن وجوده"³.

كما أنّ المؤشرات المالية التقليدية تشمل جميع المؤسسات المالية التي يخالف عملها ونشاطها مبادئ الشريعة الإسلامية والتي تتوافق معاملاتها مع الشريعة الإسلامية بدون تفريق.

¹ صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سبق ذكره، ص: 827.

² محمد البلتاجي، "نحو إيجاد مؤشرات مالية إسلامية"، مقدم لمؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، الامارات العربية المتحدة، 31-03 جوان 2009، ص: 30.

³ عبد العظيم أبو زيد، مرجع سبق ذكره، ص: 20.

ثالثاً-الهندسة المالية الإسلامية في المؤشرات المالية:

في فيفري 1999، أطلقت داو جونز* أول مؤشر للسوق المالية الإسلامية، مؤشر داو جونز للسوق الإسلامية (DJIMI) وهو فرع من مجموعة فرعية من مؤشرات داو جونز العالمية (DJGI)، التي تضم أسهم من 34 دولة وتغطي 10 اقتصاديات و 18 قطاعا في السوق، و 51 مجموعة صناعية، و 89 مجموعة فرعية يحددها داو جونز معيار التصنيف العالمي، ويستبعد مؤشر دجيمي (DJIMI) من التصنيف أي مجموعة صناعية مدرجة تمثل خط الأعمال غير متوافق نشاطها مع المبادئ الإسلامية وتشمل هذه الأنشطة التبغ، والمشروبات الكحولية، ولحم الخنزير، القمار، الأسلحة، المواد الإباحية صناعة الفنادق والترفيه، والمعاملات المالية الربوية¹.

رابعاً-تعريف المؤشرات المالية الإسلامية:

مؤشرات داو جونز في السوق الإسلامية تمثل نهجا رائدا للجمع بين الخصائص السلبية والإيجابية في مؤشر واحد، وهو يقوم بمراقبة أداء الشركات المتوافقة مع المبادئ الإسلامية وتحقيق الاستدامة للمجتمعات التي تشترك في الأهداف والغايات المشتركة. حيث يقوم بمتابعة أداء الشركات المتوافقة مع المبادئ الإسلامية من خلال الفحص المستمر والفني للأسواق².

خامساً-مقارنة المؤشرات المالية الإسلامية بالمؤشرات المالية التقليدية:

بعض الدراسات وجدت أنه لا يوجد فرق كبير في الأداء وإدارة المخاطر من كلا المؤشرين، مما يشير إلى أن المؤشرات الإسلامية والتقليدية ذات أداء مماثل وبالتالي، يبدو أن ما إذا كان المستثمر يستثمر في مؤشر تقليدي أو إسلامي، فإن العائدات لا تختلف. كما تتفوق المؤشرات الإسلامية على نظيرتها التقليدية خلال فترات الأزمات نتيجة إزالة عدد كبير من المؤسسات المالية التي لا تتوافق أعمالها مع المبادئ الإسلامية في المعاملات المالية من المؤشرات الإسلامية³.

كما أن تركيز المؤشرات المالية الإسلامية على قطاعات معينة كالاقتصاديات الأحفورية (بترو-غاز..) بحد ذاتها بدون الشمولية وضعها في مأمن من الأزمات المالية التي تصيب الأسواق المالية الدولية الشاملة لجميع أنواع الشركات والتي تشملها المؤشرات المالية التقليدية بدون شروط.

* مؤشر الداو جونز أو الداو 30 وهو مؤشر صناعي لأكبر 30 شركة صناعية أمريكية في بورصة نيويورك أنشأ في 26 مايو 1896، وهو أقدم مؤشر في العالم وكان يحتوي على أكبر 12 شركة أمريكية وكانت أول شركاته شركة جنرال اليكتريك، وبدات اعداد الشركات المدرجة بالتزايد حتى وصل إلى 30 شركة عام 1928.

¹ Khaled A. Hussein, "Islamic investment: Evidence from Dow Jones and FTSE indices", Islamic Economic Studies, Vol. 12, No1, Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank, Jeddah, Saudi Arabia, August, 2004 p: 03.

² Rushdi Siddiqui, "Dow Jones Islamic Market", Indexes Quarterly Newsletter www.djislamicmarkets.com Rapport, pdf, August, 2008, p: 01.

³ Amelie Charles Olivier Darné, "Are the Islamic indexes size or sector oriented?", Evidence from Dow Jones Islamic indexes Economics Bulletin volume 35 Issue 3, Australia, P:02.

المطلب الثالث: بطاقات الائتمان ورأس المال المخاطر.

تعد بطاقات الائتمان من أهم الابتكارات التي جاءت خدمة للمتعاملين وتسهيل معاملاتهم وحمايتهم كما أنّ رأس المال المخاطر من أهم الابتكارات التي يلجأ إليها المستثمرون للتمويل.

أولاً-تعريف بطاقات الائتمان:

يعرّفها الباحث وهبة مصطفى الزحيلي على أنّها: "بطاقة خاصة يصدرها المصرف لعميله، تمكنه من الحصول على السلع والخدمات من محلات وأماكن معينة، عند تقديمه لهذه البطاقة، ويقوم بائع السلع أو الخدمات بالتالي بتقديم الفاتورة الموقعة من العميل إلى المصرف مصدر البطاقة، فيسدد قيمتها له ويقدم المصرف للعميل كشفاً شهرياً بإجمالي القيمة لتسديدها أو لحسمها (لخصمها) من حسابه الجاري لطرفه".

وعرّفها مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأنّها: "مستند يعطيه مُصدره لشخص طبيعي أو اعتباري، بناء على عقد بينهما، يمكنه من شراء السلع أو الخدمات ممن يعتمد المستند دون دفع الثمن حالا، لتضمنه التزام المصدر بالدفع"¹.

ثانياً-أنواع بطاقات الائتمان:

أهم أنواع بطاقات الائتمان الأكثر إستعمالاً هي:

1-بطاقة الخصم الفوري:

وتسمى أيضاً البطاقة المدينة أو الخاصة، ويجدر التنبيه إلى أنّ هذا النوع قد انحسر بشكل كبير في العصر الحاضر، وبخاصة مع التوسع في خدمات بطاقة الحساب الجاري والتقدم في وسائل الإتصال وهي تصدر من بنك تجاري بالاشتراك مع المنظمات الدولية الراعية (فيزا- ماستر كارد)، ويشترط لإصدارها فتح حساب جاري لدى البنك، بل يلزم في بعض الأحيان الاحتفاظ برصيد دائن دائم مساو للحد الائتماني الممنوح للمتعامل، ويقوم المتعامل بتقويض البنك المصدر للبطاقة بحسم قيمة جميع استخداماته لهذه البطاقة من هذا الحساب، أي بدلا من الاقتراض من مصدر البطاقة والتسديد لاحقا، يقوم حامل البطاقة بتحويل من رصيده الدائن إلى البائع مباشرة بواسطة البنك².

2-بطاقة الائتمان والحسم الآجل:

وهي التي يمنح فيها البنك المصدر لحامل البطاقة قرضا في حدود معينة، بحسب درجة البطاقة فضية أو ذهبية ولزمن معين، يجب تسديده كاملا في وقت محدد متفق عليه عند الإصدار، يترتب على حاملها لدى تأخير السداد زيادة مالية ربوية، وهي الصورة الأصلية لبطاقة الائتمان.

¹ وهبة مصطفى الزحيلي، "بطاقات الائتمان"، مقدم للدورة الخامسة عشرة للمجمع الفقهي الإسلامي، مسقط، سلطنة عُمان، أيام 6-11 مارس، 2004، ص: 02.

² عبد الله بن سليمان بن عبد العزيز الباحث، "بطاقات المعاملات المالية ماهيتها وأحكامها"، السعودية، مجلة العدل، العدد 27، وزارة العدل السعودية، مارس 2006، ص: 20.

فهي لا تشتمل على تسهيلات، أي لا يقسط المبلغ المستحق، وإنما هي طريقة ميسرة للحصول على قرض مفتوح ضمن حد أقصى، يسدد كل شهر، أي إنها أداة ائتمان في حدود سقف معين لفترة محددة وهي أيضا أداة وفاء¹.

3- بطاقة ائتمان القرض المتجدد:

وهي الأكثر انتشارا في الوقت الحاضر تشترك مع النوع السابق في الكثير من الخصائص إلا أنها تتميز عنها بإتاحة الخيار للعميل بين تسديد كل المديونية التي في ذمته وتسديد جزء منها وتأجيل الباقي وفي حالة الخيار الثاني يلزم العميل بتسديد نسبة محددة منها تسمى النسبة الإلزامية، ويتم تأجيل الباقي أي التقسيط الربوي للدين المتبقي في ذمة المتعامل (أو ما يسمى الائتمان المدار)².

ثالثا-الحكم الشرعي لبطاقات الائتمان:

نأخذ حكم كل بطاقة على حدى بما يلي:

1-حكم بطاقة الخصم الفوري:

لجواز إصدار بطاقة الحسم الفوري شرطان:

- أن يسحب حاملها من رصيده أو وديعته؛
- ألا يترتب على التعامل بها فائدة ربوية.

يجوز إصدار بطاقة الحسم الشهري بالشروط السابقة، لأنها لا تتضمن محظورا شرعياً، ولا يمنح عقدها بتسهيلات ائتمانية لحاملها يترتب عليها فوائد ربوية.

2-بطاقة الائتمان والحسم الآجل:

الحكم الشرعي لبطاقة الحسم الآجل محظورة شرعا، لوجود التعامل الربوي فيها، ولكن يجوز إصدار هذه البطاقة شرعاً بالشروط الآتية:

- ألا يشترط على حاملها فائدة ربوية، إذا تأخر عن سداد المبلغ المستحق عليه؛
- ألا يتعامل بها فيما حرّمته الشريعة، وإلا سحبت منه البطاقة؛
- في حال إيداع حامل البطاقة مبلغاً نقدياً بصفة ضمان، يجب النص على أنّ المؤسسة تستثمره لصالحه بطريق المضاربة، مع قسمة الربح بينه وبين المؤسسة بحسب النسبة المحددة.

3-بطاقة ائتمان القرض المتجدد:

يحرم التعامل بهذه البطاقة؛ لأنها تشتمل على عقد إقراض ربوي، يسدده حاملها على أقساط مؤجلة بفوائد ربوية³.

¹ وهبة مصطفى الزحيلي، مرجع سبق ذكره، ص: 05.

² عبد الله بن سليمان بن عبد العزيز الباحوث، مرجع سبق ذكره، ص: 33.

³ وهبة مصطفى الزحيلي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 05-07.

رابعاً-الهندسة المالية الإسلامية في بطاقات الائتمان:

البديل لبطاقات الائتمان هو الصيغ التي جاءت بها الهندسة المالية الإسلامية المعدلة لها التي عدلت بمعرفة هيئات شرعية وعسى أن يتمخض عن التداول الجماعي في شأن هذه البطاقات وتعديلها صيغة تحقق الهدف المادي والغرض المعنوي في تطبيق مقررات الشريعة الإسلامية على التصرفات والممارسات جميعها، إلا أنّ تداول هذه البطاقات المعدلة ربما يحتاج إلى حلول عملية وتمكين من التداول العملي، وهو ما يزال محل إشكال، ومن هذه الحلول: بطاقة إئتمان الخصم الشهري، وهي البطاقة التي تصدرها المصارف الإسلامية على أن يحدد سقف السحوبات بالبطاقة بمقدار الراتب الشهري أو بنسبة 80% من الراتب، بضمان الراتب أو كفيل أو أي ضمان آخر، على ألا يستوفي المصرف أي فائدة مصرفية على ذلك.

وتكثيف هذه البطاقة أنّها تقوم على أساس الوكالة إذا كان حساب المتعامل يفي بجميع المبلغ التي سحبت عن طريق بطاقة الائتمان، والوكالة بأجر مشروع في الإسلام كما تقدم، أما إذا كان حساب المتعامل لا يفي بالمبلغ فإنّ المصرف يقوم بتسديده على أساس القرض الحسن الذي يقدمه المصرف لعميله بضمان الراتب الشهري، أو أي ضمان آخر يراه مناسباً وكافياً، وهذا مشروع ومندوب إليه، وعليه فإنّ المصارف الإسلامية تقوم بهذه الخدمة مجردة من المنافع، ويعيدة عن شائبة الربا، أو ما يؤدي إليه وهو المطلوب شرعاً، لأنّ الفوائد المفروضة على التمويل نوع من أنواع الربا المحرم، بوصفه قرصاً بفائدة وكل قرص جر نفعاً فهو ربا، وهذه طريقة قابلة للتطبيق بسهولة¹.

الفرع الثاني: رأس المال المخاطر.

يعد رأس المال المخاطر من أهم ابتكارات الهندسة المالية فيما يتعلق بتمويل المشاريع والمنشآت.

أولاً-لمحة تاريخية عن رأس المال المخاطر:

يعود ظهور رأس المال المخاطر لعدة قرون مضت، والدليل على ذلك أنّ صناعة رأس المال المخاطر يمكن العثور عليها في القرن 15، وكان ذلك في أنشطة القائمين على التجارة في الشرق الأقصى والأوسط، حيث استخدم هؤلاء التجار النشطين رأس المال المخاطر لإنشاء المؤسسات التجارية كما مورس أيضاً فكر رأس المال المخاطر البدائي في شبه الجزيرة العربية.

هناك تشابه بالتأكيد بين رأس المال المخاطر والمعتقدات الأساسية لفقهاء المعاملات المالية، ويقال أنّ الإيطاليين قد اقترضوا المفهوم الإسلامي للمضاربة في القرن 10 وهذا نوع من المعاملات المالية الإسلامية، ثم انتشرت في جميع أنحاء أوروبا².

¹ إبراهيم محمد شاشو، أسامة الحموي، "بطاقات الائتمان حقيقتها وتكليفها الشرعي"، سوريا، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 27، العدد الثالث، 2011، ص ص: 668.669.

² Douglas J.Cumming & Sofia A. Johan, "Venture Capital and Private Equity Contracting An International Perspective", Elsevier Inc, United States, 2009, p:37.

ثانياً- مفهوم رأس المال المخاطر:

هناك العديد من التعاريف لرأس المال المخاطر نأخذ منها:

"رأس المال المخاطر هو رأس مال استثماري يتكون من موارد مالية جمعت من أموال تم إدارتها مهنيا والتي تستثمر في الشركات الجديدة لفترة زمنية محدودة"¹.

ويمكن تعريف رأس المال المخاطر على أنه: "مزيج من التمويل في مرحلة مبكرة من الشركات الجديدة و المشروعات الاستثمارية من خلال المشاركة في رأس مالها وتوفير الخبرة والمشورة في إدارة هذه الشركات"².

كما يعرف على أنه "الوسيط المالي الذي يهدف إلى تلبية احتياجات الشركات المبتدئة المبتكرة ويرجع ذلك أساسا الى أنّ هذه الشركات المبتدئة تعاني عادة من مشاكل النمو وإرتفاع درجات عدم اليقين"³.

ثالثاً-الحكم الشرعي لرأس المال المخاطر:

يوافق علماء الشريعة على أنّ التمويل برأس المال المخاطر في المراحل المبكرة من حياة الشركة هو شكل تقليدي من تمويل المضاربة، ليس فقط بسبب العلاقة بين مقدم رأس المال والمستخدم، ولكن أيضا لأنّ المستثمرين يمكنهم أن يحددوا كيف يريدون استخدام أموالهم، وصيغة المشاركة أداة أخرى يمكن استخدامها لتمويل المشاريع"⁴.

رابعاً-تعريف رأس المال المخاطر الإسلامي:

ويقوم رأس المال المخاطر على تمويل أسهم رأس المال عن طريق المشاركة وبالتالي يقع في إطار التمويل الإسلامي، فإنّه بالتالي يجمع بين الجدوى الاقتصادية والضوابط الإسلامية، مما يجعله خياراً واعداً للمؤسسات المالية الإسلامية، على الرغم من أنّ تفاصيل الممارسات الحالية لمؤسسات رأس المال المخاطر قد لا تكون بما يتفق تماماً مع أحكام الشريعة الإسلامية، ولكن يمكن تعديلها بسهولة دون المساومة على الجوانب الإيجابية للمبادئ"⁵.

خامساً-الهندسة المالية الإسلامية في رأس المال المخاطر:

عمدت الهندسة المالية الإسلامية لوضع شروط للاستثمار برأس المال المخاطر ليتوافق ومبادئ الشريعة وفقه المعاملات المالية وهذا يظهر فيمايلي:

¹ Bernard guilhon, Sandra montchaud, " **Le capital à risqué et les jeunes entreprises innovantes problématique et enjeux**", Revue internationale P.M.E économie et gestion de la petite moyenne entreprise, Vol 16, No,3-4,Canada, 2003, P:54.

²Joseph lim, Anthony saunders, "**Initial Public Offerings: The Role of Venture Capitalists**", The Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts, United States, 1990, p:14.

³Romain, A. and Pottelsberghe, "**The Economic Impact of Venture Capital**", Studies of the Economic Research Center, Series 1, No,19, Germany, 2004, P: 01.

⁴ Tariq Al-Rifai Aamir Khan, "**The Role of Venture Capital in Contemporary Islamic Finance**", The International Investor/ABN AMRO ,2000 ,p :08.

⁵ Al-Suwailem, Sami Al-Suwailem, "**Venture Capital: A Potential Model of Musharakah**", Al Rajhi Banking and Investment, Corp Research Center, Riyadh, Kingdom of Saudi Arabia, 1998, p: 04.

- 1- **مستشار الشريعة:** يجب أن تتوفر شركات رأس المال المخاطر على مستشار الشريعة الذي تتمثل مهمته في توفير التوجيه المستمر لضمان الامتثال لمبادئ الشريعة، هذا هو شرط حاسم لأي مؤسسة مالية إسلامية للتداول في السوق المالي الإسلامي؛
 - 2- **المؤسسات المالية الإسلامية:** يجب أن تكون جميع أنشطة الشركة متوافقة مع الشريعة الإسلامية بما في ذلك أساليب التمويل، وهذا يثير الحاجة إلى الابتكار لتطوير الأساليب المالية لتمويل استثمارات رأس المال المخاطر التي تتماشى مع الشريعة الإسلامية؛
 - 3- **الأدوات المالية الإسلامية:** يجب أن تكون الصكوك المالية المقدمة في رأس المال المخاطر متوافقة تماما مع وجهة نظر كبير من الأدوات المالية الإسلامية، وحظر الإتجار بالديون بسعر منخفض؛
 - 4- **تطوير هيكل قانوني قوي متوافق مع المعايير الدولية:** نحن بحاجة إلى مجموعة من القوانين التي تحترم حقوق الملكية الفكرية وبراءات الاختراع، هذا أمر بالغ الأهمية ولا سيما لأنه من أجل ممارسة رأس المال المخاطر وتشجيع الناس على الاستثمار، نحن بحاجة أولا لتوفير الأرضية القانونية حتى يتمكنوا من الشعور بالأمان في ظل استثمار محفوف بالمخاطر؛
 - 5- **توحيد عقد المشاركة:** من حيث تعريفها بشكل واضح كما هو متفق عليه دوليا الأمر الذي سيضمن حقوق أصحاب المصلحة المعنيين في هذه العقود، عقد المشاركة كما هو قائم الآن لديه العديد من المشاكل الفنية والأخلاقية التي تجعل من الصعب جدا رفع التمويل، من المستحسن أن نستخدم صكوك المشاركة في جميع مراحل حياة المنتج وعدم استخدام المضاربة لأنَّ المضاربة لا تعطي أي حق للإدارة وخلال المراحل الأولى من رأس المال المخاطر هناك حاجة لشريك الذي يمكن أن يوفر الدعم للإدارة المالية وللشركة؛
 - 6- **توفر سهولة الخروج من الاستثمار:** معظم المستثمرين برأس المال المخاطر بحاجة إلى الخروج من الاستثمارات بعد فترة معينة من الزمن، هذا يمكن أن يشجع على وضع قواعد يتم من خلالها الخروج بسهولة والدخول في الاستثمارات لشركات رأس المال المخاطر¹.
- المطلب الرابع: العقود المالية المركبة.**
- تعد العقود المالية المركبة من أهم منتجات الهندسة المالية الإسلامية بالاعتماد على نظرية التركيب التي تعد من الأبواب الحديثة لتطوير الابتكارات المالية الإسلامية.

¹ Elsiefy, Elsayed, " **Fundamental Requirement For Building An Islamic Venture Capital**", Model Accounting and finance Research , International Journal, Vol 3, No 1, 2014, pp: 60.61.

الفرع الأول: مفهوم العقود المركبة وضوابطها الشرعية.

سنقوم في هذا الجزء بتعريف العقود المالية المركبة وضوابط تركيبها وحكمها الشرعي.

أولاً- مفهوم العقود المركبة:

"مجموع العقود المالية المتعددة التي يشتمل عليها العقد، على سبيل الجمع أو التقابل، بحيث تعتبر جميع الحقوق والالتزامات المترتبة عليها بمثابة آثار العقد الواحد"¹.

ثانياً- ضوابط تركيب العقود المالية المركبة:

الهندسة المالية الإسلامية تنضبط بمجموعة ضوابط، هي في مجملها ضوابط التمويل الإسلامي وتتفرد عمليات الفك والتركيب على إعتبارهما أحد مداخل الهندسة المالية الإسلامية بمجموعة من الضوابط تعزز المرجعية الشرعية للعقود المركبة ومن أهم هذه الضوابط :

1- ألا يكون التركيب بين العقدين محل نهى شرعي كما جاء في حديث الرسول صلى الله عليه وسلم الذي أخرجه أحمد في سنده (120/10) الذي نهى عن بيعتين في بيعة واحدة وعن بيع وسلم وريح مالم يضمن وعن بيع ما ليس عندك؛

2- الإبتعاد عن الصورية القانونية والصورية الاقتصادية، وموضوع الصورية القانونية من الموضوعات المبسطة في كتب الفقه والقانون وهي تشير في مجملها إلى أنهما عقود أو وثائق شكلية لا يترتب عنها أية حقوق أو إلتزامات، ومن السهل كشفها من خلال وجود تنافر بين القول والفعل، غير أن الصورية الاقتصادية أصعب من التعرف عليها إذ هي تتنافر الفعل مع الفعل، وغالبا ما تظهر في شكل إتفاق عابر للسلع أو الخدمات؛

3- أن لا تكون حيلة ربوية أو ذريعة للربا، مثل الإتفاق على بيع العينة أو الإتفاق على حيلة تؤدي إلى ربا الفضل*، وكذلك لا تؤدي إلى الغرر أو الجهالة أو أكل الباطل أو غيرهما، وفي مقابل ذلك منع فقه المعاملات الكثير من عمليات الفك، متمثلة في تأجيل الثمن والأصل حيث يدخل ضمن بيع الكالئ بالكالئ².

ثالثاً- الحكم الشرعي للعقود المركبة:

إتفق الفقهاء على أن هذا النوع من التركيب يعتبر جائزا صحيحا وملزما للطرفين، إذا توافرت الضوابط الشرعية التي جرى عليها التركيب والسالفة الذكر، في إنشائها وتقييدها، حيث تعد العقود المركبة إتفاق مقدم على المعاملة في حكم الشرط المقارن لها في الصحو وجوب وفي الفساد والإلغاء³.

¹ عبد الله بن محمد بن عبد الله العمراني، "العقود المالية المركبة - دراسة فقهية تأصيلية وتطبيقية"، الرياض، السعودية، دار اشبيليا للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، 2010، ص: 46.

* ربا الفضل: يعني ربا الزيادة، مثل أن يبيع الإنسان درهماً بدرهمين، أو ديناراً بدينارين أو صاعاً من التمر بصاعين.

² عبد الكريم أحمد موسى قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية: مقارنة الفك والتركيب"، مرجع سابق، ص: 156.

³ نزيه حماد، "فقه المعاملات المالية والمصرفية"، دمشق، سوريا، دار القلم، الطبعة الأولى، 2007، ص: 108.

الفرع الثاني: أنواع العقود المالية المركبة.

تتنوع المنتجات المالية المركبة وسنتطرق في هذه الدراسة لأهم الأنواع الشائعة والمتداولة.

أولاً-الإجارة المنتهية بالتملك:

تجري هذه العملية في المصارف الإسلامية غالباً على أساس الاتفاق بين المصرف والعميل على:

1-قيام المصرف بتأجير العين التي يملكها للمتعامل بأجر محدد إلى أجل معلوم، وتطبق على العقد جميع الأحكام الشرعية المتعلقة بإجارة الأعيان؛

2-وعد المصرف للمتعامل بهبته تلك العين عند إنتهاء عقد الإجارة ووفاء جميع أقساطها للمصرف بحيث إذا تحقق ذلك فإنّ المصرف ينفذ وعده بإبرام عقد هبة مستقل للمتعامل؛ أو يهب المصرف، بعقد مستقل يعقب عقد الإجارة (العين المستأجر) هبة مضافة إلى وقت إنتهاء عقد الإجارة، ومعلقة على شرط سداد كامل أقساطها.

والهدف من وراء الإجارة المنتهية بالتملك تمويل العميل المستأجر أولاً ثم الموهوب ثانياً عن طريق مخرج شرعي يتضمن إجتماع عقدي الإجارة والهبة على النحو المتقدم بيانه في صفقة واحدة ومنظومة مترابطة، لاتقبل القطع والفصل والتجزئة، فقد جرى العرف التجاري والمصرفي على اعتبار الاتفاق المتقدم على العملية بين الطرفين بمنزلة الشرط المنصوص عليه في صلب إتفاقيتها في الصحة والإلزام، إذ لا يخفي إتجاه إرادة المتعاقدين وقصدهما إليه منذ البداية، وكذا ضياع الهدف لو إنحرفت عن النسق والترتيب المرسوم¹.

ثانياً-المشاركة المتناقصة:

المشاركة المتناقصة هي صيغة تعتمد على إشتراك المصرف مع أحد متعامليه في شراء أصل من الأصول المنتجة كطائرة أو عقار أو شركة قائمة...إلخ، والغرض من صيغة المشاركة المتناقصة هو أن تكون بديلاً عن القرض الربوي، حيث يقدم المصرف الائتمان لمتعامليه على غير أساس الفائدة، ومن المعلوم أنه عندما يحتاج أحد متعاملي المصرف إلى التمويل لشراء أصل من الأصول الكبيرة (مثل عقار أو طائرة أو سفينة...) فإنه يمكن له أن يقترض الثمن من البنك التقليدي الذي يعمل بالفائدة ثم يشتري ما يريد بذلك المبلغ نقداً ويسدد للمصرف الدائن القرض وفوائده، كما يمكنه أن يحصل على التمويل ذاته من المصرف الإسلامي لنفس الغرض، على أساس المشاركة المتناقصة وليس القرض، وصفة ذلك أن ينشئ المصرف والمتعامل شركة ذات طبيعة خاصة وغرض محدد هو شراء ذلك الأصل المطلوب تسمى مشاركة، ويشتركان في رأس مالها فيدفع المتعامل نسبة ضئيلة لأنه لا يتوفر على السيولة الكافية، مثل 5% أو أكثر أو أقل، ويدفع المصرف النسبة الباقية، عندئذ يصبح هذا الأصل بعد الشراء، ملكاً للطرفين بنسبة مساهمة كل واحد منهما في رأس المال، ولما كان غرض العملية هو إمتلاك ذلك المتعامل للأصل وليس للمصرف رغبة في الإبقاء عليه في ملكه، يتفق الطرفان على قيامه (أي المتعامل)، بشراء نصيب

¹ نفس المرجع، ص ص: 82.81.

المصرف في المشاركة المذكورة (التمثلة في حصة مشاعة في ذلك الأصل)، بصفة متدرجة، فإذا كان العميل يرغب في دفع الثمن على مدار عشر سنين مثلاً جعلت حصة المصرف عشر شرائح كل شريحة تمثل 10% ويتفق الطرفان على شراء ذلك العميل لعشر حصة المصرف، أي لشريحة واحدة، في كل سنة واستتجار النسبة الباقية المملوكة للمصرف إذا كان العميل يقطن في العقار وإذا لم يكن جرى تأجيله¹.

ثالثاً- المرابحة المركبة:

"وهي أن يتفق المصرف والمتعامل، على أن يقوم المصرف بشراء البضاعة عقاراً أو غيره، ويلتزم المتعامل بأن يشتريها من المصرف بعد ذلك، ويلتزم المصرف بأن يبيعها له، وذلك بسعر عاجل أو آجل تحدد نسبة الزيادة فيه على سعر الشراء مسبقاً".

ويقوم عمل المرابحة المركبة على:

1-المواعدة الملزمة بالاتفاق بين الطرفين، مع ذكر مقدار الربح، وذلك بأن يذهب العميل إلى المصرف طالبا منه شراء سلعة معينة بالوصف، ويتفقان على أن يقوم المصرف ملتزماً بشراء السلعة، ويلتزم المتعامل بشرائها من المصرف، ويلتزم المصرف ببيعها للمتعامل بثمن اتفقا عليه مقداراً، وأجلاً، وربحاً وهذه هي الصورة الشائعة التي ينصرف إليها مصطلح المرابحة المركبة؛

2-المواعدة الغير ملزمة للطرفين، وذلك بأن يرغب المتعامل بشراء سلعة بعينها، فيذهب للمصرف ويحصل بينهما تواعد من المتعامل بالشراء، ومن المصرف بالبيع، وهذا الوعد لا يعتبر اتفاقاً، كما أنه وعد غير ملزم لأي من الطرفين وهذه الصورة يمكن تقسيمها إلى حالتين:

-المواعدة غير الملزمة مع عدم ذكر مسبق لمقدار الربح؛

-المواعدة غير الملزمة مع ذكر مقدار ما سيبدله من ربح.

كما أنّ بعض الباحثين إقترح أن يكون الإلزام للمصرف دون المتعامل².

رابعاً- الاعتمادات المستندية:

تتألف عملية الاعتماد المستندي من مجموعة عقود ووعود مترابطة، تبدأ بالاتفاق بين طرفيها على إنشائها فيما بعد متوالية ومتلاحقة، على نسق معين، وفي مراحل محددة، وفقاً لشروط خاصة ملزمة تحكمها كصفحة واحدة لا تقبل التجزئة.

وتتركب هذه المعاملة من مزيج من العقود والمواعيد الآتية:

1- وعد (ملزم) من المتعامل بالشراء، ومن البنك بالبيع؛

2-توكيل من البنك للمراسلة بطلب البضاعة وكفالة دفع الثمن؛

3- بيع البائع البضاعة إلى البنك ممثلاً بمراسلة؛

¹ محمد بن علي القرني، "مقدمة في أصول الإقتصاد الإسلامي-دراسة للنظام الإقتصادي الإسلامي"، جدة، السعودية، دار حافظ للنشر والتوزيع، الطبعة الثالثة، 1999، ص: 103.

² عبد الله بن محمد بن عبد الله العمراني، مرجع سبق ذكره، ص ص: 257-259.

4- بيع البنك البضاعة إلى المتعامل.

أنشئت الاعتمادات المستندية لغرض أداء وظيفة معينة لم تكن موجودة في العصور السالفة، تتمثل في ترتيب العلاقة وتنفيذ المبايعة بين المستورد والمصدر عبر البنوك (بنك المشتري ومراسليه في بلد البائع وبنك البائع) حتى يطمئن المشتري إلى شحن البضاعة المطلوبة من قبله، ويطمئن البائع لدفع الثمن له، حيث لا توجد ثقة متبادلة بين البائع والمشتري في ذلك، إذ لو كانت تلك الثقة قائمة بينهما لما كان هناك حاجة إلى هذا النظام، حيث يستطيع المشتري معها أن يطلب من البائع مباشرة أن يشحن له البضاعة المطلوبة، ويقوم هو بتحويل ثمنها له بالطرق المعتادة¹.

خامسا- التأمين التعاوني المركب:

يعرّف التأمين التعاوني المركب بأنه: "عقد تأمين جماعي يلتزم بموجبه كل مشترك فيه بدفع، مبلغ معيّن من المال، على سبيل التبرع، لتعويض المتضررين منهم على أساس التكافل والتضامن، عند تحقق الخطر المؤمن منه، تدار فيه العمليات التأمينية من قبل شركة متخصصة، على أساس الوكالة بأجر معلوم".

عقود التأمين التعاوني المركب تنقسم إلى:

- 1- تأمين تعاوني مركب من عقد تأمين، وعقد آخر مع شركة تقوم بإدارة العملية التأمينية وتنظيمها؛
- 2- وعقد آخر مع الشركة، تقوم بإدارة العملية التأمينية وتنظيمها، إضافة إلى استثمار أموال المستأمنين على سبيل الإجارة، أو الإجارة والمضاربة معا².

سادسا- العقود الموازية:

مكنّت العقود الموازية البنوك من استخدام عقود لم يكف بالإمكان استخدامها من قبل، ومن ذلك السلم والاستصناع، فعقود السلم والاستصناع إذا دخلها المصرف مشتري (مسلمًا في عقد السلم وصانعا في عقد الاستصناع)، ترتب عنها ديون سلعية للمصرف في ذمة الطرف الآخر للعقد، وهذا يتنافى تماما مع طبيعة العمل المصرفي الذي تقيده أنظمة ولوائح مؤسسات النقد، لكن تركيب عقد مواز مع تلك العقود، مكن البنوك من التخلص من تلك المشكلة وأصبحت تدخل مشتريّة، بل بائعة (مسلمًا له في عقد السلم، وصانعا في عقد الاستصناع) دون أن يؤثر ذلك على طبيعة عمل المصرف وإذا استخدمنا مرة أخرى مبدأ الحساب فإنّه يمكن التعبير عن العقود الموازية (السلم مع السلم الموازي مثلا) على النحو التالي من وجهة البنك³.

¹ نزيه حماد، "فقه المعاملات المالية والمصرفية"، مرجع سابق، ص: 84-85.

² عبد الله بن محمد بن عبد الله العمراني، مرجع سبق ذكره، ص: 292-294.

³ عبد الكريم أحمد موسى قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية: مقارنة الفك والتركيب"، مرجع سابق، ص: 158.

المبحث الرابع: تأصيل الهندسة المالية الإسلامية.

نظام الهندسة المالية الإسلامية قائم في عمله على الالتزام بالمرجعية الشرعية الدينية والكفاءة الاقتصادية والاجتماعية حيث يقوم الالتزام بالمرجعية الشرعية في الهندسة المالية الإسلامية على تحقيق قواعد ومبادئ الشريعة فيما يخص باب المعاملات المالية والتمويل والأنشطة الاقتصادية.

المطلب الأول: ضوابط المهندس المالي.

الالتزام بالمرجعية الشرعية هو من أسمى مبادئ الهندسة المالية الإسلامية، حيث تتميز منتجات الهندسة المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية، من خلال ضوابط تحميها من المحاذير الشرعية التي تحرف رسالة التمويل الإسلامي، وللهندسة المالية ضوابط خاصة بالمهندس المالي قبل الضوابط الخاصة بالهندسة المالية الإسلامية نفسها.

الفرع الأول: مفهوم المهندس المالي.

سنبتدئ هذا الجزء بالتعريف بالمهندس المالي.

يعرّف قاموس كامبريدج (Cambridge Business English Dictionary) المهندس المالي على أنه شخص ينطوي عمله على استخدام الطرق الحسابية لحل المشاكل في التمويل، وتطوير منتجات مالية جديدة¹.

الفرع الثاني: الضوابط الخاصة بالمهندس المالي.

حسب الباحث عبد الكريم أحمد قندوز أنه من بين أهم الشروط للتخصص في الهندسة المالية الإسلامية الإلمام بالعلوم المالية والشرعية²، وهما شرطان أساسيان يجب توفرهما في المهندس المالي قبل أي شيء آخر.

أولاً- الخبرة بالعمل المصرفي والشؤون المصرفية:

من أهم الصفات التي ينبغي للمهندس المالي أن يمتلكها الخبرة بالعمل المصرفي والشؤون المصرفية فهناك فرق بين المعارف النظرية والممارسات التطبيقية على أرض الواقع وقد بيّن الله تعالى أهمية المعلومة التي تأتي من الخبير للشيء لقولى تعالى ﴿فَاسْأَلْ بِهِ خَبِيرًا﴾³.

فالهندسة المالية الإسلامية لا يمكن نجاحها إلا بالمهندس المالي الخبير الملم بشؤون الاقتصاد وتطبيقاته، والعارف بالأزمات الاقتصادية، وأسبابها وحلولها وبالتجارب الناجحة، أو الفاشلة والاستراتيجيات التنموية، فكل ما سبق يعود بالإيجاب على المهندس المالي وعلى الحلول التي يقدمها.

¹ Cambridge Business English Dictionary .<https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/financial-engineer>

² عبد الكريم أحمد قندوز، "ضعف الهندسة المالية تحد يواجه المؤسسات المالية الإسلامية"، حوار مع المجلة المصرفية الإسلامية، العدد 10،

فيفري 2010.

³ سورة الفرقان، الآية 59.

فالمهندس المالي في المصارف الإسلامية لكي يحصل على هذه الخبرة يحتاج من المصرف القيام بدورات تدريبية تنمي مهاراته، وتطور معرفته وخبرته كي يؤدي عمله بصورة مثالية ومثلها في المؤسسات المالية الإسلامية الأخرى¹.

ثانياً- العلم بالسوق وحاجاته:

يقصد بالعلم بالسوق أن تكون الحاجات التي يتطلبها السوق معروفة للمهندس المالي القائم على الابتكار والتطوير للمنتجات المالية بهدف تلبية إحتياجات جميع المتعاملين²، والمهندس المالي لا بد له من التأكد من المرجعية الشرعية لما تمت هندسته، وهذا لا يتم إلا بعرض ما قام به على أهل الاجتهاد كالمجاميع الفقهية والهيئات الشرعية، التي لا تؤثر المؤسسات المالية الإسلامية على أحكامها الفقهية وهذا من أجل أخذ الحكم³.

وهذا هو أبرز اختلاف ما بين المهندس المالي والمراقب الشرعي فالمهندس المالي يقوم بهندسة وابتكار وتطوير منتجات مالية إسلامية لخدمة المتعاملين المستهدفين والمراقب الشرعي يقوم بأخذ الحكم حول مدى توافق هذه المنتجات والأحكام الشرعية وأن لا يوجد بها ما يشوب طبيعة المعاملات المالية وأن لا تخالف الأحكام الشرعية.

المطلب الثاني: ضوابط الهندسة المالية الإسلامية.

من أهم الضوابط الخاصة بالهندسة المالية الإسلامية عدم مخالفة أحكام المعاملات المالية بعد الإسلام.

الفرع الأول: عدم مخالفة المحاذير الشرعية.

سننطق لأهم المحاذير الشرعية في فقه المعاملات المالية.

أولاً- تحريم الربا والغرر:

الربا محرم في جميع الأديان السماوية وهو نوعان ربا النسئة وهو الزيادة المشروطة التي يأخذها الدائن من المدين نظير التأجيل، أما ربا الفضل هو بيع النقود بالنقود أو الطعام بالطعام مع زيادة وهو محرم لأنه ذريعة إلى ربا النسئة.

أما تحريم الغرر يكون في صيغة العقد من خلال النهي عن بيع بيعتين في بيعة*، بيع العربان بيع الحصة ببيع المناذرة، بيع الملامسة، والعقد المضاف، والعقد المعلق⁴.

¹ مرضي بن مشوح العنزي، "فقه الهندسة المالية الإسلامية-دراسة تأصيلية تطبيقية"، السعودية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة القصيم، الطبعة الأولى، 2015، ص: ص: 193.192.

² عبد الكريم قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 34.

³ مرضي بن مشوح العنزي، "فقه الهندسة المالية الإسلامية-دراسة تأصيلية تطبيقية"، مرجع سابق، ص: 194.

* بيعتين في بيعة: أن يبيعه سلعة بشرط بيعة أخرى يقول: أبيعك داري هذا بشرط أن تبيعني دارك أو أرضك، أو بشرط أن تقرضني كذا وكذا، وهو بيع محرم شرعاً.

⁴ عبد الكريم قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص: ص: 30.29.

ثانيا- حرية التعاقد ورفع الحرج:

المقصود هنا بحرية التعاقد عدم تقييد العباد والتضييق عليهم، بل ترك حرية التعاقد بشرط ألا تشمل عقودهم على معاملات حرمها الشرع الإسلامي كالربا، والغرر وغيره، والهدف هنا هو تيسير أمور الناس ورفع الحرج عنهم.

أما ضابط رفع الحرج جاء لقوله تعالى: ﴿وَمَا جَعَلَ عَلَيْكُمْ فِي الدِّينِ مِنْ حَرَجٍ﴾¹، حيث جعل الله سبحانه وتعالى باب التعاقد مفتوحا مادامت عقود المتعاقدين لا تضر بالعباد ومصالحهم².
الفرع الثاني: السلامة من العيوب الشكلية للعقود.

من ضوابط الهندسة المالية الإسلامية سلامة عقودها من العيوب الشكلية.

أولا- عدم الجمع بين العقود المتناقضة:

إذا كان العقدان المكونان للعقد المركب متناقضين لا يجوز إجتماعهما في عقد واحد، ويجب ألا يكون العقدان متضادين وضعا متناقضين حكما من الأساسيات في تركيب العقد، أي أنّ الجمع بين عقدين مختلفين في الشّروط أو الأحكام فهو محظور.

ثانيا- عدم كونها مجرد تغيير في التكيف الفقهي للمعاملات المحرمة:

تغيير التكيف الفقهي لمعاملة لا يغيرها إن لم تكن حقيقتها متفقة مع هذا التطبيق الجديد، والشرع لما حرم بعض المعاملات حرمها لما يترتب عليها من مفسد عاجلة أم آجلة، والتغيير الفقهي لها لا يغير من هذه المفسد بل يكون سبب في زيادتها لزيادة المتعاملين بها عندما يصدر الرأي الفقهي بجوازها كالفائدة من المعاملات المصرفية التي تعد معاملات محرمة، في بعض المرات تخرج بعض الآراء في الفقه بجوازها على أساس أنها ودیعة ومضاربة وجعالة وغيره³.

المطلب الثالث: قواعد هندسة المنتجات المالية الإسلامية.

منهج هندسة المنتجات المالية الإسلامية يختلف عن منهج الهندسة المالية التقليدية، حيث ينص منهج المنتجات المالية الإسلامية على تحقيق أهداف التمويل الإسلامي من خلال الجمع بين المرجعية الشرعية والفعالية الاقتصادية للمؤسسات المالية الإسلامية والتي تتمثل بالدرجة الأولى في تحقيق الربحية
الفرع الأول: القيام بهندسة منتجات التمويل بما يحقق هدف التمويل الإسلامي.

أولوية مهندسي منتجات التمويل الإسلامي في الخطوة الأولى عند تصميم المنتجات المالية تحديد الهدف منها، ومشروعية هذا الهدف يتم قياسها استنادا إلى مدى اندراجه في منظومة قيم الفكر الاقتصادي الذي ينتمي له وأهدافه، والاقتصاد الإسلامي يمتاز بكونه اقتصاد إنتاج يقوم على أصول

¹ سورة الحج، الآية 78.

² حمزة علي، نعمة عبد الرحمن، "الضوابط الشرعية لاستخدامات الهندسة المالية كمدخل لتطوير المنتجات المالية الإسلامية"، الملتقى الدولي

الثاني الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 8-9 ديسمبر، 2013، ص: 07.

³ مرضي بن مشوح العنزي، "فقه الهندسة المالية الإسلامية-دراسة تأصيلية تطبيقية"، مرجع سابق، ص: 232-234.

مالية حقيقية والتمويل الإسلامي باعتباره أحد أهم أنظمة المصرفية الإسلامية المندرجة في الاقتصاد الإسلامي ينبغي أن يحقق خصائص الاقتصاد وأهدافه ومبادئه وفي مقدمتها، الإنتاج، للسلع أم للخدمات. الفرع الثاني: التأكد من مشروعية المنظومة التعاقدية لمنتجات التمويل المستهدف تنفيذها في المؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية.

يجب على منتجات الهندسة المالية الإسلامية مواكبة احتياجات المتعاملين العصرية وأهدافهم ولذا فإنّ التأسيس الشرعي لا ينطلق في مثل هذه الحالة من فكرة تخريج الفروع على الأصول، وادراج الصور التعاقدية الجديدة في عباءة العقود المسماة، وإنما التأسيس ينطلق من فكرة "إنه مشروع"، وذلك بعرض تفاصيل منتجات التمويل الإسلامية على قواعد ومواصفات النظام التعاقدية ونظام المعاوضات والمشاركات، فإذا ما توافقت منتجات التمويل معها، وخلت من المبطلات والمفسات، وكانت محققة لمقاصد التشريع الإسلامي، مراعية للأولويات، ملبية لمصالح وغايات المتعاملين بها، مندرجة في أهداف الاقتصاد الإسلامي كانت منتجات التمويل مشروعاً¹.

الفرع الثالث: الأصالة والابتكار.

تقوم المنتجات المالية الإسلامية على البحث عن الاحتياجات الفعلية للمستثمرين والعمل على تصميم وابتكار المنتجات المالية المناسبة لهم، والمختصون في التسويق يعلمون تماماً الفرق بين التقليد وبين الإستجابة لاحتياجات المستثمرين فالأول مجرد محاكاة، أما الثاني فهو مصدر الإبداع والابتكار وهذا المنهج يتطلب دراسة مستمرة لإحتياجات المستثمرين والعمل على تطوير الأساليب التقنية والفنية اللازمة لها، ولا ريب أنّ هذا المنهج أكثر كلفة من التقليد والمحاكاة، لكنه في المقابل أكثر جدوى وأكثر إنتاجية والتكلفة غالباً تكون مرتفعة في بداية تطبيق المنتج، ثم بعد ذلك تنخفض التكاليف إلى مستوى التكلفة الحدية المعتادة في المنتجات المالية، لكن المؤسسة التي لا تتجح في استقطاب نسبة أكبر من السوق تضمن جدوى طرح المنتجات الجديدة².

الفرع الرابع: المشاركة أساساً لاستحقاق العائد.

لا مانع من وجود تمويل تبرعي لكن ذلك لا يصلح للعمل المصرفي بما هو عمل تجاري محض يحرص أصحاب رأس المال من خلاله على تحقيق عوائد مجزية تجعلهم يقبلون على العمل في هذا القطاع، ولذا تشكل قاعدة مشاركة عوامل الإنتاج في العملية المصرفية والتمويلية الأساس الذي يجب بناء منتجات التمويل الإسلامي وفقها حتى يكون استحقاق العوائد مشروعاً، ولذا شكل استهداف العائد والقواعد الحاكمة له في التشريع الإسلامي محور إهتمام بعض من عرف التمويل الإسلامي، فقرروا أنّ التمويل الإسلامي، أن يقوم الشخص بتقديم شيء ذي قيمة مالية لشخص آخر، إما على سبيل التبرع، أو على

¹ راند نصري أبو مؤنس، "قواعد هندسة المنتجات المالية الإسلامية دراسة تحليلية"، الأردن، مجلة دراسات، علوم الشريعة والقانون، الجامعة الأردنية، المجلد 43، العدد 01، 2016، ص: 81-83.

² سامي بن إبراهيم السويلم، "المنتجات المالية الإسلامية بين الإبداع والتقليد"، جريدة الاقتصادية الإلكترونية، مقالات عن التمويل الإسلامي، السعودية، 2006، ص: 25.

سبيل التعاون بين الطرفين من أجل استثماره بقصد الحصول على أرباح تقسم بينهم على نسبة يتم الاتفاق عليها مسبقاً وفق طبيعة عمل كل منهما ومدى مساهمته في رأس المال واتخاذ القرار الإداري والاستثماري¹.

الفرع الخامس: إلزام حدود المخاطرة في المنتجات المالية الإسلامية.

يعتبر عنصر المخاطرة عنصراً مميزاً في التمويل الإسلامي عن التمويل التقليدي، وذلك أنّ جميع الأطراف المشاركة في العملية الاستثمارية تتحمل الأعباء والمخاطر التي يمكن أن تقع فيها في المستقبل دون أن يكون هناك ضمان من قبل أي طرف كما هو الحال بالنسبة للبنوك التقليدية التي تضمن الأموال المودعة لديها مع زيادة مقدار الفائدة، دون أن يكون ربح طرف على حساب خسارة طرف آخر كما هو الحال في القمار².

الفرع السادس: تحقيق الكفاءة الاقتصادية.

إنّ تحقيق المنتجات المالية الإسلامية للمرجعية الشرعية لا يكفي ولا يغني، بل سيجعل التمويل الإسلامي في موقف ربيبة وشك، يجب أن يتبعها تحقيق الكفاءة الاقتصادية التي هي هدف أي مؤسسة مالية وأي نشاط اقتصادي، فالكفاءة الاقتصادية للمنتجات والأدوات المالية الإسلامية تتمثل في مدى قدرتها على تلبية الإحتياجات الاقتصادية ومنافسة الأدوات التقليدية، وتحقيق الكفاءة الاقتصادية بتحقيق أهداف المتعاملين بالمنتجات والأدوات المالية الإسلامية، مؤسسات مالية، مصارف، متعاملين، بأقل قدر ممكن من التكاليف أو بتطوير أساليب التعامل للإستفادة من التطور المتسارع للتكنولوجيا والإتصالات³.

المطلب الرابع: معوقات تطبيق الهندسة المالية الإسلامية.

ما زالت استفادة المؤسسات المالية الإسلامية والمصرفية من تطبيقات الهندسة المالية الإسلامية محصورة ومحدودة نتيجة العديد من المعوقات التي تعترض تفعيلها سنبرز أهمها في هذا الجزء من الدراسة.

الفرع الأول: التحديات المتعلقة بالجوانب المؤسسية.

وتنقسم هذه التحديات إلى:

أولاً- الإطار المؤسسي السليم:

تحاول المؤسسات المالية الإسلامية في كافة أرجاء العالم الإستفادة من الإطار المؤسسي الذي يدعم العمل المصرفي التقليدي، لكنها تعاني من إنعدام الدعم المؤسسي الذي يوظف خصوصاً لخدمة حاجاتها كما أنّ بناء كيان مؤسسي سليم يعتبر أخطر تحد يواجه التمويل الإسلامي، ولمواجهة هذا

¹ راند نصري أبو مؤنس، مرجع سبق ذكره، ص: 90.

² لعمش أمال، شرفي سارة، "أهمية منتجات الهندسة المالية في الصناعة المصرفية الإسلامية - تجربة مصرف الإمارات الإسلامي في إصدار صكوك الإجارة"، المؤتمر الدولي منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 5-6 ماي 2014، ص: 08.

³ راند نصري أبو مؤنس، مرجع سبق ذكره، ص: 90.

التحدي لابد من تطبيق "منهج وظيفي" لبناء هذا الكيان، ويجب فحص المهام التي تقوم بها المؤسسات الموجودة بطريقة تمكنها من توفير دعم أفضل، أو إنشاء مؤسسات جديدة حسب الحاجة.

ثانياً- الإطار القانوني المناسب والسياسات الداعمة:

بني النظام المالي في معظم البلدان الإسلامية على النمط الغربي وتحتوي قوانين هذا النظام أحكاماً تضيّق على نشاطات التمويل الإسلامي وتحصره في حدود تقليدية، وفي حين تستطيع الأطراف وضع اتفاقياتها على أساس عقد إسلامي إلا أنّ تنفيذ هذه الاتفاقيات في المحاكم يتطلب جهوداً وتكاليف إضافية، وتقتضي هذه الشروط من بين أمور أخرى، وضع قوانين خاصة لإقامة وممارسة العمل المالي الإسلامي، وتعمل هذه القوانين على تسهيل عمل البنوك الإسلامية إلى جانب البنوك التقليدية بالإضافة إلى ذلك هناك حاجة للسماح للمؤسسات المالية بالعمل وفق القواعد الإسلامية، وإفساح المجال في الأسواق المالية التقليدية للمعاملات المالية الإسلامية¹.

الفرع الثاني: التحديات المتعلقة بالجوانب التشغيلية.

وتنقسم هذه التحديات إلى:

أولاً- غياب الكفاءات البشرية:

أول تحد هو غياب الكفاءات البشرية التي المتكونة تكويناً مناسباً في المالية والعلوم المصرفية إضافة إلى الإمام بالعلوم الشرعية.

ثانياً- الاختلافات الفقهية:

الاختلافات الفقهية والتكليف الفقهي لبعض المعاملات المالية الحديثة وآثارها على الصناعة المالية الإسلامية في حد ذاتها قضية أصبحت مختلفاً عليها.

ثالثاً- المنافسة:

المنافسة من المؤسسات المالية التقليدية التي فرضت على المؤسسات الإسلامية قدراً من التحدي نتيجة لإلغاء المؤسسات المالية الإسلامية للفوائد من تعاملاتها جعل التمويل الإسلامي بأكمله على المحك².

رابعاً- الحوكمة الشرعية:

وهناك أيضاً مسألة غياب الحكم السليم والراشد أو الحوكمة الشرعية في أي مؤسسة مالية إسلامية هذا الأمر يؤثر على نمو التمويل الإسلامي حيث يحتل الحكم الرشيد مكانة كبيرة في الإسلام.

خامساً- ازدواج النظام المصرفي:

في البلدان التي لديها نظام مصرفي مزدوج، إلغاء التعامل بالفائدة في البنوك الإسلامية سيعمل على زيادة حدة المنافسة من البنوك التقليدية، ودخول المصارف الأجنبية في صناعة التمويل الإسلامي لديه

¹ زليدي عبد السلام، مرجع سبق ذكره، ص: 26.

² عبد الكريم أحمد قندوز، "ضعف الهندسة المالية تحد يواجه المؤسسات المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص د.

إثنين من الجوانب المتناقضة، الجانب الإيجابي هو نشر التمويل الإسلامي، والجانب السلبي هو أنّ هذه البنوك قد لا تحسن التعامل مع ممارسات التمويل الإسلامي وهذا سيكون له تأثير سلبي على تطور منتجات الهندسة المالية الإسلامية¹.

الفرع الثالث: عدم وجود نظام محاسبي إسلامي.

من أهم التحديات الرئيسية التي تواجه الهندسة المالية الإسلامية هو معايير المحاسبة والتدقيق، وقد بدأت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في وضع معايير المحاسبة للمنتجات المالية الإسلامية وإجراء التكوين والتدريب للقائمين على إدارة المؤسسات المالية الإسلامية ذات الصلة.

كذلك من التحديات الكبرى التي تواجهها الخدمات المصرفية الإسلامية حظر الربا، وحظر مخاطر المضاربة (الغرر)، نتيجة عدم إكمال المعلومات الخاصة بالعقود وعدم اليقين من أهدافه الجوهرية².

الفرع الرابع: معوقات أخرى.

يمكن حصرها فيما يلي:

1-مدى إستجابة البنوك المركزية في تجسير الفجوات التنظيمية والتشريعية القائمة، حيث أنّ العديد من البنوك المركزية لم تقم بإصدار تعليمات وسياسات واضحة للبنوك الإسلامية، الأمر الذي يضعها في موقف المعاملة بالمثل لغياب سياسة واضحة للتعامل مع المؤسسات المالية الإسلامية أو غياب نوافذ للمالية الإسلامية على مستوى البنوك المركزية؛

2-ضعف التنسيق بين الهيئات الشرعية وتضارب الفتاوى الفقهية، ويعتبر هذا تحديا هاما تواجهه المؤسسات المالية الإسلامية، ويكون بين الدول الإسلامية وحتى داخل البلد الواحد، فمثلا نجد أنّ بعض البنوك تجيز أعمال التوريق والبعض الآخر لا يجيز التعامل به، لذا على المؤسسات المالية الإسلامية أن تعمل على إيجاد قاعدة علمية مشتركة لتوحيد الفتاوى والقرارات؛

3-الافتقار إلى أسواق مالية ثانوية إسلامية لإعادة تداول المنتجات المالية الإسلامية خاصة فيما يتبع بالبنوك الإسلامية التي لا يمكنها (اللجوء إلى الأسواق المالية التقليدية أو المؤسسات المالية التقليدية في حال نقص السيولة أو الرغبة في توظيف فائض السيولة لاختلاف طبيعة عمل هذه الأنظمة المالية مع العمل المصرفي الإسلامي؛

4-غياب استراتيجية واضحة تسويقية للمنتجات المالية الإسلامية الأمر الذي يمثل تحديا للمالية الإسلامية بسبب عدم فهم لضوابط وقواعد الصناعة المالية الإسلامية وجهل أحكامها وقوانينها من قبل المستثمرين³.

¹ Fouad H. Al-Salem", **Islamic financial product innovation** , International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management, Vol. 2 No. 3, Bingley, Royaume-Uni , 2009 pp. 193-194.

² Abdul Wassay Haqiqi, " **Challenges Of Islamic Banking And Finance** ", International Conference Islamic Banking And Finance, 8th-9th, Afghanistan, Juin 2010, P:13.

³ محمد علي يوسف بونس الهواملة، "الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير العمل المصرفي"، مؤتمر الصيرفة الإسلامية بعد أربعة عقود من نشأتها، جامعة الزرقاء، الأردن، أيام 03-04 ماي 2017، ص: 23.

خاتمة الفصل:

الإسلام دين يحكم جميع جوانب حياة المسلم، بما في ذلك المعاملات المالية ويستند فقه المعاملات في الإسلام على عدة مصادر تتمثل في القرآن الكريم بالدرجة الأولى والسنة والعرف والقياس والمجاميع الفقهية حيث تعد المصادر الرئيسية التي توجه حياة المسلم خاصة فيما يتعلق بحياته الاقتصادية. تتمثل ميزة التمويل الإسلامي في تحقيق المرجعية الشرعية والكفاءة الاقتصادية والاجتماعية معا وتشمل المحظورات الرئيسية للتمويل الإسلامي حظر الربا والغرر والقمار والميسر بأشكالهم في المعاملات المالية والتبادلات الاقتصادية.

لذلك يختلف الابتكار المالي التقليدي عن الإسلامي، حيث الأول يهدف لتحقيق أهداف اقتصادية بغض النظر عن الوسيلة، أما الثاني يهدف لتحقيق الأهداف الاقتصادية وفق مبادئ الشريعة الإسلامية وباستخدام هذه المبادئ، ومزجها مع العلوم المالية والفقه الإسلامي يمكن الوصول للهندسة المالية الإسلامية التي تهدف لابتكار منتجات مالية وفق ضوابط شرعية وتلبي الحاجات الاقتصادية للمستثمرين والمؤسسات المالية الإسلامية والتي تعد قفزة في التمويل الإسلامي، ومن أهم منتجاتها الصكوك الإسلامية، المشتقات المالية الإسلامية، والتوريق الإسلامي، وصناديق الاستثمار الإسلامية وغيرها، الذين جاءوا كبديل لمنتجات الهندسة المالية، يحققون نفس أهدافهم وفي بعض الأحيان بصورة أمثل وفعالية أكبر.

الفصل الثاني:

التأصيل النظري للسوق

المالية الإسلامية

تمهيد:

عكف الإسلام على العمل لتوفير بيئة شرعية للسوق من خلال تحريمه للربا والغرر والاحتكار والاستغلال في السوق ومن جهة أخرى شجع على المنافسة من خلال العمل بجد واجتهاد وفق طرق نزيهة تتوافق والمرجعية الشرعية لتحقيق الربحية وتعزيز الكفاءة الاقتصادية للمتعاملين.

المعاملات المالية الحاضرة الآن في الأسواق المالية التقليدية غير متوافقة والمبادئ الأساسية لفقه المعاملات المالية في الشرع، إذ يغلب عليها القمار والربا والغرر والغبن والاستغلال وغيرها من الممارسات الأخلاقية وقد أدرك القائمون على هذه الأسواق أنّ استمرار الوضع على حاله قد يؤدي للانحيار والاختلال في النظام المالي وزيادة أثر الأزمات المالية وتكرارها نتيجة للمعاملات السابقة وطبيعة العمليات المالية التي تتم في السوق المالية التقليدية.

تُعد السوق المالية الإسلامية بديل كفاء للسوق المالية التقليدية، فهي تقوم بنفس أدوارها بفعالية وأكثر كفاءة ونجاعة مع تغطيتها لسلبيات السوق المالية التقليدية وإدارة المخاطر والتحوط منها عن طريق مبادئها والتركيز على حفظ حقوق المستثمرين والمتعاملين وحمايتهم من خلال ضوابطها وسنتطرق في دراستنا لهذا الفصل إلى:

المبحث الأول: الإطار العام للسوق المالية الإسلامية؛

المبحث الثاني: التنظيم الإداري للسوق المالية الإسلامية؛

المبحث الثالث: إجراءات التعامل في الأسواق المالية الإسلامية؛

المبحث الرابع: أهم الفروقات بين الأسواق المالية التقليدية والأسواق المالية الإسلامية.

المبحث الأول: الإطار العام للسوق المالية الإسلامية.

تعد السوق المالية حجر الأساس لبناء النظام المالي لأي دولة أو اقتصاد، كما تعكس درجة تقدم وتطور العمليات والتطبيقات في السوق المالية، القوة الاقتصادية للبلد المحتضن لهذه السوق لتحقيقه للوساطة المالية وتلبية رغبات المستثمرين، سنتطرق في هذا الجزء من الدراسة إلى الأسواق المالية التقليدية وتعريفها وأهم المفاهيم الأساسية الخاصة بها قبل التطرق للسوق المالية الإسلامية.

المطلب الأول: السوق المالية التقليدية.

السوق المالية كلمة مركبة من جزئين، سوق ومال وسنقوم بالتعريف بهما كل على حدى:

الفرع الأول: تعريف السوق والمال.

أولاً-تعريف السوق: السوق "هو المكان الذي تساق إليه السلع وما شابهها حيث يجتمع البائعون والمبتعون (المشتررون) فيه، فيتبادلون السلع بالسلع أو السلع بالنقود، عاجلاً أم آجلاً بأشكال ووسائل دفع حسب ما يقتضيه الحال¹، قال تعالى: ﴿وَقَالُوا مَالِ هَذَا الرَّسُولِ يَأْكُلُ الطَّعَامَ وَيَمْشِي فِي الْأَسْوَاقِ﴾²، وهو المكان الذي فيه تنتقل ملكية السلع من البائع للمشتري³.

ثانياً-تعريف السوق في الاقتصاد المعاصر: "منطقة يتصل فيها المشترون والبائعون، إما بطريق مباشر أو عن طريق وسطاء (سماسرة) بعضهم ببعض وحيث إنّ الأسعار السائدة في جزء من السوق تؤثر في الأسعار التي تدفع في الأجزاء الأخرى مما يترتب عليه، وجود تجانس في أسعار السلعة الواحدة في السوق كلها، بغض النظر عما يحدث من انحرافات عن الثمن المتجانس، ترجع إلى ظروف محلية أو أسباب طارئة ووقئية"⁴.

ثالثاً- تعريف المال: ورد عن الفقهاء في تعريف المال عبارات كثيرة ومفاهيم مختلفة لكنّها متقاربة في معناها، ولعل أقرب التعريفات للمال وأحسنها ما قيل فيه "إنّ المال ما يمكن حيازته وإحرازه والانتفاع به انتفاعاً معتاداً".

وقد ورد ذكره في القرآن الكريم في أكثر من تسعين آية وفي السنة كذلك في أحاديث كثيرة، قال تعالى: ﴿الْمَالُ وَالْبَنُونَ زِينَةُ الْحَيَاةِ الدُّنْيَا﴾⁵، ووصف المال بأنه قوام للناس ﴿وَلَا تُؤْتُوا السُّفَهَاءَ أَمْوَالَكُمُ

¹ سامر مظهر قنطجني، "فقه الأسواق"، سلسلة فقه المعاملات، دمشق، سوريا، مؤسسة الرسالة ناشرون، 2004، ص: 10.

² سورة الفرقان، الآية 07.

³ محب خله توفيق، "الهندسة المالية-الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار"، الإسكندرية، مصر، دار الفكر الجامعي، 2011، ص: 52.

⁴ محمد صالح بن ألفا عمر جالو، "الأسهم وأحكامها في الفقه الإسلامي"، بيروت، لبنان، دار الكتب العلمية، 2015، ص: 23.

⁵ سورة الكهف، الآية 46.

الَّتِي جَعَلَ اللَّهُ لَكُمْ قِيَامًا¹، وقوام الشيء ما به يحفظ و يستقيم، والمال قوام المعاش والمصالح العامة والخاصة².

إذن المال ما ملكه الإنسان في جميع الأشياء، فكل ما يقبل الملك فهو مال، سواء كان عينا أم منفعة وسواء أكان منتفعا به شرعا أم لا، أما ما لا يملكه الإنسان ولا يجوز بالفعل فلا يعد مالا كالمطر في الهواء، والسمك في الماء، والأشجار في الغابات والمعادن في باطن الأرض³.

رابعا-تعريف السوق المالية التقليدية:

تعد السوق المالية من بين أهم الأجهزة التي تعمل على تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال أدوارها الفاعلة في النظام المالي للبلدان والحكومات، وستقوم بالتعريف بالسوق المالية في مختلف الأدبيات التي جاءت عليها.

1-الأدبيات العربية:

- يعرفها (محمد عطوان) على أنها: "هي تلك الآلية الائتمانية التي يمكن من خلالها حشد وتجميع وتوجيه وتوزيع ادخارات الشركات والحكومات والأفراد إلى مختلف أوجه الاستعمال الإنتاجية والغير إنتاجية"⁴.

- أما (فليح حسن خلف) فيرى أنّ الأسواق المالية هي: "التي يعرفها تداول الأوراق المالية والنقدية سواء كانت قصيرة، أو متوسطة، أو طويلة الأجل، ومثال ذلك الأسهم بكافة أنواعها والسندات بكافة أشكالها، وشهادات الإيداع وغيرها، وأسواق العملات الأجنبية وما إلى ذلك"⁵.

- ويعرفها (محمد الصيرفي) بأنها: "هي ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه ولكن بشرط توافر قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه"⁶.

¹ سورة النساء، الآية 05.

² أحمد إدريس عبده، "فقه المعاملات"، عين مليلة، الجزائر، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، 2000، ص ص: 06.05.

³ أحمد حسن، "الأوراق النقدية في الإقتصاد الإسلامي قيمتها وأحكامها"، دمشق، سوريا، دار الفكر المعاصر، 1999، ص: 136.

⁴ مروان عطوان، "الأسواق النقدية والمالية: البورصات وتشكلاتها في عالم النقد والمال"، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزء الأول، الطبعة الرابعة، 2008، ص: 16.

⁵ فليح حسن خلف، "الأسواق المالية النقدية"، عمان، الأردن، عالم الكتاب الحديث، 2006، ص ص: 09.08.

⁶ محمد الصيرفي، "البورصات"، الإسكندرية، مصر، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، 2007، ص: 51.

2- الأدبيات الأجنبية:

- يعرفها (Frederic S. Mishkin) بأنها: "الأسواق التي يتم فيها تحويل الأموال من الأشخاص الذين لديهم فائض من الأموال المتاحة للأشخاص الذين يعانون من نقص في التمويل، حيث تعمل على تعزيز الكفاءة الاقتصادية من خلال توجيه الأموال للأشخاص الفاعلين الذين لديهم إنتاجية"¹.

- وعرفها (Ainagul Amangeldinovna Adambekova): بأنها "السوق التي تعمل فيها المؤسسات المالية والوكلاء الاقتصاديون ويتم تداول الأدوات المالية فيها بشكل يضمن تراكم الأموال وإعادة توزيعها نتيجة المعاملات الرأسمالية"².

من خلال ما سبق يمكن تعريف السوق المالية على أنها: الفضاء الذي يتيح للمتعاملين بالأوراق المالية والأدوات المالية بمختلف أنواعهم الالتقاء والتعامل ببيع وشراء هذه الأدوات والأوراق المالية وتداولها وفق قوانين عمليات تحكم التعاقد في البيع والشراء لتحقيق الوساطة المالية وتحقيق التنمية الاقتصادية.

الفرع الثاني: الفرق بين الأسواق والبورصة.

يختلف هيكل البورصة والسوق المالية عن هيكل الأسواق المعتادة للسلع والخدمات في تاريخ المجتمعات الإسلامية من عدة نواحي، تشمل طبيعة موضوع التبادل وتعدد عقود البيع عليه، ووسائل التبادل، ودور الائتمان وغير ذلك، ولكن مع ذلك تتفق كل من هذه الأسواق في أنها تشمل على عمليات التبادل والعرض والطلب والبيع والشراء³.

للبورصة أركان لا تقوم إلا بها، وهذه الأركان هي عدم وجود السلع نفسها أمام المتعاملين فيها عدم تسليمها في الحال عقب العقود للمشتريين، ثم عدم تسليم الثمن كذلك فوراً، وإذا فهي تختلف عن الأسواق التقليدية في اختلافات جوهرية أهمها:

1. في السوق التقليدية يكون التعامل مباشراً، أما في البورصة يكون عبر الوسطاء والسماسة؛
2. في السوق التقليدية السلع المتعاقد عليها حاضرة في السوق، أما في البورصة لا تكون حاضرة بل تكون خارجها في بنوك خاصة مثلًا وغيرها؛
3. في السوق التقليدية يكون البيع والتسليم فوراً، وليس الأمر كذلك في البورصة؛

¹ Frederic S. Mishkin "The Economics of money Banking and Financial Markets", The addison- Weley Series in economics 7th ed, columbia university, USA, 2004 p: 03.

² Ainagul Amangeldinovna Adambekova and Regina Ernstovna Andekina "Financial Market and its Definitions: Transformation of Scientific Concepts," World Applied Sciences Journal 27 (Education, Law, Economics, Language and Communication, Kazakhstan 2013, p: 15.

³ بوعلام بن جيلالي، يوسف عبد الله بن الزامل، "نحو إطار إسلامي للسوق المالية: تحليل نظري ورياضي لضاهرة المضاربة المالية"، السعودية، مجلة العلوم الادارية، جامعة الملك سعود، العدد 04، 1992، ص: 250.

4. في السوق التقليدية يكون البيع والشراء بالمعنى الحقيقي لهذين المصطلحين، ولكن في البورصة يكون في شكل مضاربة على فروق الأسعار دون دفع الثمن وتسلم المبيع حين العقد؛

5. الأسواق التقليدية تعقد في أماكن مختلفة وفي فترات طويلة أو قصيرة حسب الحاجة وأهمية السوق، في حين البورصة لها مكان معين وتعقد في كل يوم¹.

الفرع الثالث: تاريخ الأسواق المالية التقليدية.

تستند فكرة الأسواق المالية إلى نظرية آدم سميث الذي تقول بأن تقسيم العمل يعتمد إلى حد كبير على حجم السوق، وبما أن هناك علاقة وثيقة بين حجم السوق وحجم الإنتاج فإن هذه العلاقة تنعكس على تطور المال ومعدل دخل الفرد².

وفي أعقاب الثورة الصناعية وتطور الفكر الاقتصادي الرأسمالي القائم على مبدأ التخصص في تقسيم العمل، بدأ تغيير هيكل في أنماط النشاط الإنتاجي وأدواته، وأصبح إنتاج السلع المختلفة يحتاج إلى أدوات إنتاجية جديدة وإلى موارد مالية ضخمة تفوق القدرة الفردية للمستثمر الفرد³.

كل تلك الأمور كانت نقطة البدء في تطور مفهوم الشركات المساهمة التي تقوم على أساس مشاركة عدد كبير من المساهمين في ملكية الشركة تاركين للإدارة التي ينتخبونها ممارسة العمل ورسم السياسة الإنتاجية للشركة.

لذلك نشأت الأسواق المالية بحكم الضرورة التي يتطلبها التوسع الكبير في إنشاء شركات المساهمة والمشاريع التجارية والاستثمارية التي بدأت تبحث عن مدخرات الأفراد وتعبئتها⁴.

الفرع الرابع: الحكم الشرعي للأسواق المالية التقليدية.

بعد اطلاق مجلس المجمع الفقهي الإسلامي على حقيقة السوق المالية، وما يجري فيها من عقود عاجلة وأجلة على الأسهم والسندات والأدوات المالية ومناقشتها في ضوء أحكام الشريعة الإسلامية يقرر مايلي:

1. غاية السوق المالية إيجاد سوق مستمرة ودائمة يتلاقى فيها العرض والطلب والمتعاملون بيعا وشراء وهذا أمر جيد ومفيد ويمنع استغلال المحترفين للغافلين والمسترسلين، الذين يحتاجون

¹ عبد الرزاق عفيفي، "بورصة الأوراق المالية والضرائب"، القاهرة، مصر، دار الكتب المصرية، الطبعة الأولى، 2008، ص ص: 209.208.

² خليل الهندي، أنطوان الناشف، "العمليات المصرفية والسوق المالية"، طرابلس، لبنان، المؤسسة الحديثة، الجزء الثاني، 2000، ص ص: 26.

³ خبايا عبد الله، "الاقتصاد المصرفي"، الإسكندرية، مصر، دار الجامعة الجديدة، 2013، ص ص: 137.

⁴ حسين علي بني هاني، "الأسواق المالية - طبيعتها - تنظيمها - أدواتها المشتقة"، القاهرة، مصر، مكتبة الكندي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2014، ص ص: 04.

إلى البيع والشراء ولا يعرفون حقيقة الأسعار، ولا يعرفون المحتاج للبيع ومن هو محتاج إلى الشراء؛

2. لكن هذه المصلحة الواضحة يواكبها في الأسواق المالية أنواع من الصفقات المحظورة شرعا والمقامرة والاستغلال وأكل أموال الناس بالباطل؛

3. ولذلك لا يمكن إعطاء حكم شرعي عام بشأنها، بل يجب بيان حكم المعاملات التي فيها كل واحدة على حدى¹.

التعامل في السوق المالية يكون جائز شرعا عندما يتم التقييد بالضوابط التالية:

- أن تكون الأوراق المالية التي يتم التعامل بها في السوق المالية جائزة شرعا؛
- أن تكون صيغ التمويل والتعامل في السوق المالية جائزة شرعا؛
- أن تكون السوق المالية ملتزمة بمبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية؛
- أن تكون الشركات المتدخلة العاملة في السوق المالية جائزة شرعا².

بناء على ما تقدم يرى المجمع الفقهي الإسلامي أنه: يجب على المسؤولين في البلاد الإسلامية ألا يتركوا السوق المالية في بلادهم حرة تتعامل كيف تشاء في عقود وصفقات، سواء كانت جائزة شرعا أم محرمة وألا يتركوا للمتلاعبين بالأسعار فيها أن يفعلوا ما يشاؤون، بل يجب مراعاة الطرق المشروعة في الصفقات التي تعقد فيها، ويمنعوا العقود الغير جائزة شرعا، ليحولوا دون التلاعب الذي يجر إلى الكوارث المالية والأزمات المالية في الأنظمة المالية، فالخير كل الخير في الالتزام بطريق الشريعة الإسلامية في كل شيء³، قال الله تعالى: ﴿وَأَنَّ هَذَا صِرَاطِي مُسْتَقِيمًا فَاتَّبِعُوهُ وَلَا تَتَّبِعُوا السُّبُلَ فَتَفَرَّقَ بِكُمْ عَنْ سَبِيلِهِ ذَلِكُمْ وَصَّاكُمْ بِهِ لَعَلَّكُمْ تَتَّقُونَ﴾⁴.

المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية وأهم الأدوات المالية المتداولة فيها.

سننظر في هذا الجزء لأنواع السوق المالية التقليدية وأهم الأدوات الاستثمارية المتداولة فيها.

الفرع الأول: أنواع الأسواق المالية من حيث الإصدار والتداول.

يتكون السوق المالي من جزئين رئيسيين هما: سوق رأس المال؛ وسوق النقد حيث أن سوق

النقد يتعامل في الائتمان قصير الأجل، ويعالج سوق رأس المال الائتمان المتوسط والطويل الأجل.

¹ علي أحمد السالوس، "فقه البيع والاستيثاق"، بيروت، لبنان، دار القرآن، الطبعة السادسة، 2008، ص ص: 814-815.

² نسرين عبد الحميد نبيه، "البورصة ماهيتها - تاريخها - مستقبلها، ومدى تأثير التداول بها خلال ثورات الدول العربية"، القاهرة، مصر، المكتب الجامعي الحديث، 2012، ص: 44.

³ علي أحمد السالوس، "فقه البيع والاستيثاق"، مرجع سابق، ص: 816.

⁴ سورة الأنعام، الآية 153.

أولاً-سوق رأس المال:

سوق رأس المال هو سوق تداول للأوراق المالية (أدوات الدين والملكية)، حيث يمكن للمؤسسات المالية التعامل واقتراض الأموال طويلة الأجل فيه لفترات أطول من سنة، ويتميز سوق رأس المال بمجموعة كبيرة ومتنوعة من الأدوات المالية المتداولة فيه: كالأسهم والسندات¹، وتتألف سوق رأس المال من سوقين:

1-السوق الأولية:

توفر السوق الأولية قناة لبيع الأوراق المالية الجديدة، ويقوم مصدر الأوراق المالية ببيع الأوراق المالية مباشرة للمستثمرين في السوق الأولية لجمع الأموال للاستثمار أو الوفاء ببعض الالتزامات².

2-السوق الثانوية:

يشير السوق الثانوي إلى سوق يتم تداول الأوراق المالية بها، التي سبق عرضها في السوق الأولية بداية على الجمهور، ويتألف السوق الثانوي من أسواق الأسهم وأسواق الدين³.

ثانياً-سوق النقد:

سوق النقد هي سوق للأموال قصيرة الأجل، يتم التداول فيها بأوراق مالية ذات آجال استحقاق تتراوح بين يوم إلى سنة واحدة، وبالتالي تعتبر أدواتها المالية أهم بديل لتوفير التمويل من خلال تحويلها لنقد بسهولة دون خسارتها في القيمة.

يتألف سوق النقد من قطاعات مختلفة، كالسوق المضمون الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية الحكومية والخزانة والاقتراض المضمون، والأموال المستدعاة⁴.

الفرع الثاني: أهم الأدوات المتداولة في السوق المالية.

تعد الأسهم والسندات من أهم الأدوات الاستثمارية الرئيسية والتقليدية المتعامل بها في السوق المالية التقليدية وسنتطرق إليها وإلى حكمها الشرعي بشكل مختصر في هذا المطلب.

أولاً-أدوات الملكية (الأسهم):

تمثل الأسهم حصة في رأس المال المشروع ولا يكون مصدر هذه الأسهم ملتزم بدفع أية مبالغ نقدية لحامل السهم، فإذا حققت الشركة أرباحاً فإنها تقوم بتوزيع جزء من هذه الأرباح على حملة الأسهم

¹ Neha Singhi", **Capital Market Instruments**, " Securities Laws and Compliances Oral Tution Classes-EIRC of ICSI,Sinungan, Muchdarsyah, Manajemen Dana Bank, Jakarta, PT Bumi Aksara, 1997 p: 01.

² **Introduction to financial Market**, First Edition Part 01 Central Board of Secondary Education Community Centre Preet ,Vihar, Delhi-110092, India, p: 02.

³ **Handbook on Basics of Financial Market** National Stock Exchange of India Limited "Exchange Plaza", Bandra Kurla Complex, Mumbai, india, February ,2008 p: 11.

⁴ Sumit Kaur, "**Financial Market Development and Integration: A look at the Indian story**," Student of PGDM Program (Finance) S. P. Jain Institute of Management and Research, Mumbai, March 2014 p :08.

بعد أخذ المخططات والاحتياطات اللازمة (الاحتياطي الاجباري مثلا)¹.

1-أنواع الأسهم:

يمكن تقسيم الأسهم الى نوعين رئيسيين هما:

-الأسهم العادية:

" يمثل السهم العادي ملكية الشركة وحصّة في رأس مالها وحقا مشاعا في موجوداتها، وللشهم قيمة اسمية هي تلك المطبوعة على الوثيقة، ويتمتع مالك ذلك السهم بحقوق متعددة، أهمها انتخاب مدراء تلك الشركة، الذين يقومون بدورهم بتعيين الموظفين التنفيذيين وتوجيه الشركة نحو تحقيق أغراضها المقررة بقرار الإنشاء"².

-الأسهم الممتازة:

الأسهم الممتازة هي " أسهم تصدرها الشركات إلى جانب الأسهم العادية، ويمثل السهم الممتاز سند ملكية وإن كانت تختلف عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي، وللشهم الممتاز قيمة اسمية ودفترية وسوقية مثله مثل السهم العادي، غير أنّ القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة، وليس للشهم الممتاز نصيب في قيمة الاحتياطات والأرباح المحجوزة للشركة ولذلك فإنّ القيمة الاسمية تساوي القيمة الدفترية"³.

تختلف الأسهم الممتازة عن الأسهم العادية من حيث الحقوق والامتيازات لكل منهما، فمعروف مثلا أنّ أصحاب الأسهم الممتازة ليس لهم حق التصويت في جمعيات ملاك الأسهم وهم لا يشتركون في الأرباح المحققة إلا بنسبة محددة، وبهذه الصفات فإنّ الأسهم الممتازة أقرب في شكلها إلى الديون طويلة الأجل بنسبة فائدة ثابتة منها إلى حقوق الملكية، لكن يجب الإشارة إلى أنّ الأسهم الممتازة تختلف عن القروض نظرا لأنّها لا تدفع بالشركة إلى إشهار إفلاسها في حالات العسر المالي وعجز الشركة عن سداد الأرباح الموزعة على حاملي هذه الأسهم⁴.

2-الحكم الشرعي للأسهم:

سنأخذ الحكم الشرعي للأسهم العادية والممتازة كل على حدى حسب حكمه.

-الأسهم العادية: إنّ مجلس مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره السابع بجدة في المملكة العربية السعودية من 7 - 12 ذي القعدة 1412هـ الموافق 9 - 14 (مايو) 1991 م قرار رقم: 65 (71/1)،

¹ محمد قاسم خصاونة، "اساسيات الإدارة المالية"، عمان، الأردن، دار الفكر ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى، 2011، ص: 158.

² محمد بن علي القري، "الأسواق المالية"، جدة، السعودية، دار حافظ، مركز أبحاث الإقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، 1995، ص: 29.

³ السيد فضل الله الحاج، "تعريف الأسهم الممتازة، وشرعية معاملتها كالقروض"، الرياض، السعودية، شركة التوفيق للصناديق الاستثمارية المحدودة، مجموعة دلة البركة، بدون سنة، ص: 04.

⁴ نور الدين خبابة، "الإدارة المالية"، بيروت، لبنان، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، الطبعة الأولى، 1997، ص: 497.

بعد اطلاعه على البحوث الواردة إلى المجمع بخصوص موضوع "الأسواق المالية" الأسهم الاختيارات السلع، بطاقة الائتمان وبعد استماعه إلى المناقشات التي دارت حوله قرّر ما يلي:

***الإسهام في الشركات:**

- بما أنّ الأصل في المعاملات الحل فإنّ تأسيس شركة مساهمة ذات أغراض وأنشطة مشروعة أمر جائز؛
- لا خلاف في حرمة الإسهام في شركات غرضها الأساسي محرم كالتعامل بالربا أو إنتاج المحرمات أو المتاجرة بها؛
- الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحياناً بالمحرمات، كالربا ونحوه بالرغم من أنّ أنشطتها الأساسية مشروعة.

***ضمان الإصدار:**

ضمان الإصدار هو الاتفاق عند تأسيس شركة مع من يلتزم بضمان جميع الإصدار من الأسهم أو جزء من ذلك الإصدار وهو تعهد من الملتزم بالاككتاب في كل ما تبقى مما لا يكتتب فيه غيره وهذا لا مانع منه شرعا إذا كان تعهد الملتزم بالاككتاب بالقيمة الاسمية بدون مقابل لقاء التعهد ويجوز أن يحصل الملتزم على مقابل عن عمل يؤديه (غير الضمان) مثل إعداد الدراسات وتسويق الأسهم.

***تقسيم سداد قيمة السهم عند الاككتاب:**

لا مانع شرعا من أداء قسط من قيمة السهم المكتتب فيه، وتأجيل سداد بقية الاقساط لأن ذلك يعتبر من الاشتراك بما عجل دفعه والتواعد على زيادة رأس المال، ولا يترتب على ذلك محذور لأنّ هذا يشمل جميع الأسهم، وتظل مسؤولية الشركة بكامل رأس مالها المعلن بالنسبة للغير، لأنّه هو القدر الذي حصل العلم والرضا به من المتعاقدين مع الشركة.

***السهم لحامله:**

بما أنّ المبيع في (السهم لحامله) هو حصة شائعة في موجودات الشركة وأن شهادة السهم هي وثيقة لإثبات هذا الاستحقاق في الحصة فلا مانع شرعاً من إصدار أسهم في الشركة بهذه الطريقة وتداولها.

***محل العقد في بيع السهم:**

إنّ محل المتعاقد عليه في بيع السهم هم الحصة الشائعة من أصول الشركة وشهادة السهم عبارة عن وثيقة للحق في تلك الحصة¹.

¹ عبدالله بن الشيخ محفوظ بن بية، "فقه البورصة"، جدة، السعودية، المجلس الأوروبي للإفتاء والبحوث، د. س، ص ص: 07.06.

3- الأسهم الممتازة:

كذلك جاء قرار مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره السابع بجدة 1991 فيما يتعلق بالحكم الشرعي للأسهم الممتازة بمايلي:

لا يجوز إصدار أسهم ممتازة لها خصائص مالية تؤدي إلى ضمان رأس المال أو ضمان قدر من الربح أو تقديمها عند التصفية أو عند توزيع الأرباح، ويجوز إعطاء بعض الأسهم خصائص تتعلق بالأمور الإجرائية أو الإدارية¹.

ثانياً- أدوات الدين (السندات):

من خلال هذا الجزء سنقوم بتعريف السندات وحكمها الشرعي:

1- مفهوم السندات:

أداة مثل القرض لأجل، فالسند هو عقد طويل الأجل يوافق بموجبه المقترض على دفع مدفوعات الفائدة والأصل، في تواريخ محددة، إلى صاحب السند، وعلى الرغم من أن السندات متشابهة بطرق عديدة للقروض بأجل، إلا أن إصدار السندات يتم تسجيله بشكل عام لدى هيئة الأوراق المالية في السوق المالية المعلن عنه، والمعروض للجمهور من خلال المصرفيين المستثمرين، ويتم بيعه للعديد من المتعاملين الاقتصاديين².

2- الحكم الشرعي للسندات:

مجلس مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره السادس بجده في المملكة العربية السعودية من 17-23 شعبان 1410هـ، الموافق 14-20 مارس 1990م، بعد إطلاع على الأبحاث والتوصيات والنتائج المقدمة في ندوة (الأسواق المالية) المنعقدة في الرباط 20-24 ربيع الثاني 1410هـ الموافق لـ 20-24 أكتوبر 1989م بالتعاون بين هذا المجمع والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب بالبنك الإسلامي للتنمية وباستضافة وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية بالمملكة المغربية.

وبعد الإطلاع على أن السند شهادة يلتزم المصدر بموجبها أن يدفع لحاملها القيمة الاسمية عند الاستحقاق مع دفع فائدة متفق عليها منسوبة إلى القيمة الاسمية للسند أو ترتيب نفع مشروط سواء كان جوائز توزع بالقرعة أم مبلغاً مقطوعاً أم خصمه يقرّر:

- إن السندات التي تمثل التزاماً بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إليه أو نفع مشروط محرمة شرعاً من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول لأنها قروض ربوية سواء كانت الجهة المصدرة لها خاصة أو عامة ترتبط بالدولة ولا اثر لتسميتها شهادات أو صكوكا

¹ وجهة النظر الإسلامية في الأوراق المالية المعاصرة، بورصة فلسطين، برنامج التوعية الاستثمارية، نابلس، فلسطين، أكتوبر 2010، ص:

² Financial Markets and Securities, Second Edition of Fundamentals of Healthcare Finance, Health Administration Press American College of Healthcare Executives Chicago, Usa, 2012, p: 04.

استثمارية أو ادخارية أو تسمية الفائدة الربوية الملتزم بها ربحاً أو ربحاً أو عمولة أو عائداً؛

- تحرم أيضاً السندات ذات الكوبون الصرفي باعتبار قروضاً يجري بيعها بأقل من قيمتها الاسمية ويستفيد أصحابها من الفروق باعتبار خصماً لهذه السندات؛
- كما تحرم أيضاً السندات ذات الجوائز باعتبار قروضاً اشترط فيها نفع أو زيادة بالنسبة لمجموع المقرضين أو لبعضهم لا على التعيين فضلاً عن شبهة القمار؛
- من البدائل للسندات المحرمة (إصدار أو شراء أو تداولاً) السندات أو الصكوك القائمة على أساس المضاربة لمشروع أو نشاط استثماري معين بحيث لا يكون لمالكها فائدة أو نفع مقطوع وإنما تكون لهم نسبة من ربح هذا المشروع بقدر ما يملكون من هذه السندات أو الصكوك ولا ينالون هذا الربح إلا إذا تحقق فعلاً ويمكن الاستفادة في هذا من الصيغة التي تم اعتمادها بالقرار رقم 5 للدورة الرابعة لهذا المجمع بشأن سندات المقارضة¹.

الجدول رقم (02، 09): الأسهم في مقابل السندات.

البيان	السندات	الأسهم
الصفات المميزة	آجال الاستحقاق ثابتة ومحدودة	الملكية لا وجود لها تاريخ استحقاق محدد
الإيجابيات		
للمؤسسات المصدرة	الاستقلال عن تأثير المستثمرين	المرونة وانخفاض تكلفة التمويل
للمستثمرين	الخطر منخفض	عائد متوقع مرتفع
السلبيات		
للمؤسسات المصدرة	الالتزام بتسديد الديون	تقلبات السوق تؤثر على قرارات الإدارة
للمستثمرين	عائد منخفض	خطر مرتفع

Source: Valdonè Darskuvienė", **Financial Markets,**" Development and Approbation of Applied Courses Based on the Transfer of Teaching Innovations in Finance and Management for Further Education of Entrepreneurs and Specialists in Latvia, Lithuania and Bulgaria, 2010, p: 13.

¹ عبد اللطيف عبد الرحيم جناحي، "الصكوك الإسلامية بدائل للسندات التقليدية"، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص ص: 06.05.

المطلب الثالث: السوق المالية الإسلامية.

السوق المالية الإسلامية هي سوق قديمة قدم المعاملات المالية في شبه الجزيرة العربية في ضوء الإسلام الذي اهتم بالأسواق لأنها كانت تشغل حيزا كبيرا في حياة المسلمين في ذلك الزمان والتي كانت تعتمد بالدرجة الأولى على التجارة والمبادلات التجارية، فوضع لها ضوابط وحدود وفقه معاملات يضبط ممارساتها.

الفرع الأول: مفهوم السوق المالية الإسلامية في الأدبيات الأجنبية والعربية.

تعد السوق المالية الإسلامية سوق تقوم على نفس الأهداف والوظائف التي قامت عليها السوق المالية التقليدية غير أن السوق المالية الإسلامية لها مرجعية شرعية دينية توجه وتهذب معاملاتها. **أولا- في الأدبيات الأجنبية:**

سننظرق لأهم التعاريف في الأدبيات الأجنبية التي جاءت على السوق المالية الإسلامية.

1- يعرفها (Selman Sayed- Ali) بأنها: "السوق التي تقوم بجميع وظائف الأسواق المالية العادية وتلتزم بعملها بالضوابط الشرعية الإسلامية والتوزيع العادل للمنافع"¹.

2- يعرفها (Mahfoud Djebbar) بأنها: "هي أسواق يتم فيها شراء وبيع الأوراق المالية والمنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية بموجب قواعد ثابتة، ولا يجوز لهذه الأوراق المالية والمنتجات أن تنتهك مبادئ الشريعة الموصوفة سابقا مثل حظر الربا والغرر"².

ثانيا- في الأدبيات العربية:

سننظرق لأهم التعاريف في الأدبيات العربية التي جاءت على السوق المالية الإسلامية.

1- يعرفها (حطاب كمال) على أنها: "تعتبر فرصة مهمة جدا لكل مستثمر مسلم، حيث يتمكن من تقليل خسائره والمخاطرة وزيادة عائداته، من خلال توزيع محفظته المالية، واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحا ومشروعية، كما تمثل محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال، وتمويل المشروعات البناءة والناجحة، مما يؤدي الى زيادة معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة الطيبات في المجتمع"³.

¹ Selman sayed- ali, "islamic capital market products- devlopment and challenges," (islamic development bank.IRTI), occasioan paper N⁰: 9, Jeddah, Saudi Arabia, 2005, p : 5.

² Mahfoud Djebbar, "Islamic Financial Markets: Achievements, prospects, and challenges," Troisième Forum international, Industrie financière islamique, Ecole supérieure de commerce, Alger, 12-13 avril, 2016 p: 07.

³ كمال توفيق حطاب، "نحو سوق مالية إسلامية" المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية، 2005، ص: 02.

2- ويعرّف (جاسم الفارس) السوق المالية الإسلامية بأنها: "وجود اقتصادي واجتماعي كذلك لها قيمتها التي تعطيها ملامحها وتنظم إليه عملها، والوجود بعامة، في المنظور الإسلامي تحكمه قيم ومبادئ كلية كبرى هي: التوحيد، التسخير، الاستخلاف، العدالة¹.

3- ويعرّفها (أحمد السعد): بأنها "سوق منظمة يتم فيها تلاقي إرادة المتعاقدين للتعامل بمختلف الأوراق المالية المشروعة، وتهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة للمساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية"².

مما سبق نستنتج أنّ السوق المالية الإسلامية سوق يتم فيها تداول الأدوات المالية التي تتوافق والمرجعية الشرعية ومنتجات الهندسة المالية الإسلامية بيعا وشراء، وهي السوق التي يتم فيها إبرام العقود والوساطة المالية بين المتعاملين والمستثمرين بغرض توفير السيولة وتعزيز الكفاءة الاقتصادية للمشاركين كل هذا من منظور إسلامي.

الفرع الثاني: الأسواق في الجاهلية وفي ضوء الإسلام.

يُعد الإسلام من أهم الأديان التي أولت عناية بالأسواق ووضعت لها نظم وتشريعات، لتسهيل المعاملات والممارسات، لحفظ حقوق الناس وتعزيز الكفاءة الاقتصادية.

أولاً- الأسواق في الجاهلية في شبه الجزيرة العربية:

لببلاد العرب موقع جغرافي متوسط، بين بلاد أعظم الدول وأقدم الحضارات، فالى شمالها الشرقي بلاد فارس، وإلى شمالها الغربي بلاد الروم ومصر، وإلى غربها الجنوبي وراء البحر بلاد الحبشة، وفي جنوبها البحر الهندي الذي يفصلها عن بلاد الهند.

وكان العرب يُعرفون لدى الشعوب القديمة بأنهم وسطاء التجارة وحفظة دروبها، جريا على عادتهم في الحل والترحال، وصبرهم عليها وتمرسهم فيها، وكانت بلاد العرب بحكم موقعها الجغرافي حلقة الاتصال بين ممالك العالم القديم.

وأنشأ العرب ومركزهم التجاري مكة أسواقا لهم يتبايعون فيها، فمن هذه الأسواق ما كان يقتصر على ما يجاوره من القرى وما ينزل بساحة من القبائل المجاورة ومنها ما كان عاما يتوجه إليه الناس من أطراف الجزيرة العربية.

ولكل مدينة بطبيعة الحال أسواق وإنّما المقصود هنا الأسواق الموسمية منها، التي لها أيام معينة تقوم فيها ويؤمها الناس، فإذا كان لإحدى هذه الأسواق موقع جغرافي جيد، كأن تكون على ساحل البحر مثل: سوق عدن وصنعاء وعمان...، كان شأنها ممتازا من بقية الأسواق التي في قلب

¹ جاسم الفارس، "السوق المالية في الاقتصاد الإسلامي البعد المعرفي والقيمي"، عمان، الأردن، دار مجدلوي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2011، ص: 81.

² أحمد السعد، "الأسواق المالية المعاصرة-دراسة فقهية-"، إريد، الأردن، دار الكتاب الثقافي، 2008. ص: 19.

الجزيرة لشيوخ الاتجار فيها مع الجيران من هند وحبشة والفرس، واقتصار الثانية على القبائل المجاورة لها.

فتتميز الأسواق التي على فرض*البحر بوجود الأجانب وتأثر أصحابها باختلاطهم بهؤلاء وما يستتبع ذلك من تغيير في العادات والرقي والصبغة، فليس من المعقول أن تكون أحوال سوق صنعاء مثلا مشابهة لأحوال الأسواق الأخرى.

حملت هذه الحركة التجارية كثيرا من ألوان الترف إلى العرب وكان لا عهد لهم بمثلها، فتغالى أشرافهم بالثياب والسلاح والطيب بل إن الرواة ليذكرون أنّ خمر حملت من بصرى وغزة من بلاد الشام إلى سوق مكة قرب مكة، ويظهر أنّ العرب اعتادت استجادة الخمر والافتتان بشربها واستطابتها من معادنها المشهورة، كان أعظم ما يحدو العرب في الجاهلية على قصد تلك الأسواق من قيام كثير منها في الأشهر الحرم ولشيوخ الأمن حرمة للشهر، ولأنّ مواسم بعض الأسواق تقع في أيام حجهم وهي أعمر أسواق العرب بمختلف القبائل يأتونها من كل مكان ومعهم خيرات بلادهم، وتلك ميزة لا تتمتع بها بلدة غير مكة ولا قوم غير قريش¹.

ثانيا - الأسواق في شبه الجزيرة العربية بعد الإسلام:

وجدت أسواق في عهد الرسول صلى الله عليه وسلم، وكان هو بنفسه عليه الصلاة والسلام يمر على هذه الأسواق ويرسل من يراقبها في مكة لما كان في المدينة، والخلفاء الراشدون من بعده رضي الله عنهم كانوا يراقبون الأسواق، وكان سيدنا عمر رضي الله عنه لا يسمح لتاجر بأن يدخل سوق المسلمين إلا إذا كان عالما بفقهاء المعاملات، حتى لا يقع في الربا، وكان يلاحظ عندما يدخل السوق ألا يلحق ضرر بالمشتريين ولا البائعين، ليست المسألة حماية المشتريين فقط كما قد يتبادر للأذهان وإنما أيضا بالنسبة للبائعين، فيذكر أنّ أحد البائعين أراد أن يبيع أقل من السوق فقال له إما أن تبيع مثلهم وإما أن ترحل عن سوقنا، إذا هناك حماية للمستثمرين وحماية للبائعين، وفرق كبير بين أولئك البائعين الذين يستحقون الحماية وبين بائعين محتكرين مستغلين جشعين.

ولما تطورت الأسواق في ظل النظام الإسلامي، كان التطور في حضانة الإسلام، ولذلك نشأت عقود جديدة ومعاملات مستحدثة في تلك العصور، في القرن الثاني ظهرت معاملة مثلا تعتبر مستحدثة بالنسبة للقرن الأول، وعقد نشأ في القرن الثالث يعتبر مستحدثا بالنسبة لما قبله وهكذا كانت النشأة في حضانة الإسلام، ولذلك كانت تتفق مع كتاب الله سبحانه وتعالى وسنة رسوله الكريم، في ضوء المبادئ الإسلامية العامة².

*فرض البحر هو محط السفن.

¹ سعيد الأفغاني، "أسواق العرب في الجاهلية والإسلام"، الكويت، الطبعة الرابعة، مكتبة دار العروبة للنشر والتوزيع، 1993، ص ص: 86-90.

² علي أحمد السالوس، "فقه البيع والاستيثاق"، مرجع سابق، ص ص: 795.794.

الفرع الثالث: نشأة السوق المالية الإسلامية.

بدأت صناعة التعامل بالأوراق المالية الإسلامية من خلال فكرة طرح سندات للمقارضة لأول مرة من طرف الدكتور سامي حسن محمود بمناسبة قيامه بإعداد مشروع قيام البنك الإسلامي الأردني الذي صدر بالأردن بموجب القانون رقم (13) سنة 1978 م، ثم طرحت تركيا حقوقاً للمشاركة لتحويل بناء جسر تعليق سنة 1984 م، إلى أن جاء الدكتور سامي حمود بفكرة سوق مالية إسلامية¹.

وذلك في ندوة البركة الثانية في تونس سنة 1984م، حيث اقترح تداول الحصص الاستثمارية في حالة السلم والإيجار والمرابحة (وذلك لمعلومية الربح في هذه الصيغ) واقتراح فكرة انشاء شركة مساهمة تابعة لبنك البركة البحريني الإسلامي تكون متخصصة في تحويل المرابحة وتكون أسهمها قابلة للبيع والشراء وفق أسعار معلنة مسبقاً على أساس محسوب تبعاً للعملية المنفذة والأرباح المستحقة، وقد استجاب وزير التجارة والصناعة البحريني للفكرة بإصدار القرار رقم 17 لسنة 1986م الذي يسمح بتأسيس شركات مساهمة إسلامية لتسجل البحرين بذلك فضل السبق في هذا المجال، ثم تجسدت الفكرة بعد ذلك بتأسيس شركة التوفيق للصناديق الاستثمارية في: 1987/01/05 م ثم شركة الأمين للأوراق المالية في: 1987/06/28، حيث طرحت كل منهما أول اصدار لها سنة 1988 م.

ولقد تواصلت النداءات بعد ذلك مطالبة بضرورة انشاء سوق رأس المال لتكون بمثابة سوق ثانوية مكتملة للسوق الأولية التي بدأت تظهر بوادرها في اصدار عدد من البنوك الإسلامية لبعض أنواع الصكوك والشهادات، فقد جاء في توصيات المؤتمر الثالث للمصرف الإسلامي الذي عقد بدبي سنة 1406 هـ - 1985 م (المادة: 8) ما يلي:

يُوصي مؤتمر المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية بالتعاون لإيجاد أدوات مالية (ممتدة من الشريعة الإسلامية) تشكل أساساً لسوق مالي إسلامي.

كما طرح الفكرة المرحوم الدكتور محمد سيد مناعي في بحث مقدم الى ندوة عقدت بألمانيا في محرم 1409 هـ أغسطس من سنة 1988م حيث قال: "من الواضح أنّ المطلوب ليس هو بذل الجهود من أجل استعمال الطرق التقليدية في تحريك الأموال مع ادخال تغيير هامشي عليها، بل تطوير أدوات مالية إسلامية جديدة وتأسيس سوق ثابتة لهذه الأدوات.

وقد كانت نتيجة هذه النداءات المتكررة صدور العديد من الأدوات المالية الإسلامية من صناديق استثمارية أو بنوك إسلامية وكذلك تأسيس سوق مالية إسلامية عالمية تمثلت في مركز

¹ مفتاح صالح، سلطان موني، "الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية (دراسة حالة سوق ماليزيا)"، الجزائر، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة بسكرة، العدد 13 لسنة 2013، ص: 271.

السيولة للبنوك الإسلامية بالبحرين، وذلك بعد اتفاق وقعته مؤسسة نقد البحرين مع السلطات الرقابية في مركز لبوان المالي بماليزيا والبنك الإسلامي للتنمية بالسعودية في أكتوبر 1999 م¹.

الفرع الرابع: خصائص السوق المالية الإسلامية.

تختص السوق المالية الإسلامية بمميزات وخصائص عديدة تميزها عن غيرها من الأسواق المالية التقليدية، ويمكن ذكر أهم هذه الخصائص فيما يلي:

1. تتميز السوق المالية الإسلامية بأنها سوق نقل فيها المضاربة نتيجة الإلغاء للكثير من التعاملات المالية المحظورة شرعا، وسياستها المالية التي تقوم على الزكاة بالدرجة الأولى؛
2. سوق مالية منعدم فيها مظاهر الاحتكار والرشاوي والعروض الوهمية والغبن وغيرها من المعاملات للأخلاقية التي تؤثر على تسعير الأوراق المالية²؛
3. السوق المالية الإسلامية سوق يتم من خلالها تشجيع الاستثمار والتبادل الحقيقي للسلع نتيجة تحفيز وتفعيل أدوات الملكية للتداول بها على حساب أدوات الدين والقرض³؛
4. تعمل على حشد المدخرات وتجميعها لتمويل مشاريع الشركات المساهمة العامة بدل اللجوء للاقتراض وإصدار الأسهم العادية الربوية؛
5. تقوم على كبح آثار التضخم عن طريق ادارة السيولة وتوفير التمويل طويل الأجل؛
6. تعمل على تحقيق التنمية المستدامة للدول الحاضنة لها عن طريق اشراك جميع الفاعلين في الدولة من مواطنين وحكومة في المشاريع التنموية الخاصة بها⁴؛
7. سوق تُعنى بالسوقين الأولية والثانوية بشكل مُتكافئ، على أساس أنّ معيار كفاءة الأسواق المالية هو مدة تمويلها للمشروعات المُنتجة الجديدة، ولا تركز على حجم تداول الأدوات المالية باعتباره مؤشرا هاما لتقدير مدى كفاءة السوق⁵؛

¹ سليمان ناصر، "كيف تكون في خدمة النظام المعرفي الإسلامي؟"، الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطورها في الاقتصاديات المغاربية، جامعة سطيف، الجزائر، أيام 25-28 ماي 2003، ص: 8.7.

² كساب رقية، "مقومات وآليات عمل الأسواق المالية الإسلامية-مع إشارة لتجربتي ماليزيا والسودان"، الملتقى الدولي الثالث، الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، أيام 12-13 أفريل، ص: 03.

³ عديلة خنوسة، "إيجاد سوق أوراق مالية إسلامية كمنهج لمعالجة الازمات المالية"، سوريا، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، مركز أبحاث فقه المعاملات، أكتوبر 2013، ص: 03.

⁴ محمد زيات سلامة البخيت، "السوق المالي الإسلامي صمام أمان لأزمات المستقبل المالية"، الملتقى الدولي الرابع، الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور إسلامي، كلية العلوم الادارية، الكويت، يومي 15 و16 ديسمبر 2010، ص: 20.

⁵ أحمد سفر، "المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية"، طرابلس، لبنان، المؤسسة الحديثة للكتاب، 2006، ص: 151.

8. تتميز السوق المالية الإسلامية بوجود هيئات ومنظمات ترعى وتراقب نشاطاتها وتصحح انحرافاتهما ومثال على ذلك الهيئات الشرعية على مستوى جميع الأسواق المالية الإسلامية التي تنشط في البلدان العربية والإسلامية ؛

9. الرقابة الشرعية من خلال عمال مختصين (محتسبين) في هذا الشأن يقومون بمراقبة نشاطات المؤسسات المالية الإسلامية في السوق المالية الإسلامية لمعرفة مدى انضباطها بالأحكام والمرجعية الشرعية¹.

الفرع الخامس: وظائف السوق المالية الإسلامية.

تعد وظائف السوق المالية الإسلامية تكميلاً لوظائف السوق المالية التقليدية غير أن السوق المالية الإسلامية جاءت بوظائف أخرى لخدمة الصالح العام وترسيخ مبدأ الشمولية تطبيقاً لفقه المعاملات الإسلامية:

1. تعتبر السوق المالية الإسلامية ملاذ للخبراء والمختصين لمناقشة آخر القضايا التي

تتعلق بجانب المال والأعمال والبحث عن الحلول ووضع الاستراتيجيات بهدف تعزيز المركز التنافسي للسوق، كما تقوم السوق المالية الإسلامية بتطوير عمليات وطرق التداول من خلال تفعيل البرامج والآليات الحديثة، وتنظيم ورش العمل وإجراء التقييم الاقتصادي وصياغة الممارسات المشروعة؛

2. صياغة معايير وقوانين تنافسية للمعاملات المالية في الأوراق والأدوات المالية بما في ذلك التعامل عبر الحدود؛

3. تفعيل وترسيخ سبل التعاون مع الجهات الراعية والاستشرافية لترسيخ مزايا ومبادئ التنظيم الشامل في العمل².

4. تعتبر السوق المالية الإسلامية كحلقة وصل بين الوحدات الاقتصادية المدخرة التي ترفض كل أشكال التعامل الربوي والوحدات الاقتصادية المنتجة التي تبحث عن التمويل اللاربوي، أي تقوم بالوساطة المالية المشروعة وتفعيل دورها في الاقتصاد؛

5. ضمان التوزيع العادل للموارد المالية بين مختلف الاستخدامات المالية؛

6. توفير المعلومات والبيانات اللازمة عن مختلف الأنشطة الاقتصادية مما يساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية الفاعلة والهادفة³؛

¹ عمر محمد ادريس، "المال واستخداماته بوصفه أصلاً في إصدار الصوكوك في سوق الأوراق المالية"، دبي، الإمارات العربية المتحدة، جمعية دار البر، الطبعة الأولى، 2013، ص: 142.141.

² تحالفات أسواق الأوراق المالية والسبل الممكنة لإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة مقاصة للأسهم والسندات، مركز انقرة، تركيا، مجلة التعاون الاقتصادي بين الدول الإسلامية، مجلة التعاون الاقتصادي بين الدول الإسلامية، 2004، ص: 31.

³ أحمد سليمان خصاونه، "المصارف الإسلامية"، عمان، الأردن، جدار للكتاب العالمي للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، 2008، ص: 275.

7. تعتبر السوق المالية الإسلامية مكان تحدد فيه أسعار عناصر الإنتاج وبالتالي دخول أصحاب عوامل الإنتاج كما يتم فيها تحديد كميات السلع المباعة وأسعارها الأمر الذي يمكن من تحديد احتياجات المتعاملين كم السلع والخدمات وتحديد عوائد المستثمرين¹.

الفرع السادس: أهمية السوق المالية الإسلامية.

تتمثل الأهمية الأساسية للسوق المالية الإسلامية في أنها جاءت لتغطية قصور السوق المالية التقليدية وتصحيح انحرافات وأصيلا وتلبية رغبات المستثمرين المسلمين والأنظمة الإسلامية، وفيما مايلي سنذكر أهم أدوار السوق المالية الإسلامية:

1. جمع الموارد المالية في العالم الإسلامي وتمكين المؤسسات المالية الإسلامية من الحصول على التمويل اللازم لتمويل استثماراتها؛
2. جذب وتشجيع الاستثمارات الأجنبية الأمر الذي يخفف من وطأة المديونية على ميزانيات الدول العربية والإسلامية الأمر الذي من شأنه تنشيط وتطوير اقتصادياتها وإدارة سيولتها؛
3. تعبئة الادخارات المحلية المتناثرة لدى كافة الأطراف الاقتصادية لخدمة الاستثمار المحلي بما يوفر لعارضي وطالبي الأموال فرصة لتحقيق عوائد مجزية²؛
4. تنقية وضخ الأموال الحلال، وتمويل الاستثمارات المشروعة مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي والاجتماعي نتيجة لتحقيق الكفاءة؛
5. تطوير الصناعة المالية الإسلامية، ومدتها بالمنتجات والأدوات المالية اللازمة لمنافسة النظام المالي التقليدي، بما يؤدي إلى زيادة كفاءة التمويل الإسلامي³؛
6. جذب ودائع ومدخرات عكف أصحابها على عدم استثمارها وفق التمويل التقليدي لاشتماله على الربا وإعادة استثمارها وفق التمويل المشروع الأمر الذي من شأنه إقامة استثمارات ضخمة تعود بالإيجاب على المجتمعات خاصة بما يتعلق بتوفير مناصب شغل جديدة⁴؛
7. توفير المنتجات والأدوات المالية المشروعة للبنوك الإسلامية والمؤسسات المالية الإسلامية من خلال الابتكار المشروع لصيغ وعقود شرعية تكون بديل للمنتجات والعقود التقليدية؛

¹ منذر كحف، "الاقتصاد الإسلامي علما ونظاما"، ص: 55. على الرابط التشغيلي: <http://monzer kahf.com/books/arabic/al-iqtisad-al-islami-ilman-wa-nizaman.pdf>

² حسان خبابة، "دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية"، الجزائر، مجلة العلوم الانسانية، جامعة بسكرة، فيفري 2004، ص ص: 13.12.

³ عز الدين قطوش، بوهلة هاجر، "الأطر التنظيمية والمنظمة للأسواق المالية الإسلامية"، الملتقى الدولي الثالث، الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، أيام 12-13 أبريل، ص: 17.

⁴ أحمد سفر، مرجع سبق ذكره، ص: 153.

8. ترسيخ مبادئ العدالة الإجتماعية والشفافية الأمر الذي يشجع أصحاب الفوائض المالية تحويل أموالهم لأصحاب العجز المالي لتحقيق الوساطة المالية وفق صيغ وصور استثمارية قائمة المشاركة في الأرباح والخسائر¹.

الفرع السابع: الشروط الشرعية لتحويل السوق المالية التقليدية لسوق مالية إسلامية.

تتمثل المتطلبات الرئيسية لتحويل السوق المالية التقليدية للعمل وفق الضوابط الشرعية للسوق المالية الإسلامية فيما يلي:

1- معاملات يجب تجنبها:

- تجنب إدراج وتداول المنتجات والأدوات المالية المخالفة لقواعد فقه المعاملات المالية مثل السندات التقليدية بأنواعها والأسهم الممتازة وتجنب بعض العمليات التمويلية المحرمة كالشراء بالهامش والبيع على المكشوف والمعاملات الأجلة؛
- عدم ادراج منتجات مالية أو اصدارات الشركات والمؤسسات المالية التي يكون نشاطها محل شبهة وممارستها لا تتوافق مع المرجعية الشرعية كالبنوك التقليدية والمؤسسات المالية التي تتعامل بالفوائد وإنتاج الخمر والأفلام الخليعة والمخدرات والأسلحة وغيرها؛
- عدم استثمار الفوائض من أموال ميزانية السوق في أنشطة مخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية عن طريق التمويل أو الاستثمار؛
- عدم ضم عائدات المنتجات والأدوات المالية التقليدية إلى ميزانية السوق عند التحول الجزئي النهائي أو أثناء تطبيق أسلوب التحول المرحلي.

2- معاملات يجب القيام بها:

- إدراج وتداول المنتجات المالية الإسلامية كالصكوك الإسلامية وصناديق الاستثمار الإسلامية والتوريق الإسلامي والمشتقات المالية الإسلامية المشروعة؛
- إدراج المؤسسات المالية في السوق المالية الإسلامية والتي تتوافق نشاطاتها وممارستها مع فقه المعاملات المالية الشرعية كالمصارف الإسلامية وشركات المساهمة وشركات الاستثمار الإسلامية وشركات التأمين الإسلامية، والشركات الأخرى التي ينص عقدها التأسيس بأن تعمل وفق الضوابط الشرعية²؛
- إنشاء هيئة رقابة شرعية ملمة بحاجات السوق والعمل المصرفي الإسلامي وبالضوابط الشرعية لمراقبة السوق وتصحيح انحرافاتهما.

¹ عمر محمد ادريس، مرجع سبق ذكره، ص: 146.147.

² يمينة ختروسي، "متطلبات إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية بالاعتماد على التجربة الماليزية والبحرينية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه (منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، الجزائر، 2017، ص: 150.151.

المطلب الرابع: أنواع السوق المالية الإسلامية.

تعد أنواع السوق المالية الإسلامية امتداد لأنواع السوق المالية التقليدية في الوظائف والأهداف وتختلف معها فقط فيما يخص نوع الأدوات والمنتجات المتداولة فيها.

الفرع الأول: أنواع السوق المالية الإسلامية من حيث نوع الأدوات المتداولة فيها.

يمكن تقسيم السوق المالية الإسلامية إلى نوعين اثنين من حيث نوع الأدوات المتداولة فيها

كمايلي:

أولاً-سوق النقد الإسلامي:

سوق النقد الإسلامي هو وسيلة للتمويل قصير الأجل، وتوفير مصدر جاهز للأموال لوحدات العجز وكمنفذ للاستثمار الفائض، ويمكن لوحدات العجز أن تجمع الأموال من سوق النقد الإسلامي من خلال الاقتراض من البنوك، من خلال بيع الأوراق أو من قبل الاقتراض من البنك المركزي ويجب أن تكون الأدوات المستخدمة في هذا السوق متوافقة مع الشريعة الإسلامية، أية أدوات مخالفة للشريعة تعتبر السوق باطلة من البداية¹.

وتعمل سوق النقد الإسلامية على إدارة السيولة، حيث تمكن المؤسسات المالية من التمويل والاستثمار اليومي قصير الأجل، وهو ما يسمح لهذه المؤسسات بتلبية طلبات عملائها في أي وقت وبالتالي التغلب على الضغوط قصيرة الأجل، فسوق النقد الإسلامي يعطي المؤسسات المالية الإسلامية المرونة اللازمة لمواجهة أي نقص في السيولة قد ينشأ نتيجة لاختلاف توقيت التدفقات النقدية الداخلية والخارجية كما تعد سوق النقد الإسلامية سوقاً ثانوية لتداول سوق النقد، وحسب أهداف وتفضيلات المشاركين في السوق، يقوم هؤلاء ببيع أو شراء أدوات السوق للحصول على عوائد محتملة وتوفر الأدوات المتاحة في سوق النقد للمستثمرين عوائد ومخاطر وتواريخ استحقاق مختلفة.

من أكثر الأدوات المتاحة والمستعملة في هذا السوق حالياً الإصدارات الحكومية الاستثمارية وأدونات الخزينة الإسلامية، وأدوات الدين الإسلامية القابلة للتداول، وشهادات الدين الإسلامي القابلة للتداول².

ثانياً-سوق رأس المال الإسلامي:

هي سوق يتم فيها تداول أسواق الاستثمار على أساس توقعات ربح المنشآت، والتي تعكس فيها المعدلات النسبية للربح الكفاءة النسبية للمنشآت، والتي تكون معدلات الربح فيها ليست بفعل اختلال السوق، ويتم تخصيص الموارد المالية فيها لتمويل المشاريع ذات العائد الأعلى، كما ستكون أسواق

1 Hanudin Amin and others, "The Islamic Money Market," In book: Islamic Financial Institutions and Markets, Chapter: 5, Publisher: UKM, Malaysia, March 2013, p: 86.

2 النظام المالي الإسلامي، "المبادئ والممارسات"، ترجمة كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، الرياض، السعودية، 2011، ص:

الأوراق المالية قادرة على تحسين تخصيص المدخرات من خلال تجميع ونشر المعلومات المهمة ليسهل على المتعاملين المقارنة بين الفرص الاستثمارية، مما يعكس الكفاءة في تخصيص الموارد كما هو متوقع من نظام يعمل على أساس إنتاجية الاستثمار¹.

الفرع الثاني: أنواع السوق المالية الإسلامية من حيث الإصدار والتداول.

يمكن تصنيف السوق المالية الإسلامية من حيث الإصدار والتداول إلى:

أولاً-السوق الأولية: تعتبر السوق الأولية عنصراً ومركباً رئيسياً لإنشاء السوق المالية الإسلامية، وهي التي تُسوّق فيها الورقة المالية لأول مرة، ومهمتها أن تجمع بين المدخرين والمستثمرين ليتم التبادل بين قطاع الأعمال وقطاع المدخرين².

ثانياً-الأسواق الثانوية: تعتبر الأسواق الثانوية أمراً ضرورياً لقيام الأسواق الأولية وللمدخرين وبدرجات متفاوتة لتفضيلاتهم للسيولة.

وهذا التفضيل قائم في النظام الإسلامي أيضاً وإن اختلف مداه وحجمه وكلما كان بمقدور المدخرين بيع أوراقهم المالية وبسرعة وتكلفة منخفضة كانوا أكثر استعداداً لتخصيص جزء أكبر من مدخراتهم للأدوات المالية طويلة الأجل.

وتحتاج الأسواق الأولية والثانوية في النظام الإسلامي إلى دعم فاعل من الحكومة والمصرف المركزي لا في تأسيسها وتطويرها فحسب، بل في الإشراف والمراقبة اللازمة لضمان التزامها بالأحكام الشرعية وفي حالة الأسواق الثانوية يحتاج التجار وصانعو السوق إلى دعم وإشراف المصرف المركزي ليعمل السوق بكفاءة³.

المطلب الخامس: مكونات السوق المالية الإسلامية.

تضم السوق المالية الإسلامية فضلاً عن المؤسسات المالية والإسلامية المؤسسات الأخرى التقليدية بل مؤسسات مالية غير إسلامية ومن هذه المؤسسات نذكر:

الفرع الأول: الجهاز المصرفي الإسلامي.

يعتبر الجهاز المصرفي الإسلامي من أهم مكونات السوق المالية الإسلامية، ومن أهم مؤسساته ما يلي:

أولاً-المصرف المركزي الإسلامي: إنّ المصرف المركزي يتعين أن يكون محور النظام المصرفي الإسلامي وهذا لا يتجلى إلا من خلال الجهد الواعي والخلاق، ويمكن للنظام النقدي والمصرفي

¹ محسن خان، عباس ميرخوار، "الإدارة النقدية في اقتصاد إسلامي"، المملكة العربية السعودية، الاقتصاد الإسلامي مجلة جامعة الملك عبد العزيز، المجلد 14، 2002، ص: 15.

² سليمان ناصر، "تطور صيغ التمويل قصيرة الأجل للبنوك الإسلامية"، غرداية، الجزائر، نشر جمعية التراث، الطبعة الأولى، 2002، ص: 347.

³ محسن خان، عباس ميرخوار، مرجع سبق ذكره، ص: 16.15.

الإسلامي أن يحقق وجوده الذاتي، فالمصرف المركزي مؤسسة حكومية مستقلة مسؤولة عن تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية للاقتصاد الإسلامي في الحلق النقدي والمصرفي، ومن خلاله¹.
ثانياً- المصارف الإسلامية: المصرف الإسلامي هو مؤسسة مالية مصرفية لتجميع الأموال وتوظيفها في نطاق الشريعة الإسلامية بما يخدم بناء مجتمع متكامل وتحقيق عدالة التوزيع ووضع المال في المسار الإسلامي، أو هو منظمة إسلامية تعمل في مجال الأعمال بهدف بناء الفرد المسلم والمجتمع المسلم وإتاحة الفرص المواتية له للنهوض على أسس إسلامية تلتزم بقاعدة الحلال أو الحرام².
 تعمل المصارف الإسلامية على استبعاد التعامل بالفائدة، وهو ما يميزها عن المصارف التقليدية وتوجيه جهدها نحو التنمية عن طريق الاستثمار المباشر والاستثمار بالمشاركة، وبذلك تخرج عن الأسلوب المتبع في المصارف التقليدية والذي يتمثل في تمويل المشروعات بفائدة³.
الجدول رقم (02، 10): أهم الفروق الجوهرية بين المصرف التقليدي والمصرف الإسلامي.

أوجه الاختلاف	المصارف التقليدية	المصارف الإسلامية
النشأة	الظهور: سنة 1157 التجربة: عميقة وبعيدة	الظهور: سنة 1963 التجربة: قصيرة وحديثة
أسباب الظهور	كان ظهورها نزعة فردية نحو الاتجار بالأموال والائراء من خلالها	إيجاد البديل الإسلامي الذي يجسد أسلوب المشاركة في التطبيق العملي
أشكال الاستثمار	الشكل الأساسي هو منح قروض طويلة أو متوسطة أو قصيرة الأجل مقابل ضمانات لاسترداد القرض وفوائده	تتعدد وتتنوع اشكال التوظيف وأهمها، الإسلامية، المضاربة، المرابحة.....
الهدف الأساسي	تعظيم الربح	التوازن بين تعظيم الربح وتعظيم العائد الاجتماعي
العائد	يتحدد على أساس مقدار سعر الفائدة على القروض (الفرق بين سعر الفائدة المدينة والدائنة)	يتحدد على أساس النتائج الفعلية للعمليات الاستثمارية من ربح أو خسارة.
الخدمات المصرفية	يؤديها المصرف مقابل عمولة لا ترتبط بطبيعة الخدمة المؤداة وتعتبر مصدرا من الايراد	تقوم المصارف الإسلامية بالخدمات نظير الأجرور الفعلية لهذه الخدمة ولا تعتبر مصدرا للإيراد

¹ محمد شابر، "نحو نظام نقدي عادل"، ترجمة سيد محمد سكر، الولايات المتحدة الأمريكية، المعهد الإسلامي فرجينيا، الطبعة الثانية، 1990، ص: 131.

² محمود حسين الوادي وحسين محمد سمحان، "المصارف الإسلامية، الامن النظرية والتطبيقات العملية"، عمان، الأردن، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، 2012، ص: 07.

³ شهاب أحمد سعيد العززي، "إدارة البنوك الإسلامية"، عمان، الأردن، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2012، ص ص: 20.19.

أوجه الاختلاف	المصارف التقليدية	المصارف الإسلامية
الهيكل التنظيمي	ادراج مجلس الإدارة في هيكل المصرف - إدارة القروض - لا توجد - لا توجد	- ادراج الجمعية العامة في هيكل المصرف - إدارة الاستثمار - إدارة الخدمات الاجتماعية (التكافل الاجتماعي) - هيئة الرقابة الشرعية
العلاقة مع أصحاب الأموال	علاقة إقراض بفائدة محددة سلفاً بنسبة من أموالهم	علاقة مضاربة تقوم على المشاركة في الأرباح ويحققها المصرف من استخدام أموالهم مع تحملهم مخاطر استخدامها في الظروف العادية.
الرقابة الشرعية	لا تخضع للرقابة الشرعية	توجد في كل مصرف إسلامي هيئة شرعية لضمان الالتزام الشرعي وتخضع للرقابة الشرعية
الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد النقدي	تقتصر أغلب أعمالها على الاقتصاد النقدي	تقوم أنشطتها على أساس الترابط بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد النقدي
مجال النشاط	مصارف تجارية محضة	مصارف شاملة (متعددة الأغراض)
أبعاد التنمية	تحقيق التنمية ببعدها المادي فقط (عدم مراعاة الجوانب الاجتماعية والأخلاقية)	تحقيقي التنمية الاقتصادية والاجتماعية والأخلاقية الروحية

المصدر: نوال بن عمارة، " المراجعة والرقابة في المصارف الإسلامية"، عمان، الأردن، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2013، ص: 32.31.

الفرع الثاني: شركات المساهمة العامة وشركات الاستثمار الإسلامي.

شركات المساهمة وشركات الاستثمار الإسلامي من أهم المؤسسات المالية المتداولة في السوق المالية الإسلامية وتعتبر من المكونات الرئيسية فيها.

أولاً-شركات المساهمة: هي: "عبارة عن شخصية اعتبارية لها ذمة مالية محدودة قابلة للإلزام والالتزام تُزاول نشاطاً، استثمارياً، قد يكون مباحاً في أصله كالشركات الزراعية والصناعية والتجارية، فيما تجوز فيه التجارة بيعاً وشراءً ونحو ذلك كما تمثله التجارة"¹.

ثانياً-شركات الاستثمار الإسلامية: شركات الاستثمار الإسلامية هي: "شركات تتلقى الأموال من مستثمرين من مختلف الفئات لتقوم باستثمارها في تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية الإسلامية التي تناسب كل فئة، ويتحدد نصيب المستثمر بعدد من الحصص في التشكيلة التي يستثمر فيها

¹ عبد الله بن سليمان المنيع، "بحوث في الاقتصاد الإسلامي"، مكة المكرمة، السعودية، مكتبة الملك فهد الوطني، المكتب الإسلامي، الطبعة الأولى، 1996، ص: 219.

أمواله وليس من حق المستثمر أن يدّعي ملكية أوراق مالية معينة داخل التشكيلة، بل حقه يتمثل فقط في حصة التشكيلة ككل، يحصل في مقابلها على أسهم أو شهادات تدل على ذلك¹.

الفرع الثالث: شركات السمسرة وصناع السوق.

تُعد شركات السمسرة وصناع السوق من أهم مكونات السوق المالية الإسلامية من خلال دورهما في تحقيق الوساطة المالية وضمان نشاط السوق وتفعيله.

أولاً-شركات السمسرة والخدمات المالية: تقوم شركات السمسرة والخدمات المالية بالتعامل في السوق المالية الإسلامية نيابة على المستثمرين والأفراد إذ يحظر عليهم التعامل مباشرة في السوق، كما يجب على شركات السمسرة والخدمات المالية أن تتمتع بالخبرة والسمعة الحسنة والخبرة والتمكن في الممارسات المالية، كما يجب أن تكون أولوياتها حماية مستثمريها وعدم القيام بأعمال ونشاطات تضر بمصالحهم، وتسري على شركات السمسرة والخدمات المالية أحكام الإجارة المتعارف عليها².

ثانياً-صناع السوق: تجار أو صانعي السوق هي: مؤسسات مالية تقوم بالمتاجرة لنفسها من خلال محافظ تُدعى الكتب التجارية، كما يقوم صناع السوق بشراء وبيع الأوراق المالية للعملاء ويتم تخزين الأوراق المالية في هذه المحفظة لفترة قصيرة من الزمن عكس المحافظ الاستثمارية الأخرى تتمثل وظيفتهم في تخصيص أيام للتسليم، وإشعار التسليم، والتخزين، ويجب على صانعي السوق، ضمان الشراء والبيع بأسعارهم المعلنة من أجل استقرار السوق وحماية المستثمرين³.

الفرع الرابع: شركات التأمين التعاوني والإسلامي ووكالات التصنيف الائتماني.

تُعد شركات السمسرة وشركات التأمين التعاوني ووكالات التصنيف من أهم مكونات السوق المالية الإسلامية من خلال أدوارهم في تعميق السوق وتنشيطها.

أولاً-شركات التأمين التعاوني الإسلامي: شركة التأمين التعاوني هي: "الشركة التي أسسها المساهمون للقيام بأعمال التأمين والاستثمار وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وأهم أعمالها التأمين على كل ما تنص عليه وثائق التأمين لصالح المشتركين، واستثمار ما زاد من أموال المشتركين بنسبة من الربح أو بأجر"⁴.

¹ شافية كتاف، " دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية-دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق العربية والإسلامية"، أطروحة مقدمة كجزء لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، الجزائر، 2014، ص: 45.

² مشري فريد، عتروس صبرينة، "السوق المالية الإسلامية-المفهوم والأدوات. تجربة السوق المالية الإسلامية العالمية (البحرين)", الجزائر، مجلة الاجتهاد القضائي، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 11، 2017، ص: 94.

³ Salih N.Neftci, "Principles of Financial Engineering" Academic Press is an imprint of Elsevier, Seconde Edition California, Usa, 2008, p: 27.

⁴ عجبل جاسم النشمي، "الفائض وتوزيعه في شركات التأمين الإسلامي"، المؤتمر التاسع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، البحرين، يوم 15 ماي 2010، ص: 04.

ثانياً-وكالات التصنيف الائتماني: "هي شركات تقوم بتصنيف الائتماني بشكل عام بتقييم المخاطر المتعلقة بإصدارات الدين سواء للشركات أو الحكومات، وتعد قدرة المصدر على الوفاء بتسديد فوائد الدين والأقساط المترتبة عليه أهم مؤشر للجدارة الائتمانية التي تبنى عليها التصنيفات من قبل هذه الوكالات".

تلعب وكالات التصنيف الائتماني دوراً أساسياً ومحورياً في الأسواق المالية الإسلامية من خلال دعم الشفافية والإفصاح ودعم كفاءة المعلومات والبيانات المتاحة الأمر الذي يؤدي لكسب ثقة المستثمرين ودعم القرارات الاستثمارية، كما تقوم بتحديد المخاطر وقياسها¹.

الفرع الخامس: مؤسسات أخرى مشاركة في السوق المالية الإسلامية.

تعد هذه المؤسسات ضرورية لتنشيط وتفعيل السوق المالية الإسلامية من خلال أدوارها المهنية. أولاً-شركات رأس المال المخاطر: شركات رأس المال المخاطر لديها عادة مجموعة من الأهداف لاستثمارات رأس المال المخاطر الخاص بها فهذا النوع من التمويل عادة ما يعتبر واحد من الأهداف الأساسية حيث أنّ بعض الاستثمارات الإستراتيجية لشركات رأس المال المخاطر تهدف في المقام الأول إلى زيادة المبيعات والأرباح من الشركات التجارية الخاصة، وتسعى شركة رأس المال المخاطر لاستغلال التآزر بينها وبين المشروع الجديد، لهدف استثمار آخر مالي، حيث كانت شركات رأس المال المخاطر تبحث أساساً عن عوائد مجزية من خلال استثماراتها المحفوفة بالمخاطر، هذا وتسعى شركات رأس المال المخاطر للقيام بأفضل من ذلك نظراً لأنها تعتبر المعرفة المتفوقة في الأسواق المالية الإسلامية من خلال المنافسة².

ثانياً-شركات إدارة وتكوين محافظ الأوراق المالية: وهي هيئات تعمل على تكوين المحافظ المالية للمستثمرين المسلمين وإدارتها ومتابعتها، واتخاذ القرارات المالية بشأنها من خلال بيعها لتحقيق الأرباح أو إعادة استثمارها في قطاعات أخرى أكثر ربحية، أو الاحتفاظ بها لحين ظهور الفرص المناسبة للتصرف فيها³.

ثالثاً-شركات ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية: تقوم هذه الشركات بإدارة عمليات ترويج وتلقي وتغطية الاكتتاب في الأدوات المالية الإسلامية، والتسويق لجذب المستثمرين، كما تعمل هذه

¹ مداني أحمد، "دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الازمات في الأسواق المالية ومتطلبات إصلاحها"، المملكة العربية السعودية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 10، جوان 2013، ص: 57.56.

² Henry w, Chesbrough, " Making Sens of Corporate Venture Capital", Harvard Business Review 80, No3, Usa, March 2002, p: 05.

³ مشري فريد، عتروس صبرينة، مرجع سبق ذكره، ص: 94.

الشركات على تقييم عملية الإصدار والدراسة الفنية لهياكل تمويل المؤسسات واختيار وكلاء البيع المناسبين للمتعاملين¹.

رابعاً- شركات التسوية والمقاصة: تقوم هذه الشركات بدور مكمل لعمل السمسار أو شركات السمسرة في إتمام صفقات التداول في السوق المالية الإسلامية من خلال:

1. متابعة العمليات التي قامت بها شركات السمسرة من استلام وتسليم للأوراق المالية المتعاقد عليها؛

2. تسوية المراكز المالية الناتجة عن عمليات التداول بين الأطراف المتعاملة والمقاصة بينها؛

3. الحفظ المركزي حيث يودع المتعاملون الأوراق المالية عندها مقابل ايصالات، وعند اتمام صفقة عليها، تقوم الشركة بقيد ملكية الأوراق لحساب المشتري وخصمها من ملكية حساب البائع وهي مازالت في الحفظ المركزي، مثلما يحدث في البنوك من تسوية حساب عميل إلى حساب عميل آخر².

خامساً- الهيئة العامة للسوق المالية الإسلامية: يعد إنشاء الهيئة العامة للسوق المالية الإسلامية من أهم الخطوات التي تم اتخاذها للتأثير على سوقي الإصدار والتداول وتطوير السوق المالية الإسلامية والتنسيق بين شركات المساهمة، وتوحيد الإشرافات على المشروعات الاستثمارية وتحقيق بعض الإصلاحات للسوق المالية الإسلامية من خلال القيام بالمهام التالية:

1. تنظيم وتنمية سوق رأس المال، ووجوب أخذ رأي الهيئة العامة لسوق المال في مشروعات القوانين والقرارات المتعلقة بسوق رأس المال؛

2. العمل على تفعيل الإشراف لتوفير ونشر المعلومات والبيانات الكافية عن سوق رأس المال والتحقق من سلامتها ووضوحها وكشفها للمتعاملين³.

¹ شافية كتاف، " دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية-دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق العربية والإسلامية"، مرجع سابق، ص ص: 48.47.

² شعبان محمد إسلام البرواري، " بورصة الأوراق المالية من منظور الإسلامي- دراسة تحليلية نقدية"، دمشق، سوريا، دار الفكر المعاصر، 2001، ص: 59.

³ محمد صادق إسماعيل، " البورصات العربية بين التطوير والتحديات المستقبلية"، القاهرة، مصر، العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2016، ص: 42.

المطلب السادس: شروط إنشاء السوق المالية الإسلامية.

في هذا الجزء من الدراسة سنتطرق لأهم الشروط الأساسية لقيام أي سوق مالية إسلامية.

الفرع الأول: التشريعات والقوانين.

قبل إنشاء أي سوق مالية إسلامية أن يسبقه وضع قانون يحكم أنشطة هذا السوق وإدارته ونوعية النشاط المستهدف (أوراق مالية-سلع- عملات)، وكذلك طريقة التداول ونوعية السماسرة والوسطاء في هذا السوق.

كما يجب أن يسبق هذا القانون مراسيم تشريعه وتصرح به وتمنحه الصيغة القانونية والرسومية وهذا ما يسمي في عرف القانون التجاري اليوم بالتشريعات والقوانين المنشئة للسوق المالية.

وفي الإسلام، هذه القوانين جديدة ولم تكن معهودة من قبل، ولكن تكييفها الشرعي هو أنها جائزة شرعا من حيث الأصل، حيث إنها تدخل في إطار المصالح المرسلّة التي لم ينص الشرع على إلغائها أو اعتبارها، (وهي كل المصالح التي لم تكن معهودة من قبل) ولا يعرفها إلا أولوا العلم والاستنباط ولهذا فلا بأس من استخدام هذه القوانين شريطة أن تحصل على المزيد من الفحص والتدقيق حتى نأخذ منها ما يوافق شريعتها ونستبعد منها ما يخالفها.

كما أنّ الاستفادة من هذه القوانين في إقامة السوق المالية الإسلامية مهم وهو يدخل في الحسبة التي تختص بمراقبة الأسواق والتداول فيها، ومراقبة الأسعار والتي هي سلطة التأديب، وفصل المنازعات في الأسواق والمؤسسات المالية الإسلامية¹.

الفرع الثاني: الضوابط الشرعية.

تعد الضوابط الشرعية ركيزة أساسية لقيام السوق المالية الإسلامية وتفعيلها، وفيما يلي أهم

الضوابط الشرعية:

أولا-ضوابط خاصة بالسوق:

1. المنافسة الحرة: وتظهر المنافسة في السوق المالية الإسلامية من خلال قانون العرض والطلب، حيث تتحدد أسعار الأوراق المالية من خلال العرض والطلب القائمين، فالأصل في الإسلام عدم التدخل لتحديد أسعار السلع، إذ أنّ التعامل في شريعة الإسلام مبني على أساس الحرية وعلى ما يترضاها الطرفان وفي هذا منع للضرر الذي يعوق حركة التعامل في الأسواق؛

¹ محمد الأمين ولد علي، "التنظيم الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية"، بيروت، لبنان، دار ابن الحزم، 2011، ص ص:

2. الإفصاح: ويكون من خلال نشر جميع المعلومات الخاصة بالشركات المدرجة، كما يجب أن تكون هناك متابعة ودراسات عميقة بالنسبة للشركات والمؤسسات التي تقيد بالسوق المالية الإسلامية؛
3. تحريم القمار: تمنع السوق المالية الإسلامية العمليات الصورية المضاربة، حيث تقل في هذه السوق المضاربة على أسعار الأوراق المالية بدرجة كبيرة، وذلك بسبب السياسة المالية التي تعتمد على الزكاة والتي تفرض عبئاً مرتفعاً على المتاجرة بالأدوات والمنتجات المالية والعملات، بينما تفرض تكاليف وعبئاً أقل عند الامتلاك الطويل للأدوات المالية بدافع الاستثمار؛
4. تحريم النجش: من خلال الحد من الإشاعات الكاذبة وترويجها التي تهدف إلى إحداث حركات مصطنعة في العرض والطلب للتأثير على قرارات وسلوكيات المتعاملين وبالتالي التأثير على الأسعار بشكل كبير ارتفاعاً أو انخفاضاً حسب رغباتهم؛
5. تحريم الإحتكار: وهي عملية يقوم بها المضاربون، وذلك بجمع الأوراق المالية الموجودة في السوق واحتكارها لاستغلال حاجة باقي المتعاملين لهذه الأوراق للوفاء بالتزاماتهم، بالتالي فهم يتحكمون في الأسعار بشكل كامل؛
6. تحريم الغرر: يطلق الغرر على البيوع التي تحمل جهالة وخذاع، ويكون الغرر في السوق المالية من خلال العمليات التي تتم على الأوراق المالية المتداولة دون إحضارها من أجل الاستفادة من فروقات الأسعار¹.
- ثانياً-ضوابط خاصة بالمتعاملين في السوق:
- تتمثل الضوابط التي يجب أن يتقيد بها كل من يريد التعامل في السوق المالية الإسلامية بمايلي:

1. تجنب الوقوع في الحرام؛
2. تجنب الشبهات في المعاملات؛
3. تحقيق رضا الله سبحانه وتعالى من خلال المرجعية الشرعية؛
4. تحقيق الخير والبركة والنماء في الأموال؛
5. تجنب الخلافات بين المتعاملين في السوق؛
6. ضمان استقرار المجتمع؛
7. تقديم مثال يحتذى به لرجل الأعمال المسلم الذي يلتزم في جميع معاملاته بالضوابط الشرعية؛

¹ عباس منيرة، "الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية"، الملتقى الدولي الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص: 11.

8. أن يعلم أنّ هذه الضوابط فرض عين على كل من يريد التعامل في السوق المالية الإسلامية¹.
- الفرع الثالث: الشّروط الفنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية.**
- يقصد بالشّروط الفنية وهي الشّروط المتعلقة بالجانب الإداري والتنظيمي للسوق المالية الإسلامية وفيما يلي بيان لأهم الشّروط الفنية لقيام السوق المالية الإسلامية:
1. وضع هيكل مؤسسي فعال من خلال إدراج هيئات رسمية تنظم وتشرف بصورة كاملة على جميع نشاطات السوق المالية الإسلامية من حيث إدراج الأوراق المالية والمنتجات وشروط إصدارها وتداولها وكذلك تأهيل الكوادر والأفراد العاملين في السوق الذين لديهم معرفة بالعمل المصرفي الإسلامي؛
 2. إلزام المؤسسات والشركات الراغبة بإصدار أدوات أو أوراق مالية بالإفصاح عن كافة المعلومات المطلوبة لاتخاذ القرار من قبل المستثمرين، وتوفير دراسات جدوى تفصيلية من مكاتب استشارية متخصصة لتقوم السوق بدراستها واعتمادها وفي هذا ضمان لصغار المستثمرين والمتعاملين؛
 3. إثبات ملكية الأصول والأدوات المالية المصدرة والمتداولة في السوق المالية الإسلامية إثباتاً محدثاً بشكل متتالي، اعتماداً على مؤسسات والتي تعرف في بعض الدول بهيئة الأوراق المالية والتي يكون دورها من خلال مقارنة عمليات التداول ونتائجها قانونياً على سجلات وأوراق هذه المؤسسات ونقل الملكيات في مدة زمنية محددة عادة ثلاثة أيام؛
 4. أن يتم تداول الأدوات والمنتجات المالية الإسلامية عن طريق العقود والمعاملات الجائزة شرعاً، كالعقود الفورية وبطريقة يتم فيها اجتناب مفسدات العقود مثل الربا أو الخداع أو الغرر أو الغبن أو التدليس أو غير ذلك؛
 5. عدم السماح بعمليات تداول الأدوات المالية الإسلامية بمحددات العرض والطلب المصطنعة والتي تسمى بالعروض الوهمية في السوق المالية التقليدية؛
 6. أن يتم وضع ضوابط لعمليات البيع وإعادة الشراء أو العكس من الجهة ذاتها بحصول فاصل زمني يقاس بجلسات العمل مع الأخذ بالاعتبار حجم العمليات قياساً إلى حجم تداول الأداة المالية أو الورقة ذاتها، وقياساً إلى مجمل رأس مال هذه الأداة؛
 7. يجب أن يتوفر في السوق المالية الإسلامية هيئة رقابة شرعية تضم في أعضائها فقهاء وخبراء على قدر عالي من التأهيل العلمي والشرعي والمحاسبي مما يميزهم بقدرتهم على التعامل مع القضايا المالية والأسواق المالية، وعليها أن تقوم بمراجعة دورية وتصدر تقارير ثم

¹ عصام أبو نصر، "أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي"، القاهرة، مصر، دار النشر للجامعات، الطبعة الأولى، 2006، ص: 14.

ينبغي التأكيد على أنّ كل شركة يجب أن يكون لها هيئتها الخاصة بها لمتابعة أعمالها اليومية وتقوم هذه الهيئة بإصدار تقارير ويجب أن يكون لهذه الهيئات مجتمعة صلاحيات عالية وكبيرة حتى لا تكون خاضعة لإدارة السوق أو الشركات¹.

الفرع الرابع: تنوع المنتجات والمؤسسات المالية الإسلامية.

تُعد المنتجات المالية الإسلامية والمؤسسات المالية الإسلامية من الشّروط الضرورية لإيجاد سوق مالية إسلامية وتفعيلها.

أولاً-المنتجات المالية الإسلامية:

إنّ قيام السوق المالية الإسلامية ودعمها، يعتمد اعتماداً وثيقاً على مدى تنوع وتطور المنتجات المالية المشروعة والمتداولة فيها، وبالتالي فإنّ وجود منتجات مالية إسلامية متنوعة ذات مزايا مختلفة من شأنه أن يساهم في توسيع قاعدة لخيارات أمام المستثمرين بشكل يزيد من عمق واتساع السوق المالية الإسلامية.

ثانياً-المؤسسات المالية الإسلامية:

إنّ إقامة سوق مالية إسلامية تقوم بدورها وتمارس نشاطها بفعالية ووفق ما نظّر لها، يتطلب توفر عدة هيئات ومؤسسات تكملها ولا تقوم إلا بها لتغطية الحاجات المالية للمشاركين والمتعاملين². ويمكن اختصار هذه المؤسسات فيما سبق ذكره في جزء مكونات السوق المالية الإسلامية.

¹ رائد نصري أبو مؤنس، خديجة شوشان: "الشّروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية"، المؤتمر الدولي في الاقتصاد والتمويل الإسلامي، إسطنبول، تركيا، أيام 9-11 سبتمبر 2013، ص ص: 10-12.

² شافية كتاف، ذهبية لطرش، "إجراءات ومتطلبات إنشاء وتفعيل السوق المالية الإسلامية"، الملتقى الدولي الثالث، الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، أيام 12-13 أفريل 2016، ص ص: 6-10.

المبحث الثاني: التنظيم الإداري للسوق المالية الإسلامية.

تعد دراسة الباحثة شافية كتاف¹ من أهم الدراسات التي تطرقت بالتفصيل للتنظيم الإداري للسوق المالية الإسلامية وإجراءات التعامل فيها، حيث تهدف أنظمة السوق المالية الإسلامية ضمان المعاملة العادلة للمشاركين، وقد سنت العديد من اللوائح والهيئات في السوق المالية الإسلامية استجابة لكشف المعاملات الاحتيالية في السوق.

المطلب الأول: إدارة السوق المالية الإسلامية.

لإدارة السوق المالية الإسلامية يجب أن تكون هنالك هيئات إدارية تنظم عمل هذه السوق ورقابة فعالة على نشاطها، وهذا ما سندرسه في هذا المطلب.

الفرع الأول: الهيئة الإدارية للسوق المالية الإسلامية.

سنأتي لتعريف إدارة السوق المالي باعتباره مفتاح لمفهم الغاية من هذا الإجراء.

أولاً- مفهوم إدارة السوق المالي: يقصد بإدارة السوق المالي "مجموعة القوانين ومجموعة الهياكل الإدارية والتنظيمية، التي تباشر إدارة عمل السوق المالي والإشراف على مختلف الأعمال من أجل حفظ النظام الداخلي للسوق، وحسن سير آدائها، مع الحيلولة دون وقوع أي فوضى أو جرائم اقتصادية أو مشاكل تعيق عمل التداول والعمل على استقرار تلك الأعمال بنجاح، كما تعمل على حماية المستثمرين وحماية السوق من الفشل أو الانهيار والهبوط السريع والمتكرر في الأسهم والسندات وأسعار البترول مثلاً ولدراسة التنظيم الإداري للسوق المالية الإسلامية يجب التركيز على مجلس إدارة السوق المالية الإسلامية وعدد الأعضاء المنظمين إليه و اختصاصه"².

ثانياً- الجمعية العامة للسوق المالية الإسلامية: تتكون من الأعضاء العاملين في السوق (السماسرة) والأعضاء المنضمين المتمثلين في: البنوك الإسلامية وشركات التأمين التكافلي وصناديق الاستثمار الإسلامي ومؤسسات ترويج الاكتتاب والمؤسسات المالية الإسلامية العاملة في السوق.

ثالثاً- لجنة السوق المالية الإسلامية (مجلس الإدارة):

تتكون لجنة السوق المالية الإسلامية وكما هو معمول به في نظيرتها التقليدية من 17 عضو يتم انتخابهم لمدة سنتين يتوزعون على النحو التالي:

1. 9 أعضاء سماسرة؛

2. 5 أعضاء من المنظمين؛

¹ شافية كتاف: " دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية-دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق العربية والإسلامية"، مرجع سابق، ص ص: 60-83.

² محمد الأمين ولد علي، مرجع سبق ذكره، ص: 332.

3.3 أعضاء يعينهم الوزير المختص، يكونون من ذوي الاختصاص والخبرة في مجال العمل المصرفي الإسلامي¹.

الفرع الثاني: مهام لجنة السوق المالية الإسلامية.

تقوم لجنة السوق المالية الإسلامية بتحديد الأعضاء والوسطاء وشروطهم وضوابطهم القانونية والشرعية، ثم تقوم بتحديد لموازنة السوق، وإيراداتها مع ضرورة أن يتضمن القانون المنظم للسوق الأحكام الخاصة بفض المنازعات التي قد تنشأ داخل هذا السوق أو فيما بينه وبين الإدارات والأسواق الأخرى وأن يتضمن هذا القانون أحكام التأديب والتحكيم².

الفرع الثالث: اللجان الفرعية للسوق المالية الإسلامية.

تقوم لجنة السوق مباشرتها لأعمالها بتشكيل لجان فرعية لتساعدها في تأدية مهامها، وذلك بقدر ما تستلزمه حاجة العمل، وتتكون كل لجنة من هذه اللجان من ثلاثة أعضاء على الأقل، وتختلف أسماء هذه اللجان من سوق لآخر، بشرط أن يكون رئيس اللجنة الفرعية من أعضاء لجنة السوق ومن أهم هذه اللجان:

أولاً- لجنة التأديب: مهام هذه اللجنة تتمثل في الفصل فيما يقع من مخالفات لأحكام وقوانين السوق ولوائحها وكذلك بالنظر في الشكاوى المرفوعة إليها، وتختلف العقوبات التأديبية التي يمكن أن تصدرها اللجنة من الإنذار والغرامة إلى الوقف والشطب³.

ثانياً- لجنة التحكيم: تختص بالفصل في المنازعات التي تقع بين أعضاء السوق والوسطاء والمندوبين الرئيسيين، وكذلك المنازعات التي تقع بين هؤلاء ومتعاملهم⁴.

ثالثاً- لجنة قيد الأوراق المالية: وظيفة هذه اللجنة هي قيد و ادراج إصدارات أو أوراق مالية للشركات والمؤسسات المالية التي ترغب في ادراج أوراقها المالية في جدول الأسعار، وذلك ما تقتضيه المعايير والشروط المنصوص عليها في اللائحة العامة للسوق، كما يمكن لهذه اللجنة أن تقوم أيضاً بشطب الأوراق المالية من جدول الأسعار أو رفض ادراجها إذا خالفت الشروط المحددة.

رابعاً- لجنة قبول السماسرة: تتضمن قوانين ولوائح السوق المالية الإسلامية أدق الشروط الواجب توافرها لقبول السماسرة، وعليه تقوم هذه اللجنة بمهمة قبول السماسرة وفقاً للشروط التي وردت في قوانين ولوائح السوق المالية الإسلامية⁵.

¹ كتاف شافية، "دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 61.62.

² محمد الأمين ولد علي، مرجع سبق ذكره، ص: 337.

³ كتاف شافية، "دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 65.

⁴ شعبان محمد اسلام البروراي، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"، مرجع سابق، ص: 51.

⁵ كتاف شافية، "دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 66.

خامساً-لجنة المقاصة: تختص بإجراء المقاصة*، بين عمليات أعضاء السوق بعضهم لبعض من بائعين ومشتريين، أو دائنين ومدنين.

سادساً-لجنة التسعيرة: وتقوم بتحديد جدول الأسعار الخاص بالسوق ونشره في وسائل الاعلام المختلفة.

سابعاً-لجنة المراقبة: تختص هذه اللجنة بمراقبة أعمال السوق من صحة تنفيذ القرارات واللوائح وغير ذلك من أنشطة السوق.

ثامناً-الجمعية العمومية: تختص بالمصادقة على الميزانية المقدمة إليها وإبداء الآراء في جميع المسائل التي تهم الأعضاء والمشاركين، والتي تتعلق بالسوق وأعضائها¹.

المطلب الثاني: هيئات الرقابة في السوق المالية الإسلامية.

يهدف هذا الجزء إلى التعرف على أحد أهم مكونات الهيكل الإداري للسوق المالية الإسلامية والذي يميزها عن غيرها من الأسواق، وهو جهاز الرقابة الشرعية.

الفرع الأول: مفهوم هيئة الرقابة الشرعية:

سنقوم بتحديد مفهوم الرقابة والرقابة الشرعية في هذا الجانب من الدراسة.

أولاً-مفهوم الرقابة: يمكن أن تعرف الرقابة من غير تقييد بأنها: "النظر في الشيء بغرض حفظه وهو المعنى الدارج في قواميس اللغة العربية لمعنى الرقابة في مادة (رقب) والتي تتضمن: الرصد، والحفظ والرعاية"².

ثانياً-مفهوم الرقابة الشرعية:

عرّف الباحث أحمد محي الدين الرقابة الشرعية بأنها: "فحص مدى التزام المؤسسة بالشرعية في جميع أنشطتها ويشمل الفحص العقود والاتفاقيات والسياسات والمنتجات والمعاملات وعقود التأسيس والنظم الأساسية والقوائم المالية والتقارير خاصة تقارير المراجعة الداخلية وتقارير عمليات التفتيش التي يقوم بها البنك المركزي"³.

*المقاصة: بالضم، خصم جزء من الدين الأعلى قيمة بين شخصين كلاهما دائن ومدين في ذات الوقت.

¹ محمد إسلام البروراي، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"، مرجع سابق، ص: 53.52.

² العياشي فداد، "الرقابة الشرعية ودورها في ضبط أعمال المصارف الإسلامية، أهميتها، شروطها، طريقة عملها"، ورقة مناسبات، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، السعودية، ص: 05.

³ أحمد محي الدين أحمد، "حدود الهيئات الشرعية وإدارة المؤسسات المالية الإسلامية في التأكد من الالتزام بالأحكام الشرعية"، المؤتمر الثالث، "الهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، المنامة، البحرين، أيام 5-6 أكتوبر 2003، ص: 04.

الفرع الثاني: هيئة الرقابة الشرعية.

من خلال ما تقدم يمكن تعريف هيئة الرقابة الشرعية بأنها: "جهاز مستقل من الفقهاء الشرعيين والاقتصاديين المختصين، يعد إليهم توجيه نشاطات المؤسسات المالية الإسلامية ومراقبتها والإشراف عليها بالتأكد من التزامها بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية وتكون فتاوها وقراراتها ملزمة للمؤسسة"¹.
أولاً- مكونات هيئة الرقابة الشرعية:

من أهم المهام التي تختص بها هيئة الرقابة الشرعية في السوق المالية الإسلامية مراقبة نشاطات المشاركين في السوق وتصحيح الانحرافات ومدى التطبيق للضوابط الشرعية
1-هيئة الفتوى: والتي يقع على عاتقها إصدار الفتاوى والأحكام والتأهيل الشرعي لآليات العمل المصرفي الإسلامي وتكون على مستوى كل مصرف، حيث بالناحية النظرية تعمل على إيجاد البدائل الشرعية والحلول العملية لمشكلات البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية.

2-الهيئة العليا للرقابة: وتكون على مستوى المصارف كافة، حيث تشكل مرجعية لجميع أجهزة الرقابة الشرعية في المصارف الإسلامية، وتقوم هذه الهيئة بمراجعة الأسس النظرية والشرعية التي تقوم عليها المنتجات المالية الإسلامية، والتأكد من سلامة التطبيق العملي للمنتجات المالية الإسلامية وموافقتها للمبادئ والأحكام الشرعية، حيث تقوم بمراجعة العقود والمستندات والآليات والمقاصد للمنتجات المالية الإسلامية قبل عملية تصنيف تلك المنتجات من الناحية الفنية والشرعية².

3-هيئة التدقيق الشرعي (جهاز الرقابة الداخلي): وتضم مجموعة من المراقبين الشرعيين ممن لهم إلمام بالضوابط الشرعية والمالية الإسلامية، ولا يلزم أن يكونوا من الفقهاء قد يكونون محاسبين أو قانونيين أو غيرهم ووجود هذا الجهاز ضروري لحفظ أعمال المصرف عن المخالفات الشرعية، ومتابعة تنفيذ قرارات هيئة الفتوى على الوجه الصحيح، وعلى هذا فوجود هذا الجهاز ضروري لعمل السوق المالية الإسلامية وبلا هذه الهيئة يصبح عمل السوق محل اجتهاد القائمين عليها من لجان وإداريين ومتعاملين³.

¹ علي بن محمد العبدروس، "الرقابة الشرعية على المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، تعريفها، أهميتها، ضوابط العاملين فيها، مجالات عملها، تفعيلها"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي أيام 31 ماي 3- جوان 2009 ص: 18.

² هيام محمد عبد القادر الزيدانين، "الرقابة الشرعية على المصارف الإسلامية بين التأصيل والتطبيق"، الأردن، دراسات علوم الشريعة والقانون، المجلد 40، العدد 1، 2013، ص: 94.

³ يوسف بن عبد الله الشبيلي، "الرقابة الشرعية على المصارف ضوابطها وأحكامها ودورها في ضبط عمل المصارف"، بحث مقدم للدورة التاسع عشرة، إمارة الشارقة، الامارات العربية المتحدة، ص ص: 6.5.

ثانيا- آليات عمل هيئات الرقابة الشرعية:

تعقد هيئة الرقابة الشرعية اجتماعات دورية حسب متطلبات وطبيعة عمل المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، لكن لا بد لها من عقد أحد اجتماعاتها قبل الاجتماع السنوي للجمعية العامة العادية، حتى يتسنى للهيئة الإعداد لأية أسئلة قد تطرح في الجمعية العامة العادية، ويمكن أن تعقد جلسات إضافية عند الحاجة.

تحدد الهيئة العدد الذي ينعقد به نصاب جلساتها، بحيث لا يقل عن نصف عدد أعضائها، فإن تحقق النصاب أعتبر الاجتماع قانونيا وما صدر عنه ملزما، كما تصدر الهيئة قراراتها بالأغلبية المطلقة، وفي حال تكافؤ الآراء يرجح الجانب الذي فيه، وللمخالف بيان وجهة نظره في محضر الاجتماع، ولا يشار إلى الخلاف في نص الفتوى.

تعتبر قرارات الهيئة ملزمة، ويجب على البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية التقيد بها فرأي الهيئة هو الفيصل من الناحية الشرعية¹.

الفرع الثالث: أنواع الرقابة الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية.

تقوم هيئة الرقابة الشرعية في سبيل تحقيق مهامها على 3 أنواع من الرقابة هي:

أولاً- الرقابة السابقة: وهي عبارة عن " النظر وإبداء الرأي الشرعي فيما يعرض عليها من موضوعات ووسائل تتعلق بأعمال المؤسسات المالية الإسلامية وأنشطتها، بحيث لا يعمل في أي صيغة أو نشاط أو نموذج عقد جديد إلا بعد عرضه على الهيئة للنظر وإبداء الرأي فيه، وكذلك دراسة جميع الاتفاقيات بين المؤسسات المالية الإسلامية للتحقق من موافقتها لأحكام الشرع"².

ثانيا- الرقابة المصاحبة: وهي الرقابة التي تتم بالموازاة مع سير الأعمال وخلال اجتماعات مجلس الإدارة والاجتماع مع المدير العام³.

ثالثاً- الرقابة اللاحقة: وهي عبارة عن قيام أعضاء هيئة الرقابة الشرعية بمراجعة جميع أعمال المؤسسات المالية الإسلامية ومعاملتها وسائر أنشطتها وعقوده للتحقق من سلامتها من أية مخالفة شرعية عند التطبيق، وذلك بإتباع أسلوب العينات العشوائية أي إختيار بعض الأعمال والممارسات وبعض العقود على سبيل العينات للتأكد من مدى مطابقتها للأحكام الشرعية.

وهكذا عن طريق الرقابة السابقة تراجع الهيئة وتعتمد العقود والصيغ التي تعتمدها المؤسسات المالية الإسلامية في أعمالها من مشاركة، مضاربة، مرابحة، صرف، سلم، إجارة واستصناع.. الخ

¹ زيدان محمد، " تفعيل دور الرقابة الشرعية والتدقيق المحاسبي في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية "، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، الإمارات العربية المتحدة، أيام 31 ماي-03 جوان 2009، ص: 23.

² نزيه حماد، "في فقه المعاملات المالية والمصرفية المعاصرة"، مرجع سابق، ص: 363.

³ محمد محمود العلجوني، "البنوك الإسلامية - أحكامها، مبادئها - تطبيقاتها المصرفية"، عمان، الأردن، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، 2008، ص: 154.

بحيث تكون في مضمونها وصياغتها متفقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وفقه معاملاتها، وعن طريق الرقابة اللاحقة فإن الهيئة تصبح مطمئنة إلى سلامة جميع أعمال ونشاطات المؤسسة من أي خلل أو خطأ في التنفيذ والتطبيق¹.

الفرع الرابع: أهمية الرقابة الشرعية في تطوير السوق المالية الإسلامية.

للرقابة الشرعية وظائف تؤديها من شأنها تنظيم الأسواق المالية وخاصة الأسواق المالية الإسلامية ومن أهمها:

1. الرقابة على عناصر السوق المختلفة والتأكد من التزامهم بالقوانين واللوائح ودعم الشفافية في عمل السوق لجعل المناخ الاستثماري مثاليا للمتعاملين؛
2. الإشراف على عمليات التداول والإصدار؛
3. مراجعة كل أعمال السوق للتأكد من مطابقتها للقوانين واللوائح الداخلية؛
4. الكشف عن الممارسات الأخلاقية والحد منها، مع دراسة أسبابها ووضع الحلول للحد من ظهورها؛
5. تكوين وتوجيه المشاركين في السوق (المستثمرون، الوسطاء، شركات المدرجة) فيما يتعلق بالقوانين والأنشطة واللوائح حتى يتم الالتزام بها؛
6. منع التلاعبات، والممارسات المحظورة في التداول؛
7. الإبلاغ عن المخالفات التي تقع وإعداد التقارير بشأنها ورفعها لإدارة السوق²؛
8. مواجهة التحديات التي تواجه العمل المالي الإسلامي، والذي يتطلب تطوير أنظمة الرقابة الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية من خلال وضع أنظمة وأسس وإجراءات تضمن السلامة المهنية للتدقيق والرقابة الشرعية، ولن يأتي ذلك إلا في ظل وجود هيئة شرعية متمكنة في الفتوى والرقابة³.

¹ نزيه حماد، "في فقه المعاملات المالية والمصرفية المعاصرة"، مرجع سابق، ص: 363.

² محمد الأمين ولد عالي، مرجع سبق ذكره، ص: 343.

³ هيام محمد عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 93.

المبحث الثالث: إجراءات التعامل في الأسواق المالية الإسلامية وأهم تحدياتها.

سنستطرق في هذا المبحث إلى إجراءات التعامل في السوق المالية الإسلامية من عمليات القيد والأوامر وحكمها الشرعي وتسعير الأوراق المالية وأهم التحديات التي تعيق تطور السوق المالية الإسلامية

المطلب الأول: قيد الأوراق المالية الإسلامية.

يتم قيد الأوراق المالية في السوق المالية الإسلامية من خلال تسجيلها في جداول خاصة مثل تلك الموجودة في السوق المالية التقليدية حتى يمكن التعامل عليها بالبيع والشراء والتداول وغير ذلك من صور التعامل.

الفرع الأول: نطاق التطبيق والسريان.

تسري قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية و الإجراءات التنفيذية المرفقة على الشركات والمؤسسات المالية التي سوف تقيد أوراقها المالية لأول مرة، كما تسري على الشركات والمؤسسات المقيدة قبل العمل بهذه القواعد باعتبار أن توفيق أوضاع الشركات والمؤسسات المقيدة نتيجة لهذه التعديلات هو بمثابة شرط لاستمرار القيد، مع استثناء الشركات المقيدة أوراقها من الحد الأدنى لرأس المال.

وتلتزم بتوفيق أوضاع قيدها الشركات والمؤسسات التي قيدت قبل العمل بهذه القواعد والإجراءات ومازالت في مهلة استيفاء باقي شروط القيد سواء التي لم تنشر تقرير الإفصاح بغرض الطرح، أو التي قامت بنشره ومازالت لم تقم بتنفيذ الطرح حيث تسري عليها عند تنفيذ طرح أدواتها المالية شروط الطرح والحد الأدنى للمستثمرين والحد الأدنى للأدوات المالية المتداولة وفقا لقواعد وضوابط التداول المتعامل بها¹.

الفرع الثاني: شروط قيد الأوراق المالية في السوق المالية الإسلامية.

توجد عدة شروط لا بد من توافرها ليتم قيد الأوراق المالية في السوق المالية الإسلامية وهذه الشروط هي:

أولاً- أن تكون جميع أوراقها مودعة بنظام الحفظ المركزي، والمقصود بالإيداع بنظام الحفظ المركزي: إيداع الأوراق المالية بعد إصدارها لدى أحد أعضاء الحفظ والذي قد يكون أحد البنوك الإسلامية فيحفظ بالأوراق لديه ويقوم فقط بتغيير سجلات ملكية المستثمرين لها عند حدوث عمالات التداول على هذه الأوراق وانتقالها من يد الى يد؛

¹ الإجراءات التنفيذية لقواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية، تقرير البورصة المصرية، 20 أوت 2017، ص:

ثانياً- ألا يتضمن النظام الأساسي للشركة والتعديلات التي أدخلت عليه، أية قيود على تداول أوراقها المالية فلكل شركة نظام أساسي تعمل وفقاً له وقد تقوم الجمعيات العمومية للشركة بإدخال تعديلات على هذا النظام، ومن هنا فيتحتّم ألا يفرض هذا النظام الأساسي أو تعديلاته أية قيود على تداول الأوراق المالية في السوق؛

ثالثاً- أن يتم القيد بكامل قيمة وعدد الأوراق المالية المصدرة؛

رابعاً- أن يتم قيد إصداراتها التالية للقيد الأول، خلال ثلاثة أشهر من تاريخ القيد في السجل التجاري لكل إصدار.

وفي هذا الحالة فقد تقوم الشركات والمؤسسات المالية بإصدار نسبة أخرى من الأوراق المالية للتداول في السوق، وعند ذلك لا بد أن يتم تسجيل هذه الأسهم في السجل التجاري خلال ثلاثة، وإلا اعتبرت الشركة غير محققة لهذا الشرط؛

خامساً- استيعاب الشركة وموافقتها على أن القيد في السوق عقد اتفاق بين طرفين (أي تعاقد قانوني يترتب عليه حقوق والتزامات)

ومعنى ذلك أن الشركات والمؤسسات المالية لا بد أن تدرك أن قيدها بالسوق يمثل اتفاق بينها وبينه، ولكل اتفاق شروط فإذا تم مخالفة هذه الشروط يصبح الاتفاق باطلاً ويتم الغاء قيد الأوراق المالية، وهو ما يعرف بالشطب؛

سادساً- أن تقدم الشركات والمؤسسات المالية طلباً لقيدها في السوق ويعرض هذا الطلب على لجنة القيد المختصة وبعد استيفاء جميع المستندات المطلوبة، لتبث فيه اللجنة بالموافقة أو الرفض¹.

الفرع الثالث: إجراءات قيد وتعليق الأوراق المالية في السوق المالية الإسلامية.

تتمثل إجراءات قيد وتعليق الأوراق المالية في الأسواق الإسلامية وإجراءات شطبها وتعليقها فيما يلي:

أولاً- إجراءات قيد الأوراق المالية في السوق: وهي المرحلة التي يتعين على المؤسسات المالية أن تحضر لها على الأقل لمدة سنتين، وذلك بعد اطلاعها ومعرفتها لكافة شروط ومتطلبات القيد في السوق المالية الإسلامية وأثناء فترة التحضير يتوجب على هذه المؤسسات القيام بما يلي:

1. تقدير كل المخاطر والالتزامات التي تأتي بعد عملية القيد الفعلي بما في ذلك: الإفصاح

والشفافية ونشر المعلومات، توزيع الأرباح، مراقبة الحسابات، وينبغي التأكد من تحقيق

هذه العملية لأهداف المؤسسة خاصة فيما يتعلق بالنمو والربحية؛

¹ حسن حمدي، 'دليلك الى البورصة والأسهم وأسواق المال'، دمشق، سوريا، دار الكتاب العربي، الطبعة الأولى، 2006، ص ص: 134-

2. قبل الانطلاق في عملية تداول الأوراق المالية في السوق، ينبغي الاتفاق على سعر معين لها وذلك حتى لا تأثر سلبي على المتعاملين القدامى من جهة، وأن تلقى رضا المستثمرين من جهة أخرى؛
3. ينبغي للمؤسسات المالية الحصول على أكبر قدر ممكن من الأوراق المالية ولا يتحقق لها ذلك من خلال تغيير رأس المال ، ولذلك تلجأ الى زيادته من خلال دمج الاحتياطات، أو التقليل من قيمة أوراقها المالية مع زيادة عددها، وعليه فإن القانون الأساسي للمؤسسات المالية سيتغير حسب شروط ومتطلبات القيد؛
4. التحسين من نوعية وإجراءات الرقابة الداخلية مع تقديم الحسابات في الوثيقة الإعلامية بصورة مطابقة لشروط العملية؛
5. اختيار المؤسسات المالية لوسيط مالي لغرض مساعدتها في التحضير لعملية القيد ومتابعة تصورها بدقة أثناء وبعد عملية القيد الفعلي؛
6. تقوم المؤسسات المالية بتكوين وتحضير المستندات اللازمة التي تتطلبها السوق لعملية القيد.

وعليه، وبعد استيفاء المؤسسات المالية لخطوات ومتطلبات عملية التحضير للدخول في السوق وقيد أوراقها المالية بها، تقدم طلبا للسوق خلال سنة على الأكثر من تاريخ وقف باب الاكتتاب فيها إذا كانت قد طرحت للاكتتاب العام، ويجب على المؤسسات أن تقدم للجهات المختصة جميع الوثائق والمستندات اللازمة للقيد وأن تدفع رسوم الاشتراك والمبالغ المنصوص عليها باللوائح التنفيذية للسوق¹.

الفرع الرابع: إجراءات تعليق وشطب الأوراق المالية المقيدة في السوق.

تتبع معظم الأسواق سواق كانت تقليدية أو إسلامية إجراءات معينة لتعليق وشطب الأوراق المالية لشركات مدرجة في السوق وذلك إذا خالفت شروط ومتطلبات الإدراج المتبعة، وتنقسم طرق التعليق إلى ثلاثة أنواع وهي:

أولاً- التعليق المؤقت:

ويقصد بالتعليق المؤقت وضع إسم الشركة أو المؤسسة المالية المخالفة لأحد شروط الإدراج في سجل خاص بالمؤسسات المالية وبصفة مؤقتة لإعطائها فرصة لتصويب أوضاعها بما يتناسب وهذه الشروط وخلال مدة تحددها هيئة السوق المالية بحسب كل حالة من الحالات التي تستوجب التعليق المؤقت ويشار إلى هذا التعليق على لوحة أو شاشة التداول إزاء المؤسسات المالية المدرجة؛

¹ كتاف شافية، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص ص : 90-91.

ثانياً- التعليق التدريجي:

ويقصد بالتعليق التدريجي تحويل ادراج أوراق المؤسسات المالية المشاركة في السوق من السوق الأولي الى السوق الثانية وذلك اذا وقعت أي من الحالات الموجبة للتعليق المؤقت ولم تصوب هذه المؤسسات المالية وضعها خلال المدة المقررة لكل حالة من حالات التعليق المؤقت.

ثالثاً- التعليق الدائم:

ويقصد بالتعليق الدائم شطب إدراج الأوراق المالية للمؤسسات المالية المدرجة في السوق المالية الإسلامية من التداول في السوق بحيث يقتصر تحويل نقل ملكية أوراقها وفق إجراءات محددة تقرها هيئة السوق، ويشمل هذا التعليق الدائم للمؤسسات المالية المدرجة سواء كانت في السوق الأولي أو السوق الثابتة.

وفي جميع الأحوال يجوز للمؤسسات المالية تعليق تداول أوراقها المالية بصورة دائمة أو تدريجية أو أن تطلب إعادة ادراج أوراقها المالية واصداراتها في أي من السوقين وذلك بعد استيفاء هذه المؤسسات للشروط المطلوبة للإدراج¹.

المطلب الثاني: طرق وأساليب تنفيذ العمليات في السوق المالية الإسلامية

تتمثل طرق وأساليب تنفيذ العمليات في السوق المالية الإسلامية في أوامر محددة والتي من خلالها تتم أغلب الصفقات داخل السوق الفرع الأول: أوامر السوق المالية الإسلامية.

سننظر لتعريف أوامر السوق قبل التطرق للأوامر.

أولاً-تعريف أوامر السوق:

تبدأ العملية من خلال اتصال المستثمر بأحد الجهات المختصة في السمسرة وخدمات الوساطة المالية الإسلامية والتي وقع الاختيار عليها من طرف المستثمر، ويمكن أن يكون الإتصال من خلال وسيلة من وسائل الإتصال الحديثة أو من خلال الإتجاه مباشرة إلى مكاتب إستقبال هذه الجهات وإعلامهم برغبته في الشراء، وتقوم هذه الجهات بإلزام المستثمر بالتوقيع على أمر الشراء ويعتبر العقد عند توقيعه وقبوله من جانب الوسيط الماليين عقد يبين التزامات محددة على كل الطرفين وتقوم هذه الجهات المعنية بالوساطة المالية الإسلامية بتسجيل الأمر وإبلاغ أحد موظفيها والذي يتواجد داخل السوق لهذا الغرض للعمل لتنفيذ هذا الأمر².

¹ عبد العزيز الربيعي، "تعليق التداول في أسهم الشركات المخالفة خطوة هامة لتنظيم سوق الأسهم السعودية"، المملكة العربية السعودية، جريدة الرياض، مؤسسة الإمامة الصحفية، العدد: 13437، 2005.

² سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية"، القاهرة، مصر، مكتبة المعهد العالي للفكر الإسلامي، الطبعة الأولى، 1996، ص: 105.

ثانياً-شروط أمر السّوق:

ويجب تحديد أمر السّوق المالية الإسلامية بكل وضوح منعا لأي التباس قد يحصل ويكون الوضوح المطلوب من خلال:

1-نوع الأوراق المالية موضوع الصفقة؛

2-كمية الأوراق المالية موضوع الصفقة؛

3-السّعر المطلوب موضوع الصفقة؛

ولما كان الوسيط مسؤولاً عن تنفيذ العملية فله أن يطلب من زبونه تقديم ضمانات مالية لتغطية الأوامر الصادرة عنه، وتكون هذه الضمانات في حالة البيع، عبارة عن الأوراق المالية موضوع الصفقة وفي حالة الشراء، فإنّ التغطية تكون عبارة عن مبلغ من المال قدمه الزبون الى الوسيط.

أما في بورصة كوالالمبور (ماليزيا) فإنّ الزبون مشتريا كان أو بائعا يتسلم من سمساره إشعار شراء أو بيع بعد تنفيذ أوامر البيع أو الشراء.

ثالثاً-شكل أمر السّوق:

لا يوجد شكل محدد لأمر السّوق، فقد يكون كتابيا كما يمكن أن يكون شفويا أو بالهاتف إذا كان معروفا لدى الوسطاء، وتجدر الإشارة أنّ سوق كوالالمبور الماليزية قد اتخذت نظام المناداة بأعلى صوت ويسبق أمر السّوق الإجراءات التالية:

1. المتعامل (المشتري أو البائع) يطلب أمر الشراء أو البيع من أحد مكاتب السّمسة، إلا إذا كان له دفتر المحاسبة عند سمساره، فيمكنه أن يتصل سمساره بوسيلة اتصال لمطالبة تنفيذ الأمر شراء كان أم بيعا؛

2. يقدم السّمسار هذا الأمر شراء كان أو بيعا، إذ يتضمن فيه البيانات من حيث إسم المؤسسة المالية وكمية الأوراق المالية المطلوبة، والسّعر المطلوب إلى كتابه؛

3. ولغاية إنجاز هذا الأمر يحاول الكتاب عرض الأسعار بالكمبيوتر الخاص الذي يتصل بمكتب السّمسار بشكل مباشر؛

4. وعلى التناوب تسجل الأسعار في لائحة الأسعار، وباعتماد هذه الأسعار المسجلة في لائحة الأسعار، يلتقي وكيل المشتري بوكيل البائع للتفاوض والمساومة على السّعر؛

5. يُعقد العقد من الطرفين بعد الاتفاق على السّعر وبهذا تكون الصفقة جاهزة ومُنفذة؛

6. تُسجل هذه الصفقة المنجزة في دفتر معاطلة الكاتب وكذلك ورقة الغرفة التجارية لتسليمها الى إدارة الكمبيوتر؛

7. يعطي السّمسار عملية إشعار الشراء أو البيع¹.

¹ محمد صبري هارون، "أحكام الأسواق المالية"، عمان، الأردن، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، 2009، ص ص: 59-62.

الفرع الثاني: أنواع أوامر السوق المالية الإسلامية.

تتعدد الأوامر في السوق المالية الإسلامية من حيث تحديد السعر والتوقيت والشروط المقرون.

أولاً-أنواع الأوامر من حيث تحديد السعر أو عدمه وطريقة تحديده:

هي كالتالي:

1-الأمر السوقي: تعتبر أوامر السوق أكثر الأنواع انتشاراً أو استخداماً وهنا يطلب المستثمر من السماسر أن ينفذ الأمر عند أفضل سعر حيث المستثمر يطلب أو يغفل دائماً أن يقوم بالشراء أو البيع على وجه السرعة وبأقل سعر ممكن، وحيث أن الأمر لا يتضمن تحديد معين للسعر فإنه غالباً ما يتم تنفيذ الأمر في أسرع وقت طالما تتوافر الورقة المالية وذلك حالة الشراء أو هناك طلب على الورقة المالية وهي حالة البيع¹.

2-الأمر المحدد السعر: وهي عبارة عن تلك الأوامر التي يضع فيها المستثمر أو المتعامل حدود معينة بالنسبة للسماسر وهذه الحدود قد تكون حدود سعرية بمعنى أن المستثمر يحدد سعر معين لعمليات الشراء أو البيع أو قد يُحدد زمن معين للتنفيذ².

3-أوامر بسعر الفتح أو سعر الإقفال: سعر الافتتاح هو السعر الذي يطلب فيه المستثمر من وسيطه بالبيع أو الشراء بالسعر الذي تُفتح فيه جلسة التداول، أما سعر الإقفال هو السعر الذي يطلب فيه المستثمر من وسيطه البيع أو الشراء بسعر مقارب للإقفال وينتهي هذا الأمر بانتهاء جلسة التداول.

4-أمر الإيقاف: ويطلب فيه المستثمر من وسيطه البيع أو الشراء إذا بلغ السعر حداً معيناً أو تجاوزه فيتحول عند ذلك إلى سعر السوق³.

5-الأمر بالبيع أو الشراء بسعر تقريبي: وذلك أن يُحدد المستثمر للسماسر سعراً معيناً، مع تفويضه في البيع أو الشراء بسعر متقارب لذلك السعر، حيث يمكنه البيع بسعر أدنى من ذلك السعر بقليل، أو الشراء بسعر أعلى منه بقليل⁴.

¹ سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق"، القاهرة، مصر، دار النشر للجامعات، 2009، ص: 115.

² شامل محمد الحموي، "كيف تتعامل في البورصة"، القاهرة، مصر، الحريري للطباعة والنشر، 1998، ص: 13.

³ جمال عبد العزيز العثمان، "الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة"، القاهرة، دار النهضة العربية، 2010، ص: 111-112.

⁴ مبارك بن سليمان محمد آل سليمان، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، الرياض، السعودية، دار اشبيليا للنشر والتوزيع، الجزء الأول، 2005، ص: 531.

ثانياً-أنواع الأوامر من حيث التوقيت:

الأوامر نوعان:

- 1-أوامر ذات زمن محدد: هي طلبات مشروطة بزمن تنفيذ محدد وقد يكون الزمن يوماً أو أسبوع أو شهر، فمثلاً أمر الشراء المُحدد بيوم يضل سارياً ما تبقى من يوم التعامل في السوق (المنظمة)، أو ما تبقى من اليوم (غير المنظمة) فالسّمسار هنا يجب عليه التنفيذ وإلا عد لاغياً بعد ذلك.
- 2-أوامر ذات زمن مفتوح: وتُدعى بالأمر المفتوح وكذلك بالأمر الساري حتى الإلغاء وهي طلبات لا حدود زمنية في تنفيذها حيث تكون سارية حتى يلغياها المستثمر، لذلك فإنّ بعض الأسواق تتطلب تجديد الأوامر كل مدة زمنية منعا للتدخلات والمشاكل خاصة التحسب لتأثير التغيير في المعلومات¹.

ثالثاً-أنواع الأوامر من حيث الشّروط المقرّون بالأمر:

يمكن تقسيمها إلى:

- 1-الأمر بالبيع أو الشراء مع اشتراط تنفيذ الأمر فوراً: وهو أمر يعد ملغياً إذا لم ينفذ².
- 2-الأمر بالبيع أو الشراء مع اشتراط تنفيذ الأمر كله: فإذا طلب منه أن يشتري 3000 ورقة مالية من نوع محدد ولم يجد إلا 1000 ورقة مالية فاتّه في نهاية اليوم يُلغى التنفيذ وهو المعروف بإسم الكل أو لا شيء³.
- 3-الأمر ببيع أو شراء أوراق مالية معينة بشرط مُعلق: وهو أمر مُعلق بشرط أو أمر آخر مقدم أن يكون السّمسار قد اشترى أو باع أوراق مالية أخرى قد وُكل بشرائها أو بيعها قبل ذلك⁴.
- 4-الأمر المُطلق: ويُسمى الأمر الفني، وبموجب هذا الأمر يُعطي المستثمر للسّمسار حرية مُطلقة في بيع وشراء الأوراق المالية التي يراها من مصلحة المستثمر، سواء من حيث النوع أو السّعر أو التوقيت وقد يُفوض إليه تحديد الوقت والسّعر فقط، وهو من باب الوكالة بالتفويض العام، ويدخل تحت هذا الأمر جميع ما تصح فيه النيابة من الأمور المالية⁵.

¹ محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية -مؤسسات، أوراق، بورصات"، عمان، الأردن، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2007، ص: 249.

² بن الصيف محمد عدنان، "نظام التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية"، الجزائر، أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة بسكرة، العدد الرابع عشر، ديسمبر 2013، ص: 56.

³ أرشد فؤاد التميمي، "الأسواق المالية (إطار في التنظيم وتقسيم الأدوات)"، عمان، الأردن، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2010، ص: 131.

⁴ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 536.

⁵ بن الصيف محمد عدنان، "نظام التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 37.

الفرع الثالث: حكم كل نوع من الأوامر من الناحية الشرعية.

سننظر في هذا الجزء للحكم الشرعي لكل أمر، والذي يُعتبر الشرط الأساسي للسماح بتداوله في السوق المالية الإسلامية.

أولاً-حكم الأمر محدد السعر:

عند التعريف بالأمر محدد السعر من خلال أنّ السمسار يلتزم بالبيع بالثمن المحدد، أو بأعلى منه في حالة الأمر بالبيع، والشراء بالثمن المحدد، أو بأقل منه في حالة الأمر بالشراء، وهذا مُتفق مع ما هو مُقرر شرعا من وجوب التزام الوكيل بالبيع بالثمن الذي قدره له الموكل أو بأكثر منه، والشراء بالثمن الذي قدره له أو بأقل منه، وذلك أنّه إذا باع ما وكله ببيعه بأكثر مما قدره له، أو اشترى ما وكله بشرائه بأقل مما قدره له، فقد حصل غرضه وزيادة فكان جائزا، لأنّه مأذون فيه من جهة العرف.

ثانياً-حكم الأمر السوقي:

تقدم أنّ المُراد بالأمر السوقي ألا يُحدد الأمر (البائع أو المُشتري) للسمسار السعر الذي يبيع أو يشتري به، وإتّما يُفوض له البيع أو الشراء بسعر السوق، والحكم في ذلك يبني على معرفة حكم التوكيل بالبيع أو الشراء من غير تسمية الثمن.

والذي تحصل من النظر في كلام أهل العلم في الوكالة بالبيع أو الشراء، أنّ ذكر الثمن ليس بشرط في الوكالة بالبيع في جميع المذاهب حيث لم يُصرح أحد من أصحاب المذاهب على اشتراط ذلك بل ورد في بعض المذاهب التصريح بعد الاشتراط كما أنّهم جميعا نصوا على أنّ الموكل إذا أطلق الوكالة بالبيع ولم يُسم ثمنا، أنّه يلزم الوكيل البيع بثمان المثل، وهذا عند الجمهور، من خلال الحنفية في قولهم بجواز البيع بدون ثمن المثل، وهذا التفريع على إطلاق الوكالة بالبيع من غير تقدير ثمن، دليل عدم الاشتراط.

أما الوكالة بالشراء، فقد وقع الخلاف في حكم التوكيل من غير تقدير الثمن على قولين، الراجح منهما صحة التوكيل من غير تقدير الثمن.

وبذلك يتبين جواز اصدار هذا النوع من الأوامر، لأنّ حقيقة التوكيل بالبيع أو الشراء من غير تسمية الثمن للوكيل، وذلك جائز شرعا، فيكون إصدار الأمر السوقي جائزا وهذا حسب الباحث مبارك بن سليمان آل فواز¹.

ثالثاً-حكم الأمر بسعر الافتتاح والإقفال: وهو من باب الوكالة المقيدة، وهو أن يكون البيع أو الشراء بسعر الفتح أو القفل، لا بأي ثمن كان وحيث تقدم جواز التوكيل بالبيع أو الشراء من غير تقدير الثمن فيكون إصدار هذا النوع من الأوامر جائزا.

¹ مبارك بن سليمان آل فواز، "الأسواق المالية من منظور إسلامي"، جدة، السعودية، مطابع جامعة الملك عبد العزيز، الطبعة الأولى،

رابعاً-حكم الأمر بسعر تقريبي: وهو من باب الوكالة المقيدة، ويكون التقيد في مجال سعر معين وتقيد الوكالة يكون بنص القيد أو العرف.

خامساً-حكم أمر الوقوف (إيقاف الخسارة): وهو من باب الوكالة المعلقة، وهو عقد مُنجز مع تعليق التصرف على شرط وهو جائز.

سادساً-حكم الأمر المؤقت: هو من باب الإجارة المعلوم عملها (بيع أو شراء كمية معينة) والمعجلة بمدة معينة فالمقصود عليه هو العمل لأنه هو المقصود أما ذكر المدة فهو للتعجيل وهو شرط والمسلمون عند شروطهم، فلا غرر ولا جهالة.

سابعاً-حكم الأوامر المفتوحة: هي وكالة دون شرط وهي جائزة¹.

ثامناً-حكم الأوامر المشروطة: يجوز اصدار الأوامر المشروطة، لأنها في حقيقتها وكالة مقيدة ويجب على السمسار أن يلتزم بهذه الشروط، لأنّ هذا موجب الوكالة المقيدة، لأنّ الوكيل يتصرف بولاية مستفادة من قبل الموكل، فيلي من التصرف قدر ما ولاه².

تاسعاً-حكم الأمر بالبيع أو الشراء لأوراق مالية معينة بشرط معلق:

على أن يكون السمسار قد اشترى أو باع أوراق مالية أخرى فهي من باب الوكالة المعلقة بشرط وهي جائزة³.

عاشراً-حكم الأمر المطلق: تبين من خلال التعريف بالأمر المطلق أنّ المراد به، تفويض السمسار في بيع ما يراه من الأوراق المالية التي يملكها المستثمر، أو في شراء ما يراه مناسباً له من الأوراق المالية، من غير أن يُذكر نوعها، أو ثمنها، والحكم في ذلك يُبنى على معرفة حكم التوكيل بالبيع أو الشراء، من غير بيان النوع، أو تحديد الثمن، لما تقدم من أنّ الأمر يُعد من قبيل التوكيل في حقيقته الشرعيّة.

أما التوكيل بالبيع من غير أن يُسمى الموكل لوكيله ما يبيعه، كأن يُوكل شخص آخر في بيع كل أمواله أو ما يشاء منها، فهو أمر جائز شرعاً.

أما بالوكالة بالشراء من غير أن يُسمى الموكل لوكيله ما يشتريه أو يسميه ولا يُبين نوعه، كأن يقول: اشتر لي ما شئت، أو اشتر لي ثوباً بما شئت، دون أن يذكر له النوع أو الثمن في كل الحالتين، والذي يُظهر جواز التوكيل بالشراء مُطلقاً، سواء سمي الموكل للوكيل ما يشتريه، أو لم يسمه، بين له نوعه، أو لم يبيئه، ذكر له ثمنه، أو لم يذكر، لأنّه إذا سمي للوكيل ما يشتريه أو لم يسمه، بين له نوعه، أو لم يبيئه، ذكر له ثمنه، أو لم يذكره لأنّه إذا سمي للوكيل ما يشتريه، ولم يذكر

¹ بن الصيف محمد عدنان، "نظام التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 153.

² مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 553.

³ بن الصيف محمد عدنان، "نظام التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 153.

نوعه أو ثمنه، فقد الأمر في تحديد ذلك أي رأيه، فهو كمثل ما لو قال له اشتر لي ما شئت والوكيل في كل الحالتين مقيد بالعرف وبما يليق بحال الموكل، سواء فيما يتعلق بنوع ما يشتريه أو بمقدار ثمنه.

وبناء على ذلك يكون الأمر المطلق جائزا، سواء حدد الموكل للسمسار نوع الأوراق التي يبيعهها أو يشتريها أو لا، وسواء حدد له مقدار الثمن أو لا، بشرط أن تكون الأوراق مما يجوز التعامل به. وإذا ذكر الموكل للسمسار مبلغا معيناً، وطلب منه أن يشتري له صكوك إسلامية مثلا بمقدار هذا المبلغ كان ذلك جائزا، ووجب على السمسار أن يتقيد بذلك، لأنّ هذا شأن الوكالة المقيدة بنص الموكل على ترجيح الباحث مبارك بن سليمان آل فواز¹.

يمكن جمع الأوامر وما يقابلها من عقود في الإسلام في الجدول التالي:

الجدول رقم (02، 11): حكم كل نوع من أنواع الأوامر واسقاطها على عقد السمسرة.

نوع العقد مع السمسار	التعريف بالأمر	نوع الأمر
وكالة مقيدة (مقيدة بسعر)	يتم وفقه تحديد السعر بيعا وشراء من طرف العميل إلى السمسار وهذا الأخير ملزم بالتنفيذ بمجرد الوصول الى سعر التنفيذ.	الأمر المحدد السعر
وكالة مطلقة	ويتم وفقه البيع والشراء من طرف السمسار بأفضل سعر أو أسرع وقت ممكن	الأمر السوقي
وكالة مقيدة (مقيدة بسعر وزمن)	ويتم وفقه البيع أو الشراء من طرف السمسار بسعر الافتتاح أو سعر الإقفال	الأمر بسعر الفتح أو الإقفال
وكالة معلقة	ويتم وفقه تحديد السعر من طرف العميل الى السمسار وهذا الأخير ملزم بإيقاف التنفيذ إذا وصل الى ذلك السعر	أمر إيقاف الخسارة
وكالة مقيدة (مقيدة بمجال سعري معين)	ويتم وفقه تحديد سعر البيع أو الشراء مع تفويض بيع أو شراء بسعر مقارب	الأمر بسعر تقريبي
إجازة أو السمسار هنا أجبر	ويتم وفقه تحديد مدة التنفيذ فإذا خرجت هذه المدة يُلغى الأمر	الأمر المؤقت (المحدد بمدة معينة)
وكالة مطلقة	وهو الأمر الذي يبقى ساريا حتى ينفذ	الأمر المفتوح
وكالة مقيدة	وهو الأمر الذي ينفذ فورا ويلغى إذا لم ينفذ فورا	الأمر مع اشتراط للتنفيذ فورا
وكالة مقيدة (مقيدة بحجم العملية)	فإذا لم يستطع أن ينفذه كله يلغى وهو المشهور بأمر الكل أو العدم	الأمر مع اشتراط تنفيذه كله
وكالة معلقة بشرط	وهو أمر معلق بشرط أو أمر آخر مقدم	الأمر ببيع أو شراء أوراق مالية معينة بشرط معلق

¹ مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سبق ذكره، ص ص: 64، 65.

الأمر المطلق	وتطلق فيه يد السّمسار من حيث النوع والسّعر والتوقيت بما يخدم مصلحة العميل	وكالة مطلقة
أما إذا كان الأمر وفق الصيغة التالية إذا استطعت أن تأتيني بعدد معين من نوع من أسهم معينة أو اسم بذاته ويسعر معين فلك من المال بكذا.	جعالة	

المصدر: بن الضيف محمد عدنان، "مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية"، عمان، الأردن، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2013، ص: 157.

المطلب الثالث: التسعير وتداول الأوراق المالية في السوق المالية الإسلامية.

إنّ عملية التسعير والتداول في الأسواق المالية الإسلامية لا تختلف كثيرا عن طريقة التسعير والتداول في الأسواق المالية التقليدية.

الفرع الأول: مفهوم التسعير في الفقه الإسلامي.

نأخذ أهم التعريفات الشائعة للتسعير في الفقه الإسلامي.

أولاً- عرّفه (الشوكاني) رحمه الله بقوله: "هو أن يأمر السلطان أو نوابه، أو كل من وُلّي من أمور المسلمين أمراً، أهل السوق ألا يبيعوا أمتعتهم إلا بسعر كذا، فيمنعون من الزيادة عليه أو النقصان لمصلحة".

ثانياً- عرّفه جمهور الاقتصاديين: بأنه "قيام السلطات العامة (الحكومة) بتحديد أثمان السلع بحيث لا يجوز تجاوزها بأية حال"¹.

الفرع الثاني: آثار التسعير على أداء السوق المالية الإسلامية.

يحقق التسعير في الإسلام كفاءة السوق التخصيصية، هذه الكفاءة التي تعني أنّ التكلفة الحدية لإنتاج السلعة تساوي الثمن حيث أنّ تكلفة الإنتاج تقوم على أساس حصول كل عنصر من عناصر الإنتاج على ثمن المثل أيضاً، ومن أهم آثار التسعير على السوق المالي الإسلامي ما يلي:

أولاً- ثبات العلاقة بين الدخل والأسعار: حيث سيختفي لولب الأجور والأسعار الذي ينتج عن ارتفاع الأسعار والموجات التضخمية؛

ثانياً- تحقيق كفاءة السوق التوزيعية: الكفاءة التوزيعية تتحقق إذا أمكن إعادة تخصيص الموارد من استخداماتها الحاضرة بشكل أفضل كما لو كان يمكن جعل شخص ما على الأقل أحسن حالاً بينما لا يترتب على ذلك جعل شخص آخر في سواء أسوأ؛

ثالثاً- ثبات عناصر الدخل: الاستهلاك- الادخار- الاستثمار: حيث سوف يترتب على وجود ثمن المثل المستقر في السوق ثبات الجزء المخصص من الدخل للاستهلاك والجزء المخصص للادخار وتعادل الادخار مع الاستثمار نتيجة:

¹ أرشيد محمود عبد الكريم، "المدخل إلى الاقتصاد الإسلامي"، عمان، الأردن، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2012، ص:

- 1- اختفاء الأسواق الموازية: حيث أنه ستختفي مشكلة حصول البعض على أوراق مالية ومنتجات دون البعض الآخر؛
- 2- سلامة التوقعات لقرارات الاستثمار: حيث يؤدي وجود ثمن عادل مستقر يعبر عن القيمة الحقيقية إلى سلامة توقعات قرارات الاستثمار من جانب المستثمرين؛
- 3- توازن الميزان التجاري: إن استقرار الأثمان سوف يؤدي إلى وجود منافسة تقوم على أساس أثمان تعكس تكلفة حقيقية، خاصة في الدول الإسلامية؛
- 4- انخفاض معدلات المضاربة في السوق الإسلامي: على الديون الآجلة والأسهم وصكوك المرابحة في سوق الأوراق المالية وذلك نظرا للثبات النسبي في معدلات الأرباح وشفافية قرارات الاستثمار وثبات قيمة العملة¹.

الفرع الثالث: طرق تحديد الأسعار في السوق المالية الإسلامية.

تولي السوق المالية الإسلامية اهتماما كبيرا لطرق التسعير والتداول فيها لما لهما من أثر كبير على تعميق السوق وتنشيطها.

أولا- طرق تحديد السعر التقليدية: ويتم التوصل إلى سعر بيع أي ورقة مالية في السوق بإحدى الطرق التالية:

1- التسعير بالمناداة: يجتمع الوسطاء في السوق المالية وينادون بأعلى أصواتهم بالعروض والطلبات التي بحوزتهم ويستعملون إشارات الساعد مع المناداة من خلال وضع الساعد أفقيا باتجاه الجسم في حالة الشراء ورأسيا في حالة البيع².

يقول في ذلك الباحث مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، يظهر لي جواز اتباع هذه الطريقة في الوصول إلى السعر الذي يُحقق رغبة أكثر المتعاملين، وذلك أنه لا ظلم فيها لأحد من الأطراف، لأنه إن ترتب عليها خروج عدد من المتعاملين عند تغيير السعر، إلا أنه يترتب على ذلك في الوقت نفسه دخول عدد آخر من المتعاملين منهم، تزيد بدخولهم عدد الأوامر التي يمكن تنفيذها وذلك أنه لا يُعتمد إلا السعر الذي تعقد عنده صفقات على أكبر عدد ممكن من الأسهم والمتعاملين قد ارتضوا هذه الطريقة³.

¹ جلال جويبة عبد القصاص، "محددات الاثمان في السوق الرأسمالي والإسلامي - دراسة مقارنة"، الإسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة، 2006، ص: 368-373.

² قيصر عبد الكريم الهيتي، "أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)"، دمشق، سوريا، دار رسلان للطباعة والنشر، 2009، ص: 241.

³ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 573.

2-التسعير بالمقارنة (المعارضة): يُدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مُختلف عروض البيع وطلبات الشراء، وتؤدي مجموع هذه التسجيلات الى معرفة مقدار ما يُطلب بيعه أو شراؤه من الأوراق المالية وحدود الأسعار المعروضة.

وهذه الطريقة تُسمى بالمعارضة، لأن كل واحد من الوسطاء، الذين سجلوا طلباتهم في حدود سعر معين، يعارض التسعيرة التي لا تلبى حاجته على الوجه المطلوب¹.

تتفق هذه الطريقة مع الطريقة الأولى في جوهرها وما ترمي إليه في تحديد سعر التوازن، وتنفيذ أكبر عدد ممكن من أوامر البيع والشراء، إلا أنها تختلف عنها في أسلوب التنفيذ فإذا كان التسعير يتم في الطريقة السابقة بأسلوب المناذاة الشفهية، فإنه يتم في هذه الطريقة بأسلوب الفرز الكتابي لعروض البيع وطلبات الشراء، ثم استخراج السعر الذي يحقق التوازن بينها، ولذلك فإن الحكم في هذه الطريقة كالحكم في الطريقة السابقة، وهو الجواز².

3-التسعير بالصندوق: عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء كثيرة ومتعددة في السوق يعمد الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، ثم تعمد لجنة السوق الى حساب العروض والطلبات، ومن ثم تحدد أسعار الأوراق المالية³.

لا يختلف التسعير وفقا لهذه الطريقة عنه في الطريقة الثانية، إلا في أن الأوامر تجمع أولاً في صندوق، ثم يتم تجميعها من قبل الموظف المختص تمهيدا لفرزها، وهذا لا أثر له في الحكم من الناحية الشرعية، ولذلك فإن الحكم في هذه الطريقة كالحكم في الطريقتين السابقتين، وهو الجواز⁴.

ثانياً- طرق تحديد السعر في الفقه:

تقوم طريقة تحديد السعر في السوق المالية الإسلامية في الفقه على الزيادة والمناقصة.

1-المزايدة: وهي تكون بين بائع ومجموعة من المشترين، والفرق بينها وبين المساومة أن المساومة تكون بين طرفين، أما في المزايدة فتقوم من طرف واحد (مجموعة من المشترين)، وفيها لا يفصح البائع عن سومه إما لأنه لا يستطيع تحديد قيمة المبيع بدقة أو رغبة في حصول على أقل سعر بل يشرك مشترين يتنافسون في سومها، وتمائل المناقصة المزايدة، ولكنها تكون بين مشتر ومجموعة من البائعين⁵، ويشترط لجواز المزايدة أن لا تحتوي على النجش.

¹ محمد صبري هارون، مرجع سبق ذكره، ص: 69.

² مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 576.

³ محمد صبري هارون، مرجع سبق ذكره، ص: 69.

⁴ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 576.

⁵ محمد بن إبراهيم السحيباني، عبد الله بن محمد العمراني، "قواعد التداول الالكتروني في الأسواق المالية ونظرات في مستنداتها الفقهي"،

المؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة، دبي، الامارات العربية المتحدة، أيام 6-8 مارس 2007، ص: 16.

2- **بيوع الأمانة:** وهي التي يحدد فيها الثمن بمثل رأس المال أو أزيد أو أنقص، وسميت ببيوع الأمانة لأنه يؤتمن فيها البائع في اختياره لرأس المال وهي ثلاثة أنواع: بيع المرابحة والوضيعة والتولية. ففي المرابحة يُحدد الثمن بزيادة على رأس المال وفي الوضيعة يحدد الثمن بنقص عن رأس المال أم بيع التولية فيكون فيه رأس المال نفسه ثمنا بلا ربح أو خسارة¹.

3- **المناقصة:** المناقصات من المعاملات الحديثة، من أجل ذلك لا تجد لها تعريفا عند فقهاءنا القدامى رحمهم الله، ولقد عرفها المُحدثون بعدة تعريفات لم تسلم غالبها من الانتقاد، يعرّفها الباحث ماهر السنوسي بأنها: "طلب أقل عوض في عمل مخصوص يلتزم صاحبه الوفاء بشروطه".

واختلف الفقهاء في تكيفهم لعقود المناقصات على خمسة أقوال على النحو التالي:

1. المناقصة تشبه المزايمة: حيث لا فرق بينهما في الأحكام المتعلقة بها، مع ملاحظة أن المزايمة هي طلب السعر الأعلى، والمناقصة هي طلب السعر الأدنى، والمزايمة تكون في البيع، أما المناقصة فتكون في الشراء وما شابه؛
2. المناقصة تشبه المسابقة: ويكون ذلك من حيث أنها تنافس على طرح أقل الأسعار للفوز بالعقد المتنافس عليه، مع مساواة كل المتنافسين في شروط هذه المسابقة وظروفها؛
3. المناقصة نوع من أنواع البيوع: حيث هي مبادلة منفعة بين المناقص والمناقص له، إذ لكل واحد منهما مصلحة في هذا العقد؛
4. المناقصات هي إجراءات يتوصل من خلالها الى الدخول في عقد لا يدخل إليه إلا عن طريقها وعلى هذا القول فالمناقصة ليست عقدا بالمعنى المتعارف عليه للعقد، وإنما تشبه أن تكون مقدمة للعقد؛
5. المناقصات عقد مركب من عقود مجتمعة: تتكون هذه العقود من بيع وما يعرف بكراسة الشّروط، عقد الضمان الابتدائي، عقد الضمان النهائي، الاتّفاق على الشّروط الجزائي، عقد القيام بالعمل الذي من أجله كانت المناقصة².

¹ نفس المرجع، ص: 16.

² ماهر أحمد السنوسي، "التكليف الفقهي لعقد المناقصة"، عقود المناقصات في الإسلام، كلية الشريعة بالجامعة الإسلامية، يوم 15 ماي 2005، غزة، فلسطين ص ص: 236-238.

المطلب الرابع: التحديات التي تواجه السوق المالية الإسلامية.

هناك عدة عوامل وأسباب تعيق عمل السوق المالية الإسلامية وتكبح توسعها وتطويرها سنلخص أهم المعوقات التي تواجه عمل السوق المالية الإسلامية في هذا الجزء من الدراسة.

الفرع الأول: صعوبات تواجه عمل السوق المالية الإسلامية.

تعد مشاكل التعاون والكوادر البشرية المتخصصة من المشاكل الأساسية التي تعاني منها السوق المالية الإسلامية.

أولاً-قصور التشريعات:

تعاني معظم الأسواق المالية الإسلامية من قصور التشريعات التي تحكم نشاطها خاصة فيما يتعلق بتوفير الحماية لكافة المستثمرين والمشاركين فيها، فهناك من الأسواق التي لم تشهد لليوم صدور قوانين تأديبية تخص المخالفات والصفقات المشبوهة، فبعض الأسواق تفتقر للرقابة الشرعية لاكتشاف أي خلل وانحراف كالحصول على بيانات بطرق غير مشروعة وتسريب معلومات وإشاعات¹.

ثانياً-مشاكل التعاون والكوادر البشرية:

1. ضعف التعاون بين المؤسسات المالية الإسلامية والتنسيق فيما بين المؤسسات الداعمة

للصناعة المالية الإسلامية؛

2. عدم وجود برامج أو بؤادر لمشاريع إدارة الجودة للمؤسسات والمنتجات المالية الإسلامية، من

خلال إقرار معايير معترف بها دولياً في مجال الجودة وتطوير المنتجات المالية المشروعة؛

3. انعدام الاندماجات المالية والمصرفية بين البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية لمواجهة

المنافسة التي تفرضها المؤسسات المالية التقليدية وتخفيض تكاليف المعاملات المالية²؛

4. عدم الكفاءات العلمية والفنية المختصة بشؤون الأسواق المالية فيما يتعلق بالتحليل والتسعير

والاستثمار؛

5. اختلاف القوانين الضريبية وقوانين الاستثمار من بلد إسلامي لآخر الأمر الذي يؤثر على

الشفافية في تعاملات المؤسسات المالية الإسلامية؛

6. الاختلافات الفقهية والتكليف الفقهي للعقود وجوازها بين الدول الإسلامية والعربية³.

¹ حسان خبابة، " دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية"، مرجع سابق، ص: 14.13.

² زكريا سلامة عيسى شطناوي، " الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، عمان، الأردن، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2009، ص: 234.

³ مهدي هند وآخرون، " واقع وآفاق السوق المالية الإسلامية: دراسة تجارب بعض الإسلامية والغربية"، الملتقى الدولي الأول، الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، جامعة غرداية، الجزائر، أيام 23-24 فيفري 2011، ص: 14.

ثالثاً- عدم وجود تقارب بين أحكام الشريعة الإسلامية:

مشاكل اختلاف أحكام الشريعة الإسلامية في العديد من البلدان والحكومات الإسلامية والعربية يؤدي لاختلاف أشكال وصيغ التمويل المعتمدة وهذا يعني أن البنوك الإسلامية والمؤسسات المالية التي ترعاها الهيئات الشرعية ستواجه مشاكل عند التعامل مع بعضها، كذلك وجود مخاطر التغيرات المفاجئة في الحكم الشرعي لمعاملة مالية معينة، لأن العديد من الدول الإسلامية والعربية لا تؤيد فكرة سابقة ملزمة، وهذا يعني أنّ علماء الشريعة والمجاميع الفقهية يمكن أن يغيروا قراراتهم ويختلفون مع القرارات وأحكام التي سبق اطلاقها¹.

الفرع الثاني: المشاكل التي تواجه إقامة السوق المالية الإسلامية.

عند إنشاء سوق مالية اسلامية يجب توفر العديد من المكونات الرئيسة لبنائها، أهمها الأدوات المالية الإسلامية، التي تضمن التعاقدات والمعاملات وتلبي رغبات المتعاملين.

أولاً- الأدوات المالية الشرعية والإدارة الحكومية:

1. ندرة اصدار الأدوات والمنتجات المالية المشروعة، لأنّ النظام التقليدي الرأسمالي هو السائد إلى حد كبير في معظم الدول الإسلامية والعربية؛
2. سيادة الشركات والمؤسسات العائلية المساهمة، وهذا النمط من الشركات والمؤسسات يتوقف عليه الاحتفاظ بأسهم هذه الشركة أو تلك في يد أفراد العائلة؛
3. ومن المشاكل أيضاً تملك الحكومة نسبة كبيرة من أسهم الشركات المساهمة، وقد تصل إلى أكثر من 50% ولا تسمح هذه الأنشطة بطرحها للاكتتاب العام؛
4. انخفاض معدل الدخل النقدي في معظم الدول الإسلامية، وهذا يؤثر في الادخار الفردي حيث ينفق الدخل على الاستهلاك ولا توجد زيادة للادخار لتوجيهها فيما بعد للاستثمارات².

ثانياً- عمق السوق:

تعاني الأسواق المالية الإسلامية من ضعف عمق السوق واتساعه وحجمه، حيث تعاني الأسواق المالية الإسلامية من نقص السيولة بسبب تدفق رؤوس أموال هائلة إلى الأسواق التقليدية الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض كفاءتها، مما يجعل المشاركين في السوق يواجهون قدراً كبيراً من الشك ونقص نسبة القدرة على التنبؤ والتخطيط.

¹ جعفر علي، حلوز فاطمة، "أثر الأزمات المالية على أداء الأسواق المالية الإسلامية-تحليل قياسي"، الملتقى الدولي الثالث، الصناعة

المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، أيام 12-13 أبريل 2016، ص: 10.

² زكريا عيسى سلامة شطناوي، مرجع سبق ذكره، ص: 233.234.

ثالثاً- التكامل:

صعوبة تحقيق وإقامة تكامل اقتصادي بين الدول العربية والإسلامية نتيجة لاختلاف القوانين والبيئة الاستثمارية والمذاهب مما يؤدي لاستحالة تحقيق تكامل يؤدي لتعظيم المنافع مثلاً اختلاف الممارسات المالية والتفسيرات الحالية في ماليزيا وإندونيسيا من جهة، والشرق الأوسط وشمال أفريقيا من جهة أخرى مما يجعل التكامل ضعيفاً¹.

الفرع الثالث: تحديات أخرى تواجه السوق المالية الإسلامية.

إضافة إلى المعوقات السالفة الذكر والمتعلقة بالأسواق المالية الإسلامية، توجد تحديات أخرى تواجه السوق المالية الإسلامية نتيجة لانتشارها وتوسعها خارج بيئتها الأصلية.

أولاً- من الناحية التنظيمية والإدارية:

التنظيم الإداري الحالي للمؤسسات المالية الإسلامية المشاركة في السوق المالية الإسلامية يقوم على السياسة الشرعية من خلال ذوي الاختصاص على حساب المصلحة العامة، فالهدف من السوق المالية الإسلامية تحقيق التنمية الاجتماعية وتيسير أمور الناس ورفع الحرج عنهم لتشجيع المستثمرين للدخول للسوق لتعميقها وتطويرها².

ثانياً- من حيث التوسع الجغرافي:

نعني بهذا النوع من التحديات مجموعة العوائق ذات الطبيعة الجغرافية التي تحد من كفاءة السوق المالية الإسلامية، وهي تتجلى أكثر إذا استوعب أصحاب هذا النظام من أنّ التمثيل الميداني على الرقعة الجغرافية لدول العالم الإسلامي بدون استثناء هي وحدها الكفيلة بإظهار الكفاءة الكلية للنظام المالي ذلك أنّ الأنظمة الوضعية مهما كانت طبيعتها : اقتصادية، سياسية، اجتماعية... الخ تبحث دائماً عن توسيع انتشارها الجغرافي حتى تكون هي المؤثرة في باقي الأنظمة وليس التأثر بها وهو ما يمكن قراءته من التوسع الجغرافي للنظام المالي التقليدي³.

ثالثاً- معوقات ذات طبيعة أجنبية:

هناك عوامل خارجية ناشئة عن خليط من العناصر الأجنبية المضادة للتكامل الإسلامي وهذه تجري في سياق فرض التبعية على الاقتصاديات الإسلامية ومحاربتها لتبقى مشدودة برباط الانصياع للضغوط الخارجية ذات المصالح في العالم الإسلامي والعربي خاصة من المستعمر القديم⁴.

¹ جعفر علي، طوز فاطمة، مرجع سبق ذكره، ص: 11.

² لعمارة جمال، ريس حدة، "تحديات السوق المالي الإسلامي"، الملتقى الدولي، سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، بسكرة، الجزائر، أيام 21-22 نوفمبر 2006، ص: 16.

³ محمد بوحديدة، "النظام المالي الإسلامي-التجارب-التحديات والآفاق"، الجزائر، كليك للنشر، الطبعة الأولى، 2011، ص: 341.

⁴ أيمن صالح فاضل، "السوق الإسلامية المشتركة المعوقات والحلول"، السعودية، مجلة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، المجلد 24، العدد 01، 2011، ص: 43.

المبحث الرابع: أهم الفروقات بين الأسواق المالية التقليدية والأسواق المالية الإسلامية.

أهم ما يميز السوق المالية الإسلامية عن السوق المالية التقليدية الالتزام بالضوابط الشرعية في العمليات التعاقدية والمعاملات المالية المرتبطة بالإسلام والشرع، وسنبرز في هذا المبحث أهم الفروقات الرئيسية بين السوق المالية الإسلامية والسوق المالية التقليدية.

المطلب الأول: الأدوات المتداولة في السوق المالية التقليدية والإسلامية.

تختلف الأدوات المتداولة في الأسواق المالية التقليدية عن نظيرتها في الأسواق المالية الإسلامية لأنّ الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية الإسلامية مصدرها الهندسة المالية الإسلامية.

الفرع الأول: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية التقليدية.

نذكر على سبيل المثال أهم الأدوات المتداولة والأساسية في نظام السوق المالي التقليدي.

أولاً- أدوات أو أوراق مالية أساسية:

تمثل هذه الأدوات والمنتجات الأساس في معاملات السوق المالي التقليدي، وهي في طبيعتها محررات كتابية قد تكون، حق ملكية وحصّة في الربح المحقق مع الحق في الإدارة مثل: الأسهم، أو حق دائنيه مقابل فائدة ثابتة مع الحق في الإدارة مثل: الأسهم، أو حق دائنيه مقابل فائدة ثابتة مثل السندات، أو حق ملكية وحصّة في الربح بدون حق في الإدارة مثل: صكوك الاستثمار، صكوك التمويل، ووثائق الاستثمار أو حق الربح فقط مثل: حصص التأسيس.

ثانياً- أدوات وأوراق مالية مشتقة:

تشتق قيمتها من قيمة الأصول المتداولة في الأسواق الحاضرة، فهذه الأخيرة وما يتداول بها من أصول مالية تعد مطلب أساسي لوجود هذه المشتقات، والتي تتمثل عقودها أساساً، في العقود الأجلية العقود المستقبلية، وعقود الخيارات، وعقود المبادلة، إضافة إلى التوريق الذي يجمع بين الاقتراض والمشتقات¹.

ثالثاً- شهادات الإيداع القابلة للتداول:

هي شهادات تثبت إيداع مبلغ معين بسعر فائدة معينة ولمدة محددة، وتتשא صفة التداول من أنّ معظم هذه الشهادات تصدر لحاملها ويتحقق تداولها بانشغالها من شخص لآخر، وتنقسم هذه الشهادات إلى نوعين:

1- النوع الأول: شهادات اسمية ولذلك فإنّ أول مشتر لهذه الشهادات هو الذي له الحق أن يسترد قيمتها من البنك الذي أصدرها؛

¹ باسل الشاعر، "الأسواق المالية من منظور المالية الإسلامية والمعايير الدولية"، المؤتمر الدولي الرابع للمالية والمصرفية الإسلامية، الجامعة الأردنية، كلية الشريعة، الأردن، أيام 16-17 أوت 2017، ص: 10.

2- والنوع الثاني شهادات الإيداع لحاملها، وهذه الشهادات بنوعها تصدرها البنوك الكبرى وتكون بمبالغ كبيرة¹.

الفرع الثاني: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية الإسلامية.

تتميز السوق المالية الإسلامية عن السوق المالية التقليدية بأنّ الأدوات المالية المتداولة فيها مرتبطة بفقّه المعاملات المالية والهندسة المالية الإسلامية.
أولاً- أدوات المشاركة:

وهي تحتوي على جميع أنواع صكوك المشاركة بشقيها المستمرة والمتناقصة حيث يعمل المتداولون على إبرام عقود المشاركة، تُمثل في عقود تُثبت ملكية في رأس مال مشروع معين محل العقد، كما يتم تعيين هيئة لإدارة المشاركة بحسب شروط الإصدار المتفق عليها بالأخذ بعين الاعتبار الأحكام الشرعية ويتم تداول هذه العقود في السوق المالية الإسلامية.

ثانياً- أدوات البيوع (المرابحة والسلم والإستصناع):

حيث تقوم الجهة المصدرة لهذه الأدوات بتمويل شراء السلع والبضائع للمشروع المخطط له كما في السلم والاستصناع وكل هذا مقابل عمولة وتتولى هذه الجهة متابعة مستحقات وتوزيع الأرباح الفعلية لأصحاب وحاملي هذه الصكوك التي يتم الاكتتاب فيها أول مرة بغرض تحويل المشروع².

ثالثاً- أدوات المنافع:

وهي صكوك الإجارة بأنواعها المتناقصة أو المنتهية بالتملك حيث تقوم الجهة المصدرة بتملك عقارات تُدر دخلاً بشكل منتظم بإصدار صكوك الإجارة للتداول بين المتعاملين ويُمثل كل صك حقه في ملكية العقار، يستحق حامله بحسب نصيبه في هذا العقار جزءاً من الدخل المحقق، أو تقوم جهة معينة بشراء أصول ثابتة مثل معدات أو منقولات ونقوم بإصدار صكوك تُمثل في مجموعها رأس مال هذه الأصول وتقوم بإدارتها من تأجير وصيانة وتأمين لقاء عمولة ومن ثم تحويل الصافي المتحقق لحاملي صكوك الإجارة المحددة³.

كذلك يمكن إضافة أدوات مالية أخرى شرعية يتم تداولها في السوق المالية الإسلامية كالعقود المركبة، والمؤشرات المالية الإسلامية، صناديق الاستثمار الإسلامية، وبطاقات الائتمان الشرعية والمشتقات المالية الإسلامية والتي شرحناها بالتفصيل في فصل أدبيات الهندسة المالية الإسلامية.

¹ رفعت السيد العوضي، "الأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر والاقتصاد الإسلامي"، مقدم للدورة العشرية للمجمع الفقهي الإسلامي، مكة المكرمة، أيام 25-29 ديسمبر، السعودية، 2010، ص: 18.

² مهداوي هند وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 03.

³ نادية جوده، "الأسواق المالية الإسلامية"، الملتقى الدولي الثالث، الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، أيام 12-13 أبريل 2016، ص: 22.

مما سبق نلاحظ أنّ المنتجات المالية المتداولة في الأسواق المالية الإسلامية لا تمنح فائدة ثابتة لحاملها، كما لا يمكن تمويل الجهات المصدرة لهذه الأدوات بقروض ربوية أو قروض مصدرها مشبوه الأمر الذي من شأنه القضاء على المضاربة الأخلاقية ودعم حركة السوق وتشجيع التداول وتعاضم حجم السوق الذي يؤدي إلى تطوير وتفعيل السوق المالية وتعميقها.

المطلب الثاني: مبادئ وضوابط عمل الأسواق المالية الإسلامية والأسواق المالية التقليدية.

تخضع السوق المالية الإسلامية لمصادر وقوانين تحكم عملها وتهذب معاملتها لتوجيهها لمسارات محددة عكس السوق المالية التقليدية التي تخضع لسلطة الريح بغض النظر عن الوسائل والممارسات.

الفرع الأول: مقومات عمل الأسواق المالية الإسلامية وضوابطها.

يتميز عمل السوق المالية الإسلامية بالانضباط بالأحكام الشرعية خاصة فيما يتعلق بجانب تحقيق المصلحة العامة وحماية المستثمرين.

أولاً-الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية:

إنّ هيكل السوق المالية الإسلامية مرتبط بتحريم الربا والظلم والغرر والغبن والتدليس وهي شروط أساسية للمنافسة الكفوة الشريفة، بطبيعة الحال ينطبق هذا المبدأ على السوق المالية الإسلامية أي السوق المنضبطة بالضوابط الشرعية، ولم يتدخل الإسلام بآلية السوق (العرض والطلب) لتحديد الأسعار لأنّها من الحريات الطبيعية التي أقرتها الشريعة الإسلامية كشرط مكمل وكائن لأداء السوق بكفاءة.

ثانياً-الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي:

انتشار المضاربات الغير الأخلاقية من بعض المتعاملين في السوق المالية التقليدية فيقومون بشراء الأوراق المالية وبيعها ليس بغرض الاستثمار أو الاسترباح ولكن بغرض التأثير على الأسعار لصالحهم وهذا ما يؤدي إلى ظهور بعض الاحتكارات في هذه الأسواق، لكن في السوق المالية الإسلامية لا توجد مثل هذه المضاربات لأنّ الناظر في العقود الإسلامية يرى أنّها عقود تهدف إلى الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي كالمشاركات والبيوع والإجازات وغيرها من العقود، بالإضافة إلى ذلك فإنّ الإسلام قد حرم الاحتكار والغرر¹.

ثالثاً-هيئات الرقابة الشرعية:

الرقابة الشرعية هي: "جهاز مستقل من الفقهاء المتخصصين في فقه المعاملات، ويجوز أن يكون أحد الأعضاء من غير الفقهاء على أن يكون من المتخصصين في مجال المؤسسات المالية

¹ زلاطو نعيمة، "أهمية السوق المالية الإسلامية في تمويل الاقتصاد الجزائري"، الملتقى الدولي الثالث، الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، أيام 12-13 أبريل 2016، ص ص: 6.5.

الإسلامية وله إمام بفقهِ المعاملات، وتقوم هيئات الرقابة الشرعية بتوجيه نشاطات المؤسسات المالية الإسلامية ومراقبتها والإشراف عليها".

وترجع أهمية الرقابة الشرعية في السوق المالية الإسلامية إلى وجود مقاصد ونصوص شرعية ينبغي أن تتم رعايتها في المعاملات المالية المختلفة فالمميز الأساسي لهذه السوق المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية هو رعايتها لهذه المقاصد والنصوص، لذلك توجد في كل مؤسسة مالية إسلامية مشاركة في السوق المالية الإسلامية هيئة شرعية للرقابة على معاملاتها لتعزيز ثقة المتعاملين بها¹.

رابعاً- الحرية الاقتصادية:

إنّ الحرية الاقتصادية للأفراد في الأسواق المالية الإسلامية وتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي وانفرادها ببعض أوجه هذا النشاط يتوازنان إذ لكل منهما مجاله بحيث يكمل كلاهما الآخر، فكلاهما يقرره الإسلام في وقت واحد، وكلاهما كأصل وليس استثناء، وكلاهما مقيد وليس مطلقاً ذلك أنّه:

حين يقرر الإسلام حرية الأفراد في ممارسة النشاط الاقتصادي، نجده يضع قيوداً على هذا النشاط فلا يجوز مثلاً التعامل في إنتاج الخمر أو التعامل بالربا أو الاحتكار، أو حبس المال عن التداول أو صرفه على غير مقتضى العقل، أو الإضرار بحقوق الآخرين أو المغالاة في تحديد الأسعار... الخ².

خامساً- المنافسة الحرة وحرية الأسعار:

الحرية من المقاييس التي يمكن اعتمادها في التمييز بين نظام وآخر.

1- المضمون الإسلامي للحرية:

تعتبر الحرية منطلقاً أساسياً في الوجود سواء بمدلولها الطبيعي أو بمدلولها الاجتماعي، والحرية بمدلولها الطبيعي منحة من الله للإنسان وموقف الإسلام من هذا النوع من الحرية يخضع لسياق تصوره العام القائم على مبدأ التوسط و الاعتدال فهو يضمن الحرية الشكلية لكافة الأفراد ما لم يتذرعوا بها للخروج عن الصواب فتصير عندئذ شعاراً يُبرر ارتكاب ما يتنافى مع السلوك الإسلامي، هذا السلوك الذي يتجنب الوقوع في الاعتداء على حدود الله سواء تعلق الأمر بحقوق الله أو بحقوق العباد³.

¹ نجاح عبد العليم عبد الوهاب أبو الفتوح، "الاقتصاد الإسلامي-النظام والنظرية"، عمان، الأردن، عالم الكتاب الحديث للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2011، ص: 380.

² محمد شوقي الغنجري، "الوجيز في الاقتصاد الإسلامي"، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، دار الشروق، 1994، ص: 60.

³ علي يوعلا، "النظام الاقتصادي الإسلامي"، وقائع ندوة رقم 34، البنك الإسلامي للتنمية، البنوك الإسلامية ودورها في تنمية اقتصاديات المغرب العربي، السعودية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، مكتبة الملك فهد الوطنية، 1990، ص: 94.93.

2- المنافسة الحرة والعدالة:

تتميز السوق المالية الإسلامية بأنها سوق المنافسة العادلة، حيث يترك لقوى العرض والطلب أن تتفاعل في حرية تامة لتحديد الأسعار مما يتحقق معه توازن المنتجين والمستهلكين، وتحقيق مصالحهما على حد سواء، كما يضمن ذلك الاستخدام الأمثل لعناصر الإنتاج وحينما يكون ارتفاع الأسعار في السوق بسبب نقص في الدخل أو نتيجة لزيادة في الطلب أو لارتفاع في تكاليف الإنتاج فإنّ الإرتفاع السعري في هذه الحالة يعتبر أمراً طبيعياً، ولا مجال فيه لأي تدخلات من قبل أولي الأمر.

ولكي تحافظ السلطة الاقتصادية في الدولة الإسلامية على سيادة المنافسة الحرة العادلة وعدم تحولها إلى منافسة احتكارية فإنّ المناهج الإسلامية تحدد ضوابط شرعية بالإضافة إلى عدد من الضوابط التي تكفل منع الإضرار بالسعر وعدالة السوق:

- النهي عن الاحتكار: فالاحتكار يؤدي إلى إثراء لبعض أفراد المجتمع ظلماً على حساب الآخرين؛
- مراقبة التعامل في الأسواق: ولهذا شرع الإسلام نظام الحسبة، جلباً لمصالح أفراد المجتمع ولدفعاً للمفاسد عنهم ولمراقبة المكاييل والموازين وإيفاء العقود؛
- حماية السوق من سيطرة الوسطاء: لأنّ تدخل الوسطاء والسماسة يلعب دوراً في رفع أسعار المنتجات يؤول إلى إضعاف القدرة الشرائية للمستهلكين وتحقيق أرباح وافية من جراء هذا التدخل للوسطاء؛
- منع الغش: ويتوجب على المتعاملين في السوق المالية الإسلامية للتعامل بيعة وشراء على أساس من الثقة والأمانة والصدق؛
- النهي عن التناجش: وهو لجوء المرء للزيادة في سعر السلعة، لا يقصد شراءها، وإنما ليخدع بذلك المشتري الفعلي ليدفعه للشراء بأعلى ثمن؛
- النهي عن الغبن الفاحش وبيع الغرر: الغبن الفاحش يعني بيع السلع بأكثر من قيمتها المعروفة وبيع الغرر هو البيع الذي يقع من خلاله خداع المستهلكين والتغريب بهم وبيعهم سلعا قد لا يتمكن البائع من تسليمها¹.

3- حرية الأسعار: وتكون في الأسواق المالية الإسلامية مبنية على قوى العرض والطلب لأنها سوق يتم تحديد جهاز الثمن فيها وفق آليات العرض والطلب².

¹ أنور عبد الكريم، "الاقتصاد الإسلامي مصطلحات ومفاهيم"، وقائع الندوة الدولية رقم (36) السياسة الاقتصادية في إطار النظام الإسلامي، سطيف، الجزائر، البنك الإسلامي للتنمية، 1991، ص: 48-50.

² كساب رقية، مرجع سبق ذكره، ص: 03.

سادسا- التنمية الاقتصادية:

سنقوم بتعريف التنمية الاقتصادية من وجهة نظر الإسلام.

1- مفهوم التنمية الاقتصادية في النظام المالي الإسلامي:

هي " التحسن الحثيث لرفاهية الفرد المادية والمعنوية، وكذلك التقدم المتعدد الجوانب للمجتمع برمته الذي من حقه أن يستفيد من ثمرات النمو الاقتصادي"¹.

2- دور السوق المالية الإسلامية في تحقيق التنمية الاقتصادية:

المنهج الإسلامي يؤمن بأن الاعتماد على الخارج في استيراد رأس المال يتنافى مع مفهوم التنمية الحقيقية، ولعل واقع البلاد الإسلامية تؤكد صدق هذه النظرية، حيث أن الإحصاءات المتاحة تثبت أن تدفقات رأس المال إلى خارج البلدان الإسلامية تفوق تدفقات رأس المال إليها. فالإقتصاد الإسلامي يقدم للبلدان الإسلامية العزم والإدارة اللازمين لتطبيق سياسة الاعتماد على النفس والتي بدونها لن تتحقق تنمية قط، فلم يحدث في تاريخ العالم بأسره، أن حقق شعب التنمية بجهود الآخرين.

إمكانات الدول الإسلامية يفوق بمراحل مجموعة الإمكانات للدول الغربية ومن ثم فإن إدخال البعد الإسلامي على إستراتيجية التنمية وتجميعها في إستراتيجية واحدة يحقق أكبر تنمية اقتصادية لكل البلدان الإسلامية دون استثناء ويغنيها عن أعباء شروط التبادل في الأسواق المالية العالمية التي تلعب دور كبيرا في عملية التنمية الاقتصادية وتدفع بعجلة التنمية إلى الأمام.

ولا تقتصر الفائدة التي يجنيها العالم الإسلامي في التكامل الاقتصادي على توفير التمويل وتحقيق التنمية الاقتصادية، بل توفر له السوق المالية الإسلامية الاستغلال الأمثل للموارد لهذا العالم نتيجة خصائص وميزات الدول الإسلامية فمثلا السودان تحتوي على الأراضي الزراعية، باكستان ومصر الأيدي العاملة، وغيرها ضم هذه الموارد لبعضها إلى بعض تحت غطاء سوق مالية إسلامية موحدة كفيل بأن يحقق التنمية الاقتصادية في أفضل الظروف.

الوطن العربي وحده من القوى البشرية الضخمة والخبرات العلمية ومن الثروات الهائلة ورؤوس الأموال الفائضة، ما يصلح أساسا لإقامة سوق مالية إسلامية عظمى، ولكن هذه العوامل لم تلعب دورها بعد بسبب اقتصاد العالم العربي².

إنّ السوق المالية الإسلامية، قريبة جدا من سوق المنافسة الكاملة مع الأخذ بعين الاعتبار بعض الإجراءات التصحيحية على سماتها، والحرية الاقتصادية في الإسلام حرية حقيقية، فالمنافسة

¹ عبد الحميد براهيم، "العدالة الاجتماعية والتنمية في الاقتصاد الإسلامي"، بيروت، لبنان، مركز دراسات الوحدة العربية، الطبعة الأولى، 1997، ص: 177.

² إبراهيم يوسف، "التكامل الاقتصادي والسوق الإسلامية المشتركة"، المؤتمر العام الثاني والعشرون، المجلس الأعلى للشؤون الإسلامية، مصر، ص: 11.10.

الحرّة الشريفة هي أساس الاقتصاد الإسلامي، يختار ما يحلو له من النشاط الاقتصادي ضمن إطار الضوابط الأخلاقية والتشريعية، وله حرية التملك لوسائل الإنتاج والمشروعات الفردية والشركات الخاصة التي تعمل في الإنتاج المباح الذي تراه مناسباً لها بدافع المصلحة الخاصة، بشرط ألا يؤدي ذلك إلى الضرر بالآخرين¹.

الفرع الثاني: صور الانحراف في السوق المالية التقليدية.

يتسم جانب كبير من عمل السوق المالية التقليدية بالممارسات الأخلاقية والمناهضة للمرجعية الشرعية الإسلامية ومن أهم هذه الممارسات نذكر:

أولاً-الربا:

لقد حرم الإسلام ومعه كل الشرائع السماوية الربا، لما فيه من الأضرار الاجتماعية والاقتصادية وسنتحدث عنها بشيء من الإيجاز فالأضرار الاقتصادية تكمن في أن الربا وسيلة غير سليمة للكسب كما يلي:

1-الفائدة التي يحصل عليها المرابي لا تأتي نتيجة عمل إنتاجي بل استقطاع من مال الفرد، أو من ثروة الأمة دون أن ينتج ما يقابله؛

2-الفائدة تدفع فئة من الأمة إلى الكسل والبطالة لتمكينهم من زيادة ثروتهم بدون جهد وعناء؛

3-الربا يؤدي إلى ظاهرة التضخم في المجتمع؛

4-إتقال كاهل المقترضين عند العجز عن التسديد لتضاعف سعر الفائدة المحرمة شرعاً².

والربا هو القرض بفائدة مشروطة عند الاقتراض، أو عند حلول موعد الشراء وهو الربا الذي يتعامل به الناس الآن³، وهذا النوع محرم أولاً بالكتاب، قال تعالى: (وَحَرَّمَ الرِّبَا)⁴.

ثانياً-الغرر:

التعامل بالغرر في الأسواق المالية التقليدية شاسع الاستعمال، لأنه يتضمن القمار والميسر والجهل بالعاقبة، والنتيجة النهائية كما أنّ فيه معنى الخداع والتضليل بالصورة والظاهر في حين يكون الباطن غير مرغوب فيه.

فالبيع الذي يكون فيه المعقود عليه مجهولاً، غير محدد بالمحددات الشرعية التي تخرجه من دائرة المجهول، والبيع الآجل الذي سيكون الآجل فيه مجهولاً، والبيع الذي فيه خداع وغش لأحد

¹ محمود حسن صوان، "أساسيات الاقتصاد الإسلامي"، عمان، الأردن، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2014، ص: 181.

² عبد الله بن عبد المحسن الطريقي، "الاقتصاد الإسلامي أسس ومبادئ وأهداف"، السعودية، مكتبة فهد الوطنية، الطبعة الأولى، 2009، ص: 87.

³ رمضان حافظ عبد الرحمان، "التأمين على الأنافس والأموال"، القاهرة، مصر، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، الطبعة

الأولى، 2005، ص: 10.

⁴ سورة البقرة، الآية 275.

المتعاقدين بحيث لو علم به قبل العقد لم يقدم على إتمام الصفقة، والميسر والقمار، وبيع المعدوم وبيع ما لا يملك وما ليس عنده، كلها بيوع محرمة للتداول في الأسواق المالية الإسلامية ولا يتم تداولها إلا في بعض المستثنيات كبيع السلم الذي يكون مقيد بالشروط والقيود التي تخرجه من أن يكون من مطلق المعدوم.

ومن أهم الشّروط الواجب توفرها لأن يكون بيع الغرر جائزا هي:

1. أن يكون الغرر حقيرا يسيرا؛
2. أن تدعو حاجة إلى العقد؛
3. ألا يملك الاحتراز عنه إلا بمشقة.

والظاهر اتفاق علماء الشريعة الإسلامية على هذه الشّروط في حين اختلفوا فيما يخص حجم الغرر (كثيرا أو حقيرا)، فهناك من رأى أن الغرر الكثير يقضي ببطلان العقد، وهناك من يرى أن الغرر قليلا لا يؤثر في صحة العقد¹، ومن أمثلته النجش، التدليس.

ثالثا-الأزمات المالية:

لقد كان أثر الأزمات المالية قويا على تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق المالية مما انعكس على كفاءة هذه الأسواق، حيث تأثرت كل من معدلات العوائد، وكذا نشاط السوق وتطويره بالرغم من اختلاف أسباب الأزمة المالية العالمية الأخيرة عن أسباب أزمة الكساد وغيرها من الأزمات إلا أنّها تشترك معهم بوجود بعض الممارسات غير الأخلاقية في الأسواق المالية، فعمليات المضاربة الشديدة والبيع الصوري والغرر وتداول الأدوات المالية الربوية، جعل الأسواق المالية التقليدية مركزا للقمار الأمر الذي دعى لضرورة تبني أحكام الشريعة الإسلامية خاصة وأنّ الأدوات المالية التي تتوافق وأحكام الشرع تجنب الأسواق المالية هذه الأزمات المالية الناتجة عن الممارسات للأخلاقية نتيجة التطبيق السليم للابتكارات المالية².

رابعا-البيع الصوري:

ومن أهم صور البيع الصوري الشائعة في الأسواق المالية ما يلي:

1- أن يقوم المضارب بالبيع على نفسه بكميات كبيرة، من خلال تعدد المحافظ التي باسمه وبأسماء أصدقائه أو أفراد أسرته أو بأسماء مجموعات متفق فيما بينها على هذا الأساس ثم تقوم هي نفسها

¹ رشيد قرانم، "مشتقات الهندسة المالية الإسلامية في ظل المتغيرات الاقتصادية الراهنة بين إشكالية التنظير وآلية الممارسة"، الملتقى الدولي الرابع للمالية الإسلامية، الهندسة المالية الإسلامية بين الضوابط الشرعية والمستحقات الربحية والمقاصد التنموية، جامعة الزيتونة، صفاقس، تونس، أيام 27-28 أبريل 2016، ص ص: 14.13.

² شلابي عمار، "المعايير الأخلاقية والشروط الشرعية لهندسة الأوراق المالية الإسلامية"، الملتقى الدولي الرابع للمالية الإسلامية، الهندسة المالية الإسلامية بين الضوابط الشرعية والمستحقات الربحية والمقاصد التنموية، جامعة الزيتونة، صفاقس، تونس، أيام 27-28 أبريل 2016، ص ص: 02.01.

بالببيع على البائع الأول، وإعادة هذا السهم بسعر أكبر إذا أريد للسهم الصعود أو أقل إذا أريد له الهبوط والهدف من ذلك إيهام المتداولين في السوق بأنّ هناك تغيرات في سعر السهم، وتسمى هذه العملية من المضارب (بعملية التدوير).

2- أن يقوم المضارب المتلاعب فرصة إرتفاع في القيمة السّوقية لأسهم يمتلكها، فيقوم بالاتّفاق مع أشخاص آخرين ببيعها عليهم بسعر أعلى من السّعر الجاري في السّوق المالي، ثم يقوم هؤلاء الأشخاص في نفس اليوم بإعادة بيعها له بسعر أعلى، والنتيجة مزيد من الإرتفاع في قيمتها السّوقية ثم يقوم المضارب ببيع ما يملكه بالسّعر المرتفع ثم تكون النتيجة تدهور سعر السهم ويطلق على هذه الطريقة طريقة (التصريف)* عند إدارة المضارب بيع هذه الأسهم وطريقة (التجميع)* لمن أراد أن يشتري السهم.

3- الاتّفاق بين بعض المضاربيين من خلال التوصيات على شراء سهم من الأسهم المدرجة بغرض رفع قيمته إلى حد معين ثم بيعه بكميات كبيرة من خلال هذه المجموعات، والهدف من هذا البيع إيهام المتعاملين أن هناك تغيرات سعرية حدثت للسهم، وهذه السلسلة من البيوع من شأنها أن تؤدي إلى انخفاض بقيمتها السّوقية بشكل يومي بتدهور حالة المنشأة المصدرة لها وهنا يصاب المتداولين بالذعر مما يدفعهم إلى التخلص مما يمتلكونه من هذه الأسهم الأمر الذي يترتب عليه عروض كبيرة بدون طلب مواز فيهبط السّعر، وعندها يتدخل المتلاعب فيشتري الأسهم¹.

خامسا- التلاعب في الأسعار:

يقوم المتلاعبون في أسعار الأوراق المالية في الأسواق المالية التقليدية باستخدام حيل وأساليب معينة لتحقيق أهدافهم وتعظيم أرباحهم بطرق غير مشروعة ولا أخلاقية ومن أهم الطرق التي يتبعونها لتحقيق مآربهم كالتالي:

1- العمليات التي تهدف إلى تخفيض كبير في أسعار أسهم شركة معينة عن طريق بيع كميات كبيرة منها وربما على المكشوف، دون أن يكون هناك سبب يتصل بالأداء الاقتصادي للشركة يبرر هذا الإنخفاض يتبعه عمليات شراء لكميات كبيرة من هذه الأسهم بأسعار منخفضة جدا مما ينتج عنه أرباح كبيرة عندما تعود الأسعار إلى سعرها الطبيعي بعد ذلك.

* التصريف: معناه بيع الأسهم التي يمتلكها.

* التجميع: شراء هذه الأسهم بحيث يقوم المضارب بالشراء من نفسه لرفع قيمة السهم السّوقية، لزيادة قيمة السهم.

¹ عبد الله بن محمد العمراني، "التلاعب في الأسواق المالية-دراسة فقهية"، مقدم للدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، مكة المكرمة السعودية، أيام 25-29 ديسمبر 2010، ص ص: 11.10.

2-العمليات التي تهدف إلى رفع السّعر وذلك عن طريق الشّراء بنفس الطريقة السابقة، بأسعار مرتفعة لسهم معين لكي يتضاعف سعر البيع عن السّعر الطبيعي للسّوق المالي، ويطلق على هذه الطريقة مصطلح فني يعرف بإسم "الغلاية" *.

3-العمليات التي تتم عن طريق نشر أخبار كاذبة وإشاعات والقيام بعمليات بيع موازية "بطريقة آلية" مقارنة أو في نفس المستوى المنخفض لكي تزيد من الإلتجاه نحو الانخفاض فالمضاربة غير المشروعة ترتبط عادة بنشر أخبار كاذبة أو مخادعة فهي تقوم على الغش ونشر الإشاعات التي تطلق بين العامة وكذلك المبالغة في الأحداث الحقيقية التي تهدف إلى بث أفكار معينة حول سهم ما ليرتفع ثمنه مثلا أو كي ينخفض سهم آخر نظرا لظروف معينة.

4-تقسيم السهم، بمعنى تجزئة القيمة الاسمية للسهم إلى عدة أجزاء فإذا كانت القيمة الاسمية للسهم دولار واحد ويجري التعامل عليه في السّوق المالي بخمسة دولارات، فإذا ما تم تقسيم القيمة الاسمية إلى أربعة أجزاء بحيث تصبح القيمة الإسمية للسهم ربع دولار ثم بعد فترة قصيرة من التعامل تصبح القيمة السّوقية للسهم أعلى من خمسة دولارات، أي أن السهم الأصلي ارتفعت قيمته إلى عشرين دولار (عشرون ضعفا من القيمة الاسمية) بعد أن كانت قيمته السّوقية قبل التقسيم خمسة دولارات فقط¹.

سادسا-تذبذب الأسعار:

تتذبذب الأسعار في الأسواق المالية التقليدية بشكل كبير وغير معهود، وقد تسلك هذه التغيرات في الأسعار سلوكا تصاعديا كبيرا حيث توصف السّوق بأنّها في حالة توسع وانتشار وتضخم، حتى مرحلة معينة ينقلب فيها اتجاه الأسعار إلى انحدار شديد قد يترتب عليه انهيار في السّوق المالية، وقد تكررت الانهيارات عدة مرات في السّوق المالية التقليدية، ومنها ما حصل في الجمعة والاثنين 16 و 19 أكتوبر 1987، وكذلك الجمعة والثلاثاء 13 و 17 أكتوبر عام 1989².

سابعا-العروض الوهمية:

تكون هذه العروض قبل افتتاح السّوق المالية للتداول بساعة أو نصف ساعة حيث المضارب المتلاعب، والذي يملك أسهما كثيرة أو نصف ساعة حيث المضارب المتلاعب، والذي يملك أسهما كثيرة في سهم ما بعرض عروض بيع، بصفات مختلفة، ليوهم المضارب (الجاهل) غير المحترف بأنّ هذه العروض من أشخاص كثر.

هدف هذه الطريقة الإيهام بأنّ السهم عليه (تصريف)، أو لديه خبر سيء، فيقوم ملاك السهم بعرض عروضهم للبيع بسعر أقل من سعر المضارب المتلاعب، حيث يغتتموا فرصة البيع أولا حتى

*الغلاية: وهي طريقة شهيرة لرفع سعر سهم ما، وتستخدم خصوصا على الأسهم ذات التداول المحدود

¹ صالح أحمد البربري، "المضاربة والتلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية"، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، الإمارات العربية المتحدة، أيام 15-17 ماي، ص: 12-15.

² بوعلام بن جيلالي، يوسف عبد الله بن الزامل، مرجع سبق ذكره، ص: 246.

إذا لم يبق لافتتاح السوق إلا دقائق معدودة، قام بإلغاء أوامر العرض، ثم سحب عروض ملاك الأسهم المخدوعين، فاشترها منهم ثم يبدأ السهم بالصعود تدريجياً، فيقوم المتداولون بشرائها مرة ثانية، ثم يقوم المضارب المتلاعب ببيعها عليهم بفارق سعري عالٍ وجديد.

في المقابل إذا علم المضارب المتلاعب بأن هناك أخباراً سيئة للسهم أو أن طلب الشركة المساهمة بزيادة رأس المال قد رفض من هيئة السوق المالية قبل إعلان الخبر في السوق، فيقوم بعرض طلبات لشراء السهم بأسعار متفاوتة وبصفات مختلفة ليوهم المتداولين بأن السهم يحمل محفزاً أو خبراً جيداً فيسارع المستثمرون بعرض طلباتهم بسعر أعلى، فإذا لم يبق على السعر السوقي إلى الأعلى، فيغتتم فرصة هذا الصعود ليعرض جميع أسهمه للبيع، ويقوم بالتصريف حتى تعاد نفاذ الكمية لديه¹.

مما سبق يظهر أن الأسواق المالية الإسلامية جاءت لتصحيح الانحرافات الواقعة في الأسواق المالية التقليدية التي جعلتها عرضة للأزمات المالية ونفور المستثمرين منها نتيجة تعرضهم للخداع والخسائر المالية، الأمر الذي أعاق نشاط السوق التقليدي وأثر على النظام المالي العالمي، تعد الأسواق المالية الإسلامية المشبعة بالخصائص والصفات الإسلامية الحميدة وكفاءتها الاقتصادية أفضل بيئة لتداول الأوراق المالية الشرعية وضم المستثمرين المسلمين وغير المسلمين لقدرتها على تحقيق وتعزيز الكفاءة والمقاصد الاقتصادية لأطراف العقد من مصدرين للأوراق المالية والمستثمرين فيها، الأمر الذي من شأنه تحقيق التنمية الاقتصادية لأنها من البداية مبنية على أسس سليمة أحاطت بها الثقة وحسن النية.

المطلب الثالث: الوساطة المالية في الأسواق المالية التقليدية والأسواق المالية الإسلامية.

الوساطة المالية عامة لها دور كبير في الأسواق المالية فهي تعمل وتشرف على عملية التبادل بين المتعاملين والمستثمرين في الأسواق المالية المعاصرة.

الفرع الأول: الوساطة المالية في الأسواق المالية المعاصرة.

تختلف الوساطة المالية في الأسواق المالية التقليدية عن تلك الموجودة في الأسواق المالية الإسلامية لعدة اعتبارات أهمها القائمين على عملية الوساطة ونوع العقود.

¹ عبد الله بن محمد العمراني، مرجع سبق ذكره، ص: 12.11.

أولاً- مفهوم الوساطة المالية وأهميتها في الأسواق المالية:

سنقوم بالتعريف بالوساطة المالية في الأسواق المالية وأهميتها لهذه الأسواق.

1- تعريف الوساطة المالية والوسيط المالي:

تعد عملية الوساطة المالية من أهم وظائف السوق المالية.

- مفهوم الوساطة المالية:

"الوساطة المالية هي العملية التي تقوم بها هيئات مالية متخصصة تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشرة بين المقرضين والمقترضين إلى علاقة تمويل غير مباشر، فهي تخلق قناة جديدة تمر عبرها الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي وبهذه الطريقة تصل بين طرفين متناقضين في أوضاعهما وأهدافهما المستقبلية"¹.

- الوسيط المالي:

الوسيط المالي هو كيان مالي خاص يقوم بدور فعال في حالة وجود شروط تجعل من الصعب على المقرضين أو المستثمرين من الأموال التعامل مباشرة مع المقترضين للأموال في الأسواق المالية ويشمل الوسطاء الماليون مؤسسات الإيداع وشركات التأمين والشركات الاستثمارية المنظمة ومصارف الاستثمار وصناديق المعاشات التقاعدية².

2- أهمية الوساطة المالية للأسواق المالية المعاصرة:

الوساطة المالية قادرة على إزالة مثالية التمويل المباشر بعدة طرق، فهي تساعد على الفصل بين قراري الادخار والاستثمار في إنتاج حقيقي، وبما أنّ هذا الأخير يحتاج لمعلومات وخبرات تتجاوز ما هو متاح للمستثمر العادي، فإنّ تقسيم العمل والتخصيص يزيدان موارد الأمة، إنّ الفصل بين هاتينوظيفتين والمباعدة بين إدارتي القطاع المالي للاقتصاد وقطاعه الحقيقي أصبحت الآن سمة راسخة للاقتصاد الحديث، ويتسع القطاع الحقيقي عندما يهيمن المشتغلون في ذلك القطاع على الموارد اللازمة بشروط مقبولة، لها أبعاد متعددة كالأفق الزمني، حجم الموارد، المخاطرة، التكلفة السرعة والمرونة، تلك هي الأبعاد وتباين الأهمية النسبية للأبعاد من عملية لأخرى، فالمنافسة تجعل أرباب العمل يسعون دوماً لتحسين الصفات التي يعقدونها، وينشأ الضغط التنافسي غالباً في قلوب

¹ بريك فريد، بوعتروس عبد الحق، " دور الوساطة المالية الحديثة في أزمة الرهن العقاري"، الجزائر، مجلة العلوم الإنسانية، عدد 45، جامعة قسنطينة، جوان 2016، ص : 103.

² Valdonè Darskuvienè, "Financial Markets". Development and Approbation of Applied Courses Based on the Transfer of Teaching Innovations in Finance and Management for Further Education of Entrepreneurs and Specialists in Latvia, Lithuania and Bulgaria, 2010 p: 09.

وعقول الناس الذين يبحثون عن منتجات أفضل بأسعار أقل، مضافا إليها خدمات أخرى مما يحسن في الصفة (ضمان الجودة سرعة التسليم، الصيانة، الإصلاح والاستمرارية في العرض)¹.
ثانيا- تاريخ الوساطة المالية في الإسلام:

استطاع المسلمون منذ صدر التاريخ إقامة نظام مالي غير ربوي لتعبئة الموارد بهدف تمويل الأنشطة الإنتاجية والحاجات الاستهلاكية، وقد اعتمد نظام تمويل النشاط التجاري والأعمال بدرجة كبيرة على صيغ المشاركة في الربح والخسارة مثل المضاربة والمشاركة، كما استخدمت صيغ البيوع المؤجلة والقروض الحسنة لتمويل معاملات المستهلكين وأنشطة التجارة الأخرى.
وقد طُبق النظام بفعالية وكفاءة في أوج الحضارة الإسلامية ولعدة قرون بعدها، استطاعت صيغ التمويل الإسلامية كالمضاربة والمشاركة أن تعبئ مجمل احتياطي الموارد النقدية للعالم الإسلامي في العصور الوسطى لتمويل الزراعة والحرف والصناعة والتجارة الخارجية².
ثالثا- وظيفة الوسيط المالي في الأسواق المالية (السّمسار):

يُطلق على الشخص الذي يقوم بعمليات السّمسرة إبرام الوسيط أو الدلال بأنه يتوسط بين البائع والمشتري، كما أنه أحيانا يُقدم معلومات تدلها على تحقيق رغباتهم.
ويعتبر عمل الوسيط المالي من الأعمال المهنية والتي تتعلق بتقديم خدمات لمن يرغب من المتعاملين نظير أجر أو أتعاب يتم الاتفاق عليها في إطار القوانين والأعراف، يطلق عليها أتعاب السّمسرة، ويختلف عمل السّمسار عن الأجير وعن الشريك من الناحية الشرعية والقانونية والمهنية وليس هذا هو المجال لمناقشة ذلك تفصيلا ويرجع في ذلك إلى المراجع المتخصصة.
تعتبر مهنة السّمسرة والوساطة المالية من احتياجات الناس في كافة المعاملات ولا سيما المعاملات المالية والتجارية حيث يحتاج البائع إلى من يعاونه في بيع سلعة ويحتاج المشتري إلى من يدلّه عن ما يحتاجه من سلع، وتأسيسا على ذلك يعتبر عمل السّمسار من موجبات التجارة ولا سيما العالمية وتدخل في نطاق التعاون على قضاء المصالح.

ولقد أجمع الفقهاء على مشروعية الوساطة المالية وعمل الوسيط واعتمدوا في ذلك على مجموعة من الأدلة المُستنبطة من مصادر الشريعة الإسلامية من أهمها قوله تعالى ﴿ وَتَعَاوَنُوا عَلَى الْبِرِّ وَالتَّقْوَى وَلَا تَعَاوَنُوا عَلَى الْإِثْمِ وَالْعُدْوَانِ وَاتَّقُوا اللَّهَ إِنَّ اللَّهَ شَدِيدُ الْعِقَابِ ﴾³، ويُعتبر عمل السّمسار

¹ إسماعيل مهدي حميد، "الوساطة المالية في المصارف الإسلامية"، العراق، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة بابل، العدد 02، المجلد 18، 2010، ص: 381.

² محمد عمر شابرا، طارق الله خان، "الرقابة والإشراف على المصارف الإسلامية"، ورقة مناسبات رقم 03، جدة، السعودية، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، الطبعة الأولى، 2000، ص: 14.13.

³ سورة المائدة، الآية 02.

أحد صيغ التعاون في تنفيذ عمليات البيع والشراء وما في حكمهما في إطار أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية¹.

في صدر الإسلام كان الممولون يُعرفون بإسم الصرافين، وفي عهد الخليفة العباسي المقتدر (295-320هـ/908-932م) شرع هؤلاء في القيام بمعظم الوظائف الأساسي للبنوك الحديثة، إذ كانت لهم أسواق تشبه الأسواق المالية الحالية، وكانوا يقومون بكافة الاحتياجات المصرفية للتجارة والصناعة والزراعة ضمن الأوضاع الاقتصادية السائدة ذلك الوقت، ونظراً لأنّ الوسطاء الماليين لم يكونوا بنوكاً بالمصطلح الحديث الفني تماماً تم إطلاق إسم "صرافين بدون مصارف"².

الفرع الثاني: الفرق بين فعالية الوسيط المالي في السوق المالية الإسلامية والوسيط المالي في السوق المالية التقليدية.

الوسيط المالي في السوق الإسلامية يجمع المدخرات ويوظفها من خلال عقود النيابة المتمثلة في الوكالة والمضاربة والمشاركة، أي أنّه يُعبئ المدخرات نيابة ويوظفها نيابة كذلك، وهو بذلك يوجه المدخرات من ذوي الفائض إلى ذوي العجز مباشرة، كما تصبح علاقته مع التجار علاقة تكامل وليست علاقة تنافس ولأنّ عقود النيابة عقود أمانة، فهو لا يتحمل من المخاطر إلا قدر ما يتصل بعمله، وهو إدارة أموال ذوي الفائض وتوجيهها إلى ذوي العجز، فهو يختلف بذلك عن الوسيط في السوق المالية التقليدية، لأنّ الوسيط في السوق المالية التقليدية يجمع المدخرات بعقد ضمان، وهو القرض ويوظفها بنفس العقد فهو يتحمل بذلك مخاطر من جهة التعبئة ومن جهة أكثر من الوسيط في السوق المالي الإسلامي، والعائد الذي يحققه أقل من الوسيط في السوق المالي الإسلامي³.

لذا تعد الوساطة المالية الإسلامية الأداة التي يجب أن تتبناها المؤسسات المالية في الأسواق المالية لإحتوائها على درجة خطر أقل وعوائد أكبر من نظيرتها الوساطة المالية التقليدية.

الفرع الثالث: الوساطة المالية في الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية.

سنبرز الفرق بين دور الوساطة في السوق المالية التقليدية والسوق المالية الإسلامية.

أولاً- دور الوساطة المالية في السوق المالية الإسلامية:

من الواضح أنّ الإسلام يسمح بوجود الوسطاء الماليين لأنّ الحاجة لهم تتأكد من خلال وجود عدد كبير من المدخرين الذين يستثمرون أموالهم في السوق المالية الإسلامية، كما أنّ التبرير الفقهي لوجود الوسطاء الماليين يتمثل في وجود عقود الوكالة حيث تُعتبر المؤسسة أو الشركة المصدرة

¹ حسين حسين شحاته، عصام عبد الهادي أبو النصر، "الضوابط الشرعية للتعامل مع السماسرة العالميين في أسواق الأوراق المالية"، سلسلة بحوث ودراسات في الفكر الاقتصادي الإسلامي، مصر، دار المشورة، د س ن، ص ص: 06.05.

² محمد عمر شابرا، طارق الله خان، مرجع سبق ذكره، ص: 14.

³ سامي إبراهيم السويلم، "الوساطة المالية في الاقتصاد الإسلامي"، الرياض، السعودية، مركز دراسات، شركة الراجحي المصرفية، 2000، ص: 06.

للأوراق المالية بمثابة الموكل ويعتبر الوسيط المالي الوكيل الذي يقوم بتنفيذ أوامر موكله، وهذه إشارة إلى أنّ المؤسسات المالية الإسلامية هي الوكيل أو الوسيط المناسب في مثل هذه العمليات حيث تتولى عملية توزيع هذه الإصدارات من خلال الخبرات التي تملكها حول وضع السوق المالي الإسلامي، من هنا نشأ ما يُدعى بمصارف الاستثمار التي لها دور الوسيط في السوق المالي الإسلامي، بل تطور دورها كوسيط لتلعب دوراً إضافياً يتمثل بالمتاجرة بالإصدارات للأوراق المالية الإسلامية وتحقيق ربح أو خسارة من جراء ذلك وفق الشريعة الإسلامية، ومن الأمثلة على مثل هؤلاء الوسطاء الماليين مصرف فيصل الإسلامي في البحرين الذي يقوم بتنظيم عمليات التمويل بالمرابحة ومصرف الكويت الوطني الذي يقوم بالإضافة إلى عمليات تقوم على المرابحة بتطوير عدد من الأدوات الجديدة للعمل المالي الإسلامي بعد موافقة علماء الشريعة، مثل عقود استثمار الملكية، عقود تأجير السفن وبرامج تبادل العملات¹.

ثانياً- دور الوساطة المالية في الأسواق المالية التقليدية:

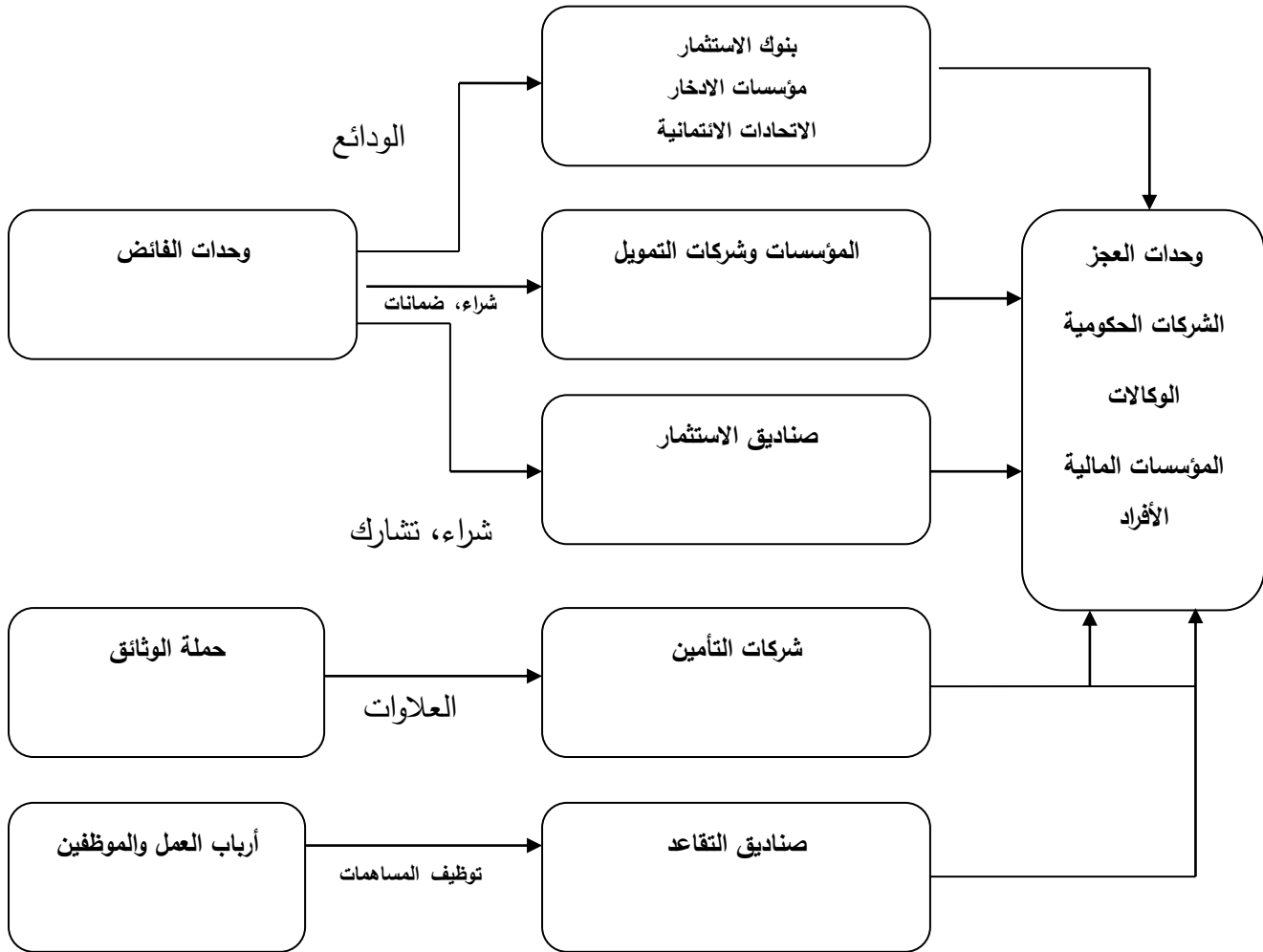
تتكون الأسواق المالية التقليدية من ثلاثة عناصر رئيسية وهي: الجهات المصدرة للأوراق المالية والوسطاء الماليين والمستثمرين، فالجهات المصدرة للأوراق المالية قد تكون المصارف المركزية والوكلاء الحكومية، وشركات الأعمال والمصارف العادية، وتضم فئة الوسطاء الماليين، بيوت السمسرة وشركات الأوراق المالية والمصارف الدولية ومصارف الاستثمار، حيث أنّ مهمتهم الأساسية هي مقابلة إحتياجات التمويل لدى الشركات المصدرة للأوراق الجديدة مع الأموال المدخرة لدى المستثمرين مقابل رسوم لقاء هذه الخدمات، إضافة إلى تسهيل التعامل بالأوراق المتداولة في السوق المالي، أما المستثمرين فيتفاوت سلوكهم وميولهم نحو مدى قبول درجات المخاطرة، والعائد حيث يهدفون إلى تعظيم العائدات من استثماراتهم في السوق المالي بأقل درجة ممكنة من الخطر².

مما سبق نستنتج أنّ الوساطة المالية في السوق المالية الإسلامية تقوم بها مؤسسات مالية مختصة تتوفر على عدة شروط تخولها ممارسة التمويل الإسلامي من هيئة شرعية ورقابة شرعية تعمل على توزيع الإصدارات حسب متطلبات السوق عامة والمتاجرة بالأدوات المالية الشرعية لتحقيق أرباح للمستثمرين وتقاسم الخسائر، عكس الوساطة المالية في السوق المالي التقليدي التي تقوم بها عدة جهات الأمر الذي يُضاعف التكلفة ودرجة المخاطر نتيجة لاحتكار المعلومات والاستغلال المبني لهدف تحقيق عائدات بأقل درجة من المخاطرة بالإضافة للخضوع للعراقيل الحكومية والبيروقراطية.

¹ حازم بدر الخطيب، " دور وأهمية العائدات والأوراق المالية في أسواق المال الإسلامية"، الجزائر، مجلة العلوم الانسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد 11 ماي 2007، ص: 180.

² نفس المرجع، ص: 176.

الشكل رقم (02، 05): الوساطة المالية في الأسواق المالية كما تجرى بين المشاركين.



Source: Valdonè Darskuvienè **Financial Markets** Development and Aprobation of Applied Courses Based on the Transfer of Teaching Innovations in Finance and Management for Further Education of Entrepreneurs and Specialists in Latvia, Lithuania and Bulgaria 2010, p: 10.

يتم تنفيذ هذه الوظائف الاقتصادية من قبل المشاركين في السوق المالية مع توفير الخدمات المالية الخاصة (على سبيل المثال، يمكن القيام بالمهام الأولى والثانية من خلال السماسرة، والتجار وصناع السوق وترتبط الوظيفة الثالثة بخدمة الاكتتاب في الأوراق المالية)، وتشمل الخدمات الأخرى التي يمكن أن يقدمها الوسطاء الماليون ما يلي:

1. تسهيل تداول الموجودات المالية للوسيط المالي؛
2. العملاء من خلال ترتيبات الوساطة؛
3. تسهيل تداول الموجودات المالية باستخدام رأس المال الخاص بها لاتخاذ موقف في أصل مالي يرغب عميل الوسيط المالي في التعامل معه؛
4. المساعدة في إنشاء الأصول المالية لعملائها؛
5. توزيع الموجودات المالية على المشاركين الآخرين في السوق؛
6. تقديم المشورة الاستثمارية للمتعاملين؛

7. إدارة الأصول المالية للعملاء؛

8. توفير آلية للدفع¹.

المطلب الرابع: كفاءة الأسواق المالية التقليدية والأسواق المالية الإسلامية.

سننظر لكفاءة السوق المالية الإسلامية والتقليدية للمقارنة بين مستوى الأداء وحجم التأثير في المعاملات المالية والعقود.

الفرع الأول: كفاءة السوق المالية التقليدية.

سنبتدى بكفاءة السوق المالية التقليدية.

أولاً-تعريف الأسواق المالية الكفوة:

هي "السوق التي تنعكس فيها كافة المعلومات الخاصة بالتغيرات المنتظرة في نتائج المؤسسة على أسعار أوراقها المالية، أو هي السوق التي تكون في حالة توازن مستمر بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيها متساوية تماماً لقيمتها الحقيقية وتتحول بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها"².

ثانياً-أنواع كفاءة الأسواق المالية التقليدية:

تنقسم كفاءة السوق المالية التقليدية إلى:

1-الكفاءة الكاملة: بمعنى عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين

الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغير فوري في السعر، ومن ثم لا يتاح لأي مستثمر فرصة تتاح لغيره، وتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية:

- توافر المعلومات الكافية وبدون تكلفة حيث تكون توقعات المستثمرين واحدة؛
- لا يوجد أي قيود على التعامل مثل الضرائب وتكاليف التعاملات الأخرى؛
- وجود عدد كبير من المستثمرين وبذلك لا تؤثر تصرفات البعض تأثيراً ملموساً على أسعار الأسهم، أي أنّ الأسعار المعلنة عنها هي قضية مسلمة بها؛
- يتصف المستثمرون بالرشد أي أنّهم يسعون إلى تعظيم المنفعة.

2-الكفاءة الاقتصادية: يتضح من مفهوم الكفاءة الاقتصادية وجود فاصل بين وصول المعلومات

وانعكاسها على أسعار الأسهم ولكن السوق الكفاء، هو الذي يُحقق تخصيصاً كفواً للموارد المتاحة مما يؤدي إلى توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية³.

¹ Valdonè Darskuvienè Cit Op pp: 10-10.

² خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، "مدخل إلى الأسواق المالية"، عمان، الأردن، دار الأيام للنشر والتوزيع، 2013، ص: 86.

³ عبد الغفار حنفي، "بورصة الأسواق المالية"، الإسكندرية، مصر، دار الجامعة الجديدة للنشر، 2003، ص: 181-183.

الفرع الثاني: مستويات كفاءة الأسواق المالية التقليدية.

تتمثل مستويات الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية في ثلاث صيغ هي:

أولاً- فرضية صيغة المسار الضعيف:

تشمل هذه الفرضية إمكانية التنبؤ بالعائدات المستقبلية إستناداً على العائدات السابقة مثل أسعار الفائدة ونسبة توزيعات الأرباح ونسبة السّعر إلى الربح (التي تعرف بأنها نسبة سعر السهم إلى صافي ربح السهم)، وما إلى ذلك حيث تعد اختبارات عمومية لا جدوى منها¹.

ثانياً-فرضية الصيغة المتوسطة:

وتعني هذه الفرضية بأنّ سعر الورقة المالية يعكس جميع المعلومات السّوقية للورقة المالية إلى جانب المعلومات الأخرى التي تُنشر للعمامة مثل القوائم المالية التي تتضمن الأرباح والتوزيعات النقدية والأحداث التي تمر بها الشركة كالأحداث الاقتصادية والسياسية... الخ².

ثالثاً-فرضية الصيغة القوية:

بمعنى أنّ سعر السهم في السّوق هو انعكاس لجميع المعلومات المتاحة للعمامة والخاصة أي المعلومات المنشورة للعمامة إضافة إلى المعلومات التي يحصل عليها فئة معينة ككبار المتعاملين في الأسهم، وهذا يعني استحالة أن يُحقق أي مستثمر أي أرباح غير عادية على حساب الآخرين وقد ثبتت صحة هذا الغرض، وإن كانت صيغة الغرض الضعيف لكفاءة أسواق تحظى بتأييد قوي، ويعني هذا أنّ حركة أسعار الأسهم في السّوق هي حركة عشوائية طالما أنّ المعلومات ترد إلى السّوق في شكل نمط عشوائي وغير منتظم وقد تكون سارة، أو غير ذلك³.

الفرع الثالث: كفاءة الأسواق المالية الإسلامية.

سنبتدئ هذا الجزء بالتعريف بالكفاءة في الإسلام.

أولاً-مفهوم الكفاءة في الإسلام:

الكفاءة في الإسلام تعني بها" ضمان توافر المناخ العام لتطبيق أحكام الشريعة الإسلامية أي ضمان توافر المناخ لتطبيق شرط الالتزام الإسلامي، ولا يفوتنا أن نؤكد أنّ الالتزام الإسلامي يتضمن تحقيق العدالة بين أطراف المعاملة وهو الشرط الذي تتجاهل تحقيقه الأسواق المالية بمفهومها التقليدي

¹ Sandrine Lardic Valérie Mignon L'efficience informationnelle des marchés financiers la Découverte paris France p :24.

² قاسم نايف علوان، "إدارة الإستثمار بين النظرية والتطبيق"، عمان، الأردن، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2009، ص: 164.

³ عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص: 184.

ويساعد وجود سوق مالية إسلامية متكاملة في تحقيق الالتزام الإسلامي وتوفير المناخ العام لتطبيق أحكام الشريعة الإسلامية السمحة، أي تحقيق الرشادة والكفاءة من منظور الإسلام¹.

ثانياً- كفاءة تسعير الأوراق المالية في الأسواق المالية الإسلامية:

تحديد سعر الورقة المالية (أسهم وصكوك) في الأسواق المالية الإسلامية يحكمها تحقيق العائد من المصادر المعتمدة شرعا التي تختلف باختلاف نوع العقود الإسلامية التي تتضمنها الورقة المالية تبعا للأوامر التالية:

1- لقياس العائد من الأوراق المالية وجوب توفر الأسس المحاسبية العامة وأسس المحاسبة الإسلامية العامة؛

2- نوع النشاط التي تحترفه المؤسسة أو الشركة التي تصدر الورقة المالية ومدى نمو القطاع الذي تعمل به كالصناعي، والتجاري السياحي، والزراعي، النقل، والإنشاءات بسبب اختلاف في توقيت تحقيق النماء وتحصيله وبالتالي توقيت تحقق الربح وتوزيعه؛

3- قرار تحديد السعر يحدد مدى تعظيم قدرة البائع والمشتري على الاستفادة مما يتيح البيئة من فرص وتقادي التهديدات، فالسعر العادل هو الذي يُعبر عن القيمة الحقيقية للورقة المالية تبعا لمستوى المخاطر والعائد الذي يُتوقع تحقيقه، والعائد السائد في السوق².

ثالثاً- الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية الإسلامية:

إنّ القواعد العامة التي جاءت بها تعاليم الإسلام والضوابط الشرعية العامة التي لا بد من وجودها ومراعاتها عند إجراء العمليات المالية كفيلة جميعها بوجود سوق مالية منضبطة اقتصاديا واجتماعيا وإذا أردنا توضيح ذلك على الكفاءة فإننا سنجد أنّ فقه المعاملات المالية يسعى لتحقيقها اعتمادا على مبادئه الرئيسية في التعاملات، ويُمكننا أن نجمل القول في ذلك كما يلي:

1- على مستوى الكفاءة الخارجية: نجد ذلك في عناية فقه المعاملات المالية الإسلامية بمنع الربا والغرر والممارسات الأخلاقية والعمل على تطبيق نظام المشتريات النقدية كما أنّ إشهار المعلومات والإفصاح المالي ودعم الشفافية عن الشركات والمؤسسات المالية المشاركة سيكون لها الأثر البارز في عمل الأسواق المالية الإسلامية كما أنّ سعي الصناعة المالية الإسلامية إلى العمل على إتاحة التفاعل بين قوى العرض والطلب - كما سنلاحظ في الكفاءة الداخلية يعمل على الاقتراب أو الحصول على الأسعار العادلة والتي تعبر إلى حد كبير عن الأسعار الحقيقية؛

¹ هشام حنظل عبد الباقي، "الأسواق المالية والأزمات المالية والاقتصادية من منظور إسلامي"، المؤتمر الدولي الرابع، الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور إسلامي، كلية العلوم الإدارية، الكويت، أيام 10 - 11 نوفمبر 2010، ص: 18.

² عبد الله إبراهيم نزال، "كفاءة تسعير الأوراق المالية في السوق المالي الإسلامي"، الملتقى الدولي الأول، الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، غرداية، الجزائر، أيام 23 - 24 فيفري، ص: 18.17.

2- على مستوى الكفاءة الداخلية: من المبادئ الأساسية في فقه المعاملات المالية في تنظيم الأسواق مبدأ كفاءة دخول السوق ببسر وسهولة، وكذلك النهي عن الاحتكار واممارسات المالية المحرمة، وكلا المبدئين نتج عن التفاعل المباشر بين قوى العرض والطلب في سوق السلع العينية الأمر الذي يعمل على الحصول على الأسعار العادلة، كما أنّ وجود عدد كبير من المتعاملين يعمل على خفض تكاليف التبادل الناتج بين الوسطاء في الأسواق.

ومما سبق يمكننا القول بأنّ كفاءة الأسواق المالية التقليدية كفاءة منقوصة فهي تركز على مفاهيم معينة تنفي معها فكرة تحقيق العدالة بين أطراف المعاملة بل تميل لاحتكارها على حساب الآخر أنّ هناك تعارض بين تحقيق الكفاءة في تلك الأسواق وتحقيق العدالة، وثانياً تتيح للمتعاملين في الأسواق المالية التلاعب في أسعار الأوراق المالية وتدفع البعض الآخر لاتخاذ قرارات مالية لا تناسبهم ولكن تصب في صالح الفئات المتلعبة وثالثاً فإنّ التلاعب في تلك الأسواق قد لا يحقق العدالة في توفير المعلومات لأطراف التعامل¹.

إضافة لما سبق فكفاءة السوق المالية التقليدية تميل لتحقيق الأرباح وتعظيمها لأفراد معينين بغض النظر عن المجتمعات وتحقيق التنمية الإجتماعية من خلال تسهيل المعاملات وتطويرها وتبسيطها لكي لا يتم استغلال وغبن صغار المستثمرين.

¹ علي بن الضب، "سلوك المرادوية على الأسهم والمخاطرة في الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية"، الملتقى الدولي الأول، الاقتصاد الإسلامي واقع ورهانات المستقبل، غرداية، الجزائر، أيام 23-24 فيفري، 2011، ص: 11.10.

الجدول رقم (02، 12): أوجه الاختلاف بين السوق المالية الإسلامية والتقليدية.

أوجه الاختلاف	السوق المالية الإسلامية	السوق المالية التقليدية
مبادئ العمل	- الالتزام بفقهاء المعاملات الإسلامية - الالتزام بالضوابط الأخلاقية - الحرية الاقتصادية - المنافسة الحرة وحرية الأسعار - تحقيق التنمية الاقتصادية	- عدم الالتزام بفقهاء المعاملات الإسلامية - الربا، الغرر، الغبن والاستغلال - البيع الصوري، العروض الوهمية - التلاعب بالأسعار لصالح فئات معينة - الأزمات المالية
الأدوات والمنتجات	- أدوات المشاركة - أدوات البيوع - أدوات المنافع	- أدوات وأوراق مالية أساسية - أدوات وأوراق مالية مشتقة - شهادات ايداع قابلة للتداول
الوساطة المالية الوسيط المالي	- تقوم بها مؤسسات مالية مختصة في التمويل الإسلامي تتوفر على هيئات رقابية شرعية يوجه عملها (المراقب الشرعي والحسبة) - في السوق المالية الإسلامية يجمع المدخرات ويوظفها من خلال عقود النيابة لا يتحمل المخاطر إلا بقدر ما يتصل بعمله	- تقوم بها عدة جهات بيوت السمسرة، وشركات الأوراق المالية، والمصارف الدولية، ومصارف المستثمرين - في السوق المالية التقليدية يجمع الأموال بعقد ضمان، ويوظفها بنفس العقد يتحمل مخاطر من جهة التعبئة وعائده أقل من الوسيط في السوق المالية الإسلامية
الكفاءة الكفاءة الداخلية الكفاءة الخارجية	- تحقيق العدالة بين أطراف العقد والمعاملة بحجة الالتزام الإسلامي - التسعير العادل للورقة من العائد المتوقع ومصدره ومستوى الخطر - دخول السوق بسهولة والنهي عن الاحتكار، معاملات أخلاقية - التفاعل بين العرض والطلب - إشهار المعلومات، والإفصاح المالي	- عدم تحقيق العدالة بين أطراف العقد - التلاعب بالأسعار لأغراض تتعلق بالربح بغض النظر عن مصدره ومستوى الخطر - معوقات لدخول السوق، الاحتكار والمعاملات الأخلاقية، البيع الصوري - عدم توافر المعلومات، العروض الوهمية

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على ما سبق.

خاتمة الفصل:

نشأت السوق المالية التقليدية على مبادئ وقيم بعيدة عن الإسلام وضوابطه وفقه معاملاته المالية الأمر الذي أدى إلى انحرافها وجعلها عرضة للأزمات المالية التي أثرت على الاقتصاديات والأنظمة المالية المحتضنة لها خاصة في الدول والأنظمة المالية الغربية.

تعد السوق المالية الإسلامية والتي هي حديثة النشأة والمشبعة بالمبادئ والضوابط الشرعية التي تقوم على تحقيق الكفاءة الاقتصادية والاجتماعية وتعزيزهما، وتلبية رغبات المستثمرين والأعوان الاقتصاديين أفضل بديل للسوق المالية التقليدية بدليل عدم تأثرها بالأزمات المالية ونجاح تجاربها في العديد من البلدان والحكومات نتيجة تجنبها في عملها وممارساتها على الأسباب والمعاملات التي تسبب الأزمات المالية والاختلالات الاقتصادية واستغلال المستثمرين والتي تصيب الأنظمة المالية أينما كانت، والالتزام بالمرجعية الشرعية التي تعد منهج لعلاج وتقويم الكثير من القضايا والتوجهات في مختلف العلوم دون الاقتصاد.

الفصل الثالث:

أثر تطبيق الهندسة المالية
الإسلامية على السّوق المالية
الإسلامية

تمهيد:

تهدف الهندسة المالية الإسلامية لتحقيق القيمة المضافة من خلال تلبية رغبات المستثمرين الذين يبحثون عن استثمار أموالهم وفق مرجعية شرعية، ويعتبر الابتكار ركيزة أساسية في الهندسة المالية الإسلامية، فمن خلاله يتم طرح أفكار حديثة وتصميم توليفات وحلول مالية للمشاكل التي يواجهها القطاع الاقتصادي لأي نظام مالي من منظور إسلامي.

وللسّوق المالية الإسلامية خصوصية تميزها عن غيرها من الأسواق المالية الأخرى، حيث أنّها تحتاج لابتكارات مشروعة لقيامها وتفعيلها وابتكارات لتطويرها وحلول ومخارج لمواجهة تحدياتها، لذلك فإنّ الهندسة المالية الإسلامية من خلال مناهجها وحيلها تعمل على إنشاء سوق مالية إسلامية، وضمان استمراريتها ودعمها يكون من خلال تشكيلة مختلفة من المنتجات المالية والابتكارات التي تجمع بين المرجعية الشرعية والكفاءة الاقتصادية الإجتماعية.

وسنتطرق في دراستنا لهذا الفصل إلى:

المبحث الأول: دور الهندسة المالية الإسلامية في إنشاء السّوق المالية الإسلامية؛

المبحث الثاني: أثر منتجات الهندسة المالية الإسلامية على السّوق المالية الإسلامية؛

المبحث الثالث: دور الهندسة المالية الإسلامية في تأمين السّوق المالية الإسلامية؛

المبحث الرابع: دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير البحث العلمي وتفعيل الابتكارات التكنولوجية وأنظمة التداول في السّوق المالية الإسلامية.

المبحث الأول: دور الهندسة المالية الإسلامية في إنشاء سوق مالية إسلامية.

يُعد الابتكار محرك الهندسة المالية وذلك من خلال طرح الأفكار والتوليفات والاختراعات لتحقيق أهداف مُعينة في مجالات مُختلفة، والهندسة المالية الإسلامية من خلال ابتكار منتجات مالية من منظور إسلامي موجهة للمستثمرين والمؤسسات المالية الإسلامية التي تبحث عن التمويل ومن خلال ابتكارها لمنصات التداول والتحديث الإلكتروني للخدمات المالية والبنية التحتية تساهم في قيام سوق مالية إسلامية.

المطلب الأول: دور الهندسة المالية الإسلامية في إيجاد سوق مالية إسلامية.

تُعد الهندسة المالية الإسلامية من أهم أسباب قيام سوق مالية إسلامية نظرا لطبيعة منتجاتها وعملياتها التي تستدعي سوق شرعية تحتضنها.

الفرع الأول: أهمية إيجاد سوق مالية إسلامية.

يُمكن نجاح أي سوق من أسواق المال في قدرته على تخصيص الموارد المالية بكفاءة عالية وتوجيهها لتمويل مشروعات القطاع العام طويلة الأمد، ومشروعات القطاع الخاص في مجالي الإنتاج والخدمات، ولهذا السبب تلعب أسواق المال النشطة دورا مهما في تقليل المخاطر وتحفيز النمو الاقتصادي، ولما كانت المؤسسات المالية الإسلامية لا تستطيع ولوج سوق المال التقليدي وذلك لعدم انضباط ذلك السوق بالضوابط الشرعية، فإن وجود سوق مالي خاص بها يُصبح في غاية الأهمية والمحاولات القليلة نسبيا لإصدار صكوك إسلامية رغم نجاحها فإنها واجهت مُعضلة غياب السوق الثانوية التي تسمح بتداول تلك المنتجات المالية¹.

الفرع الثاني: القرارات والتوصيات بضرورة إنشاء سوق مالية إسلامية من خلال الاستثمار الإسلامي.

عُقدت ندوة بين المجمع والبنك الإسلامي للتنمية باستضافة وزارة الأوقاف المغربية بتاريخ 20 - 24 أكتوبر 1989م وكان من أبرز قراراتها وتوصياتها:

1. في ضوء ما هو مقرر في الشريعة الإسلامية من الحث على الكسب الحلال واستثمار المال وتنمية المدخرات، ولما للأسواق المالية من دور في تداول الأموال وتنشيط استثمارها فإن العناية بأمر هذه الأسواق هي من تمام إقامة الواجب في حفظ المال وتنميته باعتبار ذلك أحد مقاصد الشريعة، وباعتبار ما ينتبعه هذا من التعاون لسد الحاجات العامة وأداء ما في المال من حقوق دينية أو دنيوية؛

¹ بشير محمد فضل الله، "تجربة البنك الإسلامي للتنمية في دعم التنمية في الدول الإسلامية والتحديات المستقبلية التي تجابه الصناعة المصرفية الإسلامية"، مجمع الفقه الإسلامي، منتدى الفكر الإسلامي، جدة، السعودية، 11 أبريل 2006، ص: 22.

2. إنّ الاهتمام بدراسة الأسواق المالية في عصرنا الحاضر والبحث في أحكامها يُلبي حاجة ماسة لتعريف النَّاس بفقهِ دينهم في المستجدات العصرية، ويتلاقى مع الجُهود الأصلية لفقهاء الشريعة الإسلامية في بيان أحكام المعاملات المالية وبخاصة أحكام السّوق ونظام الحسبة على الأسواق؛
3. بعد استعراض المشاركين في الندوة لما تناولته البحوث المقدمة والمناقشات المستفيضة في قوانين الأسواق المالية القائمة وأنظمتها وآلياتها وأدواتها، تبين بوضوح أنّ هذه الأسواق (مع الحاجة إلى أصل فكرتها) هي في حالتها الراهنة ليست النموذج المُحقق لأهداف تنمية المال واستثماره من الوجهة الإسلامية، وهذا الوضع يتطلب بذل جهود علمية مُشتركة من الاقتصاديين والفقهاء لمراجعة ما تقوم عليه من أنظمة وما تعتمد من آليات وأدوات وتعديل ما ينبغي تعديله في ضوء مقررات الشريعة الإسلامية؛
4. أهمية الأسواق المالية لا تقتصر على السّوق الأولية (سوق الإصدارات) بل تشمل الأسواق الثانوية أيضاً، لأنّها تُتيح للمستثمرين المتعاملين فيها أن يُعادوا دخول السّوق الأولية، كما أنّ وجودها يُشكل فرصة للحصول على السيولة وهو بدوره يُشجع على الإقدام على توظيف المال في الأسواق الأولية ثقة بإمكان الخروج منها عند الحاجة؛
5. إنّ أسس الاستثمار الإسلامي تقوم على المُشاركة في الأعباء وتحمل المخاطر، ونظام المُشاركة لا تنتج عنه مديونية، وإنّ المديونية العالمية التي تُعاني منها الشّعوب والأفراد هي نتيجة ما هو غالب في التعامل المالي والأسواق المالية من نظام الاقتراض الربوي للحصول على المال، وإنّ الحل البديل لمُشكلة المديونية العالمية يُقدمه الإسلام من خلال نظام المُشاركة في تحمل المخاطر، وإلغاء فوائد الديون (الربا) لأنّ الالتزام بتحريم الفوائد يوجه المدخرات كلها إلى أوراق مالية تمثل حقوق ملكية مُشتركة¹.

الفرع الثالث: دور الهندسة المالية الإسلامية في إقامة السّوق المالية الإسلامية وتطوير أدواتها.

لا يمكن إنشاء سوق مالية إسلامية ما لم توجد أوراق مالية مشروعة، ولن توجد هذه الأوراق ما لم تُوجد مؤسسات مالية إسلامية تُصدرها وتداولها، ومصرف مركزي إسلامي يمنح ترخيص بإصدارها ومن هنا يمكننا تبين مكانة الهندسة المالية الإسلامية في إقامة السّوق المالية الإسلامية وتطويرها وذلك من خلال الجوانب التالية:

1. تحتاج السّوق المالية الإسلامية إلى وجود تشكيلة واسعة من المنتجات والأدوات المالية الإسلامية ودور الهندسة المالية الإسلامية هنا هو ابتكار الأدوات والمنتجات التي تُسهل التعاملات وتلبي رغبات المستثمرين المسلمين من جهة كما تطور وتبتكر أوراق مالية مشروعة تُحقق الكفاءة الاقتصادية والاجتماعية وفق المرجعية الشرعية؛

¹ مجمع الفقه الإسلامي الدولي، "الندوة الأولى للأسواق المالية"، وزارة الأوقاف المغربية، الرباط، المغرب، أيام 24-25 أكتوبر 1989.

2. تحتاج السوق المالية الإسلامية إلى مؤسسات مالية إسلامية ودور الهندسة المالية الإسلامية سيكون ابتكار الطرق والعمليات التمويلية الحديثة والمشروعة التي تضمن لهذه المؤسسات القدرة التنافسية من جهة من خلال إدارة السيولة وتوفيرها ومن جهة أخرى ضمان تدخل فعال لهذه المؤسسات في هذه الأسواق سواء من خلال التحوط أو إدارة المخاطر؛
3. ابتكار وتطوير مؤشر مالي إسلامي من أجل التنبؤ بالأسعار وتحليل المعلومات في السوق المالية الإسلامية لتسهيل الحصول على المعلومات واتخاذ القرارات بالنسبة للمشاركين والمتدخلين في السوق¹.

المطلب الثاني: دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير أدوات سوق رأس المال الإسلامي وإقامة سوق نقدية إسلامية.

تعمل الهندسة المالية الإسلامية على ابتكار منتجات مالية إسلامية بديلة للأدوات المالية التي يتم تداولها في سوق رأس المال والسوق النقدي في السوق المالية التقليدية وتكون قابلة للتطبيق والتداول وتقوم بنفس أدوار الأدوات المالية التقليدية بل وأكثر فعالية.

الفرع الأول: محددات الهندسة المالية الإسلامية في تطوير أدوات سوق رأس المال الإسلامي.

لا يمكن اعتبار منتجات الهندسة المالية الإسلامية إسلامية إلا من خلال توفر الشروط التالية:

1. الالتزام بشرط المشاركة في الربح والخسارة في نص واضح كامل لا يقبل التأويل وذلك على أساس القواعد الشرعية المعمول بها في عقود المضاربة والشركات والمؤسسات المالية، وهذا الشرط يعتبر ضرورياً لكنه غير كاف ليتم اعتبار أن الورقة المالية أو المنتج المالي مشروع ويمكن تطبيقها وتداولها؛
2. أن لا يتم إعادة تعبئة الموارد المالية التي أصدرت على أساس ترك الفوائد ومنحها للمؤسسات المالية التي يكون محل نشاطها مشبوهاً ولا يتوافق مع المرجعية الشرعية، كما لا يجب استثمار الموارد المالية للمنتجات والأدوات المالية الإسلامية في مشروعات واستثمارات تُدر عوائد متفق عليها مقدماً على سبيل التأكد مع عدم المشاركة في مخاطرة النشاط الذي يُدر هذه العوائد فمثل هذه العوائد لا تختلف عن الفوائد وإن سُميت أرباحاً؛
3. ضرورة استثمار الموارد التمويلية للمنتجات المالية في مشروعات لها أولويات واضحة في مجال المصلحة العامة للمجتمع الإسلامي بهدف تحقيق الكفاءة الاجتماعية².

¹ عبد الكريم قندور، "الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، بيروت، لبنان، الرسالة ناشرون، الطبعة الأولى، 2009، ص ص: 227.226.

² نصبة مسعودة، "نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال تجربة ماليزيا نموذجاً"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه (منشورة) كلية العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2013، ص ص: 43.42.

الفرع الثاني: دور الهندسة المالية الإسلامية في إنشاء السوق النقدية الإسلامية.

ترجع أهمية الدور الذي تلعبه الهندسة المالية الإسلامية بالمؤسسات المالية الإسلامية إلى أنّ معظم الأدوات التي يتم استخدامها في الأسواق النقدية التقليدية مُحرمة على المؤسسات المالية الإسلامية بسبب استنادها على الفائدة المحرمة شرعاً، لذلك تقوم الهندسة المالية الإسلامية بتطوير منتجات مالية تُمكن المؤسسات المالية الإسلامية من الاستفادة من المزايا التي تتيحها الأسواق النقدية في مرحلة أولى ثم إيجاد سوق نقدية إسلامية في مرحلة تالية، ولهذا طور المهندسون الماليون الإسلاميون فكرة الصكوك الإسلامية كبديل للسندات القائمة على الفائدة المحرمة¹.

المطلب الثالث: دور الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار منتجات مالية للمؤسسات المالية الإسلامية وتوفير التمويل لها.

تعد المؤسسات المالية الإسلامية من أهم ركائز قيام السوق المالية الإسلامية والتي لا يمكن إنشاؤها إلا بها، لذلك فإنّ توفير المنتجات والتمويل للمؤسسات المالية الإسلامية يضمن استمراريتها ومواجهة التحديات ودعوة لدخول مؤسسات جديدة للسوق المالية الإسلامية.

الفرع الأول: دور الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار منتجات مالية للمؤسسات المالية الإسلامية.

لتطوير المنتجات المالية الإسلامية والذي يُعد موضوع الهندسة المالية الإسلامية من خلال البحث عن الاحتياجات الفعلية للمستثمرين والعمل على تصميم المنتجات المالية لهم بشرط أن تكون متوافقة والمرجعية الشرعية، وهذا المنهج الخاص بالهندسة المالية الإسلامية يتطلب دراسة مستمرة لاحتياجات المستثمرين الذين يبحثون عن هذا النوع من التمويل والعمل على تطوير الأسباب التقنية والفنية اللازمة لها، وذلك لضمان الكفاءة الاقتصادية للمنتجات المالية، كما يتطلب وضع أسس واضحة لصناعة هندسة مالية إسلامية مستقلة عن الهندسة المالية التقليدية، ويعد هذا المنهج أكثر جدوى وأكثر إنتاجية هذا من جهة، ومن جهة ثانية فإنّ هذا المنهج يُحافظ على أصالة المؤسسات المالية الإسلامية كما يسمح لها بالاستفادة من منتجات الصناعة التقليدية مادامت تفي بمتطلبات المرجعية الشرعية، كما يساعد ذلك على استكمال المنظومة المعرفية للصناعة المالية الإسلامية².

الفرع الثاني: دور الهندسة المالية الإسلامية في توفير التمويل للمؤسسات المالية الإسلامية.

خلال العقد الأخير اكتسبت العديد من المؤسسات المالية الإسلامية الخبرة لإجراء ترتيب ناجح للتمويل بالصكوك الإسلامية والتي تُعد من أهم منتجات الهندسة المالية الإسلامية ولا سيما في ماليزيا. ويُمكن من خلال منتجات الهندسة المالية الإسلامية ومثلاً من خلال صكوك الاستصناع والعقود الموازية والتي تكون غير سائلة بطبيعتها ومقيدة لرأس مال المستثمرين.

¹ عبد الكريم قندور، "الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سابق، ص: 231.

² عبد الكريم قندور، "الهندسة المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 07.

وبدل أن يكون رأس المال مقيدا على المدى الطويل تدخل البنوك الاستثمارية الإسلامية في ترتيبات استئصال موازية ببيع تمويلها إلى المؤسسات المالية الإسلامية الاستثمارية من قبل المؤسسات التكافلية والصناديق المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وبذلك يسترجع البنك الاستثماري الإسلامي سيولته، في حين تستفيد المؤسسات المالية الإسلامية الاستثمارية من مصدر دخل طويل الأمد ممكن أن يدوم عشرين عاما أو أكثر، وتدفع الشركة المسؤولة عن إدارة المشروع للبنك الاستثماري الإسلامي إنشاء وساطة مالية ويمكن أن يجني ربحا من تمويله من خلال عملية البيع الموازية، أما المؤسسات المالية الإسلامية فتحصل على مصدر دخل ما كان لها أن تعرف طريقه بوسيلة أخرى، وذلك دون أن تجري أي تقييم للمشروع لأن ذلك من مسؤولية البنك الاستثماري الإسلامي، ويمكن أيضا تشجيع الاستئصال بأن تشتري كل مؤسسة من المؤسسات المالية الإسلامية الاستثمارية حصة من مصدر الدخل المستقبلي من البنك الاستثماري الإسلامي، ويمكن القول أن صكوك المشاركة وعقود المشاركة يمكن أن تكون أكثر من مناسبة لترسيم الشراكة بين المؤسسات المالية الإسلامية الاستثمارية التي يمكنها أن تكون بديلا لعقد الاستئصال الموازي أو إضافة له¹.

الفرع الثالث: أهمية التعامل بالشراء بالهامش في قيام سوق مالية إسلامية وتفعيلها.

إن ابتكار وتصميم عمليات تمويلية حديثة للسوق المالية الإسلامية يساهم في قيامها وتفعيلها ويعتبر الشراء بالهامش أحد المنتجات الحديثة للهندسة المالية، ويتميز بالبساطة وسهولة الاستخدام والتطبيق والقدرة على التحوط من المخاطر.

1- مفهوم عملية الشراء بالهامش:

يعرفه الباحث حسين عمر " هو نقود يقدمها عميل كدفعة جزئية من ثمن شراء ورقة مالية بموجب عقد أجل"².

2- المكاسب التي يحققها الشراء بالهامش للسوق المالية الإسلامية:

يحقق الشراء بالهامش مكاسب لكافة المشاركين بالسوق المالية الإسلامية من خلال:

- **بالنسبة للمستثمر:** يمكنه من الحصول على تمويل لدعم موارده المالية، وحصوله على أصول ذات قيمة أكبر من موارده، فهو دفع أقل ليحصل على الأكثر فالذي بوسعه أن يشتري مثلا أوراقا مالية قيمتها مائة ألف دينار، أصبح بمقدوره من خلال الشراء بالهامش، أن يشتري أوراقا مالية بقيمة مائتي ألف دينار أو أكثر من ذلك أو أقل، وبالتالي المستثمر يكون قد احتفظ بجزء من

¹ رودني ويلسون، "المالية الإسلامية والتنمية الاقتصادية: الدروس المستفادة"، جدة، السعودية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، 2014، ص ص: 12.11.

² شعبان محمد إسلام البروراي، مرجع سابق، ص: 176.

موارده لاستثمارها في أعمال أخرى، ويرتفع مقدار الربح مقارنة فيما لو دفع القيمة من أمواله الخاصة.

كما يمكن الشراء بالهامش للمستثمر اغتنام فرصة انخفاض الأسعار لبعض الأوراق المالية وشرائها بسهولة وفي أسرع وقت، بخلاف لو أراد شرائها ولجأ للبنوك للاقتراض وتحمل تكاليف الاقتراض والفوائد زيادة على ذلك طول مدة معاملات القرض فترتفع الأسعار مرة أخرى أثناء ذلك فيخسر المستثمر فرصة تحقيق الأرباح.

إضافة لذلك فالشراء بالهامش يمكن للمستثمر الحصول على السيولة في أي وقت يريده حيث يمكنه التراجع عن قرار الاستثمار في أي لحظة من حياة المشروع أو الاستثمار وهذا يعطي قدراً أكبر من الأمان للمستثمر.

• بالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية المشاركة في السوق: تمكنها هذه العملية من توظيف أموالها وبقدر قليل من المخاطرة بالنسبة لها، في ظل نظام يوفر لها الحماية إذا ما انخفضت قيمة الصفقة التي قامت بتمويلها، فهناك هامش وقاية، وما يرتبط بها من مطالبة المتعامل بزيادة الهامش الفعلي إلى مستوى هامش الوقاية، أو تصفية جزء من قيمة الصفقة حتى يتساوى الهامش الفعلي مع هامش الوقاية.

عملية الشراء بالهامش عملية سليمة من الناحية الشرعية في صورتها والإجراءات التي تتم عبرها، غير أنها كغيرها من العمليات التي تجرى في السوق قد تشمل بعض الممارسات الغير مشروعة والتي تكون سببا في حصول أضرار اقتصادية على أطراف المعاملة والاقتصاد المحلي بشكل عام ومن هذه الممارسات اللامشروعة البيع الصوري، الاحتكار، نشر الإشاعات والأخبار الكاذبة¹. إلا أنّ عمليات الشراء بالهامش إذا خلت من هذه الممارسات الغير مشروعة والمحاذير الشرعية الأخرى فإنه لا حرج فيها، لأنّ وجود المخاطرة في عمليات المضاربة لا مانع منه، لكن بشرط أن تكون مبنية على دراسة وتحليل وقدرة تنبؤية وإلا كانت نوعاً من المقامرة².

¹ ياسر بن إبراهيم بن محمد الخضير، "المتاجرة بالهامش في الأسواق المالية دراسة فقهية"، الرياض، المملكة العربية السعودية، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، 2008، ص: 117-119.

² المرجع السابق، ص: 284-287.

المطلب الرابع: دور الهندسة المالية الإسلامية في إنشاء منصات للتداول والتحديث الإلكتروني للسّوق المالية الإسلامية.

تُعد منصات التداول ووسائل الدفع الإلكتروني وغيرها من التكنولوجيات الضّرورية، ومن أهم الوسائل لتفعيل أي سوق مالية وبدونها لا يمكن قيام الأسواق المالية وتشغيلها.

الفرع الأول: منصات التداول الإسلامية.

سننطلق لتعريف منصات التداول ثم نبرز دور الهندسة المالية الإسلامية في إنشاء منصات تداول إسلامية.

أولاً- مفهوم منصات التداول الإسلامية:

في المالية منصة التداول الإلكتروني هو نظام للكمبيوتر لوضع أوامر للمنتجات المالية عبر الشبكة ومن خلال وسيط مالي، وهي منتجات مثل الأسهم والسندات والعملات والسلع والمشتقات، مع وسطاء ماليين مثل السّمسرة أو صناع السّوق أو المصارف الاستثمارية أو أسواق الأوراق المالية، ويمكن استخدام منصات التداول الإلكترونية هذه من أي مكان، على نقيض أساليب التداول التقليدية من خلال المزاد أو التداول عبر الهاتف¹.

ويُمكن تعريف منصات التداول الإسلامية على أنّها: نظام إلكتروني لوضع المنتجات المالية الإسلامية وإصدارات المؤسسات المالية الإسلامية على الشبكة في السّوق المالية الإسلامية بغرض تداولها بالبيع والشراء من خلال السّمسرة والوسطاء الماليين الشرعيين.

ثانياً- دور الهندسة المالية الإسلامية في إنشاء منصات تداول إسلامية:

وهي منصات التداول الخالية من الفائدة الربوية بكل الطرق والأشكال مهما زادت فترة التداول وفتحت الصفقات، ولكن في سوق تداول العملات إذا لم تقوم بإغلاق صفقات التداول قبل الساعة الخامسة من بعد الظهر بتوقيت مدينة نيويورك، فسوف تحدث عملية التبييت* بشكل تلقائي للصفقات الجارية في المحفظة ومن المعروف أنّ عملية التبييت من أكبر الأشياء جدالاً في المسائل الشرعية، حيث يرى البعض أنّ عمولة التبييت مقرونة بفوائد ربوية بسبب أنّ نسبة الفائدة تدخل في العمليات الجارية لهذه الصفقة، ولكن لا يرى البعض الآخر أنّها بها فائدة ربوية على الإطلاق بل هي عمولة في مقابل خدمة إمداد مدة العقد التجاري، لذلك لكي نتجنب كل هذه المسائل عمدت الهندسة المالية الإسلامية وبالاعتماد على قوانين الشريعة الإسلامية بغلق جميع الصفقات التجارية عند الخامسة من بعد الظهر ومن ثم تعيد

¹ Plate-forme électronique de trading ,Wikipédia. wikipedia. Plate-forme électronique_de_trading.

* عملية التبييت في الأسواق المالية: هو عملية إغلاق مركز أو صفقة تداول مفتوحة في تاريخ معين وفتح نفس الصفقة لتاريخ اليوم التالي وتعرف أيضاً هذه العملية بعملية التبييت أي تبييت الصفقة أو مراكز التداول لتاريخ استحقاق آخر، في حال دخلت الصفقة المفتوحة اليوم التالي يتم احتساب تكلفة التمديد بحسب شروط الشركة الوسيطة والشروط المتفق عليها قبل إجراء الصفقات.

فتحتها على الفور، ويساعد هذا أيضا على عدم حصول المشاركين في السّوق على أي فوائد ربوية خلال عمليات الشراء والبيع التي تحدث بشكل فوري وسريع دون التأثير على مجريات المحفظة، إلى جانب أنه يمكن للمتداولين الذين لا يملكون ثمن عقد المضاربة استخدام خدمة الرافعة المالية* التي تُمكنهم من التداول بعقود أعلى بكثير جدا من حساباتهم وذلك دون أية فوائد ربوية، فبدلا من الفائدة الربوية تقوم المؤسسات المالية الإسلامية الوسيطة بزيادة فروق الأسعار للحسابات الإسلامية، كما أنّ المتعاملين ستتاح لهم الفرصة لتحديد الرافعة المالية، ومن ضمن مميزات منصات التداول الإسلامية؛ التداول بسرية شديدة وإخفاء أوامر الحد والإيقاف والدخول عن مُقدمي التسعير، ولا يوجد تعارض ولا خلاف بين المتداول والمؤسسة الوسيطة بالإضافة إلى أنه لا يوجد قيود على التداول¹.

الفرع الثاني: دور الهندسة المالية الإسلامية في التحديث الإلكتروني للسّوق المالية الإسلامية.

تقوم الهندسة المالية الإسلامية ومن خلال وظيفة الابتكار المشروع بالتحديث الإلكتروني ودعم البنية التحتية للخدمات المالية المقدمة في السّوق المالية الإسلامية بالاعتماد على:

1. أجهزة حاسبات ذات قدرات فنية عالية؛
2. شبكة اتصالات واسعة؛
3. حزمة برامج ذات تقنية فنية عالية للتطبيقات المالية المختلفة قادرة على تغطية احتياجات الخدمات القائمة واستيعاب ما يتم استحدثه، ومواكبة للتطورات العالمية واستجابة للاحتياجات المحلية.

وتجدر الإشارة إلى أنّ توافر البنية الأساسية التكنولوجية سألقت الذكر يعتبر عنصرا أساسيا لقدرة السّوق المالية الإسلامية على تقديم الخدمات المتطورة للتجزئة المالية ووسائل تسوية المدفوعات بما في ذلك الخدمات المؤداة باستخدام بطاقات الائتمان والتي تعد من أهم منتجات الهندسة المالية الإسلامية في هذا المجال، وماكينات الصراف الآلي خاصة بالبنوك والمصارف الإسلامية والحاسبات الشخصية والتي تُعد ضرورية للمستثمر والمشارك في السّوق المالية الإسلامية لتلبية احتياجاته وإبقائه على إطلاع وعلم دائم بالمستجدات².

*الرافعة المالية: الرافعة المالية هي عبارة عن أداة مالية تخوّل المرء زيادة تعرّضه للسوق لدرجة تفوق استثماره الفعلي.

¹ منصات التداول الإسلامية، مقال في موقع trading-secrets، تاريخ التصفح 18/02/2018/https://trading-secrets.guru.

² ماجدة أحمد شليبي، "مستقبل الصناعة المصرفية الإسلامية في ظل التحديات الدولية"، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، الإمارات العربية المتحدة، أيام 15-17 ماي 2005، ص: 1886.1887. (بتصرف).

المبحث الثاني: أثر منتجات الهندسة المالية الإسلامية على السّوق المالية الإسلامية.

هنالك من منتجات للهندسة المالية الإسلامية تُساهم في دعم السّوق المالية الإسلامية من خلال الفعالية والهيكلية والتطبيق.

المطلب الأول: تطبيقات الصكوك المالية الإسلامية على السّوق المالية الإسلامية.

تُعد الصكوك الإسلامية من أهم منتجات الهندسة المالية الإسلامية وتعمل الصكوك الإسلامية على تعبئة الموارد وتوفير السيولة في السّوق المالية الإسلامية.

الفرع الأول: أهمية الصكوك الإسلامية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية.

تأتي أهمية الصكوك من الواقع الحالي للمالية الإسلامية، ومن الهدف المأمول في إنشاء السّوق المالية الإسلامية، حيث يشير الواقع الحالي إلى ضرورة الإسراع في تطوير واستحداث أوعية ادخارية تتناسب مع النمو المتسارع في حجم المدخرات من ناحية، وتوفير فرص لاستغلال هذه المدخرات في النّشاط الاستثماري من ناحية أخرى أما الهدف المأمول فهو إبراز وتعميق الدور الاستثماري والتنموي للمؤسسات المالية الإسلامية.

ويُعتبر إصدار الصكوك الإسلامية في الاتجاه السليم بالنظر إليها كأداة مالية حديثة، تُشبع تفضيلات المدخرين، وتهتم بتسيير فئة أسواق المال الإسلامية، فضلا عما تتصف به من التنوع وفقا للأجل والأغراض ومجال الاستخدام والفئات التي تتيح حرية الاختيار للمدخرين والمستثمرين للأداة المالية التي تتلاءم مع احتياجاتهم.

ويأتي اعتبار الصكوك الإسلامية من أنّها من المبتكرات المالية نظرا لأنها تُفيد في تطورات السّوق المالي لإزالة الحواجز بين النّشاط المصرفي الاستثماري والتجاري حيث يمكن من خلالها تمويل الأنشطة الاستثمارية والتجارية من خلال وعاء ادخاري مصرفي كما تفعل المصارف الشاملة، حيث تهتم الصكوك في تطوير المؤسسة المالية الإسلامية إلى مؤسسة شاملة تنوع في المنتجات وتقدم الوساطة والتمويل والتجارة والخدمات¹.

الفرع الثاني: دور الصكوك الإسلامية في تفعيل وظيفة السّوق المالية الإسلامية.

تتضح الأهمية الكبيرة والدور الفعال للصكوك الإسلامية المدرجة في السّوق المالية الإسلامية من خلال العناصر التالية:

1. تعد الصكوك الإسلامية بتشكيلتها وصيغها المتنوعة أداة استثمارية يمكن تداولها في السّوق المالية الإسلامية خلق فرص الاستثمار وتوجيه المدخرات إلى قنوات الاستثمار المختلفة وهو ما يُعد أمرا حيويا لدفع النمو الاقتصادي وتنشيط الاقتصاد، حيث تتعدّد أنواع وأجال الصكوك فيمكن

¹ أدهم إبراهيم جلال الدين، "الصكوك و الأسواق المالية والإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية"، القاهرة، مصر، دار الجوهرة للنشر والتوزيع، 2014، ص: 96.

- إصدار صكوك على حسب القطاع الذي يُوجد فيه المشروع حيث يمكن استخدامها لتمويل المشاريع في مختلف القطاعات: الزراعية، الصناعية، العقارية...؛
2. تعد الصكوك الإسلامية البديل الشرعي للسندات التقليدية الربوية، ويمكن أن تساهم وبشكل كبير في تطوير عمل المصارف الإسلامية وتساعد في اندماجها في النظام المالي العالمي، من خلال تداول الصكوك والأوراق المالية الإسلامية في الأسواق المحلية والدولية؛
3. توسيع قاعدة المؤسسات المالية المُشاركة في السّوق المالية الإسلامية والتي تتعامل في الصكوك الإسلامية إصداراً وتداولاً نتيجة لقدرتها على توفير التمويل وإدارة السيولة، وذلك إذا تمتعت الصكوك بالتداول في السّوق المالية الإسلامية؛
4. انتشار العمل بالصكوك الإسلامية وتداولها وتنوع صيغها الاستثمارية سيؤدي إلى ارتفاع كفاءة السّوق المالية الإسلامية لما يترتب عليها من تعميق السّوق واتساعه، حيث ستزداد كميات التداول لهذه الصكوك، ويكون من صالح السّوق المالية الإسلامية تنوّع إصدار الصكوك والتعامل بها في تغطية مختلف الاحتياجات التمويلية والاستثمارية للمتعاملين الذين يبحثون عن التمويل المشروع¹؛
5. تعمل الصكوك الإسلامية على زيادة حجم التدفقات من الاستثمار الإسلامي المشروع الأمر الذي ينتج عنه انفتاح السّوق المالية الإسلامية عالمياً، مما يساعدها على دمج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق المالية العالمية لتكون تأثيراتها فعالة، خاصة ونحن نعيش عصر التكتلات الاقتصادية التي أصبحت تشكل مصدر قوة لاقتصاديات المؤسسات المالية².

الفرع الثالث: دور الصكوك الإسلامية في تنشيط السّوق المالية الإسلامية.

الهندسة المالية الإسلامية أنتجت الصكوك الإسلامية للمصالح الكبيرة التي تُقدمها للمستثمرين والاقتصاد بشكل عام، فهي أداة مهمة لتنشيط السّوق المالية الإسلامية، فالصكوك تسد الحاجات التمويلية لبناء المشاريع بكافة أنواعها وتستوعب فوائض التمويل وتفتح للناس مجالات استثمارية واسعة لتوظيفها في مشاريع تنموية، وتنوع العروض في السّوق المالية الإسلامية، مع اطمئنان حاملها بمشروعيتها ومخاطرها المنخفضة إلى غير ذلك من المصالح التي تحققها الصكوك الإسلامية³.

¹ كتاف شافية، "أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية"، الجزائر، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة مسيلة، العدد 14، 2014، ص: 101-102 (بتصرف).

² بحوصي مجدوب، مولاي أسماء، "دور الأدوات المالية الإسلامية في تجنب الوقوع في الأزمات المالية في الأسواق المالية-بورصة ماليزيا نونجا"- الملتقى الدولي الثالث الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، أيام 12-13 أبريل 2016، ص: 09.

³ مرضي بن مشوح العنزي، مرجع سبق ذكره، ص: 310.

الفرع الرابع: دور الصكوك الإسلامية في تجميع وحشد الموارد المالية للسوق المالية الإسلامية.
تتميز الصكوك الإسلامية بقدرتها على تجميع وتعبئة المدخرات من مختلف الوحدات المالية الادخارية وذلك لتنوع آجالها ما بين قصير، متوسط وطويل الأجل، وتنوع صيغها الاستثمارية حسب الغرض الذي أصدرت من أجله، وكذا تنوعها من حيث طريقة الحصول على العائد، ومن حيث سيولتها المستمدة من إمكانية تداولها في السوق الثانوية من عدمها، إضافة إلى تلك المميزات تتمتع الصكوك الإسلامية بعدم تعرضها لمخاطر سعر الفائدة (خاصة في حالة عدم ربط عوائدها بمعدل الفائدة) لأنها لا تتعامل بها أصلاً، كما أن الصكوك الإسلامية لا تتعرض لمخاطر التضخم بل تتأثر بالتضخم إيجابياً لأن هذه الصكوك تمثل أصولاً حقيقية في شكل أعيان وخدمات ترتفع أسعارها بارتفاع المستوى العام للأسعار مما يؤدي إلى ارتفاع عوائد الصكوك الممثلة لتلك الأصول (أعيان - خدمات)¹.

ويمكن أن تشكل الصكوك الإسلامية إضافة حقيقية للأسواق المالية من خلال التخلص من مشكلة ضيق الأسواق و ركودها، وتتمثل هذه الإضافات فيما يلي:

أولاً- إدراج أسهم الشركات في سوق الأوراق المالية: حيث يمكن أن تشكل أسهم هذه الشركات إضافة نوعية للأسواق المالية، حيث تعمل على تفعيل أنشطة هذه الأسواق وذلك للحجم الكبير الذي يمثله رأس مال هذه الشركات وتجدر الإشارة إلى أن هناك من يرى بأن أسهم البنوك الإسلامية لا يجوز تداولها الغالب على نقود وديون التي تمثل نسبة كبيرة من استثمارات هذه البنوك، غير أن هذه المشكلة يمكن للبنوك الإسلامية تجاوزها من خلال تنويع استثمارات بين الأنشطة الإنتاجية المختلفة وهذا ما نتيجته الصكوك الإسلامية.

تعمل الصكوك الإسلامية على تنمية الطلب على السيولة في الأسواق المالية وهو جانب هام في تنمية هذه السوق، حيث أن أهم محرك للأموال في نظام مالي هو جانب الطلب، والذي يتكون من الأدوات المالية ذاتها.

ثانياً- زيادة رسملة الأسواق المالية وعدد المتعاملين فيها: تنوع صيغ الصكوك الإسلامية من حيث نوع النشاط والآجال يمكن من تهيئة السوق المالية لاستيعاب فئات جديدة من أصحاب المدخرات الذين ظلوا مبتعدين عن السوق بسبب امتناعهم عن الاستثمار في النظام المالي التقليدي القائم على الربا، فالصكوك الإسلامية فتحت المجال أمام المستثمرين الذين يبحثون عن التمويل المشروع، وبالتالي ضمان دخول مستثمرين جدد للسوق.

¹ مرابط محمد، بويريحة معاذ، "الصكوك الإسلامية كآلية لتفعيل وتطوير السوق المالية الإسلامية بالمملكة العربية السعودية -الواقع والتحديات-"، الملتقى الدولي الثالث، اشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، أيام 12-13 أبريل 2016، ص:

ثالثاً-تقليص دور الوساطة التقليدية في مجال التمويل لحساب التمويل بدون وساطة: تعمل عمليات التصكيك على تقليص دور الوساطة التقليدية بالنسبة لطالبي التمويل وتكاليفها، وذلك بانتقال الأموال من المؤسسات المالية الكبيرة المقرضة وصاحبة الفائض إلى السماسرة ومؤسسات الخدمات المالية التي تستثمر لصالح المتعاملين والمستثمرين الذين يقصدونها، إلى جانب توجيه طالبي التمويل بإصداراتهم (صكوكهم) مباشرة إلى السّوق المالية الإسلامية دون اللجوء إلى الوساطة المالية التقليدية، وبذلك يتحقق المزج بين السّوق النقدي والسّوق المالية الإسلامية مما يؤدي إلى تنشيط السّوق المالية من خلال تداول الأصول المالية التي تصدر عن الأصول محل التصكيك¹.

إنّ النّجاح في إنشاء السّوق المالية الإسلامية ثمّ بقاؤها ونموها على المدى الطويل لن يعتمد على وجود تشريعات تحميها أو هيكل تنظيمي جيد لإدارة شؤونها بقدر ما يعتمد على اختصاصها بمزايا غير متوافرة في السّوق المالية التقليدية وعلى ذلك فإنّ قيام السّوق المالية الإسلامية ونمو نشاطها في البلدان الإسلامية وفي الخارج أيضاً يعتمد على تقديمها لخدمات جديدة واختصاصها لمزايا فريدة يتيح لها مفهوم العمل وفق المرجعية الشرعيّة، وهو الدور الذي يُمكن أن تحقّقه الصكوك الإسلامية حيث أنّ استخدام الصكوك والتوسّع في التعامل بها من قبل جميع فئات المستثمرين والهيئات المالية يؤدي إلى تقديم دور السّوق المالية وذلك من خلال:

1. تشكيلة الأدوات والصيغ المالية الإسلامية في الأسواق التي تشمل الصكوك الإسلامية الخاصة بالشركات والمصارف الإسلامية والصكوك الحكومية؛
2. توسيع قاعدة المؤسسات المالية المشاركة في السّوق المالية الإسلامية والتي تتعامل في الصكوك الإسلامية إصداراً وتداولاً وتشمل المصارف الإسلامية بل والتقليدية أيضاً (كما هو الحال في ماليزيا) وشركات الاستثمار المؤسسي والحكومة وكذا القطاع الخاص و المؤسسات المالية الوسيطة؛
3. كما ترتفع كفاءة السّوق المالية الإسلامية بازدياد كمية ونوعية الصكوك الإسلامية لما يترتّب عليها من تعميق للسّوق واتساعه².

¹ معطى الله خير الدين، شرياق رفيق، "الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية"، الملتقى الدولي، مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الإقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة، الجزائر، أيام 03-04 ديسمبر 2012، ص ص: 251-250 .

² عبد القادر زيتوني، "التصكيك الإسلامي، ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة المالية، المؤتمر العلمي الدولي، الأزمة المالية والإقتصادية العالمية المعاصرة من منظور الإقتصاد الإسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، أيام 01-02 ديسمبر 2010، ص: 10.

الفرع الخامس: تطبيقات بعض أنواع الصكوك الإسلامية على السّوق المالية الإسلامية.

سنقوم بدراسة لكل من صكوك المضاربة والإجارة لما لهما من أهمية في السّوق المالية الإسلامية.

أولاً-صكوك المضاربة في السّوق المالية الإسلامية:

هناك عدة خصائص لصكوك المضاربة تساهم في دعم السّوق المالية الإسلامية وهي على النحو

التالي:

1-خاصية التداول في الأسواق المالية: تتميز صكوك المضاربة بأنها توفر لحاملها ميزة الدخول أو الخروج من المشروع الاستثماري في أي وقت من حياة المشروع، وتوفير السيولة اللازمة في الوقت المناسب لحاملي هذه الصكوك سواء كانوا مؤسسات مالية أو مستثمرين؛

2-خاصية الوساطة المالية: وتقوم صكوك المضاربة أساساً على وظيفة الوساطة المالية من خلال دفع مال المضاربة لأطراف استثمارية أخرى طالبة للتمويل، فيكون في هذه الحالة بمثابة رب المال والآخر مضارب، كما تتيح صكوك المضاربة استدعاء الأموال وفق احتياجات الاستثمار، بتقسيم رأس المال إلى صكوك تناسب رغبات الأفراد المدخرين وتحشد الموارد المالية؛

3-خاصية المرونة: وتتميز صكوك المضاربة بالمرونة من خلال:

- قدرة صكوك المضاربة على تمويل مشروعات مختلفة الأحجام بالنسبة لرأس المال وعلى هذا يمكن تمويل مشروعات صغيرة أو متوسطة أو كبيرة؛

- قدرة صكوك المضاربة على تمويل مشروعات لجميع القطاعات من خلال مرونتها؛

- مرونة صكوك المضاربة في شروطها، حيث تتيح هذا من خلال تلك الشّروط حرية الاتفاق بين الطرفين على توزيع الأرباح حسب الاتفاق مسبقاً.

4-خاصية الرقابة: تتميز صكوك المضاربة بأنها توفر أساساً صحيحاً للتحقق من التزام مدير صكوك المضاربة بالمعايير المحاسبية مثل: الشفافية والإفصاح، ففي صكوك المضاربة يوفر المبدأ الذي على أساسه يمكن لحملة صكوك المضاربة مراقبة إدارة الصكوك والتحقق من دقة القوائم المالية وعدالة نصيبهم في الربح وفقاً لبيانات هذه القوائم، أي تدعم الشفافية والحد من الغرر واستغلال المستثمرين الصغار¹.

ثانياً-صكوك الإجارة في السّوق المالية الإسلامية:

لصكوك الإجارة العديد من الخصائص والمزايا المهمة التي تجعلها عنصراً مهماً في الأسواق المالية الإسلامية، ومن أهم هذه الخصائص أنّ صكوك الإجارة مبنية على عقد من أهم العقود في الشريعة وهو عقد الإجارة، ولما ينطوي عليه هذا العقد من مرونة كبيرة، كما أنّ صكوك الإجارة أداة مالية قابلة إجمالاً

¹ فراحيتية العيد، بوظرة فضيلة، "الأهمية الاستثمارية لصكوك المضاربة ودورها في تنشيط الأسواق المالية"، الملتقى الدولي الرابع للمالية الإسلامية، الهندسة المالية الإسلامية بين الضوابط الشرعية والمستحققات الربحية والمقاصد التنموية، جامعة الزيتونة، صفاقس، تونس، أيام 27-28 أبريل 2016، ص: 04.

للتداول في الأسواق المالية بعد ادراجها في السّوق وفق الأنظمة المتبعة، كما تعدّ صكوك الإجارة من أدوات التمويل بالدين، وهو ما يُتيح لها فرصة واعدة في الأسواق المالية الإسلامية، ويقدمها كما هي متوافقة مع الشريعة لبعض الأوراق المالية الربوية المحرمة كالسندات وأذونات الخزينة، مع التأكيد في هذا المقام على أمرين الأول أنّه توجد فروق رئيسية بين صكوك الإجارة والسندات أهمها أنّ السندات تُمثل ديناً في حين تُمثل صكوك الإجارة ملكية موجودة وبالتالي فإنّ مخاطرها وآلية تسعيرها تكون مختلفة والأمر الثاني أنه على الرغم من أنّ صكوك الإجارة وفق أطر معينة قد تُلبي احتياجات طالب التمويل ليستغني عن السندات إلا أنّه من الخطأ اعتبار الصكوك عموماً وصكوك الإجارة خصوصاً بديلاً للسندات بل هي في الواقع نوع خاص من الأسهم، ولها صيغ متنوعة بشكل كبير، يقترب عدد محدود منها من خصائص السندات.

علاوة على ذلك تتمتع صكوك الإجارة بمرونة عالية تتجلى في إمكانية تنوع مصدرها والوساطة المالية التي تتضمنها، إذ يحق للمؤجر إصدارها كما أنّه حق للمستأجر، ويمكن لوسيط مالي أو شركات التمويل بالإجارة إصدارها بإذن من المؤجر أو المستأجر مقابل عائد يتفق عليه.

كما تتميز صكوك الإجارة بتنوع هياكلها وتنوع الصور المندرجة تحت كل هيكل بسبب المرونة الكبيرة في إضافة الشّروط والقيود التي تُلبي حاجات ورغبات كل من الممولين والمستثمرين ويفتح أمامهم آفاقاً واسعة من البدائل والإمكانيات¹.

الفرع السادس: دور الصكوك الإسلامية في إضافة مؤسسات مالية جديدة للسّوق المالية الإسلامية.

عملية إصدار الصكوك الإسلامية تتطوي على وجوب وجود جهات ومؤسسات مالية تنظم هذا الإصدار وتشرف عليه ومن هذه المؤسسات المالية:

1- موحّد العملية: حيث يتركز دور المؤسسة أو الجهاز الذي يُنيط به هذا الدور في البحث عن الفرص الاستثمارية المتاحة، وإعداد دراسات الجدوى ومن ثم عرضها على الممولين في شكل إصدار أو صندوق وذلك مقابل عمولة تُسمى عمولة موحّد العملية.

2- المنشأة ذات الغرض الخاص: وهي الجهة التي تتولى ما قبل إصدار الصكوك ومرحلة الإصدار والإدارة لهذا المشروع طوال فترة حياة المشروع، وقد تأخذ هذه المؤسسة صفة المضارب أو المسير بالوكالة.

3- متعهد تغطية الاكتتاب: وهي المؤسسة التي تتعهد بتغطية الإصدارات التي لم تُغطى (أي التي لم يتم الاكتتاب بها) وذلك لطرحها لاحقاً للتداول.

¹ عبد الله بن محمد العمراني، محمد بن إبراهيم السحبياني، "التصكيك في الأسواق المالية الإسلامية - حالة صكوك الإجارة"، السعودية، كرسى سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، 2013، ص ص: 08.07.

4- **متعهد إعادة الشراء:** وهو عبارة عن البنك أو المؤسسة التي تتعهد بإعادة شراء الورقة المالية من حائزها بموجب الأسعار المعلنة.

5- **وكيل الدفع:** وهي الجهة التي تقوم بالوفاء بالالتزامات التي حان أجلها والتي تتمثل في تصفية الإصدار، أو توزيع أرباح دورية وذلك مقابل عمولة متفق عليها.

6- **الأمين:** وهو يمثل حملة الصكوك باعتبارهم أصحاب رأس المال في مواجهة المضارب، وذلك للنيابة عنهم وإدارة شؤونهم والمحافظة على حقوقهم المتعلقة بالصكوك التي ساهموا بها¹.

المطلب الثاني: دور صناديق الاستثمار الإسلامية في فعالية السّوق المالية الإسلامية.

تقوم صناديق الاستثمار الإسلامية على تجميع الموارد المالية والمدخرات واستثمارها في أوعية وصناديق استثمارية وفق مرجعية شرعية، كما تخضع لإدارة محددة ومتخصصة لتحقيق الكفاءة المهنية.

الفرع الأول: مزايا صناديق الاستثمار الإسلامية.

تُتيح صناديق الاستثمار الإسلامية العديد من المزايا يُمكن تلخيص أهمها فيما يلي:

1. تعزيز الاستثمار المحلي من خلال حماية المدخرات الوطنية ومنع تسربها للاستثمار في الخارج عن طريق قنوات استثمارية وبعوائد مجزية لتوظيف هذه المدخرات، كما تُساهم في جذب رؤوس الأموال الأجنبية؛

2. تساهم صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط السّوق المالية الإسلامية عن طريق جذب صغار المستثمرين الذين لا يملكون معرفة بالعمل المصرفي والمالي، للاستثمار في الأوراق المالية الموجهة للاكتتاب في هذه الصناديق بأسلوب علمي لا يحتاج لمعرفة مالية واسعة؛

3. يمثل الاكتتاب في وثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار الإسلامية قوة شرائية في السّوق المالية لتوفرها على السيولة اللازمة للمؤسسات المالية مما يساعد هذه المؤسسات للاتجاه للأسواق المالية لتمويل أنشطتها بدل اللجوء للاقتراض من المصارف؛

4. ضمان التقييم السليم للأوراق المالية المصدرة، وبالتالي تقوم بدور هام في تحسين شروط البيع؛

5. يمكن تداول الأوراق المالية الخاصة بصناديق الاستثمار الإسلامية في السّوق الثانوية مما يساعد في تنشيط وكفاءة هذه السّوق؛

6. تعمل صناديق الاستثمار الإسلامية على كسب ثقة صغار المدخرين وبالتالي فتح المجال أمامهم لدخول السّوق بعد أن كانت مقتصرة على كبار المستثمرين، مما يساهم في تنشيط الحركة العامة للسّوق وتفعيلها؛

¹ زهرة علي محمد بن عامر، "التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"، الأردن، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، 2008، ص: 193.

7. آلية الاستثمار البسيطة في صناديق الاستثمار الإسلامية تعمل على تحريك الأموال الجامدة والمكتنزة التي يحجم مالكوها عن استثمارها بسبب خوفهم وعدم ثقتهم وقلة خبرتهم فهذه الصناديق التي تنشؤها المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية تمنحهم الثقة فيها مما يشجعهم على استثمار هذه الأموال العاطلة الأمر الذي من شأنه إقامة استثمارات ضخمة¹.

الفرع الثاني: دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل السوق المالية الإسلامية.

يساهم تداول صناديق الاستثمار الإسلامية في تجميع مدخرات ضخمة من المدخرين، كانت عاطلة نتيجة الامتناع عن الاستثمار الذي يخالف الضوابط الشرعية.

أولاً- تنشيط السوق المالية الإسلامية: تعمل صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط حركة السوق المالية الإسلامية من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تتناسب وظروف المستثمرين المحتملين، كما يمكن أن تقوم هذه الصناديق بشراء تشكيلة من الأوراق المالية المتداولة في السوق مما يسهم في تنشيط حركة تلك الأسواق، كما يمكن أن يتم عرض إصدارات تلك الصناديق للتداول العام مما يعني إضافة المزيد من الأوراق المالية المتداولة في السوق، كما توفر مثل هذه الصناديق الخبرة للمستثمرين الذين يرغبون في استثمار أموالهم ولا تتوفر لديهم الخبرة اللازمة².

ثانياً- انتظام السوق المالية الإسلامية: طبيعة عمل صناديق الاستثمار الإسلامية قائمة على تكوين محافظ من الأوراق المالية الجديدة الأمر الذي من شأنه ضمان الاحتراز والتحوط من التقلبات الفجائية في السوق التي تحدث كثيرا بسبب المضاربات الأخلاقية، هذا الأمر يساهم في انتظام السوق واستقرارها.

ثالثاً- تدويل السوق المالية الإسلامية: حيث تساهم هذه الصناديق في التحول نحو الأسواق المالية العالمية من خلال تدويل هذه السوق الحاضنة للصناديق الاستثمارية الإسلامية مستقبلا فتنشيطها وتقويتها ما هو إلا خطوة مبدئية نحو تحقيق هدف أكبر وهو تدويلها خارج الحدود.

رابعاً- المحافظة على توازن السوق المالية الإسلامية وزيادة كفاءتها: تساهم صناديق الاستثمار الإسلامية في المحافظة على توازن السوق وزيادة كفاءته إذ يتم ذلك من خلال:

1. تتميز ردود الأفراد في سوق الأوراق المالية عادة بالانفعال الزائد وحدة التصرفات مما يسبب اهتزازات في سوق المال بينما تكون تصرفات مديري صناديق الاستثمار الإسلامية عقلانية إلى حد كبير وتقوم على أساس علمي سليم ومشروع؛

2. كما أنها قد تقوم في بعض الأحيان بدور مشابه لصانع السوق لحفظ التوازن واستقرار السوق؛

¹ شافية كتاف، "دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 305.

² حمزة فطيمة، عطية حليمة، "دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط سوق رأس المال دراسة تجريبية صندوق ويخيت السعودي خلال الفترة (الربع الثاني من 2007-الربع الأخير من 2015) مع امكانية تطبيقها في الجزائر"، الملتقى الدولي الثالث، الصناعة المالية الإسلامية إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، أيام 12-13 أبريل 2016، ص: 08.

3. تقوم إدارات الصناديق بتحليل المعلومات الداخلة بدقة والتصرف بالبيع أو الشراء وفقا لتلك المعلومات مما ينعكس على القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة مما يعني زيادة في كفاءة السوق المالية الإسلامية نتيجة الإفصاح السليم ودعم الشفافية وتوفير المعلومة¹.

خامسا- امتصاص وتوفير السيولة اللازمة: تساهم صناديق الاستثمار الإسلامية في امتصاص السيولة والمدخرات الراكدة وبالتالي خفض معدلات التضخم من جهة ومن جهة ثانية فإنها توفر السيولة اللازمة للمؤسسات المالية الإسلامية باعتبارها تمثل قوة شرائية في السوق المالية الإسلامية مما يُساعد المؤسسات المالية الإسلامية على الإتيان للسوق لتمويل نشاطها وتوسيع استثماراتها بدلا من اللجوء إلى البنوك للاقتراض ومنع تسرب المدخرات الوطنية للمستثمرين المحليين خارج البلاد من خلال فتح مجالات وخيارات عديدة لمختلف الفئات من المستثمرين وعلى أنواعهم وكذلك فتح المجال أمام المدخرين وبخاصة المسلمين الذين يرغبون بالاستثمار المشروع في الأوراق المالية ولكن تنقصهم الخبرة أو المقدرة للقيام بذلك².

المطلب الثالث: دور منتجات الهندسة المالية الإسلامية في هيكلة السوق المالية الإسلامية.

إن تنوع المنتجات المالية المتداولة في أي سوق مالية يؤدي إلى تنمية وتطوير وتوسع هيكل السوق نتيجة لوجود عدة طرق استثمارية تغطي جميع متطلبات المشاركين والمتعاملين فيه.

الفرع الأول: التوريق الإسلامي.

تتمثل أهمية التوريق في إيجاد السيولة من خلال تعبئة مصادر جديدة لتمويل المشروعات الكبيرة.

أولا- دور التوريق في تفعيل جانب التمويل:

للتوريق دور كبير في تفعيل جانب التمويل ويمكن توضيح هذا الدور إجمالاً فيما يلي:

1. تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرة أخرى، مما يساعد على توسيع

حجم الأعمال للمنشآت بدون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية ورفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية

ومعدل دورانها؛

2. تفعيل السوق المالية الإسلامية من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة، وتنويع المعروض فيها من

منتجات مالية، وتنشيط سوق التداول، وربط علاقات تمويلية مع قطاعات أخرى كقطاع السكن

والسوق المالية؛

¹ بوجلال محمد، زايدي مريم، "دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الاوراق المالية الإسلامية" الملتقى الدولي الثاني، آليات ترشيد

الصناعة المالية الإسلامية"، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، أيام 8-9 ديسمبر، 2013، ص: 13.

² نفس المرجع، ص: 14.

3. التّوريق أداة تساعد على الشفافية ودعمها، وتحسين بنية المعلومات في السّوق، لأنّه يتطلب العديد من الإجراءات ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض مما يوفر المزيد من المعلومات في السّوق لإنجاح التمويل¹؛
4. جذب رؤوس الأموال الخارجية إلى الدولة، مما يسهل قيام المشاريع الاستثمارية والمتنوعة فيها²؛
5. يمكن الدول من توفير مصادر تمويل جديدة لمشروعاتها التنموية من خلال السماح بتوريق ديون المؤسسات العامة الحكومية التي تعاني عجزا ماليا مزمنا وبالتالي خفض التكاليف على الميزانية العمومية؛
6. رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة تدويلها مرة أخرى لإعادة توظيفها مرة أخرى، مما يساعد على توسيع حجم الأعمال دون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية³.

ثانياً- أهمية التوريق بالنسبة للأسواق المالية:

إنّ التوريق هو أداة مالية حديثة ظهرت في الثمانينات من القرن الماضي في أمريكا، ثم توسعت دائرته ولذلك فإنّ توسيع دائرة التوريق يساعد الأسواق المالية في تنشيط حركتها من خلال توسيع الأوراق المالية وتنشيطها عبر الموارد المالية وتنوع الأدوات الاستثمارية المتوفرة للمضاربة فيها، أو التعامل فيها. إضافة إلى ذلك فإنّ توسيع دائرة التوريق يؤدي إلى وجود سوق ثانوية للرهن العقاري التي ترغب في شرائها صناديق التأمينات، والمعاشات والمؤسسات المالية وشركات التأمين التجاري وغيرها⁴.

ثالثاً- أهمية التوريق المصرفي الإسلامي بالنسبة للأسواق المالية الإسلامية.

عملية التوريق المصرفي الإسلامي تساهم في تفعيل الأسواق المالية وأداة احترازية كذلك ويمكن الاستفادة من هذه الأداة التمويلية المستحدثة في تطوير الأسواق المالية الإسلامية وحمايتها من الأزمات المالية، وعلى الهيئات الشرعية للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية أن تقوم بدراسة هذه الصيغة وتطويرها، وتمثل عمليات التوريق للأصول التي تقوم بها المؤسسات المالية الإسلامية إحدى الأدوات المالية قصيرة الأجل الهامة التي يمكن الاستفادة منها في سوق النقد الإسلامي لتوفير متطلبات السيولة إلى جانب إدارة المخاطر بالصورة التي تحقق أهداف المؤسسات المالية الإسلامية⁵.

¹ راتول محمد، مداني محمد، " دور التورق كأداة مالية حديثة في التمويل وتطوير البورصة في الجزائر"، الملتقى الدولي الأول، سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة بسكرة، الجزائر، أيام 21-22 نوفمبر 2006، ص: 08.

² عمر محمد ادريس، مرجع سبق ذكره، ص: 178.

³ منى خالد فرحات، "توريق الدين التقليدي والإسلامي (دراسة مقارنة)"، سوريا، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 29، العدد الأول، 2013، ص: 231.

⁴ علي محي الدين الفرة داغي، "الصكوك الإسلامية - التوريق - وتطبيقاتها المعاصرة دراسة فقهية اقتصادية تطبيقية"، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 06.

⁵ هناء محمد هلال الحنيطي، مرجع سبق ذكره، ص: 11.

الفرع الثاني: أثر رأس المال المخاطر الإسلامي وبطاقات الائتمان على هيكله السوق المالية الإسلامية.

سننظر لأثر رأس المال المخاطر الإسلامي وبطاقات الائتمان كل على حدى:

أولاً-أثر رأس المال المخاطر الإسلامي:

يتمحور رأس المال المخاطر الإسلامي بشكل أساسي على صيغة المشاركة في تمويل المشاريع الأمر الذي من شأنه توزيع المخاطر وتخفيض التكاليف في السوق المالية الإسلامية من خلال:

1. عند تطبيق عقد المشاركة يتم تحقيق من ورائها نتيجتين، أولاً: يتم تحقيق عائدات مستقبلية من تعبئة الموارد التي وافقت عليها الشريعة، هذا من شأنه أن يكون ذا صلة سببية لإنتاجية رأس المال وتنويع المخاطر، ثانياً: الممارسات الأخلاقية وإنتاجية الموارد المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية تولد آثار تنموية؛
2. التمويل الإسلامي القائم على المشاركة على نطاق واسع من شأنه أن يولد التعاون ويفعل العلاقات المتبادلة بين العملاء ونظم المتغيرات، هذا ينقل جوهر التكامل بين الشريعة التي وافقت عليه؛

3. يتم استبدال عقد السندات القائمة على الفائدة والمتعارضة مع أحكام الشريعة الإسلامية؛

4. تعتمد صيغة المشاركة على تبادل المصالح والعمل على تحقيق الأهداف التنموية؛

5. إمكانية زيادة الربح وإعادة التعاقد وتقاسم الخسائر في التمويل القائم على المشاركة¹.

6. إنّ إدخال أدوات رأس المال المخاطر القريبة من المبادئ الإسلامية يمكن أن يجلب البنوك الإسلامية والوسطاء الماليين الآخرين؛

7. النظام المالي الذي يركز على المبادئ الإسلامية سيعطي رجال الأعمال المسلمين مصدراً مرناً في العثور عليه و الاستفادة منه وبالتالي تعزيز قدرته على المنافسة محلياً وعالمياً².

ثانياً-أثر بطاقات الائتمان:

الهندسة المالية الإسلامية ابتكرت البطاقات الائتمانية المغطاة وغير المغطاة التي يحذف منها شرط الزيادة الربوية للمصالح الكبيرة التي تحققها، فهي تحقق الأمان لحاملها من سرقة النقود أو ضياعها مع يسر حملها، مع الاستفادة من القرض الحسن في البطاقات الغير مغطاة التي تصدرها المصارف الإسلامية وتضمن سبب لزيادة حجم التداول في الأسواق المالية الإسلامية مع انتفاع مصدري البطاقات الائتمانية بكسب مزيد من المتعاملين وأخذ الرسوم على الاشتراك والتجديد والاستبدال مقابل الخدمة التي يقدمها لحاملي البطاقات الائتمانية مع سلامتها من المحظور الشرعي إلى غير ذلك من المصالح التي تحققها البطاقات الائتمانية أما البطاقات الائتمانية غير المغطاة التي لم يحذف منها الشرط الربوي فإنّ

¹ Choudhury, Masudul Alam Choudhury, " Islamic Venture Capital: A Critical Examination", Published By The Journal of Economic Studies, Vol 28, No1,Romain, 2001, p: 25.

² Douglas J.Cumming & Sofia A. Johan, "Venture Capital and Private Equity Contracting An International Perspective", Elsevier Inc, United States, 2009, p:190.

الهندسة المالية فيها لا تعد إسلامية وهي سبب في تحريمها لما تشمل عليه من الزيادة الربوية على أصل الدين¹.

الفرع الثالث: أثر المؤشرات المالية الإسلامية والعقود المركبة على هيكله السّوق المالية الإسلامية.
سننتظر لأثر المؤشرات المالية الإسلامية والعقود المركبة كل على حدى:

أولاً-المؤشرات المالية الإسلامية:

إنّ أهم مزايا تطبيق المؤشرات المالية الإسلامية في الأسواق المالية الإسلامية هو أنّها تسمح بانتشار استخدام صناديق المؤشرات المتداولة لدى المستثمرين، حيث يكون المنفذ إلى الأسهم المطابقة للشريعة اعتباراً مهماً، وتستحوذ صناديق الاستثمار الإسلامية على العديد من المزايا للمستثمرين التي تعطيها الأفضلية على الطرق التقليدية للحصول على منافذ مطابقة للشريعة، حيث أنّ هذه الأخيرة تتمثل بمنتجات مدارة بفعالية².

ثانياً- دور العقود المالية المركبة المتداولة في السّوق المالية الإسلامية:

سننتظر إلى:

1- بيع المرابحة للأمر بالشراء:

إنّ الهندسة المالية الإسلامية ابتكرت بيع المرابحة للأمر بالشراء ضمن العقود المركبة لأنّه يغطي جانباً من جوانب الحاجة التي لا يمكن تحقيقها عن طريق المضاربة والمشاركة في السّوق المالية الإسلامية، فيحدد المستثمر ما يرغب فيه، ويقوم المصرف بالشراء بناء على طلب صاحب الحاجة مع ما يتمتع به من مرونة وملائمة لطبيعة العمل المصرفي، فالمصرف ليس تاجراً يقتني السلع والبضائع والخدمات ولكنه مدير مدبر للحاجيات إلى غير ذلك من فوائد المرابحة للأمر بالشراء في السّوق المالية الإسلامية.

2-المشاركة المنتهية بالتمليك:

الهندسة المالية الإسلامية ابتكرت المشاركة المنتهية بالتمليك للمصالح الكبيرة التي تحققها للمشاركين، فهي أحد مصادر البنوك الإسلامية المشاركة في السّوق المالية الإسلامية، وفيه إعانة للمشاركين معها في تحقيق مشاريعهم إضافة إلى تنشيط الحركة الزراعية والصناعية والعمرانية إلى غير ذلك من الجوانب الإجتماعية³.

¹ مرضي بن مشوح العنزي، مرجع سبق ذكره، ص: 350.

² كتاف شافية، بن دعاس زهير، "آلية بناء صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية"، الملتقى الدولي، منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة سطيف 1، الجزائر، أيام 5-6 ماي 2014، ص: 03.

³ مرضي بن مشوح العنزي، مرجع سبق ذكره، ص: 330-345.

المبحث الثالث: دور الهندسة المالية الإسلامية في تأمين السّوق المالية الإسلامية.

تأمين السّوق المالية الإسلامية أمر من شأنه زيادة ثقة المستثمرين في هذه السّوق وبالتالي زيادة حجم الاستثمارات فيها وتوسيعها.

المطلب الأول: المخاطر في النظام المالي الإسلامي.

المخاطر في النظام المالي الإسلامي لا تختلف كثيرا عن تلك الموجودة في الأنظمة المالية التقليدية.

الفرع الأول: مفهوم الخطر في الفكر الاقتصادي والإسلامي وإدارته.

سننظر لمفهوم الخطر في كل من الفكرين الاقتصادي والإسلامي في هذا الجزء من الدراسة.

أولاً- مفهوم الخطر في الفكر الاقتصادي: للخطر في الفكر الاقتصادي عدة معانٍ إذ يعرفه البعض على أنه "إمكانية حدوث شيء مرغوب مستحب أو غير مرغوب فيه، بينما يرى آخرون أنه مجرد وسيلة مفاهيمية تساعد في التعامل مع الحالات التي لا يمكن فيها التنبؤ بالمستقبل على وجه اليقين، وترتبط معظم التعريفات باحتمالية الخسارة أو الانحراف"¹.

ثانياً- مفهوم الخطر في الفكر الإسلامي: إذا اعتبرنا الخطر بأنه احتمال وقوع الخسارة فمن الواضح حينئذٍ أنّ الخطر غير مرغوب في الشريعة الإسلامية، لأنّه تعريض المال للتلف والضياع وهو ينافي مقصد الشريعة الإسلامية من حفظ المال وتنميته، وهذا الموقف من الخطر نظير موقف الشريعة الإسلامية من المشقة، إذا هو نوع منها فبالرغم من أنّ كثيرا من الأعمال الفاضلة التي أمر بها الإسلام تتضمن قدرا من المشقة، فإنّ المشقة في نفسها غير مقصود للشريعة الإسلامية وليس في النصوص الشرعية الأمر بالتعرض للمخاطر، وإنّما فيها اشتراط الضمان في الربح والضمان هنا يعني تحمل مسؤولية المال وهي مسؤولية تابعة للملكية وليس مستقلة عنها، أما تحمل المخاطرة استقلالا أي الضمان المستقل عن الملكية فلا تجوز المعاوضة عليه لأنّه غرر بإجماع الفقهاء².

ثالثاً- إدارة المخاطر:

تعرف إدارة المخاطر "بأنّها تلك العملية التي يتم من خلالها رصد المخاطر وتحديدها، وقياسها ومراقبتها، والرقابة عليها، وذلك بهدف ضمان فهم كامل لها والاطمئنان بأنّها ضمن الحدود المقبولة والإطار الموافق عليه من قبل مجلس إدارة المصرف للمخاطر"، لهذا يجب أن تكون عملية إدارة المخاطر شاملة ومُتكاملة حتى يكون هناك إدراك ووعي بهذه الإدارة، وتهدف إدارة المخاطر بشكل رئيسي للتأكد

¹ حسن عبد القادر العزائي، "التحوط في التمويل الإسلامي حماية للمال ودافع للتنمية"، الإمارات العربية المتحدة، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، الطبعة الأولى، 2015، ص: 10.

² سامي بن إبراهيم السويلم، "مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي"، بيروت، لبنان، مطابع الشبانات الدولية، الطبعة الأولى، 2013، ص ص: 151-152.

من استيفاء كافة المتطلبات القانونية وفي كل الأوقات وحصر إجمالي التعرض للمخاطر بالإضافة إلى تحديد مركز المخاطر وتقديره¹.

رابعاً-الحكم الشرعي للخطر:

رغم أنّ بعض الباحثين يرون أنّ الخطر لا يمكن وصفه بحكم شرعي (تحريماً وإباحة) وأنّه يتبع حكم المعاملة التي ارتبط بها، إلا أنّ آخرين يرون أنّه يمكن أن يأخذ كل الأحكام الشرعية من إباحة وتحريم وكراهة ولا شك أنّ الرأي الآخر أصوب فالخطر لا ينفك عن أي معاملة أو عقد مباح، من بيع ومشاركات وبالتالي فإنّ الأصل فيه الإباحة ما لم يأتي دليل يخرج من هذا الأصل بل لا تخلو صيغة من صيغ الاستثمار المشروعة من الخطر، وفي مقابل ذلك نجد أنّ التشريع الإسلامي قد منع بعض أنواع الخطر من استحقاق الكسب، كمخاطرة القمار والميسر والقرض الربوي، وهو يعني أنّ حكم الخطر في هذه الحال هو التحريم بل إنّ الحكم الشرعي للخطر يسحب على حكم النشاط الذي يرتبط به وليس العكس².

خامساً-الوظيفة الاقتصادية للخطر:

لا يمكن لأي نشاط بشري أن يسلم من المخاطر أو احتمالات الإخفاق كلياً، فالخطر جزء من طبيعة الحياة البشرية والإنسانية، والله تعالى حكم كبيرة في ذلك، ويدرك الاقتصاديون جوانب متعددة منها ففي غياب المخاطر لا توجد الحوافز الكافية للاجتهاد والحرص والتخطيط السليم لأي مشروع، فالمخاطر تؤدي وظيفة أساسية في تحفيز الشخص للبدل والحرص والعناية، وقد أنكر القرآن الكريم الغفلة عن المخاطر التي يتعرض لها الإنسان في قوله تعالى: ﴿أَيَحْسَبُ أَنْ لَنْ يَفْدِرَ عَلَيْهِ أَحَدٌ، يَقُولُ أَهْلَكْتُ مَالًا لُبّاً﴾³.

فالقرآن الكريم يبتكر التذير والإسراف ويبين غفلة المسرف عن احتمال تراجع وضيق الرزق، وهذا هو معنى "القدر" في الآية، فلو تنبه المرء لهذه المخاطر لم يقع في الإسراف. فإدراك وجود المخاطر له أثر إيجابي في ضبط السلوك وتنبيه الحوافز وفي المقابل فإنّ غياب المخاطر يشجع الإهمال واللامبالاة أو ما هو أسوأ من ذلك، وهو ما سماه الاقتصاديون المخاطر الأخلاقية، وهي التي يترتب عليها نشوء مخاطر إضافية بسبب الإهمال⁴.

¹ طهراوي أسماء، بن حبيب عبد الرزاق، "إدارة المخاطر في الصيرفة الإسلامية في ظل معايير بازل"، دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 19، العدد 01، ص: 60.

² حسن عبد القادر العزاني، مرجع سبق ذكره، ص ص: 36.35.

³ سورة البلد، الآية 05-06.

⁴ سامي بن إبراهيم السويلم، "مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي"، مرجع سابق، ص ص: 152.153.

الفرع الثاني: المخاطر التي تتعرض لها السّوق المالية الإسلامية.

تتمثل المخاطر التي تتعرض لها السّوق المالية الإسلامية في مخاطر تتعلق بالمؤسسات المالية الإسلامية المشاركة في السّوق ومخاطر تتعلق بصيغ التمويل الإسلامية. أولاً-مخاطر تختص بطبيعة عمل المؤسسات المالية الإسلامية:

هذه المخاطر تشترك فيها المؤسسات المالية الإسلامية مع باقي المؤسسات المالية، وتتمثل في:

1-مخاطر الائتمان:

تنشأ مخاطر الائتمان في صورة مخاطر تسوية أو مدفوعات عندما يكون على أحد أطراف الصفقة أن يدفع نقوداً (مثلاً في حالة عقد السلم أو الإستصناع) أو عليه أن يُسلم أصولاً (مثلاً في بيع المرابحة قبل أن يتسلم ما يقابلها من أصول أو نقود)، مما يعرضه لخسارة محتملة، وفي حالة صيغ المشاركة في الأرباح (مثل المضاربة والمشاركة)، وتأتي مخاطر الائتمان في صورة عدم قيام الشريك بسداد نصيب المصرف عند حلول أجله، وقد تنشأ هذه المشكلة نتيجة تباين المعلومات عندما لا يكون لدى المصارف المعلومات الكافية عن الأرباح الحقيقية لمنشآت الأعمال التي جاء تمويلها على أساس المشاركة والمضاربة، وبما أنّ عقود المرابحة هي عقود متاجرة تنشأ المخاطر الائتمانية في صورة مخاطر الطرف الآخر وهو المستفيد من التمويل والذي تعرّض أدائه في تجارته ربما بسبب عوامل خارجية عامة وليست خاصة به¹.

2-مخاطر السيولة:

يقصد بها تدني إمكانية بيع (تسييل) أصل من الأصول عند الحاجة إلى ذلك فالعقار مثلاً يتضمن مخاطر سيولة عالية لصعوبة بيعه عند الرغبة في ذلك بينما أنّ الأسهم أقل من هذا الباب لسهولة التخلص منها بالبيع وتدني تكاليف ذلك².

3-مخاطر السعر المرجعي:

قد يبدو أنّ المصارف الإسلامية لا تتعرض لمخاطر السّوق الناشئة عن التغيرات في سعر الفائدة طالما أنّها لا تتعامل بسعر الفائدة، لكن التغيرات في سعر الفائدة تُحدث بعض المخاطر في إيرادات المؤسسات المالية، فالمؤسسات المالية تستخدم سعراً مرجعياً لتحديد أسعار أدواتها المالية المختلفة، ففي عقد المرابحة مثلاً يتحدد هامش الربح بإضافة هامش المخاطرة إلى السعر المرجعي، وهو في العادة

¹ بن علي بلعزوز، "إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية مدخل الهندسة المالية"، المؤتمر الدولي الرابع، التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية، الخرطوم، السودان، أيام 04 - 05 أبريل، 2012، ص: 06.05.

² محمد علي القرني، "أدوات التحوط في الأسواق المالية وأحكامها الشرعية (الإختيارات-المستقبليات-البيع مع تأجيل البدلين-المبادلات)"، الندوة العلمية، التحوط في المعاملات المالية، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، دائرة الشؤون الإسلامية، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 01 ماي 2016، ص: 17.

مؤشر ليبور* وطبيعة الأصول ذات الدخل الثابت تقتضي أن يتحدد هامش الربح مرة واحدة طوال فترة العقد.

وعلى ذلك، إن تغير السعر المرجعي فلن يكون بالإمكان تغيير هامش الربح في هذه العقود ذات الدخل الثابت، ولأجل هذا فإنّ المصارف الإسلامية تواجه المخاطر الناشئة من تحركات سعر الفائدة في السوق المصرفية¹.

4-مخاطر التشغيل والمخاطر القانونية:

تنشأ مخاطر التشغيل عندما لا تتوافر للمصرف الإسلامي الموارد البشرية والملمة بالعمل المصرفي الإسلامي، وبما أنّ هناك اختلافا في طبيعة العقود المالية الإسلامية، فإنّ هناك مخاطر تواجه المصارف الإسلامية في جانب توثيق هذه العقود وتنفيذها.

وكذلك بما أنّه لا تتوفر صور نمطية موحدة لعقود الأدوات المالية المتعددة فقد طورت المصارف الإسلامية هذه العقود وفق فهمها للتعاليم الشرعية والقوانين المحلية ووفق احتياجاتها الراهنة، ثم إنّ عدم وجود العقود الموحدة إضافة إلى عدم توفر النظم القضائية التي تقرر في القضايا المرتبطة بتنفيذ العقود من جانب الطرف الآخر تزيد من المخاطر القانونية ذات الصلة بالاتفاقيات التعاقدية الإسلامية².

5-مخاطر السحب ومخاطر الثقة:

يقود نظام العائد المتغير على ودائع الادخار والاستثمار إلى حالة عدم التأكد من القيمة الحقيقية للودائع فالمحافظة على قيمة الأصول بمعنى تخفيض مخاطر الخسارة جزاء معدل العائد المنخفض ربما يكون العامل المهم في قرارات العملاء الخاصة بسحبهم أرصدة ودائعهم، ومن وجهة نظر المصرف فإنّ ذلك يؤدي إلى مخاطر السحب التي يكون وراءها معدل العائد المنخفض مقارنة بالمؤسسات المالية الأخرى، كما قد يؤدي معدل عائد منخفض للمصرف الإسلامي مقارنة بمتوسط العائد في السوق المصرفية قد يؤدي إلى مخاطر الثقة، حيث ربما يظن المودعون والمستثمرون أنّ مرد العائد المنخفض التعدي أو التقصير من جانب المصرف الإسلامي، وقد تحدث مخاطر الثقة بأن تحرق المصارف الإسلامية العقود التي بينها وبين المتعاملين معها، وعلى سبيل المثال، قد لا يستطيع المصرف الإسلامي الالتزام الكامل بالمتطلبات الشرعية لمختلف العقود، وبما أنّ المسوّغ الأساسي لأعمال المصارف

* مؤشر ليبور: هو المؤشر الرئيسي الذي تستخدمه البنوك الربوية ومؤسسات الائتمان والمستثمرون لتثبيت تكلفة الاقتراض في أسواق المال في جميع أنحاء العالم.

¹ عبد الكريم أحمد قندوز، "إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية: مدخل الهندسة المالية الإسلامية"، الجزائر، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة الشلف، العدد 09، 2012، ص: 14.

² بن علي بلعوز، "إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية مدخل الهندسة المالية"، مرجع سابق، ص: 07.06.

الإسلامية هو التزامها بالسرّية، فإنّ عدم مقدرتها على الوفاء بذلك أو عدم رغبتها يمكن أن يقود إلى مشكلة ثقة عظيمة الأثر وبالتالي تؤدي إلى سحب الودائع¹.

6-الخطر التجاري المنقول:

وهذا النوع من المخاطر هو تحويل مخاطر الودائع إلى المساهمين، ويحدث ذلك عندما تقوم المصارف الإسلامية وبسبب المنافسة التجارية في السوق المصرفية بدعم عائداً الودائع من أرباح المساهمين لأجل أن تمنع أو تقلل من لجوء المودعين إلى سحب أموالهم نتيجة العوائد المنخفضة عليها والخطر التجاري المنقول يعني أنّه قد يعجز المصرف الإسلامي رغم أنه يعمل وفق ضوابط الشريعة الإسلامية عن إعطاء عائد منافس على الودائع مقارنة بالمصارف الإسلامية أو التقليدية المنافسة، وهنا قد يتوفر الدافع مرة أخرى لكي يقرر المودعون سحب أموالهم، ولمنع ذلك يحتاج مالكو المصرف الإسلامي إلى أن يتخلّوا عن بعض أرباح أسهمهم لصالح المودعين في حسابات الاستثمار².

ثانياً-المخاطر التي تختص بها صيغ التمويل الإسلامية:

تتمثل أهم المخاطر التي تختص بها صيغ التمويل الإسلامية فيما يلي:

1-التمويل بالمرابحة:

يعتبر عقد المرابحة من أكثر العقود المالية الإسلامية استخداماً وإن أمكن ترميط العقد وتوحيده فإنّه يعكس أن تكون مخاطره قريبة من مخاطر التمويل التقليدي الربوي، ونظراً للتشابه بين المخاطر المرتبطة بهذا العقد ومخاطر التمويل، فإنّ عدداً من السلطات الرقابية في عدد من البلدان قد قبلت وأجازت هذا العقد كصيغة تمويلية ولكن الصيغة الموحدة لعقد المرابحة قد لا تكون مقبولة لجميع علماء المسلمين وعلاوة على ذلك فإنّ الآراء الفقهية حول العقد في صورته الحالية غير متفق عليها، ويمكن أن تشكل هذه الآراء المتباينة مصدراً لما يمكن تسميته مخاطر الطرف الآخر في العقد مع عدم وجود نظام تقاضي فعال، إنّ أهم المخاطر الخاصة بهذا العقد قد تنشأ من عدم الاتفاق على طبيعة العقد وما قد يطرأ من مسائل قضائية بسبب ذلك.

وثمة مشكلة أخرى مُحتملة وقد تحدث في عقد بيع مثل بيع المرابحة، هي تأخر الزبون في سداد ما عليه حيث أنّ المصارف الإسلامية لا تقوم بالأساس بأخذ ما يزيد عن السعر المتفق عليه للسلعة المباعة، وعن التباطؤ في سداد الالتزامات نحو المصرف الإسلامي أنّه يواجه خطر الخسارة³.

¹ عبد الكريم أحمد قندوز، "إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية: مدخل الهندسة المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 15.

² بن علي بلعزوز، "إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية مدخل الهندسة المالية"، مرجع سابق، ص: 07.

³ طارق الله خان، حبيب أحمد، "إدارة المخاطر-تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية" ورقة مناسبات (05)، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتمويل، جدة، السعودية، 2003، ص: 68.

2- التمويل بالسلم:

هنالك على الأقل نوعان من المخاطر في عقد السلم مصدرهما الطرف الآخر في العقد، وفيما يلي تحليل مختصر لهذه المخاطر:

- تتفاوت مخاطر الطرف الآخر من عدم تسليم المسلم فيه في حينه أو عدم تسليمه تماما، إلى تسليم نوعية مختلفة عما اتفق عليه في عقد السلم، وبما أنّ عقد السلم يقوم على بيع المنتجات الزراعية، فإنّ مخاطر الطرف الآخر قد تكون بسبب عوامل ليس لها صلة بالملاءة المالية للزبون؛
- لا يتم تداول عقود السلم في الأسواق المنظمة أو خارجها، فهي اتفاق بين طرفين ينتهي بتسليم سلع عينية و تحويل ملكيتها، وهذه السلع تحتاج إلى تخزين وبذلك تكون هناك تكلفة إضافية ومخاطر أسعار تقع على المصرف الذي يملك هذه السلعة بموجب عقد السلم¹.

3- التمويل استصناعا:

عندما يُقدم المصرف التمويل وفق عقد الاستصناع فإنه يُعرض رأس ماله لعدد من المخاطر الخاصة بالطرف الآخر وهذه تشمل الآتي:

- مخاطر الطرف الآخر في عقد الاستصناع التي تواجهها المصارف والخاصة بتسليم السلع المباعة استصناعا تشبه مخاطر عقد السلم، حيث يمكن أن يفشل الطرف الآخر في تسليم السلعة في موعدها أو أنها سلعة رديئة؛
- مخاطر العجز عن السداد من جانب المشتري بصفة عامة بمعنى فشله في السداد بالكامل في الوعد المتفق عليه مع المصرف؛
- إذا اعتبر عقد الاستصناع جائزا غير ملزم، وفق بعض الآراء الفقهية فقد تكون هنالك مخاطر الطرف الآخر الذي قد يعتمد على عدم لزومية العقد فيتراجع عنه؛
- وإن تمت معاملة الزبون في عقد الاستصناع معاملة الزبون في عقد المرابحة، وإن تمتع بخيار التراجع عن العقد ورفض تسليم السلعة في موعدها، فهناك مخاطر إضافية يواجهها المصرف الإسلامي عند التعامل بعقد الاستصناع.

وقد تكون هذه المخاطر لأنّ المصرف الإسلامي عندما يدخل في عقد الاستصناع يأخذ دور الصانع والمنشئ والبناء والمورد، وبما أنّ المصرف لم يتخصص في هذه المهن فإنه يعتمد على المقاولين في الأخير².

¹ عبد الكريم أحمد قندوز، "إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية: مدخل الهندسة المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 15.

² طارق الله خان، حبيب أحمد، مرجع سبق ذكره، ص: 70.69.

4- التمويل بالمشاركة-المضاربة:

- بصفة عامة تزيد المخاطر المتوقعة في صيغ المشاركة والمضاربة للأسباب التالية:
- إذا كان المصرف الإسلامي يتلقى الأموال باعتباره عامل مضاربة لاستثمارها ورأينا أنّ جزءاً من هذه الأموال يستثمر في التجارة بالبيع والشراء، فإنّ من العقود التي يلجأ إليها في استثماراته عقد المضاربة (أو القراض) هذا يعني في هذه الحالة أنّه يصبح صاحب رأس المال والمستثمر المشارك يكون عامل المضاربة، وحيث أنّ عامل المضاربة وكيل أمين فهنا تكمن المخاطرة الأخلاقية ولذلك لا بد من اتخاذ الوسائل الكفيلة بتقليل مخاطر المضاربة؛
 - عدم وجود مطلب الضمان مع احتمالات وجود الخطر الأخلاقي؛
 - الانتقاء الخاطئ للمتعاملين بسبب ضعف كفاءة المؤسسات المالية الإسلامية في مجال تقييم المشروعات وتقنياتها¹.

المطلب الثالث: دور الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر والتحوط منها.

- عكفت الهندسة المالية الإسلامية على ابتكار عقود مسماة في الفقه الإسلامية تعمل على إدارة المخاطر والتحوط منها لتأمين المستثمرين والمتعاملين لتحقيق المصالح.
- الفرع الأول: أسباب الحاجة إلى منهج إسلامي لإدارة مخاطر التمويل الإسلامي.
- تحتاج الصناعة المالية الإسلامية لغدارة المخاطر التي تواجهها والتحوط منها لتطوير هذه الصناعة وتفعيلها وانتشار العمل بها ليس فقط داخل البلدان العربية والإسلامية بل تنتقل إلى الأسواق المالية الغربية، وتتمثل أهم أسباب الحاجة لمنهج إسلامي لإدارة المخاطر المالية في:
- أولاً- الأسباب العامة:

وتتمثل الأسباب العامة فيما يلي:

1. مشاكل القطاع المالي (بمفهومه الواسع) تتعلق بشكل خاص حول إدارة المخاطر لأنّ هذا القطاع يواجه أكثر من غيره مشاكل المخاطر المستقبلية وهو ما يستدعي أن يطور الأساليب والأدوات التي تمكنه من التعامل مع هذه المخاطر بكفاءة، إنّ مواجهة المخاطر مشكلة اقتصادية عامة واجهت جميع الأفراد على مر التاريخ، إلا أنّ هذه المخاطر ارتفعت حدتها في وقتنا المعاصر، فضلاً عن أنّها أصبحت أكثر وضوحاً في القطاع المالي عن غيره من القطاعات؛
2. تعتبر سلامة القطاع المالي الذي يعتبر أكثر القطاعات الاقتصادية تعاملًا مع المخاطر وازدهاره وكفاءة عمله شرطاً أساسياً للتقدم الاقتصادي، ومن هنا ازداد الوعي بأهمية السلامة للمؤسسات المالية المختلفة، وباعتبار المؤسسات المالية الإسلامية أصبحت موجودة تقريباً في كل دول العالم

¹ محمد عمراني، محمد رضاني، "إدارة المخاطر في المالية الإسلامية ودور الهندسة"، الملتقى الدولي الرابع للمالية الإسلامية، الهندسة المالية الإسلامية بين الضوابط الشرعية والمستحققات الربحية والمقاصد التنموية، جامعة الزيتونة، صفاقس، تونس، أيام 27-28 أبريل 2016، ص: 04.

فهي تشكل بذلك جزءا من القطاعات المالية لهذه الدول، مما يعني أنها مسؤولة (على قدم المساواة مع المؤسسات المالية التقليدية) عن استقرار النظام المالي ككل ومن ثم المساهمة في تطور الاقتصاد، ولا يتحقق لها ذلك إلا بوجود إطار سليم لإدارة المخاطر خاص بالمؤسسات المالية الإسلامية¹.

ثانيا- الأسباب الخاصة بالصناعة المالية الإسلامية:

يمكن حصرها فيما يلي:

1. أدى عدم وجود منهج واضح لإدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية خاصة إدارة مخاطر الأساليب القائمة على المشاركة في الأرباح والخسائر إلى محاولة تجنبها قدر المستطاع والاعتماد على الصيغ القصيرة الأجل التي تعتبر عادة أقل مخاطرة، هذا ما أدى إلى انحراف مسيرة العمل المالي والمصرفي الإسلامي عما كان مستهدفا أصلا، وهو المساهمة في تمويل التنمية عن طريق التمويلات الطويلة الأجل باستخدام صيغ المشاركات بدل المداينات؛
2. أدى عدم وجود مشتقات وأدوات مالية إسلامية للتحوط وإدارة المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات المالية الإسلامية إلى انسحاب تلك المؤسسات من المعاملات المالية ذات المخاطر المرتفعة (مثل المضاربة والمشاركة واعتمادها على صيغ التمويل المضمونة والمنخفضة المخاطر (مثل المرابحة)؛
3. نقص وأحيانا عدم وجود دراسات لتقييم وقياس وتسعير المخاطر في أدوات التمويل الإسلامية وهو متطلب سابق لإمكانية استعمال وتسويق تلك الأدوات لذلك كان استخدام سندات القراض أو صكوك المشاركة أو شهادات التأجير أو الأدوات الأخرى المبنية على المشاركة في المخاطر محدودة وهامشيا².

الفرع الثاني: التحوط من المخاطر باستخدام عقود مسماة في الفقه الإسلامي.

جاءت الهندسة المالية الإسلامية بعقود مسماة في الفقه الإسلامي للتحوط وإدارة المخاطر تتمثل

في:

أولا- البيع الحلال: يقوم المشتري أو المستثمر بشراء احتياجاته المستقبلية حالا ويدفع ثمنها نقدا، ويتسلمها ويخزنها في الحال، وبذلك يكون المستثمر قد تحوط من المخاطر حيث ضمن الاحتياجات المستقبلية وبالتالي:

¹ عبد الكريم أحمد قندوز، "إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية: مدخل الهندسة المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 17.

² نفس المرجع، ص: 17.

تجنب خطر النفاذ وتجنب أيضا تقلبات الأسعار في المستقبل، ومن سلبيات هذه الطريقة أنّ المشتري قد لا يجد جميع الاحتياجات المستقبلية متوفرة في السوق أو قد لا تكون لديه السيولة الكافية لتسديد قيمة الاحتياجات.

ثانياً- بيع السلم: وفقا لهذا الأسلوب في التمويل يقوم المشتري بشراء احتياجاته المستقبلية ويدفع قيمتها بئمن الحال، ويكون بذلك تحوط من مخاطر تثبيت السعر المستقبلي وضمن مخاطر تقلبات السعر في المستقبل¹.

ثالثاً- التحوط باستخدام العريون: بيع العريون أن يشتري الرجل السلعة بألف دينار مثلا فيدفع ثمنها جزء (عشر دنانير مثلا) ويقول للبائع إذا لم اشتر منك غدا فالدنانير العشرة لك، ويعد هذا العقد ملزما في حق البائع أي أنه لا يستطيع أن يمنع عن تنفيذه، أما المشتري فهو بالخيار خلال المدة المتفق عليها، أما حكمه فهو جائز عند الحنابلة بخلاف الجمهور².

الفرع الثالث: إدارة المخاطر باستخدام الهندسة المالية الإسلامية.

تعمل الهندسة المالية الإسلامية على إدارة المخاطر من خلال منتجات مالية مشروعة صممت لهذا الغرض ومن هذه المنتجات:

أولاً- بيع دين السلم (أو التوريق الإسلامي): يعتبر بيع دين السلم قبل قبضه من القضايا التي تثير خلافات فقهية، فقد أجازها الإمام مالك رحمه الله إذا كان من غير الطعام و منعه سائر الأئمة، قد يتبنى البعض رأي الإمام مالك ويطرح فكرة تسهيل (توريق) الديون السلعية على هذا الأساس بل ومن الممكن تسهيل الديون السلعية بصورة يوافق عليها جميع الأئمة (فالهندسة المالية الإسلامية كما رأينا من قبل تهدف إلى الابتعاد قدر الإمكان عن الخلاف الفقهي) دون فارق كبير بالنسبة للمنتج، فيمكن للدائن (حامل سند دين السلم) أن يبيع سلما مواز للأول، بنفس المواصفات والشروط ويمكن أن يضاف إلى ذلك اعتبار الدين رهنا للسلم الموازي، فإذا صح اعتبار السلم الأول رهنا للسلم الثاني صار الدينان متقاربين في درجة المخاطرة ومتماثلين في الخصائص الأخرى.

ثانياً- التورق وإدارة المخاطر: التورق هو صيغة للحصول على السيولة، وهو أن يشتري شخص السلعة إلى أجل ليبيعهها ويأخذ ثمنها لينتفع به ويتوسع فيه، كأن يحتاج إلى نقود فيذهب إلى التاجر ويشتري منه ما يساوي مائة (100) بمائة وخمسين (150) على أجل ليسد به حاجته، وهو بيع جائز لا مانع منه لأنّ البائع الذي كان مشتريا باع السلعة إلى شخص آخر غير البائع الأول، وهو مثال لهندسة مالية غير

¹ شوقي جباري، فريد خميلي، "دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية"، المؤتمر العلمي الدولي، الأزمة المالية والاقتصادية

العالمية المعاصرة من منظور الاقتصاد الإسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، 01-02 ديسمبر 2010 ص: 17.

² عبد الكريم أحمد قندوز، "إدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية من الحلول الجزئية إلى التأصيل"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع

والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، الإمارات العربية المتحدة، أيام 31 ماي-3 جوان، 2009، ص: 16.

كفوة إذ يتحمل المشتري تكاليف القبض والحياسة ثم خسارة البيع الفوري وهي جميعا تكاليف إضافية لا تفيد المتورق بشيء، لكن يوجد في الفقه الإسلامي ما يغني عن هذه الصيغة بصورة أكثر كفاءة وأكثر مشروعية، وذلك من خلال عقد السلم، حيث يقبض المحتاج للسيولة النقد مقدما مقابل سلعة في الذمة مؤجلة، وإذا كان الدائن تاجرا كان السلم محققا 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 ممولا فيمكنه استخدام السلعة في البيع الآجل وبذلك تكتمل الدورة التجارية للممول فيشتري السلعة سلما، ثم بعد قبضها يبيعها بالآجل وهذا سيعطي الممول فرصة أفضل لتنويع محفظته الاستثمارية، فبدلا من أن تكون جميعها ديونا نقدية يكون بعضها نقديا وبعضها سلعيًا، والتنويع كما هو معلوم من أفضل الطرق لتحديد المخاطرة، فإذا ارتفعت أسعار السلعة محل المتاجرة كان ذلك خسارة في ديون النقد، ولكنه يمثل ربحا في ديون السلم والعكس بالعكس فالمحصلة هي تخفيض المخاطرة بدرجة عالية، وبناء على توقعات السوق يمكن للممول أن يوزع محفظته بين السلم والبيع الآجل بما يحقق أفضل عائد بأقل مخاطرة¹.

ثالثا- إدارة مخطر عدم السداد أو المماطلة في الدفع في عقود المرابحة للأمر بالشراء:

ويقترح بهذا الخصوص الباحث أحمد بن علي السالوس الحل التالي:
عند عجز المدين (المشتري) عن الدفع وعلم المصرف بهذا يمكنه أن يدخل مع هذا المدين في شركة بقيمة الدين.

اللجوء إلى إعادة الاتفاق على نسبة الربح، بحيث تزيد هذه النسبة لصالح المصرف تبعاً للزمن الذي يتأجل إليه الدفع.

هذا مع الإشارة في الأخير إلى أنّ هناك اعتقادا لدى الكثير من المنظرين في التمويل والصيرفة الإسلامية إلى أنّ المخاطر التي تواجه المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية تزداد بشكل كبير نتيجة الفجوة ما بين النظرية والتطبيق، هذا ما يعني أن واحدة من أهم طرق تقليل مخاطر المصارف المؤسسات المالية الإسلامية هو الالتزام التام بأحكام فقه المعاملات المالية في كل تعاملاتها².

¹ بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز، "استخدام الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر بالمصارف الإسلامية"، مرجع سابق، ص 16.15.

² نفس المرجع، ص: 16.

الفرع الرابع: التحصين والعقود الموازية.

التحصين والعقود الموازية من الطرق التي اوجدتهم الهندسة المالية الإسلامية لتحقيق لمواجهة مخاطر تغيرات أسعار الصرف والسلع.

أولاً-التحصين:

أوجدت الهندسة المالية الإسلامية من خلال الابتكار المشروع وسيلة تمكن المصارف الإسلامية في المشاركة في السوق المالية الإسلامية الاحتراز من تقلبات أسعار الصرف من خلال الحصول على مبلغ من المال في شكل وديعة استثمارية بنظام المشاركة في الربح والخسارة لمدة معينة ويقوم بالمقابل بشراء عملة أجنبية أخرى بالسعر الحاضر ويحتفظ بهذا المبلغ المشتري في حساب استثماري من العملة الأجنبية بنفس المدة وعند انقضاء المدة يحين أجل الوديعتين ويشترك المصرف المودعين لديه عائدات الوديعة الاستثمارية بالعملة الأجنبية وبهذا يمكن للمؤسسات المالية الإسلامية تغطية مخاطر سعر الصرف لنفس المدة¹.

ثانياً-العقود الموازية:

من خلال الهندسة المالية الإسلامية أصبح بالإمكان للمصارف الإسلامية تقادي نخاطر تقلبات الأسعار من خلال العملية التالية كمثال، إذا افترضنا أنّ المصرف الإسلامي قام ببيع أصول له بقيمة 100 مليون دولار على أساس المرابحة وستة أشهر، وارتفعت الأسعار في هذه الفترة فإنّه يستطيع أن يقوم بعملية تغطية كاملة لمقابلة آثار التضخم بشراء ما قيمته 100 مليون دولار من الأصول على أساس السلم هذا فيما يخص المرابحات ومخاطر السعر، أما في تغطية مخاطر السلم فإنّه يستطيع أن يدخل في عقد سلم مواز ومكافئ.

وصورته أن يبيع المصرف إلى طرف ثالث بضاعة في الذمة من نفس جنس المسلم فيه ومواصفاته، وليس خصوص البضاعة المسلم فيها مؤجلا ويتسلم الثمن مقدما أي بطريق السلم فيكون دور المصرف دور المسلم إليه، فإذا تسلم المصرف البضاعة سلمها إلى الطرف الثالث أداء لما في ذمته ولأنّ المصرف يبيع سلماً فسيكون السعر أرخص من السعر الحاضر، فإن كان بسعر الصفقة الأولى مع اتفاق الأجلين لم يستفد المصرف شيئاً وإن كان بسعر أعلى حصل له بعض الربح، ويكون هذا الربح لتغطية مخاطر السلم الأول، وقد اختلفت الآراء الفقهية حول مشروعية هذه العملية فذهب الأكثرية إلى جوازها².

¹ مختار بونقاب، " دور الهندسة المالية الإسلامية في إدارة مخاطر صيغ التمويل الإسلامي -دراسة حالة بنك البركة الجزائري وعينة من المصارف الإسلامية 2013-2016"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير (منشورة)، جامعة ورقلة، الجزائر، 2017، ص: 53.

² عبد الكريم أحمد قندوز، "إدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية من الحلول الجزئية إلى التأصيل"، مرجع سابق، ص: 34.33.

الفرع الخامس: الهندسة المالية الإسلامية صمام أمان للأزمات المالية في المستقبل.

الشريعة الإسلامية لها القدرة على تحصين النظام المالي الذي تنشط فيه وحمايته من الأزمات التي يمكن أن تصيبه، من خلال الالتزام بفقہ معاملاتنا ونواهيہ وممارسته الأخلاقية، والتي تمثل أهم قاعدة في منع الأزمات المالية، إذ يمكن اعتبار الممارسات المالية الأخلاقية من أهم مسببات الأزمات المالية في السوق المالية التقليدية، كالبيع الصوري، والعروض الوهمية، والاستغلال والاحتكار. يمكن للهندسة المالية الإسلامية أن تكون صمام أمان أمام الأزمات المالية المستقبلية من خلال مايلي:

1. تقترح الباحثة هناء محمد هلال الحنيطي وجود هيئات متخصصة تعمل دراسات دورية لاحتياجات السوق وتكوين الكوادر البشرية التي تجمع بين العلوم الشرعية والعمل المالي، وتهيئة البيئة المناسبة لتحقيق الابتكار المشروع الذي يحقق الكفاءة الاقتصادية، هذا ما يساهم في تمكين الهندسة المالية في أن تكون صمام أمان من الأزمات المالية؛
2. المساهمة في إنشاء البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية متخصصة في التمويل المتوسط وطويل الأجل ملتزمة بالمرجعية الشرعية؛
3. العمل دائما على ابتكار أدوات ومنتجات مالية إسلامية بديلة للمنتجات المالية التقليدية، لتلبية رغبات المستثمرين المتجددة نتيجة للتقدم والتطور؛
4. سحب المنتجات والأدوات المالية الإسلامية المعيبة والغير صالحة عندما تقارن أساليب الاستثمار فيها بالمرجعية الشرعية؛
5. العمل على تسويق الأدوات والمنتجات المالية الإسلامية وذلك من خلال دراسة لاحتياجات السوق وتوجيه موارد المدخرين إلى الاستثمارات المشروعة وهذا قد يؤدي إلى تداول الأدوات والمنتجات المالية الإسلامية في الأسواق المالية العالمية مما يساعد على انتشارها؛
6. تنويع الاستثمارات في المنتجات المالية الإسلامية وعدم التركيز على منتج أو أداة مالية معينة؛
7. العمل على وضع حد أعلى للعقود التي يمكن أن يشتريها المتعامل من سلعة معينة، أي عدم السماح لأي متعامل بمفرده أن يملك أكثر من عقد في هذه السلعة، لأن هذا يحد من التحكم بسعر المستقبلات والحد من الاحتكار؛
8. مراقبة صناع السوق والتأكد من أنهم يقومون بدورهم في تحقيق استقرار السوق ولا يقومون بالعكس؛
9. تحريم التداول المسبق في السوق المالية الإسلامية؛
10. تعزيز دور الوكالات التصنيف الائتماني الإسلامية في السوق المالية الإسلامية¹.

¹ هناء محمد هلال الحنيطي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 20.21.

المبحث الرابع: دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير البحث العلمي وتفعيل الابتكارات التكنولوجية وأنظمة التداول في السّوق المالية الإسلامية.

تعتمد الهندسة المالية الإسلامية من خلال الابتكار المشروع إلى مواصلة البحث العلمي لإيجاد منتجات تمويلية حديثة تجمع بين المصداقية والكفاءة المهنية، كما تقوم على ابتكار وسائل وطرق حديثة لتسهيل التعامل والتداول في السّوق المالية الإسلامية لتعميقها وتنشيطها.

المطلب الأول: دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير البحث العلمي وتفعيل الابتكارات التكنولوجية في السّوق المالية الإسلامية.

إنّ تفعيل البحث العلمي والابتكارات التكنولوجية في السّوق المالية الإسلامية يساهم في تخفيض تكاليف المعاملات وسرعة إبرام الصفقات والعقود.

الفرع الأول: دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير البحث العلمي.

تعمل الهندسة المالية الإسلامية من خلال وظيفة الابتكار المشروع بالبحث دائماً عن منتجات مالية مشروعة وعمليات تمويل حديثة من أجل تخفيض تكاليف المعاملات ومواجهة التحديات المختلفة في السّوق المالية الإسلامية.

أولاً-تعريف البحث العلمي:

يعرف قاموس أكسفورد (oxford dictionaries) البحث العلمي على أنّه: "التحقيق المنهجي في المواد والمصادر ودراستها من أجل إرساء الحقائق والتوصل إلى استنتاجات جديدة"¹.

ثانياً- دور الهندسة المالية الإسلامية في تفعيل البحث العلمي والتطوير:

يتطلب استخدام الهندسة المالية الإسلامية للتعامل مع العديد من المشكلات المعاصرة المزيد من الموارد والمهارات والبحوث وتكمن فائدة البحث العلمي في الوصول إلى أفضل الطرق من أجل الاستثمار في الابتكار المشروع الذي هو أساس الهندسة المالية الإسلامية والتي ربما لا تكون متاحة، بخلاف ذلك يعد البحث والتطوير مصدراً مهماً للابتكار وتساعد استثمارات البحث والتطوير المؤسسات المالية الإسلامية في البحث عن الأفكار الجديدة والعثور عليها وتحسين قدراتها على استيعاب المعرفة من مصادر خارجية.

ويتراوح البحث والتطوير من الأبحاث الأساسية المدفوعة بالفضول والاهتمام ببعض الشيء بتطبيقها إلى حل المشكلات بعملية شديدة، وتعكس نفقات البحث العلمي والتطوير التزامات شديدة التنوع، سواء قومية أو قطاعية أو مشتركة، باستخدامه للسعي وراء الابتكار، فينفق دولياً 700 مليار دولار سنوياً على البحث والتطوير.

¹ Oxford living Dictionaries, /en.oxforddictionaries.com/definition/research

كما أنّ سياسة الابتكار المشروع تشمل أكثر من مجرد توجيه لقطاع الأبحاث، حيث أولت اهتماماً بتحسين أداء الهندسة المالية الإسلامية في المؤسسات المالية الإسلامية. ويعد البحث والتطوير إحدى الطرق التي تنشئ بها المؤسسات المالية الإسلامية خيارات من أجل المستقبل وتعتبر الطرق التي تنظم بها تطوير منتجها المالي وخدمتها الجديدة ضرورية لتحسين فرص نجاحها في تحقيق خيارات المستقبل المتاحة لها، وبينما يتمثل البحث والتطوير بوجه عام المساحة التنظيمية للباحثين والمتخصصين الفنيين عادة ما يضم تطوير منتج وخدمة جديدة للمستثمرين من التصميم وعمليات التمويل¹.

ثالثاً- دور الهندسة المالية الإسلامية في تفعيل البحث والابتكار في المؤسسات المالية الإسلامية:

تهدف الهندسة المالية الإسلامية من خلال ابتكار منتجات مالية إسلامية إلى تحقيق مايلي داخل المؤسسات المالية الإسلامية:

1. تطوير المنتجات المالية الإسلامية وتنميتها وتسجيلها، وإيجاد البيئة المناسبة لتحفيز البحوث والإبداع والتطوير للمؤسسات المالية الإسلامية والأفراد العاملين بها؛
2. خلق تنافسية بين الباحثين والمهتمين بهذا المجال وتوجيههم للبحوث التي تهتم بابتكار وتطوير المنتجات المالية المشروعة والابتعاد عن التقليد والإفراط في البحوث النظرية؛
3. نشر ثقافة تنمية وتفعيل الصناعة المالية الإسلامية، وتحسين القدرات الابتكارية وتسهيل تبادل الخبرات ودعم الجهود الفردية في هذا المجال بالإضافة إلى المبادرة باكتشاف فرص التطوير وتصميم منتجات جديدة تعمل على مواجهة المخاطر التي تعرقل المالية الإسلامية؛
4. دراسة المنتجات القائمة، وتقويم نتائج وآثار تطبيقاتها في المؤسسات المالية الإسلامية والأسواق المالية الإسلامية، كما يجب وضع معايير وآليات محددة تصنف هذه المنتجات وتسجلها؛
5. تنميط عقود المنتجات المالية الإسلامية وتقنينها بما يحقق المعيارية والشفافية والقبول العام لها إقليمياً ودولياً².

¹ مارك دودجسون، ترجمة زينب عاطف سيد، "الابتكار مقدمة قصيرة جداً"، القاهرة، مصر، مؤسسة هنداوي للتعليم والثقافة، الطبعة الأولى، 2014، ص ص: 54-97 (بتصرف).

² هاجر سعدي، لامية لعلم، "دور الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار منتجات مالية إسلامية-العقود المالية المركبة نموذجاً-"، مؤتمر دولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 5-6 ماي 2014، ص: 03.

الفرع الثاني: دور الهندسة المالية الإسلامية في تفعيل الابتكارات التكنولوجية.

انتشار العمل بالتكنولوجيا داخل الأسواق المالية الإسلامية يُساهم لحد كبير في زيادة حجم التداولات والعمليات وتحقيق الربحية نتيجة تغطية أكبر جزء من المعاملات اليومية. أولاً-الابتكارات التكنولوجية:

هي تطبيق للمعرفة حول الأدوات والمواد والعمليات والتقنيات لحل المشكلات، كما أنّ لها تأثير عميق على حياة الناس، والابتكار التكنولوجي هو العنصر الرئيسي في الطريقة التي تنشأ بها القيمة الاقتصادية الجديدة التي تسمح للناس والشركات باستخدام الموارد الموجودة بشكل أكثر كفاءة وكذلك متابعة المنتجات والخدمات التي تلبي احتياجات الناس بطرق لم تتحقق قبل¹. إنّ نشر الابتكارات التكنولوجية في الأسواق المالية يُساهم إلى حد كبير في الرفع من كفاءتها وتنشيطها نتيجة تيسر المعاملات وتطور وسائل التداول وتغطية لجزء كبير من السوق نتيجة تطور وسائل النقل والاتصال.

ثانياً- دور الهندسة المالية الإسلامية في تفعيل تكنولوجيا الابتكار:

فرصة الهندسة المالية الإسلامية تكون من خلال الابتكار المالي المشروع في تطوير نظم جديدة يمكن من خلالها تحليل كل شيء وتزويدها بمنتجات وأدوات مالية مشروعة على الفور للتعامل مع المشكلات المالية.

وتركز الهندسة المالية الإسلامية على ابتكار تصميمات ونماذج أولية للمشاكل المالية، يؤدي ذلك إلى تنمية الأفكار نتيجة البحث عن الابتكار للتصميم المستجد والمحدد.

وتحرك تكنولوجيا المعلومات والاتصالات الابتكار إلى غاية تحقيقه في صورته النهائية ويطلق عليها "تكنولوجيا الابتكار"، لأنها تقوم بالجمع بين مكونات عملية للابتكار المالي وتستخدم في تحسين سرعة الابتكار وكفاءته من خلال الربط بين المدخلات المختلفة داخل المؤسسة المالية.

وتشمل تكنولوجيا الابتكار المالي مجموعة البرامج والتقنيات المستخدمة لمساعدة المهندسين الماليين في تصميم المنتجات والخدمات المالية الشرعية، من خلال الأدوات الإلكترونية والحوسبة الشبكية التي تساعد في إدارة مشاريع الهندسة المالية الإسلامية.

إنّ استخدام تكنولوجيا الابتكار يجعل البيانات المالية المعقدة والمعلومات ووجهات النظر والتفضيلات الخاصة بالمجموعات واضحة ومفهومة².

كما يمكن للهندسة المالية الإسلامية من خلال التصميم والابتكار التكنولوجي المشروع تطوير وسائل وأدوات للتخزين في السوق المالية الإسلامية لما لهذه الأدوات والوسائل من أثر على تنشيط السوق

¹ Scott Shane , "Hnadbook of technology and Innovation Management" , A john Wiley and Sons LTD Publication , United Stases , 2008 , p: 15.

² مارك دودجسون، ترجمة زينب عاطف سيد، مرجع سبق ذكره، ص ص: 110.111

المالية الإسلامية من خلال تخزين المعلومات ومعالجتها واسترجاعها لاستخدامها عند الحاجة وعند طلب المشاركين والمستثمرين الجدد والمحتملين.

كما يمكن استغلال منتجات وأدوات التخزين لاستقبال المعلومات والإصدارات وطلبات المستثمرين من أجل عرضها في الوقت المناسب وفي أي مكان.

المطلب الثاني: دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير السوق المالية الإسلامية من خلال عملية إعادة الهندسة.

تقوم الهندسة المالية الإسلامية من خلال عملية إعادة الهندسة بتبسيط العمليات واختصار الإجراءات في السوق المالية الإسلامية لمواجهة التطورات في الساحة الاقتصادية.

الفرع الأول: مفهوم عملية إعادة الهندسة.

هي "إعادة تفكير أساسية وإعادة تصميم جذرية للعمليات لتحقيق نتائج هائلة في مقاييس الأداء العصرية المتمثلة في التكلفة، الجودة، مستوى الخدمة، والسرعة"¹.

الفرع الثاني: أثر عملية إعادة الهندسة على السوق المالية الإسلامية.

يُشير أداء السوق المالية الإسلامية لأهمية تطبيق ما يعرف بإعادة هندسة العمليات التمويلية والتي تعني إعادة تصميم الهيكل التنظيمي للسوق، مما يساعد على تبسيط العمليات التي تجرى فيها واختصار الإجراءات وتصميم الخطوات الرقابية الأكثر فعالية وسهولة.

ويرتبط بإعادة هندسة العمليات التمويلية ويتكامل معها تحديث وتطوير نظم العمل، والمراجع العملية والنماذج والمستندات الشرعية والإجراءات التنفيذية وقواعد الرقابة لكافة الخدمات والمنتجات المالية الإسلامية المتداولة، ولا سيما تلك المقدمة من خلال النظم المالية الإلكترونية.

كما يجب أن تتم إعادة الهندسة بإشراف الهيئات المتخصصة المعتمدة والشرعية، إنَّ عملية إعادة الهندسة المالية للسوق المالية الإسلامية تساهم في تحقيق الابتكار التنظيمي والذي من خلاله يتم تطبيق طرق تنظيمية جديدة في ممارسات السوق المالية الإسلامية من حيث النشاط والعلاقات الخارجية وممارسات المشاركين².

المطلب الثالث: دور الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار أنظمة تداول وأنظمة اتصال حديثة.

إنَّ تطوير وتفعيل أنظمة تداول إسلامية للسوق المالية الإسلامية يساهم في إقامة سوق مالية ثانوية إسلامية والتي من أهم مقومات نشأتها تطور أنظمة التداول الإلكتروني لاكتشاف الأسعار وزيادة ثقة المستثمرين لإنعدام التلاعبات وتوفير السيولة.

¹ الشيخ الداوي، سمية بنو، "أثر عملية إعادة الهندسة في تطوير الخدمة المصرفية- دراسة حالة البنك الوطني الجزائري"- المؤتمر الدولي

الثاني، إصلاح النظام المصرفي، جامعة ورقلة، الجزائر، أيام 11-12 مارس 2008، ص: 02.

² ماجدة أحمد شلبي، مرجع سبق ذكره، ص: 1888 (بتصرف).

الفرع الأول: تعريف أنظمة التداول الإلكتروني.

نُظم التداول الإلكترونية هي أنظمة اتصالات تعزز الكفاءة في نقل المعلومات وتداولها بين المتداولين في الأسواق المالية لذلك فأنظمة التداول الإلكترونية لديها القدرة على القيام بخدمات الوساطة الأساسية ونقل طلبات العملاء إلى المشاركين الآخرين في السّوق أو التبادل من ناحية أخرى، كما تقوم أنظمة التداول بالإفصاح عن الأسعار وتوفير السيولة نتيجة العروض والطلبات¹.

الفرع الثاني: دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير نظام للتداول الإلكتروني من منظور إسلامي.

تساهم الابتكارات التكنولوجية المشروعة في الأسواق المالية الإسلامية وشبكات الاتصال المتطورة في الحد من الوساطة المالية، والحد أيضا من تكاليف المعاملات وتتميز تقنية التداول الإلكتروني بسرعة تنفيذ الصفقات من خلال المقابلة التلقائية لأوامر البيع والشراء والعمل على زيادة الشفافية بالمقارنة مع الأنظمة التقليدية ويبقى تطور التداول الإلكتروني مستمرا نظرا لما تنتجه الهندسة المالية*، من صور وأشكال لمنتجات مالية مستحدثة في مجال التداول ونظرا لكون الانترنت أصبحت أحدث ابتكار في جميع المجالات، أدى ذلك إلى استخدام الانترنت في عمليات التداول وبالتالي حدوث تطور هائل في نظام التداول في الأسواق المالية².

ويتمثل دور الهندسة المالية الإسلامية الأساسي في تطوير نظام للتداول الإلكتروني من منظور إسلامي في إمداده بمنتجات مالية إسلامية ووضعها للتداول لتحقيق الأهداف المنشودة.

الفرع الثالث: أثر تطوير نظام للتداول الإلكتروني من منظور إسلامي على السّوق المالية الإسلامية.

يعمل هذا النظام على جذب المستثمرين والممولين للسّوق المالية الإسلامية لمزاياه العديدة وفيمايلي بعض منها:

1. تعزيز وتحقيق عدالة السّوق وشفافية عملية التداول؛
2. زيادة فعالية التداول من حيث توفير القدرة على استيعاب وتنفيذ أحجام تداول كبيرة؛
3. تقليل المخاطر وحماية صغار المستثمرين من خلال تعريف اللوائح والأنظمة والقوانين ضمنا في النظام؛
4. توافر إمكانية التداول عن بعد؛
5. تسهيل وتسريع نقل الملكية من خلال الربط الآلي بين السّوق مركز الإيداع والتحويل؛
6. تسهيل الإدراج المشترك بين الأسواق المالية؛

¹ Increasing use of electronic Trading Systems and its Implications on Japanese Financial Markets, Bank of Japan Financial Markets Department , July 2001 , p: 01.

*المقصود بها هنا الهندسة المالية الإسلامية.

² حسام مسعودي، "أثر تطبيق نظام التداول الإلكتروني على أداء السّوق المالية السعودية"، الجزائر، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة ورقلة، العدد 04، ديسمبر 2013، ص: 120 (بتصرف).

7. إمكانية فتح عدة أسواق في نفس الوقت؛

8. إمكانية استرجاع السوق للوقت الذي توقف عنده في حالات الطوارئ¹.

ويعد اكتشاف الأسعار هدفا رئيسيا لقواعد التداول الإلكتروني لأنه يجعل السوق المالية الإسلامية أكثر كفاءة من حيث قدرتها على دمج المعلومات الجديدة عن الأوراق المالية في أسعارها بأقل وقت ممكن، مما يقلل من الفرق بين سعر الورقة المالية وقيمتها فيقل احتمال الغبن وتزداد ثقة المتداولين بالسوق².

الفرع الثالث: دور الهندسة المالية الإسلامية في إنشاء نظام اتصال فعال لدعم وظيفة النقل في السوق المالية الإسلامية.

تعمل الهندسة المالية الإسلامية ومن خلال وظيفة الابتكار والتصميم لإيجاد حلول مشروعة، توفير شبكة اتصالات متطورة تشمل التجهيزات الحديثة بما فيها الأجهزة الإلكترونية وأجهزة الهاتف وغيرها من أدوات الاتصال الحديثة التي تعمل على إيصال آخر التطورات بالسرعة القصوى، وذلك لتسهيل تنفيذ عمليات السوق حتى يتمكن المتعاملون من الاتصال المباشر والسريع فيما بينهم، ولذلك يمكنهم عقد صفقاتهم ببسر وسهولة وفي الوقت المناسب، ولا شك أنّ أي تدني في مستوى هذه الخدمات يمكن أن يُشكل عقبة أمام تطور وتقدم وعمل السوق المالية الإسلامية بشكل فاعل³.

إنّ تطوير وسيلة حديثة للنقل في السوق المالية الإسلامية يُساهم في دعم هذه السوق وتحقيق الكفاءة من خلال توفير المعلومة لجميع المتعاملين والمشاركين، ويُمكن الابتكار المشروع الذي هو وسيلة لتنفيذ الهندسة المالية الإسلامية من تحقيق هذه الغاية لإيصال المعلومات لجميع الأطراف وفي الوقت المناسب لإزالة أي فرصة للاحتكار أو الغبن والتلاعب في السوق المالية الإسلامية الأمر الذي من شأنه تطوير هذه السوق وتحقيق الاستقرار فيها.

كذلك ومن خلال ابتكار الهندسة المالية الإسلامية لوسائل نقل حديثة مشروعة، تتمكن من تحقيق وظيفة التسويق للسوق المالية الإسلامية وضمانها الإفصاح المالي الدقيق للمشاركين في السوق المالية الإسلامية الأمر الذي يمثل وفرة للمعلومات المحاسبية والبيانات المالية للمستثمرين والمتعاملين الماليين المختلفين والذين يتوقع دخولهم للسوق، الأمر الذي يؤدي لتنشيط السوق المالية الإسلامية وتوسيعها. كما يؤدي الابتكار التسويقي إلى تنفيذ طريقة تسويقية جديدة من خلال التصميم والترويج للمنتجات المالية الإسلامية داخل السوق المالية الإسلامية وتوفير معلومات دقيقة عن التسعير.

¹ باسمه كزار حسن، "تطوير هيكل سوق العراق المالي باستعمال اللامركزية"، العراق، مجلة الإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة، العدد 109، 2016، ص: 33.

² محمد بن إبراهيم السحيباني، عبد الله بن محمد العمراني، مرجع سبق ذكره، ص: 04.

³ شافية كتاف، ذهبية لطرش، مرجع سبق ذكره، ص: 17. (بتصرف).

خاتمة الفصل

مما سبق تبين أنّ للهندسة المالية الإسلامية دور كبيراً في إنشاء ودعم السوق المالية الإسلامية وذلك من خلال أثرها في ابتكار منتجات مالية إسلامية نظيرة للمنتجات المالية التقليدية بل أكثر كفاءة منها، وإيجاد مؤسسات مالية إسلامية وتوفير التمويل لها، وأثر منتجات الهندسة المالية الإسلامية على السوق المالية الإسلامية من خلال التطبيق والهيكله والفعالية، كما تبين أنّ الهندسة المالية الإسلامية تعمل على تأمين السوق المالية الإسلامية من خلال قياس المخاطر والتحوط منها، والمساهمة في استقرار أسعار الصرف والسلع وفق عقود مسمّاة أوجدتها الهندسة المالية الإسلامية.

كما تعمل الهندسة المالية الإسلامية على تطوير البحث العلمي وتخفيض تكاليفه وتفعيل التكنولوجيا في السوق المالية الإسلامية، نتيجة للابتكار المشروع من خلال تطوير أنظمة التداول الإلكتروني ونظام الاتصالات وتفعيل الابتكار التنظيمي ووسائل النقل والتخزين للسوق المالية الإسلامية.

الفصل الرابع:

السوق المالية الماليزية

تمهيد:

مع استمرارية التطور والنمو المتسارع للصناعة المالية الإسلامية إلى جانب ازدياد الطلب من قبل المستثمرين المسلمين على التمويل، ظهرت الأسواق المالية المتوافق مع الشريعة الإسلامية حيث أنّها نموذج مثالي للتمويل الإسلامي لأنها تمثل وسيلة الاشتراك في التمويل المشتغل على مبدأ الاستثمار الإسلامي المشروع، الذي يجمع بين الكفاءة الاقتصادية والاجتماعية والمرجعية الشرعية، وهناك العديد من الأسباب التي تدعم ظهور السوق المالية الإسلامية في ماليزيا أهمها التحفيزات والدعم الذي تقدمه الحكومة لهذا النوع من التمويل خاصة البنك المركزي الماليزي وهيئات الأوراق المالية الماليزية.

وسنتطرق في دراستنا لهذا الفصل إلى:

المبحث الأول: نظرة عامة عن دولة ماليزيا والاقتصاد الماليزي؛

المبحث الثاني: ماهية السوق المالية الماليزية الإسلامية؛

المبحث الثالث: منتجات الهندسة المالية الإسلامية وتطبيقاتها في السوق المالية الإسلامية الماليزية.

المبحث الأول: نظرة عامة عن دولة ماليزيا والاقتصاد الماليزي.

مرّ الاقتصاد الماليزي بعدة مراحل إلى أن وصل إلى موقعه بين الاقتصاديات الكبرى في العالم وذلك من خلال عدة تجارب للتنمية وبرامج للنهضة، وتمتلك ماليزيا سوق مالي وصناعي حديثين فالسوق المالي سوق مزدوج، جزء يتم فيه التعاملات والتعاقدات المالية وتداول المنتجات المالية التقليدية، وجزء خاص بالتمويل الإسلامي يتم فيه التعامل وفق المرجعية الشرعية ويتم فيه تداول المنتجات المالية المشروعة وتحت هيئة رقابة شرعية.

المطلب الأول: نظرة عامة عن دولة ماليزيا.

دولة استقلت حديثا وبدأت تسعى إلى النمو الاقتصادي والتطور التكنولوجي من خلال عدة برامج تنموية وبعض السياسات الاقتصادية الهادفة.

الفرع الأول: معلومات أساسية عن البلد.

تتمتع ماليزيا بأحد أعلى مستويات المعيشة في جنوب شرق آسيا، تهدف الحكومة إلى زيادة القوة الشرائية لسكانها وتحريك ماليزيا من "بلد متوسط الدخل" إلى "دولة عالية الدخل" بحلول عام 2020. هذا هدف "الرؤية 2020". يحدد البنك الدولي دولة ماليزيا دولة عالية الدخل كبلد يبلغ نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي فيه 12,746 دولارا أمريكيا¹.

ماليزيا اتحاد يتألف من ثلاث عشرة ولاية وثلاثة أقاليم اتحادية، وهي دولة قارية جزرية تضم العديد من الجزر وتتألف من شبه جزيرة ماليزيا (ماليزيا الغربية) وماليزيا الشرقية التي تتوسط بحر الصين الجنوبي، ويحدّ شبه جزيرة ماليزيا تايلند من 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 اندونيسيا وبروناي، ويبلغ مجموع مساحة الأراضي الماليزية 329758 كم²، ويبلغ مجموع عدد سكان ماليزيا 27,73 مليون نسمة، وتتوزع تركيبتها العرقية الرئيسية كالتالي: 54,5% من الملاويين، و25% من الصينيين، و11,8% من السكان الأصليين، و7,5% من الهنود و1,2% من أعراق أخرى، ويُعرف الملاويون والسكان الأصليون الآخرون جميعهم باسم بوميوترا (أي أبناء الأرض)، أما السكان الآخرون فينحدرون من المستوطنين المهاجرين اللاحقين، وإبان حقبة الحكم الاستعماري البريطاني جاء الصينيون إلى مالايا (وهو الاسم الذي كانت تُعرف به ماليزيا آنذاك) للعمل في مناجم القصدير والتجارة والأشغال العامة، أما الهنود وخاصة التأميل والتيليو فقد جلبهم البريطانيون كعمال مستقدمين للعمل في مزارع المطاط فضلاً عن العمل كمدرسين وحرفيين في ميادين متنوعة².

¹ Guermah hayet , "le role de la finance islamique dans le dynamisme économique de la malaisie" Troisième Forum international, Industrie financière islamique, Ecole supérieure de commerce, Alger, 12-13 avril 2016, p: 07.

² تقرير وطني مقدم وفقا للفقرة 15 (أ) من مرفق قرار مجلس حقوق الإنسان 1/5، ماليزيا، الجمعية العامة، الأمم المتحدة، الدورة الرابعة، جينيف، فبراير، 2009، ص: 02.

ولقد استطاعت ماليزيا أن تحقق نقلة نوعية متميزة في المجالات الصناعيّة والسيّاحية والتكنولوجية والطبية والتعليمية حتى وصلت إلى المرتبة الـ 18 على خريطة العالم الاقتصادية، ويعمل ثلث سكانها في الزراعة وتعد من أكبر دول العالم في إنتاج المطاط وزيت النخيل، كما تعتبر رابع دولة في العالم في إنتاج الكاكاو، وتوجد محاصيل أخرى مثل الأرز المائي، وجوز الهند والفلفل، وتعتبر الأخشاب ومنتجاتها رائدة المنتجات في المواد الخام غير المعدنية على مستوى العالم، وتعد ثالثة أكبر دول العالم في إنتاج القصدير، وبها وفرة من الغاز الطبيعي والنفط والنحاس والذهب، ويتسم التصنيع بالنمو السريع خصوصا في مجال الإلكترونيات البلاستيك، والنسيج، والمطاط، والمنتجات الخشبية والكيميائيات، والنفط والصناعات التي تتطلب تكنولوجيا عالية¹.

ماليزيا هي من أكبر البلدان في العالم التي تنتج المطاط الطبيعي، فهي تنتج 44% من إنتاج العالم كما أنّها تنتج ثلث التصدير العالمي، وهي أيضا من أكبر منتجي زيت النخيل، وتصدر منه 79.5% كما تصدر جزء كبير من الناتج النفطي المقدر بـ 300 ألف برميل في اليوم وذلك في عام 1981م وهي أيضا المصدرة الأولى للفلفل الأسود، وتزرع الأرز، ولكن بنسبة قليلة، كما تنتج جوز الهند والأناناس ودقيق النخيل وقصب السكر ومنتجات زراعية أخرى.

أما بالنسبة للصناعة فإنّ لها دور هام في التنمية الاقتصادية في ماليزيا، وقد ساهمت بنسبة 18.1% من الناتج المحلي عام 1981 م وتقوم ماليزيا بتصنيع وتصدير الأجهزة الإلكترونية والأحذية المصنوعة من المطاط وكذلك النسيج ومنتجات صناعية أخرى.

دخل الإسلام إلى ماليزيا عن طريق التجارة بين المسلمين وشبه جزيرة الملايو، وفي عام 675 هـ أسلم ملك ملقا إحدى مناطق الملايو وتسمى باسم السلطان محمد شاه، وتبعه رعاياه وخلفه في الحكم ابنه مظفر شاه، وكانت ملقا هي نقطة انطلاق الإسلام إلى باقي الجهات².

الفرع الثاني: التعريف بالنموذج الماليزي وتجربة الانطلاق الاقتصادي في ماليزيا.

سنقوم بالتعريف بالنموذج الماليزي الذي يُعد من أنجح النماذج الاقتصادية في العالم، نتيجة لعدة أسباب ومعطيات.

أولا- التعريف بالنموذج الماليزي:

تميز النموذج الماليزي بعملية المزج بين السوق والتخطيط المركزي، بحيث ساعد هذا المزج على إحداث تنمية منفتحة على العالم الخارجي ومتفاعلة معه دون فقدان السيطرة الوطنية على مفاتيح

¹ بن الطاهر حسين، "محاضرات في الوقائع الاقتصادية"، قسنطينة، الجزائر، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، 2018، ص: 296-297.

² حاج إبراهيم عبد الرحمان، خير الناس ربيع، "مسيرة الاقتصاد الإسلامي في ماليزيا من خلال أفكار محمد مهاتير"، على الرابط التشغيلى

http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2011/03، ص: 03.

الاقتصاد، أو تعريض البلد لمخاطر التبعية الاقتصادية التي تجلبها معها الاستثمارات الأجنبية ومن هنا يمكن تلخيص فلسفة الإدارة الاقتصادية في العناصر التالية¹:

1. المزج الجيد بين آليات السوق والتدخل الحكومي؛
2. إشراك مختلف الفئات الاجتماعية في عملية التنمية؛
3. زيادة متوسط الدخل ودعم الفقراء؛
4. تخفيف حدة التضخم والحفاظ على القدرة الشرائية للأجور؛
5. ربط الأجور بإنتاجية العمل.

ثانياً- تجربة الانطلاق الاقتصادي في ماليزيا:

1- واقع الاقتصاد الماليزي قبل الشروع بعملية التنمية:

لم يكن لماليزيا وجود كدولة موحدة حتى عام 1963 اذ شهدت السنوات الأولى من الاستقلال نزاعاً مع اندونيسيا كما خرجت سنغافورة من هذا التوحيد عام 1965 وشهدت صراعات عرقية وأعمال شغب عرقية في عام 1969، كان الاقتصاد الماليزي بسيط جداً اذ اكتشف القصدير في ماليزيا في القرن السابع عشر عند استحواد بريطانيا على الأراضي الماليزية اذ باسروا بزراعة شجر المطاط (الذي يُستخرج منه المطاط الطبيعي) وشجر النخيل (لاستخراج زيت النخيل) كباقي المستعمرات البريطانية في المنطقة، ومع مرور الزمن إلى عهد ليس ببعيد اصبحت ماليزيا مصدر لهذه السلع الثلاثة، كان النظام الذي ورثته ماليزيا من بريطانياً قسم الشعب إلى ثلاثة أقسام:

- الصينيون: الذين يمتنون الزراعة والصناعة وهم أغنى طبقة في المجتمع الماليزي؛
 - الهنود: ويمتنون الزراعة والطب والتعليم وهم أقل مستوى من الصينيين؛
 - الشعب الأصلي (البومييترا): وكانوا يعيشون في قرى شعبية ومهنتهم الزراعة وهم الأكثر فقراً.
- وضعت إحدى الدراسات الاحصائية أنّ 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 ماليزيا².

2- نظرة عامة حول الاقتصاد الماليزي:

إنّ النجاح الذي حققته ماليزيا خلال 20 سنة جعلها عن حق تجربة تستحق التمعن فيها للكشف عن أسرارها التي بنت عليها نجاحها الكبير، فماليزيا ليست بالدولة الاستعمارية التي استغلت ثروات غيرها في النهوض باقتصادها كما أنّها ليست بالدولة الغنية بالقدر الذي يكفيها للإنفاق العام، بالاعتماد على عائدات مواردها الطبيعية كما هو الحال بالنسبة لبعض الدول العربية البترولية، فماليزيا عانت كغيرها من

¹ بن الطاهر حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 297.

² علي أحمد درج، "التجربة التنموية الماليزية والدروس المستفادة منها عربياً"، العراق، مجلة جامعة بابل، العلوم الصيرفة التطبيقية، المجلد 23، العدد 03، 2015، ص: 03.

دول شرق آسيا من ويلات الاستعمار البريطاني الذي لم يكتف بالسيطرة على موارد البلاد بل غير الخريطة الاجتماعية لهذا البلد بطرد المالاوين وهم السكان الأصليين، إلى الجبال وخلق نخبة صينية وهندية لخدمة المصالح البريطانية، مما أوقع ماليزيا المستقلة في معضلة عرقية، ارتأى العديد من الخبراء أنّ حلها عسيرا إن لم يكن مستحيلا، ويعود الفضل الكبير لبناء ماليزيا الجديدة إلى مهاتير محمد رئيس الوزراء والذي عمل على جمع وتوحيد الأقليات والأعراق المختلفة تحت مصب واحد هو الوطن للجميع كما وعمل على إتباع سياسات رشيدة جعلت من ماليزيا نموذجا قويا تواجه التحديات الدولية، من خلال عدم الانصياع لتعاليم وقرارات الصندوق والبنك الدوليين، وكما اتبع سياسة النظر شرقا للاستفادة من التقدم الياباني من خلال إرسال البعثات التعليمية ونقل الخبرات إلى ماليزيا والقضاء على الفقر والبطالة حتى وصلت إلى نسبة أقرب إلى درجة المساواة وهذا ما أكده معامل جيني بوصولها إلى درجة قريبة جدا من العدالة في توزيع الدخل، ولقد اهتمت ماليزيا بتحقيق التنمية الشاملة لكل المظاهر الاقتصادية والاجتماعية كما أنّها قاربت بين الأهداف الكمية والأهداف النوعية ففي مجال التنمية المادية اهتمت بتحقيق العدالة بين المناطق، كما اهتمت بتنمية جميع النشاطات الاقتصادية دون تفضيل قطاع على آخر، ومن جهة أخرى كان الإنسان هو محور النشاط التنموي وأداته في نفس الوقت وتم التأكيد على ضرورة التمسك بالقيم الأخلاقية والعدالة الاجتماعية والمساواة الاقتصادية، مع العمل على توفير وسائل تحصيل العلم في مختلف المراحل¹.

فبعد أن حصلت ماليزيا على استقلالها عام 1958 اعتمدت استراتيجية تنمية تركز على إحلال الواردات في مجال الصناعات الاستهلاكية والتي كانت تسيطر عليها الشركات الأجنبية قبل الاستقلال غير أنّ هذه الاستراتيجية لم تفلح بسبب ضيق السوق المحلي وضعف الطلب المحلي، وبالتالي لم يكن لها أثر على الطلب على العمالة أو خلق قيمة مضافة عالية، لذلك اعتمد هذا البلد في عقد السبعينات خطة تنمية تعتمد على دور كبير للقطاع العام مع التركيز على التصنيع الموجه للتصدير عن طريق صناعة المكونات الالكترونية الكثيفة العمالة، وكان من نتائج هذه الخطة تخفيض معدلات البطالة وتحسن توزيع الدخل، وبلغ معدل نمو يساوي 8% سنويا في المتوسط مع استقرار معدل التضخم في حدود 5%، إلا أن الأداء الاقتصادي لم يعد مستقرا في أوائل الثمانينات، وأقدمت السلطات تحت دافع الرغبة في الحصول على إيرادات كبيرة من البترول على إقامة قطاع الصناعات الثقيلة المملوك للدولة وترتب على ذلك الحاجة إلى نفقات كبيرة أدت إلى اختلالات مالية وخارجية حادة جرى تمويلها بصورة أساسية بالاقتراض من الخارج (وإن كان هذا الخلل قد تناقص بصفة مملوسة عامي 83 و84 جراء تحسن معدلات التبادل وتخفيض الإنفاق الحكومي تخفيضا شديدا)، ومع تقلص الطلب الخارجي والهبوط الكبير في أسعار النفط عامي 1985-1986 عرف الاقتصاد الماليزي انخفاضا حادا في الاستثمار

¹ المصري بلال محمد، أبو مدلل سمير مصطفى، "الهندسة الاقتصادية الماليزية في القضاء على الفقر والبطالة دروس مستفادة للاقتصاد الفلسطيني"، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة بشار، المجلد الثالث، العدد 03، سبتمبر 2017، ص ص: 114.115..

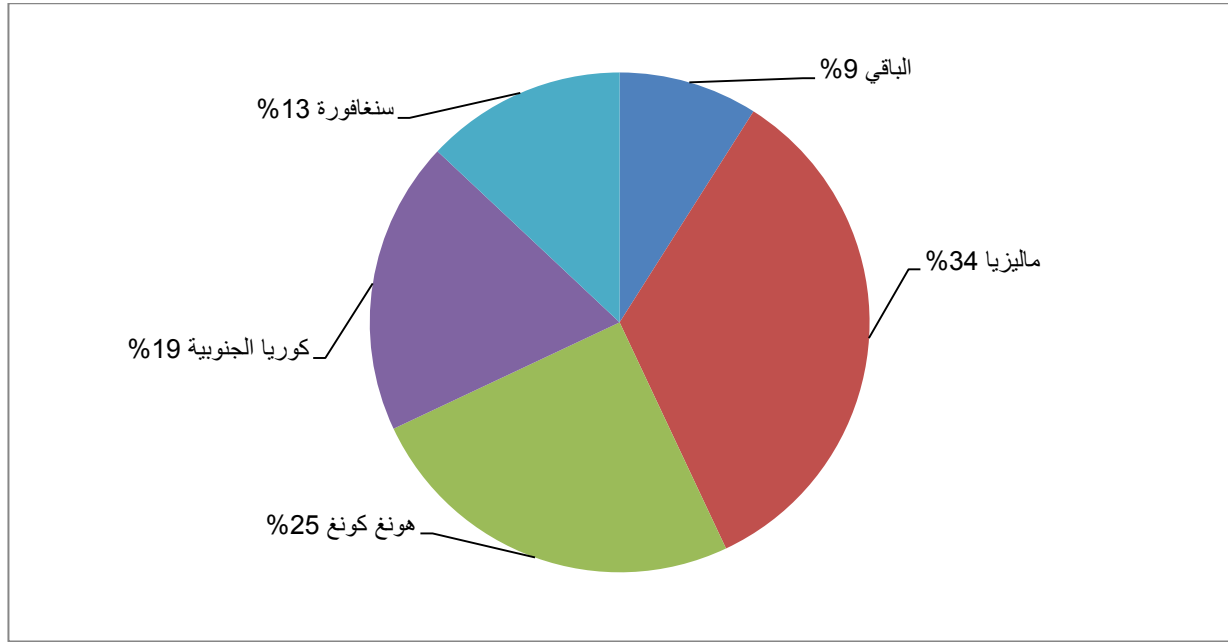
وارتفاعا رهيبا للبطالة، مما دفع إلى زيارة الاقتراض من الخارج فازدادت المديونية الخارجية حتى بلغت أواخر عام الكساد 1986 حوالي 22 مليار دولار، أي 84% من PIB.

إنّ حالة الكساد التي وصل إليها الاقتصاد الماليزي دفعت بالسلطات إلى مراجعة نقاط الضعف في الخطة التنموية، وتبني استراتيجية إصلاحات واسعة خلال الفترة 1986-1990 جعلت من ماليزيا نموذجا يُقتدى به، حيث استطاع هذا البلد في ظرف وجيز، ورغم العقبات الاقتصادية والاجتماعية التي يعرفها، من تحقيق انطلاق اقتصادي باهر جعله يأخذ مكانه بين النور الآسيوية، إنّ التجربة الماليزية هي تجربة جديرة بالتأمل نظرا لكونها تتميز بكثير من الدروس التي يمكن استخلاصها في مجال تحقيق انطلاق اقتصادي رائد، فقد تمكن هذا البلد رغم صغر مساحته وطبيعة تضاريسه، حيث أنّ معظم مساحاته جبلية، ومعظم أراضيه غير صالحة للزراعة، أن يحتل المرتبة 14 بين دول العالم خلال 1993-1994 من حيث الأداء الاقتصادي، وذلك حسب دراسة لمجلة "Euromoney" مقدما بذلك على عددا من الدول الصناعية الكبرى كبريطانيا وألمانيا، وحسب تقرير التنمية البشرية الصادر عن البرنامج الإنمائي للأمم المتحدة عام 2001، فإنّه من بين أهم 30 دولة مصدرة للتقنية العالية احتلت ماليزيا المرتبة التاسعة متقدمة بذلك على كل من إيطاليا والسويد والصين، وبيّنت دراسة إحصائية لمجلة "The Banker" أنّ البنوك الماليزية استطاعت أن تحتل مكانة مرموقة على خريطة البنوك العالمية حيث ظهرت 7 بنوك منها ضمن قائمة أكبر ألف بنك في العالم لعام 1994، ورغم ما خلفته أزمة جنوب شرق آسيا التي شهدها العالم عام 1997، إلا أن الاقتصاد الماليزي كان متميزا أيضا في مواجهة هذه الأزمة، إذ طرحت السلطة الماليزية تحذيرات صندوق النقد الدولي والبنك الدولي جانبا، وعالجت الأزمة من خلال فرض قيود صارمة على السياسة النقدية وإعطاء صلاحيات واسعة للبنك المركزي لتنفيذ ما يراه صالحا لمواجهة هروب رؤوس الأموال الأجنبية إلى الخارج، والعمل على استجلاب حصيلة الصادرات بالعملة الصعبة، وخلال عامين تمكنت ماليزيا من الخروج من كبوتها المالية بأكثر قوة ومواصلة مسيرة تنميتها على عكس أندونيسيا وتايلاندا اللتين ظلتا تعانيان أثر الأزمة من خلال تنفيذهما لتوجيهات المؤسسات المالية الدولية.

إنّ هذا التميز في معالجة الأزمة يؤكد صلابة الأسس التي قام عليها الانطلاق الاقتصادي في ماليزيا والتي مكنت الدولة من مواصلة التنمية بقوة، وتكييف سياستها التنموية وفق ظروفها المحلية والمواصفات التي يتميز بها اقتصادها، وليس بناء على حلول نظرية جاهزة واردة من الخارج، إنّ الجرأة في خوض التجربة وفق الخصائص الراهنة التي تطبع الاقتصاد والمحيط العالمي الخارجي، جعلت الكثير من الدراسات تعنى باستخلاص العوامل الكامنة وراء الانطلاق الاقتصادي الماليزي الباهر¹.

¹ عبد الرحمان بن سانية، "قراءة في بعض تجارب الانطلاق الاقتصادي بالدول النامية"، الجزائر، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، جامعة غرداية، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، العدد 11، 2011، ص ص: 60-62.

الشكل رقم (04، 06): سوق الاستثمار العالمي المستدام.



Source: Securities Commission Malaysia, **Islamic Fund and Wealth Management Blueprint, (IFWM Blueprint)** 12 January 2017, p: 10.

ارتفع سوق الاستثمار العالمي المستدام بنسبة 61% من 13.3 تريليون دولار أمريكي في بداية عام 2012 إلى 21.4 تريليون دولار أمريكي في بداية عام 2014، ونلاحظ من الشكل السابق أن ماليزيا كانت لها حصة الأسد من هذا الإرتفاع بنسبة وصلت 34% متوقعة على دول بحجم هونغ كونغ وكوريا الجنوبية نتيجة عدة عوامل أهمها الإصلاحات التي أطلقتها ماليزيا وخطتها الإقتصادية الشاملة المدعومة من قبل الحكومة والبنك المركزي عن طريق التسهيلات والامتيازات الممنوحة وتطور السوق المالية الماليزية واتساع حجم التداولات والعمليات اليومية فيه نتيجة عدد المستثمرين المقيدين والمتداولين فيه.

المطلب الثاني: مؤشرات الأداء الاقتصادي.

بدأت ماليزيا تجربتها في التنمية الاقتصادية بإنتاج سلع أولية بدائية، مثل المطاط والقصدير وزيت النخيل والأخشاب، وكان نصيب الأراضي الزراعية من مساحة البلاد 12%، وتشغل 35% من القوى العاملة، وقد تطور الاقتصاد الزراعي فأصبح يسهم بنسبة 11% من الناتج المحلي الاجمالي بمعدل نمو سنوي بلغ 6.6% خلال الفترة 1990-2010، وأصبح القطاع الزراعي الأكثر إسهاما في تنمية الاقتصاد بعد التصنيع والخدمات، وتعد ماليزيا أو منتج عالمي لزيت النخيل، إذ يسهم بنسبة 35% في القطاع الزراعي، لقد حقق هذا القطاع انجازات كبيرة خصوصا في ما يتعلق بتنمية الموارد البشرية في

المناطق الزراعية، وساهمت السياسة الانمائية الماليزية في مجال الزراعة في تعزيز الأمن الغذائي، وزيادة الانتاجية والمنافسة في هذا القطاع¹.

الجدول رقم (04، 13): الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي حسب نوع النشاط الاقتصادي للفترة (2016-2017) ون (بليون رينغت ماليزي).

	2017	2016	2017	2016	2017
	% of GDP	Annual Change (%)	Contribution to growth (ppt)		
Services	54.4	5.6	6.2	3.0	3.4
Manufacturing	23.0	4.4	6.0	1.0	1.4
Mining and quarrying	8.4	2.2	1.1	0.2	0.1
Agriculture	8.2	-5.1	7.2	-0.4	0.6
Construction	4.6	7.4	6.7	0.3	0.3
Real Gross Domestic Product (GDP)	100.0	4.2	5.9	4.2	5.9

Source :Bank Negara Malaysia, Annual Report Economic Developments in 2017 p: 15.

من الجدول السابق نلاحظ أنّ الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي لماليزيا سنة 2017 مقارنة بسنة 2016 قد ارتفع بنسب محسوسة ومعتبرة بالقياس على عدة قطاعات اقتصادية كقطاع الخدمات والتصنيع والتعدين والزراعة والبناء، مثلا قطاع الزراعة كان يشهد نمو بطيء في سنة 2016 وكان تحت خط الصفر -5.1 وارتفع في سنة 2017 إلى 7.2 % نتيجة للإصلاحات التي أطلقتها الدولة الماليزية في هذا المجال، في حين سجل قطاع الخدمات نسبة مساهمة في النمو سنة 2017 3.4% بفارق 0.4% عن سنة 2016، وسجل قطاع التصنيع نسبة مساهمة في النمو 1.4% سنة 2017، بفارق 0.4% عن سنة 2016، وشهد إجمالي التغيير في الناتج الإجمالي المحلي الحقيقي لماليزيا سنة 2017 تغيير إيجابي بنسبة 1.7% عن سنة 2016 وهي نفس النسبة التي سجلتها نسبة المساهمة في النمو لذات القطاعات.

¹ طلحاوي فاطمة الزهراء، مدياني محمد، "سياسة مكافحة الفقر في ماليزيا"، الملتقى الدولي حول تقييم سياسات الإقلال من الفقر في الدول العربية في ظل العولمة، جامعة الجزائر 03، الجزائر، أيام 08-09 ديسمبر 2014، ص: 240.

الجدول رقم (04، 14): تطور بعض المؤشرات الاقتصادية خلال الفترة (2016-2017).

	Real GDP Growth		Inflation	
	(Annual change, %)		(Annual change, %)	
	2016	2017	2016	2017
World Growth	3.2	3.7	-	-
World Trade	2.5	4.7	-	-
Advanced Economies				
United States	1.5	2.3	1.3	2.1
Japan	0.9	1.7	-0.1	0.4
Euro area	1.8	2.3	0.2	1.5
United Kingdom	1.9	1.7	0.7	2.6
Other Advanced				
Asian Economies				
Korea	2.8	3.1	1.0	1.9
Chinese Taipei	1.4	2.9	1.4	0.6
Singapore	2.0	3.6	-0.5	0.6
Hong Kong SAR	2.1	3.8	2.4	1.5
The People's Republic of China	6.7	6.9	2.0	1.6
ASEAN-4				
Malaysia	4.2	5.9	2.1	3.7
Thailand	3.3	3.9	0.2	0.7
Indonesia	5.0	5.1	3.5	3.8
Philippines	6.9	6.7	1.8	3.0
India	7.1	6.6	5.0	3.3

Source :Bank Negara Malaysia, Annual Report Economic Developments in 2017, p: 04.

الجدول السابق يبرز المؤشرات الاقتصادية بالاعتماد على الناتج المحلي الإجمالي ونسبة التضخم لبعض الدول سنة 2016 وسنة 2017 ، بالرجوع إلى حجم التجارة العالمية المتقدمة والنمو العالمي واقتصاديات الدول وجوانب أخرى، سجل حجم التضخم في ماليزيا نسبة 3.7% سنة 2017 بفارق 1.6% عن سنة 2016 حيث احتلت ماليزيا المركز الأول بين دول العالم التي شمله المؤشر في نسبة الارتفاع في حجم الناتج المحلي الإجمالي من 4.2% سنة 2016 إلى 5.9% سنة 2017.

المطلب الثالث: عوامل نجاح التجربة الماليزية.

هنالك عدة عوامل ساهمت في نجاح التجربة الماليزية سنقوم بإيضاح أبرزه في هذا الجزء من الدراسة الفرع الأول: أسباب نجاح التجربة الماليزية.

من أهم أسباب نجاح التجربة الماليزية مايلي¹:

أولاً-الاتجاه شرقاً: أعلنت ماليزيا سياسة النظر شرقاً عام 1981 الى اليابان وامتد العمل بها الى عام 1991، وهدفت هذه السياسة الى تشجيع الماليزيين على الاقتداء والتعلم من التجربة اليابانية مثل اخلاقيات العمل والمنهجية الصناعية والتطور التقني والأداء الاقتصادي المتميز من خلال سياسة مالية ونقدية متوازنة وحكيمة ولسياسة النظر شرقاً جانبان مهمان:

-الأول: الأخذ بالقيم الشرق أسيوية كالانضباط بالعمل والتطبيقات الادارية المنضبطة مع التركيز على العمل الجاد والإخلاص.

-الثاني: التحديث والتصنيع بحلول عام 2020 اذ وضع ذلك في تصور رؤيا استشرافية للمستقبل لتكون ماليزيا عاصمة المعلوماتية ودولة عظمى في العالم.

ثانياً-التصنيع العنقودي: انتهجت ماليزيا في نموذجها التصنيعي ما يسمى بطريقة التصنيع العنقودي الذي يقوم على أساس وجود علاقات ترابط على شكل عنقود تنتظم حياته بين الوحدات الإنتاجية والنشاطات المتصلة بها، وتمثلها ثلاثة عناصر هي: الصناعات والموردون وخدمات الأعمال وذلك في اطار منظومة من البنى التحتية والمؤسسات الاقتصادية التي تشمل تنمية الموارد البشرية والتقنية والخدمات الداعمة والتمويل والتأمين ونظام الحوافز.

ثالثاً-دور المؤسسات في التنمية الاقتصادية: هناك العديد من المؤسسات والهيئات ساهمت في إنجاز عملية التنمية الصناعية نذكر منها:

1-الهيئة الماليزية للتنمية الصناعية MIDA: وتعد المحطة الوحيدة للمستثمرين الذين ينوون إنشاء استثمارات صناعية أو ذات صلة بالقطاع الصناعي في ماليزيا، وتقوم الهيئة بتوفير كل المعلومات عن الفرص الاستثمارية في ماليزيا كما تتم جميع الاجرائيات والتصاريح والتصديقات الضرورية لقيام الاعمال الاستثمارية، هذا الى جانب مسؤوليات اخرى أهمها:

- استضافة شركات متعددة الجنسية لفتح مراكز تشغيل وتوزيع في ماليزيا؛
- توفير الخدمات الأساسية وتيسير الوصول للعمال المدربة والمؤهلة؛
- تقديم الحوافز والمنح والامتيازات الاستثمارية.

¹ علي أحمد درج، مرجع سبق ذكره، ص ص: 1369-1371.

2- الهيئة الانتاجية القومية NPC: وهي هيئة اتحادية تهتم بزيادة الانتاجية الكلية في الاقتصاد الماليزي اي تهتم بإنتاجية عوامل الإنتاج وهي العمل ورأس المال، أنشأت عام 1962 كمراكز انتاجية بالتعاون بين الحكومة الماليزية ومنظمة العمل الدولية والصندوق الخاص للأمم المتحدة، وتحول في عام 1966 الى مركز حكومي يهتم بالإنتاجية الكلية ويعمل على جودة الانتاجية الماليزية وترقيتها من اجل تنمية اقتصادية متوازنة ومن مهامها تقديم مقترحات حول سياسة وتخطيط الانتاجية كما تشجع على الامتياز في التطبيقات النظامية في مجال الانتاجية والمنافسة الى جانب اجراء البحوث والنشاطات التدريبية وتنمية النظم الادارية في مجال الجودة والإنتاجية وتطبيق تقنية المعلومات.

3- هيئة تنمية التجارة الخارجية الماليزية: أسست عام 1993 وتعرف بـ MATRADE ومهمتها ترويج وتشجيع التجارة الخارجية الماليزية والقيام بتقديم معلومات للمصدرين والموردين الماليزيين وتطوير وتشجيع للمنتجات الماليزية مع التركيز على المنتجات الصناعية والقيام بإجراء الدراسات عن الأسواق الخارجية للمنتجات الماليزية من اجل تحسين وضعها التنافسي وتقوم ببرامج التدريب في تدريب مهارات المصدرين الماليزيين في مجال التسويق الدولي وحماية الاستثمارات الماليزية في الخارج.

4- هيئة التصنيع الثقيل الماليزية: وتعرف بـ HICOM بدأت الهيئة بالاستثمار في مجال الحديد والصلب ومشروع السيارة الوطنية "بروتون" بالشراكة مع شركة ميتسوبوشي اليابانية والسيارة الوطنية الثانية "رودوا" بالشراكة مع دايهاتسو اليابانية، بالإضافة الى اقامة مجمع الحديد والصلب العملاق، ومن خلال نجاح التجربة الصناعية الماليزية نرى انعكاسات هذا النجاح على الاقتصاد الماليزي وعلى دخل الفرد والأمر الذي لا يختلف عليه اثنان أن نجاح الصناعة في أي بلد يعد نجاح الاقتصاد ككل.

الفرع الثاني: العوامل التي ساعدت في نجاح تجربة ماليزيا في التنمية.

- يمكننا أن نخلص إلى مجموعة من العوامل التي ساهمت في نجاح التنمية في ماليزيا وهي ¹:
- ملاءمة المناخ السياسي لدولة ماليزيا الذي يمثل حالة خاصة بين الدول النامية، تهيئة الظروف الملائمة لتسريع وتيرة التنمية الاقتصادية فماليزيا دولة لم يستولي فيها الجيش على السلطة؛
 - إن عملية اتخاذ القرار تتم من خلال المفاوضات بين الأحزاب السياسية القائمة على أسس عرقية مما جعلها سياسة توصف بأنها ديمقراطية؛
 - توجيه التمويل المتاح للتنمية بشكل أساسي بدل الإنفاق على التسلح وأسلحة الدمار الشامل (نجاحها في إعلان منطقة جنوب شرق آسيا منطقة خالية من السلاح سنة 1995)؛
 - اهتمامها بالنفقات المخصصة لمشروعات البنية الأساسية؛

¹ محمد الصادق إسماعيل، "التجربة الماليزية مهاتير محمد والصحة الاقتصادية"، القاهرة، مصر، العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2014، ص:52.

- إنتهاج سياسة الاعتماد على الذات بدرجة كبيرة, من خلال الاعتماد على سكان البلاد الأصليين الذين يمثلون الغالبية المسلمة؛
 - اهتمام ماليزيا بتحسين المؤشرات الإجتماعية لرأس المال البشري الإسلامي من خلال تحسين الأحوال المعيشية والتعليمية والصحية للسكان الأصليين, سواء كانوا من أهل البلاد الأصليين أو المهاجرين إليها من المسلمين الذين ترحب السلطات بتوطينهم؛
 - إعتقاد ماليزيا على الموارد الداخلية في توفير رأس المال اللازم لتمويل الإستثمارات.
- الجدول رقم (04، 15): الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي عن طريق الإنفاق للفترة (2016-2017) ون (بليون رينغت ماليزي).

	2017p	2016	2017p	2016	2017p
	% of GDP	Annual change (%)		Contribution to growth (ppt)	
Domestic Demand	92.2	4.3	6.5	3.9	6.0
Private sector	71.2	5.6	7.5	3.8	5.3
expenditure	53.7	6.0	7.0	3.1	3.7
Consumption	17.4	4.3	9.3	0.7	1.6
Investment	21.0	0.4	3.3	0.1	0.7
Public sector	13.0	0.9	5.4	0.1	0.7
expenditure	8.0	-0.5	0.1	0.0	0.0
Consumption	25.4	2.7	6.2	0.7	1.6
Investment	0.0			0.2	0.0
Gross Fixed Capital Formation	7.8	1.5	-1.1	0.1	-0.1
Change in stocks	72.9	1.1	9.6	0.8	6.7
Net Exports of Goods and Services	65.1	1.1	11.0	0.7	6.8
Exports					
Imports					
Real Gross Domestic Product (GDP)	100.0	4.2	5.9	4.2	5.9

Source :Bank Negara Malaysia, Annual Report Economic Developments in 2017, p:10.

يظهر الجدول السابق الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي عن طريق الإنفاق للفترة 2016-2017 لماليزيا، نلاحظ من خلاله أنّ الانفاق العام من خلال الطلب المحلي الذي يتمثل في انفاق القطاع الخاص والقطاع العام اللذان يتشكلان من مصروفات واستهلاك واستثمارات في ماليزيا سنة 2017 قد ارتفع عن سنة 2016 بنسبة 2.2% الأمر الذي ساهم في نسبة نمو 6.0% سنة 2017 بزيادة بلغت 2.1% عن سنة 2016، أما فيما يخص الإنفاق العام في ماليزيا من خلال التغيير في المخزون فقد سجل زيادة ب 8.5% لسنة 2017 مقارنة بسنة 2016 الأمر الذي ساهم بنسبة نمو لهذا الجانب ب 6.7% سنة 2017 مقارنة ب 0.8% لسنة 2016.

أما صافي الصادرات من السلع والخدمات فقد سجلت نسبة 11.0% سنة 2017 خلاف سنة 2016 التي سجلت 1.1% الأمر الذي ساهم بزيادة نسبة المساهمة في النمو بمعدل 6.6% في سنة 2017.

وإجمالاً سجل الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي نتيجة الإنفاق العام 5.9% سنة 2017 بزيادة بلغت 1.7% عن سنة 2016 الأمر الذي ساهم في نسبة نمو بذات النسبة لسنة 2017.

المبحث الثاني: ماهية السوق المالية الماليزية الإسلامية.

السوق المالية الماليزية سوق مزدوج جزء يتم فيها التعامل بالتمويل الإسلامي وتداول المنتجات المالية الإسلامية وتحكيم فقه المعاملات المالية الإسلامية في التداولات والتعاقدات وجزء يتم فيها تداول المنتجات المالية التقليدية والتعاقدات الربوية التقليدية.

المطلب الأول: الصناعة المالية الإسلامية في ماليزيا.

تشهد الصناعة المالية الإسلامية في ماليزيا نموا ملحوظا خاصة فيما يخص تداول المنتجات المالية الإسلامية في الأسواق المالية.

الفرع الأول: نشأة وتطور الصناعة المالية الإسلامية في ماليزيا.

بدأ الحديث عن المصارف الإسلامية في ماليزيا في عام 1963 عندما بدأ الماليزيون المسلمون يهتمون بعمل آلية تقوم بادخار المال لتمكينهم من الحج حيث قاموا بتأسيس منظمة اسمها تابونغ حجي (Tabong Haji) تأسست في نوفمبر عام 1962، وبدأت العمل رسميا عام 1963، وتعود فكرة إنشاء الصندوق إلى الاقتصادي إنكو عزيز Ungku Aziz حينما دعا إلى إنشاء مؤسسة غير ربوية تقوم على ادخار أموال الماليزيين الراغبين في الحج واستثمارها في طرق تتوافق مع الشريعة الإسلامية ولا تدخل فيها الفوائد التي يتم الحصول عليها من البنوك التقليدية، وقد حققت هذه الهيئة نظاما ادخاريا خدميا إسلاميا بعيدا عن مشكلات البنوك الربوية، وبعد نجاح هذا النموذج للدخار الإسلامي بدأ الاهتمام الحكومي بعمل بنوك إسلامية مستقلة ترجم ذلك في عام 1981 بتأسيس هيئة عامة تتكون من عشرين خبيرا مصرفيا لدراسة إمكانية عمل مصارف إسلامية في ماليزيا ورفع النتائج للحكومة وكانت النتائج ايجابية أي أنه يجب عمل قانون مستقل لعمل المصارف الإسلامية¹.

في ماليزيا، كان إنشاء بنوك إسلامية في أوائل الثمانينات والتسعينات وبالتحديد 1983 نتيجة الرفع بشكل كبير من مستوى التواصل بين علماء الشريعة والممارسين المصرفيين كما هو مطلوب بموجب القانون المصرفي الإسلامي الماليزي من خلال تأسيس الهيئة الاستشارية الشرعية، هذا يرجع إلى وجوب الامتثال لأحكام الشريعة الإسلامية التي تتطلب التمويل المشروع وتكون العقود المستخدمة في المنتجات المصرفية مشروعة، والتي يجب على المصارف الإسلامية الالتزام بها.

منذ إنشاء أول بنك إسلامي في ماليزيا عام 1983، سيطر تمويل الائتمان القائم على بيع المنتجات المالية التي تشمل كلا من تمويل التجزئة والأعمال التجارية والملكية كتمويل شراء السيارات عن طريقة صيغة الإجارة.

¹ ابتسام ساعد، رايح خوني، "تجربة المصرفية الإسلامية في ماليزيا تقييم أداء المصارف الإسلامية للفترة 2008-2015"، الجزائر، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة ورقلة، العدد 30، سبتمبر 2017، ص: 345.344.

اتخذت الأوراق المالية الإسلامية شكل الاستثمارات الإسلامية الحكومية الماليزية وأوراق الدين الخاصة الإسلامية داخل عدة بنوك في السوق المصرفية الإسلامية عام 1993 تلاها إدخال النوافذ الإسلامية في عام 1999.

وبدأ سوق التأمين الخاص بالدين الإسلامي بعد الأزمات المالية التي شهدتها جنوب آسيا تلاها سوق الصكوك في عام 2002.

واستمر المشهد في اعتماد تمويل ائتماني مبني على البيع ، وهو ما أدى إلى امتثال البنك المركزي لقواعد ومبادئ الشريعة الإسلامية¹.

ومن المؤكد عند الباحثين في تجربة العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا أنها نجحت في تنشيط العمل المالي الإسلامي، بل وأبدعت فيه ويتضح ذلك من خلال ريادتها في المجالات المالية الإسلامية التالية²:

1. الريادة في إقامة سوق نقدية إسلامية: يحسب لماليزيا فضل الريادة في الإقدام على إقامة أول سوق نقدية إسلامية؛

2. الدور الرئيسي للدولة في دعم العمل المصرفي الإسلامي: فالنظام المصرفي الإسلامي قام في ماليزيا بناء على مبادرة من الدولة، وهي التي كانت تلك مع الحكومة المحلية-أسهم أول بنك إسلامي تم إنشاؤه في عام 1983م بنك إسلام ماليزيا قبل أن تطرح أسهمه في التداول في عام 1992م، وكذلك فإن الدولة من خلال البنك المركزي-قامت بوضع النظام الجديد الخاص بقيام المؤسسات المصرفية التقليدية بتقديم الخدمات المصرفية الإسلامية.

كما أنها تعتبر أحد أهم مراكز المالية الإسلامية وواحدة من التجارب الرائدة في التمويل الإسلامي بمختلف منتجاته ومؤسساته، فلقد بادرت لإصدار القانون رقم 276 حول المصارف الإسلامية سنة 1983م وتبعته بالقانون رقم 312 حول التأمين التكافلي سنة 1984، مؤسسة لنظام مالي مزدوج يجمع بين المالية التقليدية والمالية الإسلامية، ويفضل دعم تشريعي وقانوني من الحكومة الماليزية تتربع ماليزيا اليوم على عرش المالية الإسلامية، وقامت السلطات الماليزية ممثلة في البنك المركزي ولجنة البورصة ووزارة المالية بالكثير من الإجراءات القانونية والعملية، وآخرها كان إصدار القانون رقم 759 المتعلق بالخدمات المالية الإسلامية سنة 2013 ليلغي القوانين السابقة وبخاصة منها قانوني المصارف الإسلامية والتأمين التكافلي لسنتي 1983 و1984 ، واشتمل القانون على تنظيم شامل للمؤسسات المالية الإسلامية وخدماتها وسوق النقد وعلاقتها والرقابة الشرعية والحوكمة والرقابة الاحترازية....كنتويج لخبرة 30 سنة

¹ Joni tankin borhan Mohammad Taqiuddin Mohamad "Issuing Sukuk in Malaysia Securitization and Issues" Paper presented at the International Seminar on Sukuk and Islamic Financing Instruments on 12-13 November 2013, Organised by IKIP and Yarmouk University in Jordan. pp:06.07

² محمد الأمين ولد عالي، مرجع سبق ذكره، ص: 154.

من تنظيم النشاط المصرفي والتكافلي والمالي الإسلامي، ويمكن حصر أهم إنجازات المالية الإسلامية في ماليزيا في:

– دعم حكومي ومساندة قوية تمثلت في إدراج المالية الإسلامية ضمن الإستراتيجية التنموية الشاملة في ماليزيا والتي عبرت عنها بإطلاق قانوني البنوك الإسلامية والتأمين التكافلي منذ 30 سنة وما استتبع من إجراءات قانونية وشرعية وضريبية في إطار دعم الصناعة المالية الإسلامية؛

– دعم البنك المركزي ولجنة البورصة للمؤسسات والمنتجات المالية الإسلامية سواء في الناحية الشرعية بتتصيب المجلس الاستشاري الشرعي الوطني الذي يمثل المرجعية الشرعية للمعاملات المالية، أو من ناحية إصدار مختلف المبادئ الإرشادية المتعلقة بنشاط المؤسسات المالية الإسلامية وعلى رأسها البنوك الإسلامية وشركات التكافل ومنتجات الصكوك وصناديق الاستثمار، وشهدت سنة 2013 إصدار المعايير الشرعية لـ 12 عقد تمويلي تعتبر في حكم التقنين الشرعي لمنتجات التمويل الإسلامي؛

– وضوح الإطار القانوني والتشريعي وملاءمته للنشاط المالي الإسلامي، بالإضافة لتطويره وتحسينه وترقية مضامينه دوريا بما يناسب تطور الصناعة ونموها، ووضع دليل للحكومة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من أجل زيادة فاعلية إدارة المؤسسات المالية الإسلامية؛

– ترقية التعامل بالمنتجات المالية الإسلامية وزيادة الثقة لدى المتعاملين فيها بدخول الخزينة العمومية بقوة في مجال إصدار الصكوك الإسلامية بمختلف صيغها؛

– الاهتمام بالموارد البشرية عن طريق إنشاء مراكز البحث والتكوين والتدريب المتخصصة على غرار ISRA، INCIEF، ICLIF، IBFIM وتدريس المالية الإسلامية في الجامعات في مختلف الأطوار التعليمية؛

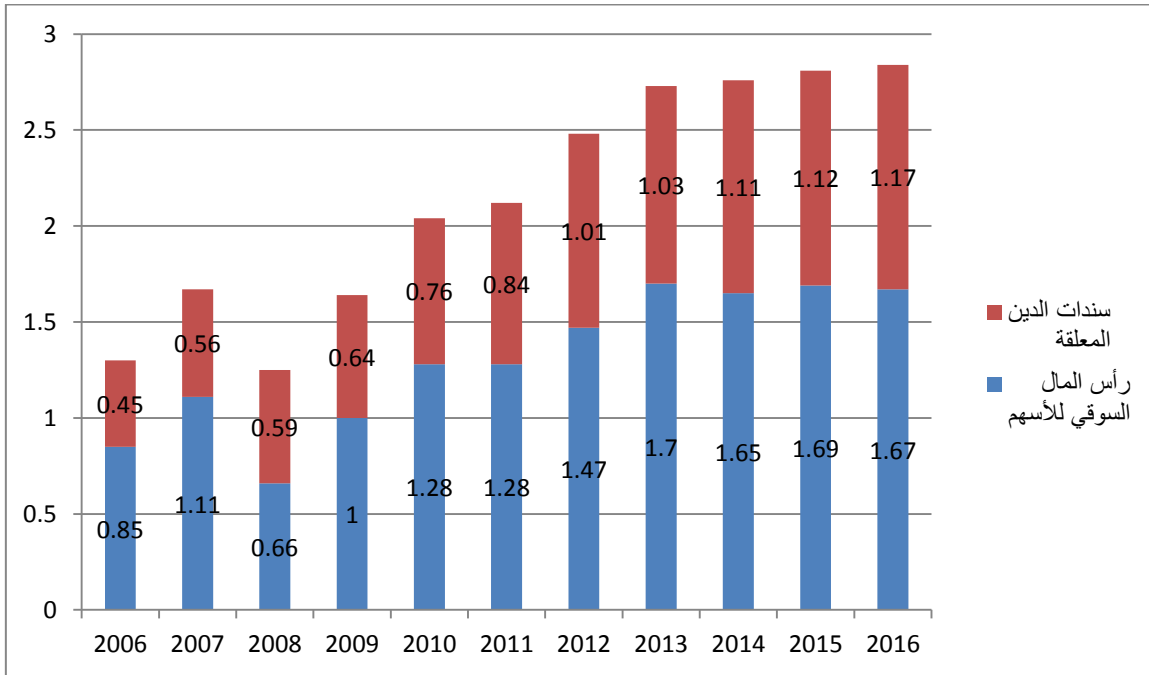
– الاهتمام بمخاطر التمويل الإسلامي ومشاكل السيولة وإصدار الآليات المناسبة على مستوى السياسات النقدية للبنك المركزي، وتطوير السوق النقدية الإسلامية وإنشاء سوق رأس المال الإسلامية بجانب التقليدية، ما أسهم في زيادة تنافسية المؤسسات المالية الإسلامية¹.

2006 أطلقت مبادرة مركز ماليزيا المالي الدولي الإسلامي لتعزيز ماليزيا باعتبارها المركز الدولي للتمويل الإسلامي ومن أجل تعزيز دور البلد كمركز فكري للتمويل الإسلامي، حيث تتألف مبادرة مركز التمويل الدولي من شبكة مجتمعية من الهيئات التنظيمية المالية والسوقية، والوزارات والوكالات الحكومية والمؤسسات المالية، ومؤسسات تنمية رأس المال البشري، وشركات الخدمات المهنية التي تشارك في

¹ حمزة شودار، "الصناعة المالية الإسلامية في الجزائر بين التجارب الدولية والمعوقات القانونية المحلية دراسة استقصائية لواقع وتطورات الصناعة المالية الإسلامية في العالم"، الجزائر، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، العدد 15، 2015، ص: 340-

أنشطة التمويل الإسلامي، ويجمع الصندوق ما يزيد عن 30 عاما من الخبرة والخبرة في مجال التمويل الإسلامي في ماليزيا، ولديها أكثر من غيرها في العالم نظام مالي إسلامي شامل يشمل الخدمات المصرفية الإسلامية وسوق رأس المال الإسلامي والتكافل وإعادة التكافل وسوق النقد الإسلامي فيما بين البنوك، تنعكس حيوية وديناميكية النظام المالي الإسلامي الماليزي في ابتكار المنتجات المستمر ومجموعة جاهزة من المواهب، وتنوع المؤسسات المالية من في جميع أنحاء العالم مدعوما بإطار قانوني وتنظيمي عالمي المستوى تؤكد أفضل الممارسات الشرعية العالمية، ولذلك، فإن ماليزيا على ما يرام مركزا للتمويل الإسلامي لمجالات التركيز التالية: صكوك المنشأ، الصندوق الإسلامي وإدارة الثروات والخدمات المصرفية الإسلامية الدولية، التكافل الدولي، تنمية رأس المال البشري في إطار مبادرة مركز التمويل الدولي، ترحب ماليزيا بالمواهب العالمية، والجهات الفاعلة الرائدة والمستثمرين والمصدرين للاستفادة من النظام والبيئة المواتية لتشكيل مستقبل التمويل الإسلامي معا في هذا التطور المالي الجديد¹.

الشكل رقم (04، 07): حجم السوق المالية الماليزية للفترة (2006-2016) ون (ترليون رينغت ماليزي).



Source : Securities Commission Malaysia, Bi-annual Bulletin on The Malaysian Islamic Capital Market, January-June 2017, Vol 12 No1, p:19.

من الشكل السابق نلاحظ زيادة حجم السوق المالي الماليزي منذ سنة 2006 إلى غاية سنة 2016 عن طريق سندات الدين المعلقة ورأس المال السوقي للأسهم حيث سجلت سندات الدين المعلقة سنة

¹ Islamic Markets brochure, Bursa Malaysia Islamic Markets, P: 02.

2016 مبلغ 1.17 ترليون رينغت ماليزي مقارنة بسنة 2006 التي سجلت 0.45 ترليون رينغت ماليزي بفارق 0.72 ترليون رينغت ماليزي، أم فيما يخص رأس المال السّوق للأسهم فقد سجل زيادة منذ سنة 2006 وصولا لسنة 2016 حيث بلغ حجم رأس المال السّوق للأسهم في ماليزيا 1.67 ترليون رينغت ماليزي لنفس السنة بفارق 0.82 ترليون رينغت ماليزي.

الفرع الثاني: التوجه الإسلامي للنظام المصرفي في ماليزيا.

إن بداية ظهور النظام المصرفي الإسلامي في ماليزيا كان في وقت متأخر نسبيا، لكن مع ذلك شهد تطورا سريعا وملحوظا في وقت مبكر، حيث كانت البداية الأولى للتوجه الإسلامي في مجال الصيرفة للبلاد سنة 1983 عندما أصدرت الحكومة الماليزية قانون المصارف الإسلامية الذي يسمح بإنشائها تماشيا مع الصناديق التي تم استحداثها في الستينيات التي يطلق عليها صناديق الحجاج التي تدعم الماليزيين في تأدية مناسك الحج إلى مكة المكرمة، ويمكن تلخيص مراحل التوجه الإسلامي للنظام المصرفي في ماليزيا الى ما يلي¹:

أولا-الفترة الأولى 1983 إلى 1992: يمكن اعتبار الفترة الممتدة بين 1983 الى 1993 بالفترة التجريبية حيث تم إنشاء بنك (BIMB) 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.

ثانيا-الفترة الثانية 1993-1999: أطلقت الحكومة الماليزية مخطط المصارف بدون فوائد (IBS) في سنة 1993، عندما قدم Bank Negara Malaysia مخططه المصرفي بدون فوائد، كما سمح هذا المخطط بإنشاء " نوافذ إسلامية " في البنوك التقليدية، وهذا هو ما سمح للإدارات المالية الإسلامية الاستفادة من المحاسبة وإدارة منفصلة للأنشطة التقليدية، كما ان العمل بمفهوم النافذة الإسلامية منذ مارس 1993 سمح أيضا للبنوك التقليدية الموجودة أن تنتج المنتجات والخدمات الإسلامية، كما أنّ معظم البنوك الأجنبية المهمة عرضت مخططات لذلك، بغية الحصول على نسب في السّوق، كما تم تأسيس نظام مصرفي إسلامي عام 1999 يضمن العمل بدون فوائد مما جعل البنوك الإسلامية تتعامل في المنتجات والخدمات المالية الإسلامية.

ثالثا-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 إلى مركز الخدمات المصرفية الإسلامية العالمية الرائدة، وعلى الرغم من أن القطاع المصرفي الإسلامية بماليزيا تم إنشائه على مدى ثلاثة عقود إلا أنّ حصتها في السّوق لا تزال منخفضة بالمقارنة مع القطاع المصرفي التقليدي من حيث

¹ لشهب الصادق، بوريش أحمد، "تحليل عوامل نجاح التجربة الماليزية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية"، الجزائر، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، جامعة ورقلة، العدد 01، 2015، ص: 91.90.

التمويل والاستحواذ الذي يتراوح من حوالي 13% إلى 14% فقط من إجمالي حصة الأسواق المصرفية التي تبقى بعيدة عن ما تحققه البنوك التقليدية.

لا تزال هناك إمكانية كبيرة لتطوير الخدمات المصرفية الإسلامية حيث أن النظرة الإيجابية السائدة هي جذب العملاء خاصة غير المسلمين نحو الصيرفة الإسلامية، وهو أمر مهم لأن المصارف الإسلامية يمكنها من 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 هاماً في الصناعة المالية الشاملة بماليزيا، حيث في عام 2002 أطلقت الحكومة الماليزية أول صكوك إسلامية في العالم والتي استقطبت العديد من المستثمرين، وحالياً هناك أحد عشر بنك ذات ملكية محلية وستة بنوك ذات ملكية أجنبية في النظام المصرفي الإسلامي الماليزي، وهو ما يوضحه الجدول التالي.

جدول رقم (04، 16): يظهر قائمة البنوك الإسلامية في ماليزيا.

نوع الملكية	الإسم	
محلي	Affin Islamic Bank Berhad	1
محلي	Allaince Islamic Bank Berhad	2
محلي	Amislamic Bank Berhad	3
محلي	Bank Islam Malaysia Berhad	4
محلي	Bank Muamalat Malaysia Berhad	5
محلي	CIMB Islamic Bank Berhad	6
محلي	EONCAP Islamic Bank Berhad	7
محلي	Hong Leong Islamic Bank Berhad	8
محلي	Maybank Islamic Berhad	9
محلي	Public Islamic Bank Berhad	10
محلي	RHB Islamic Bank Bank Berhad	11
أجنبي	Al Rajhi Banking and Investment Corporation (Malaysia) Berhad	12
أجنبي	Asian Finance Bank Berhad	13
أجنبي	HSBC Amanah Malaysia Berhad	14
أجنبي	Kuwait Finance House (Malaysia) Berhad	15
أجنبي	Standard Chartered Saadiq Berhad	16
أجنبي	OCBC Al-Amin Bank Berhad	17

المصدر: لشهب الصادق، بوريش أحمد، "تحليل عوامل نجاح التجربة الماليزية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية"، الجزائر، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، جامعة ورقلة، العدد 01، 2015، ص: 91.

تنشط في السوق المالية الماليزية عدة بنوك إسلامية محلية وأجنبية وتعد نواة النظام المالي لماليزيا وتتمثل علاقتها بالبنك المركزي الماليزي المعاملة بالمثل، ومن أهم هذه البنوك بنك (Affin Islamic Bank Berhad) وبنك (Asian Finance Bank Berhad).

الفرع الثالث: دور البنك المركزي الماليزي في دعم صناعة الصيرفة الإسلامية.

يُعد دعم البنك المركزي للسوق المالية الإسلامية في ماليزيا من أهم عوامل نجاحها وتطورها.

أولاً- ماهية البنك المركزي الماليزي:

يُمثل بنك نيغارا ماليزيا-البنك المركزي-قمة الهيكل المالي والبنكي في الدولة، تأسس بتاريخ 26 جانفي 1959 وفقا لقانون البنك المركزي 1958، وتتمثل أهدافه الرئيسية حسب تعريفها في قانون بنك ماليزيا المركزي لعام 2009م في¹:

1. تعزيز الاستقرار النقدي والمالي بما يخدم استدامة النمو للاقتصاد الماليزي؛

تتمثل المهام الرئيسية للبنك فيما يلي:

- وضع وإدارة السياسة النقدية في ماليزيا؛
 - إصدار العملة؛
 - التنظيم والإشراف على المؤسسات المالية الخاضعة للقوانين المطبقة من قبل البنك؛
 - ممارسة الرقابة على أنظمة الدفع، والنقد وأسواق الصرف الأجنبي؛
 - إدارة الاحتياطات الأجنبية؛
 - القيام بدور المستشار المالي، والوكيل المالي والمصرفي للحكومة.
2. يتمتع البنك بجميع الصلاحيات اللازمة لتنفيذ أغراضه والقيام بوظائفه؛
3. تم تخويله سلطات قانونية طبقا لعدة قوانين للتنظيم والإشراف على المؤسسات المالية والوسطاء الماليين الآخرين من غير البنوك، كما يدير البنك أيضا لوائح التحكم في تبادل النقد الأجنبي في الدولة ويقوم بدور الملجأ الأخير كمقرض في نظام البنوك.

المطلب الثاني: الإطار التشريعي وتعزيزات البنك المركزي الماليزي لتطوير الصناعة المالية الإسلامية.

البنك المركزي الماليزي خصص جزءا كبيرا من نوافذه وإدارته للمعاملات المالية الإسلامية من خلال تشريعاته وضوابطه والهيئات الرقابية لتنظيم العمل المصرفي الإسلامي.

الفرع الأول: الإطار التشريعي للعمل المصرفي الإسلامي.

يحكم ممارسة التمويل الإسلامي في ماليزيا العديد من النصوص التنظيمية أهمها¹:

¹ ايتسام ساعد، " دور آليات التمويل الإسلامي في رفع الكفاءة التمويلية للنظام المصرفي- التجربة الماليزية نموذجا-"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية(منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، 2017، ص: 180.

أولاً-قانون المصارف الإسلامية 1983: يعتبر أول قانون يجيز العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا بحيث يضم 8 أجزاء أساسية الجزء الأول منه يمثل مقدمة يعرف فيها القانون ويحدد فيه آليات التطبيق أما الجزء الثاني خصص لشرح شروط منح التراخيص للبنوك الإسلامية، أما الجزء الثالث تناول الاحتياجات المالية وواجبات البنوك الإسلامية كما ركز على مسألة الملكية ومراقبة وإدارة البنوك الإسلامية في الجزء الرابع، في حين الجزء الخامس سلب الضوء على القيود المفروضة على الأعمال التجارية والذي تناول 8 أحكام رئيسية من قسم 24 حتى قسم 30، الجزء السادس نص على صلاحيات الإشراف والرقابة على البنوك الإسلامية، أما الجزئين الأخيرين يبين فيه آليات التعديل التي يمكن أن تمس لوائح هذا القانون، ودخل هذا القانون حيز التنفيذ في 7 أبريل 1983 حيث أنه منذ هذا التاريخ تم تعديل القانون ستة مرات، وذلك لكي يتلاءم مع الحاجة ونمو الصناعة المالية للبنوك الإسلامية في ماليزيا، حيث يتم تنظيم هذه النشاطات من طرف بنك Negara حيث يُعرف قانون المصارف الإسلامية "البنك الإسلامي" على أنه: " كل شركة تزاوّل العمل المصرفي الإسلامي ولديها ترخيص ساري المفعول بالإضافة الى جميع المكاتب والفروع المتواجدة في ماليزيا والتي تشكل بنك واحد"، أما العمل المصرفي الإسلامي فيعرفه على أنه: "مجموعة الأهداف والعمليات التي تحرص على تنظيم المعاملات المالية وفق ما يتوافق مع قيم الشريعة الإسلامية"، صدر هذا القانون لتوفير التراخيص وتنظيم العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا بما يتلائم مع قيم الشريعة الإسلامية، وجاء هذا القانون لتجسيد قانون الرقابة، الذي صدر لأول مرة في عام 1953 ، المادة 3 من القانون تنص على أن بنك Negara الماليزي هو المسؤول الوحيد عن إدارة وتنفيذ أحكام هذا القانون الممثل من طرف محافظ البنك.

ثانياً-قانون التكافل 1984: تم ترخيص عملية التكافل في ماليزيا بعد الموافقة على قانون التكافل 1984 الذي أقره البرلمان الماليزي بهدف ضمان التكافل كقطاع داخل النظام المالي الإسلامي وفق طريقة منظمة تسمح بصناعة التأمين في ماليزيا وفق قانون منفصل، حيث أن السلطة الرقابية المخولة بموجب قانون التكافل هي البنك المركزي الماليزي (بنك نيجار ماليزيا) حيث أن محافظ البنك هو أيضا المدير العام للتكافل، ودخل هذا القانون حيز التنفيذ اعتبارا من 1 جانفي 1985، يؤكد هذا القانون على أهمية الالتزام بالشريعة الإسلامية، على سبيل المثال عقد التأسيس النظام الأساسي لشركة تكافل ماليزيا يؤكد على أنه سيتم تعامل جميع الشركات وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية في كل القواعد و الممارسات. يرغب عادة المساهمين أو المستثمرين في الاستفادة من العائد على استثماراتهم من دفع أرباح الأسهم إذ أنهم سابقا لم يكن باستطاعتهم استغلال الأرباح التي تحققها الشركة، وعليه فان الأنشطة الرئيسية للتكافل بماليزيا هي توفير وإدارة التكافل العائلي والتكافل العام الشركة، وعليه أقامت تكافل ماليزيا

¹ لشهب الصادق، بوريش أحمد، "تحليل عوامل نجاح التجربة الماليزية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية"، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، جامعة ورقلة، العدد 01، 2015، ص ص: 93.92.

الأدوات المالية المناسبة لإدارة مستوى من عائد الاستثمار لتتم مشاركتها مع المساهمين فيها، حيث تكافل ماليزيا تدير الأموال التالية:

1. صندوق التكافل العائلي في إطار أعمال التكافل العائلي؛

2. صندوق التكافل العام في إطار تكافل الأعمال العامة.

يجب على مشغلي التكافل الحصول على ترخيص من وزارة المالية، بناء على توصية من البنك المركزي الماليزي الذي يجب أن تكون مسجلة في ماليزيا والحفاظ على الحد الأدنى من رأس المال المدفوع المقدر بـ 100 مليون رينغت بالعملة المحلية كما يجب أن تكون عضوا في جمعية التكافل الماليزية، وبناء على تدابير التحرير التي أعلنت عنها الحكومة الماليزية في أبريل 2009، تم رفع حصة الشريك الأجنبي في شركة التكافل من 49% إلى 70%، وسمح للشركات الأجنبية إعادة التكافل (إعادة التأمين الإسلامي) بالكامل، في الوقت نفسه أعلنت الحكومة عن إصدار رخص جديدة للتكافل في عام 2009 للشركات، مما أسهم في دعم قطاع التأمين التكافلي والعمل أيضا مع البنوك التجارية لتوزيع منتجات التكافل في السوق في إطار الاتفاقات " بنك التكافل"، ومن أجل تشجيع تطوير أعمال التكافل يتم منح إعفاءات كاملة من ضريبة الأرباح لشركات التكافل الدولية.

ثالثا- قانون الأسواق والخدمات المالية 2007: دخل هذا القانون (CMSA) حيز التنفيذ في 28 سبتمبر 2007 بإستثناء الجزء السادس من القسم الثاني المتعلقة بالاستحواذ والاندماجات التي تم تنفيذها بداية عام 2008 بحيث يضم هذا القانون تشريعات ضخمة من 394 قسم، نتيجة لتنفيذ التوصيات 92، 118 و 12 من المخطط الرئيسي لأسواق رأس المال التي تدعو إلى توحيد تشريعات الأوراق المالية والعقود الآجلة وإنشاء نظام ترخيص واحد.

يحكم قانون الأسواق والخدمات المالية 2007 من قبل هيئة لجنة الأوراق المالية الماليزية ويسمح هذا القانون بممارسة سوق رأس المال الإسلامي، بحيث تخضع جميع الأسواق في ماليزيا إلى قانون الأسواق والخدمات المالية 2007 (CMSA) كما أن هذا القانون يتضمن ثلاثة تشريعات رئيسية في سوق رأس المال وهي قانون صناعة الأوراق المالية 1983 (SIA) قانون الصناعة المستقبلية أو ما يعرف بقانون صناعة العقود الآجلة (FIA) 1993 والجزء الثالث من قانون هيئة الأوراق المالية 1993 (SCA) وهذا القانون يسعى إلى تنظيم وتوفير المسائل المتعلقة بالأنشطة والوسطاء في أسواق رأس المال والمسائل التبعية المتعلقة بذلك.

الفرع الثاني: تعزيزات البنك المركزي الماليزي لتطوير الصناعة المالية الإسلامية.

لقد قام البنك المركزي الماليزي بالتعزيزات لكل العناصر القادرة على تنمية وتطوير الصيرفة الإسلامية في ماليزيا، والتعزيزات التي قام بها البنك المركزي الماليزي تركز على النواحي المتعددة والتي من بينهما¹:

أولاً- تعزيز المرافق الشرعية القانونية: من بين العناصر الرئيسية لنظام مصرفي إسلامي متكامل هو وجود إطار شرعي فعال ملائم مقترن بنظام قانوني سليم، ولذلك قام البنك المركزي الماليزي بتحسين الإطار الشرعي بصورة مستمرة من أجل مواكبة التطورات والمستجدات في صناعة الصيرفة الإسلامية ومن بين الجهود المتعلقة بتعزيز الإطار الشرعي إصدار البنك المركزي الماليزي الضوابط الخاصة بحكم اللجنة الشرعية للمؤسسات المالية في شهر ديسمبر 2004م لتنسيق وظائف اللجان الشرعية ومهامها في المؤسسات المالية، وهذه الضوابط خاصة باللجان الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية المعروفة بـ "الضوابط الخاصة باللجان الشرعية" دخلت في حيز التنفيذ اعتباراً من 1 أبريل 2005م.

ثانياً- تعزيز المرافق المالية المؤسسية: من بين مواصفات المرافق المالية المتطورة تطويراً جيداً هي تنوع المشاركين، ويشمل ذلك مشاركة المشاركين الأجانب في الساحة المالية الإسلامية ولذلك قام البنك المركزي الماليزي BNM بتعجيل عملية تحرير القطاع المصرفي الإسلامي، وإن حضور المصارف الإسلامية الأجنبية الكاملة في ماليزيا سيخلق فائضاً من شأنه أن يساعد على تنويع المنتجات وتحفيز الابتكارات المالية ودعم تنمية النظام المالي الإسلامي، كما تمثل هذه المصارف جسراً يربط بين ماليزيا والأسواق المالية الإسلامية العالمية الأخرى، الأمر الذي يوفر بيئة ملائمة لماليزيا لكي تصبح مركزاً إقليمياً للصيرفة والتمويل الإسلامي.

ثالثاً- تعزيز الإطار الشرعي: ومن بين الدور الذي قام به البنك المركزي الماليزي لتعزيز الإطار الشرعي قيامه بمراقبة عملية تنفيذ الإطار الشرعي بالاستمرار إثر صدور الضوابط الخاصة باللجان الشرعية ونتيجة لصدور هذه الضوابط ازداد عدد المستشارين الشرعيين الذي يعينون كأعضاء اللجان الشرعية بصورة ملموسة، الأمر الذي سيساعد على زيادة عدد الخبراء الشرعيين المؤهلين في هذه الدولة.

رابعاً- تعزيز الإطار القانوني: نظراً لزيادة جو التنافس في صناعة الصيرفة والتمويل الإسلامي فإنه يجب الاهتمام بالجهود الرامية للجمع وتنسيق القوانين والأنظمة للتأكد من فعالية متطلبات الشريعة نظراً إلى الفروق والاختلافات الموجودة بين مبادئ الشريعة والنظام القانوني التقليدي، ومن ضمن الجهود المبذولة للتوافق مع الشريعة الإسلامية وإزالة العقبات التي تحول دون القيام بابتكار المنتجات التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية وتنويعها والتشجيع على المشاركة في الأدوات المتوافقة مع الأحكام الشرعية يتم حالياً مراجعة قانون الشراء التأجيرى لسنة 1967م لتغطية الشراء التأجيرى الإسلامي، كما تتم دراسة

¹ زاهر الدين محمد الماليزي، "تجربة ماليزيا في التنسيق بين المؤسسات المالية الداعمة للمصرفية الإسلامية"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، الإمارات العربية المتحدة، أيام 31 ماي-3 جوان 2009، ص ص: 9-12.

التشريعات الأخرى ذات العلاقة بما فيها لائحة أراضى الدولة ولائحة الشركات لسنة 1956م ولائحة العقود لسنة 1950م وذلك لمواكبة التطورات الجارية في الصيرفة والتمويل الإسلامي، كما قام البنك المركزي بمراجعة تشريعات الصيرفة والتمويل الإسلامي والتكافل.

خامسا- تعزيز الإطار التنظيمي: من ضمن الجهود لتعزيز الإدارة التجارية الرشيدة في المصارف الإسلامية إصدار الضوابط حول الإدارة في المصارف الإسلامية المسماة بـ i-GPI في شهر مارس 2004م، الهدف من هذه الضوابط هو تعزيز فعالية مجلس الإدارة الذي سيكون مسؤولاً عن الإدارة الكلية للمصرف الإسلامي.

سادسا- تعزيز الإطار الاحتراسي: من الجهود المبذولة لتعزيز الإطار الاحتراسي إصدار الهيكل المنقح لنسب العوائد لصناعة الصيرفة الإسلامية، وذلك لمنح الصناعة المذكورة قدراً أكبر من المرونة في إدارتها لنسب العوائد ولتعزيز الفعالية والقدرة التشغيلية بين المؤسسات المصرفية الإسلامية في إدارتها لمحافظة التجارية، ومنها أيضاً تم إصدار إطار مماثل للمصارف الإسلامية في شهر ديسمبر سنة 2004م وفق عملية تطبيق إطار كفاية رأس مال مخاطر السوق للمؤسسات المصرفية التقليدية.

سابعا- تعزيز الإطار التشغيلي: ومن أبرز الجهود التي قام بها البنك المركزي لتعزيز الإطار التشغيلي القيام بتطوير نظام على الخط يعرف باسم نظام الموافقة على المنتجات والتخزين، لأجل تسهيل عملية تقديم الطلبات الخاصة بالمنتجات الجديدة للحصول على الموافقة وصيانة مخزن لكافة المنتجات المصرفية الإسلامية المتوفرة في المؤسسات المصرفية الإسلامية، وقد قام هذا النظام بتعجيل إجراءات الموافقة على الطلبات الخاصة بالمنتجات الجديدة، حيث أنه يسمح بتقديم الطلبات والوثائق عبر الخط كما يُسهل عملية مراقبة الإجراءات المتعلقة بالطلبات والبحث السريع لأحدث المعلومات المتعلقة بالمنتجات المخزونة في النظام المذكور، هذا المشروع تم إعداده في عام 2005م.

ثامنا- تعزيز تنمية رأس المال الفكري: ومن بين العوامل المهمة لتطوير صناعة مصرفية إسلامية ديناميكية ومنتافسة هو وجود مجموعة كبيرة من المصرفيين الجيدين، وأهم الإنجازات التي تم تحقيقها لتعزيز تنمية رأس المال الفكري هو تأسيس المؤسسات الدراسية مثل المركز الدولي للتعليم المالي الإسلامي والمؤسسات البحثية مثل الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية.

الجدول رقم (04، 17): حجم المنتجات والأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المتداولة في ماليزيا (جوان-ديسمبر 2017).

Main Market / ACE Market	Number of Shariah- compliant securities	Total securities*	Percentage of Shariah- compliant securities (%)
Consumer products	105	129	81
Industrial products	193	235	82
Mining	Nil	1	Nil
Construction	46	49	94
Trading / Services	156	218	72
Properties	74	97	76
Plantation	32	41	78
Technology	75	87	86
Infrastructure (IPC)	2	4	50
Finance	2	33	6
SPAC	Nil	3	Nil
Hotels	1	4	25
Closed-end fund	Nil	1	Nil
TOTAL	686	902	76

Source :Securities Commission Malaysia, **Bi-annual Bulletin on The Malaysian Islamic Capital Market**, July-December 2017, Vol 12 No2, p:10.

يبرز الجدول السابق حجم المنتجات والأوراق المالية المشروعة والمتداولة في السوق المالية الماليزية للفترة جوان-ديسمبر 2017، حيث بلغت مجمل المنتجات والأوراق المالية في السوق المالية الماليزية 902 منتج وورقة مصدرة عن طرق شركات وقطاعات مقيدة في السوق والتي تنشط في عدة مجالات مختلفة أهمها: الخدمات والمالية والتكنولوجيا والتصنيع والتعدين، في حين بلغ عدد المنتجات والأوراق المالية الشرعية 686 من مجمل المنتجات والأوراق المالية المتداولة بنسبة 76 % من المنتجات المالية المتداولة في السوق المالية الماليزية.

المطلب الثالث: مفهوم ونشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا.

سنتطرق في هذا الجزء من الدراسة لنشأة السوق المالية الإسلامية في ماليزيا والتي كانت نتيجة عدة نداءات وبعد عدة تجارب.

الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا.

تُعد سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا من أكبر الأسواق المالية الإسلامية في آسيا وفي العالم لوجود عدد كبير من صيغ التمويل والمنتجات المالية الإسلامية فيها. أولاً-تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا.

سنقوم بداية بالتعريف ببورصة ماليزيا قبل التعريف بسوقها المالية الإسلامية.

1-تعريف بورصة ماليزيا:

بورصة ماليزيا اليوم هي واحدة من أكبر البورصات في آسيا مع حوالي 1000 شركة مدرجة تقدم مجموعة من الخيارات الاستثمارية، الشركات مدرجة إما في بورصة ماليزيا المالية للأوراق المالية الرئيسية أو سوق إيس، وتهدف البورصة إلى أن تكون الشريك المفضل في آسيا لجمع الأموال والتجارة والاستثمار، وهي تقدم سوقاً عادلة ومنظمة يمكن الوصول إليها بسهولة مع منتجات وخدمات متنوعة وهي شركة قابضة للتبادل معتمدة بموجب القسم 15 من قانون أسواق المال والخدمات المالية الماليزية 2007، وهي تعمل على تبادل متكامل، وتقدم مجموعة كاملة من الخدمات المتعلقة بالتبادل بما في ذلك خدمات التداول والمقاصة والتسوية والإيداع ولقد تم إدراج بورصة ماليزيا في المجلس الرئيسي لبورصة ماليزيا للأوراق المالية برهاد في 18 مارس 2005، وتتمثل الأنشطة الرئيسية لبورصة ماليزيا في: توفير وتشغيل وصيانة عمليات تبادل الأوراق المالية والعقود الآجلة وتبادل الخيارات، منشأة إلكترونية مسجلة لسوق السندات الثانوية، مقاصة لتبادل الأوراق المالية والعقود الآجلة وتبادل الخيارات الإيداع المركزي نشر الأسعار وغيرها من المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المقتبسة من البورصات داخل المجموعة والخدمات المرشحة للحفظ المركزي للإيداع المركزي، كما تعمل بورصة ماليزيا للخدمات الإسلامية bhd (BMIS) وتحفظ بتبادل السلع الفورية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما تسعى بورصة ماليزيا للمساعدة في تطوير سوق رأس المال الماليزي وتعزيز القدرة التنافسية العالمية، والحفاظ على سوق تجارة فعالة وآمنة ونشطة للمستثمرين المحليين والعالميين¹.

2-تعريف السوق المالية الإسلامية الماليزية:

عرّفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي بأنه: " السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل المتوافقة تماما مع أحكام الشريعة الإسلامية والخالية من الأنشطة المحرمة شرعا كالتعامل بالربا، المقامرة وبيعو الخمر... وغيرها، أي سوق مالي تتوفر فيه فرص تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، ولتجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة

¹ Islamic Markets brochure, Bursa Malaysia Islamic Markets, P: 04.

الإسلامية، ولضمان التزام أنشطة سوق رأس المال الإسلامي بمبادئ الشريعة الإسلامية تخضع أنشطة السوق لرقابة وإشراف المستشارين الشرعيين والخبراء المتخصصين في مجال المعاملات الشرعية، خاصة ما يتعلق بالمعاملات المالية وهذا ما يعزز الثقة بين السوق والمستثمرين¹.

كما يُعرّف أيضا على أنه: "سوق الصفقات المالية طويلة الأجل والتي تُنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل أو في شكل إصدارات طويلة الأجل، ويتكون من قسمين هما سوق رأس مال إسلامي وسوق رأس مال تقليدي، ومن بين خصائص سوق رأس المال الماليزي نجد الخضوع للرقابة الشرعية، والتعامل بالأدوات المالية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، كما أن عمليات هذا السوق خالي من أي محظور شرعي ويخضع للقوانين والتشريعات المختلفة الصادرة عن الجهة المعنية². وقد برز سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا كسوق نشيط وحديث في الوقت الحاضر نتيجة لتنوع المنتجات المشروعة المتداولة فيه والبنية التحتية، من المؤسسات الماليين والوسطاء والمستثمرين عمق سوق رأس المال³.

السوق في سندات الدين العام والخاص.

3- أهداف وأهمية السوق المالية للأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

- تتمثل أهداف وأهمية السوق المالية للأوراق المالية الإسلامية في:
- العمل على توفير كافة الدراسات والبحوث وعقد الحوارات المتعلقة بالسوق المال الإسلامي؛
- تطوير فعالية المنتجات والأدوات المالية الإسلامية وتقويتها؛
- إعطاء صورة واضحة عن طبيعة السوق المالي الإسلامي وأنشطته على المستوى المحلي والدولي من خلال: الندوات، الدورات والمحاضرات؛
- تقديم فرص استثمارية وأدوات مالية تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية من أجل تعزيز ثقة المستثمرين بالسوق، بالإضافة إلى إتاحتها لإصدار أوراق مالية تتماشى وفق مبادئ الشريعة الإسلامية بالنسبة للجهات المصدرة وبالأخص تلك المتعلقة بالصكوك الإسلامية القابلة للتداول؛
- الرقابة على المعاملات في السوق وذلك لتحقيق هدف جذب المستثمرين الأجانب من خلال الترويج للأدوات المالية الإسلامية، وذلك بمساعدة اللجنة الاستشارية، وبتضافر جهود هيئة

¹ الطيب بولحية، عمر بوجمعية، "دور الصكوك المالية الإسلامية في تمويل المشاريع التنموية عرض للتجربة الماليزية ومدى إمكانية استفادة الجزائر منها، مرجع سابق، ص: 9.

² سناء نزار، موسى رحمانى، دور الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال-دراسة سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة (2000-2014)، الجزائر، ابحاث اقتصادية وإدارية، جامعة بسكرة، العدد التاسع عشر، جوان 2016، ص: 86.

³ Mohd Edil Abd sukor, Rusnah Muhamad, "Malaysian Sukuk Issues In Accounting Standard ", Shariah Journal, Vol 16 No.1 Jurnal Syariah, Jil 2008, p :65.

الرقابة الرئيسية والمتمثلة في هيئة الأوراق المالية من أجل تحقيق هدف جعل ماليزيا مركزا دوليا لسوق الأوراق المالية الإسلامي¹.

ثانيا- نشأة وتطور سوق الأوراق المالية التقليدية والإسلامية في ماليزيا:

سنبثدئ هذا الجزء بالتعريف بالسوق المالية التقليدية الماليزية ونشأتها.

1-نشأة السوق المالية الماليزية للأوراق المالية:

لقد بدأت صناعة التعامل بالأوراق المالية في ماليزيا في أواخر القرن التاسع عشر بظهور الشركات البريطانية العاملة في مجال الصناعات المطاطية والتعدينية، ففي عام 1930 م أسست أول جمعية للسفرة في بورصة سنغافورة "Singapore Stockbrokers' Association" كأول جمعية منظمة رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية، وسوق رأس المال في ماليزيا ظهر ببعده الحقيقي في أوائل الستينات وبالضبط في 09 ماي 1960 وتمت عملية تطويره، ويعد هذا السوق قطاعاً جديداً مقارنة بقطاع العمل المصرفي في تمويل الأنشطة الاقتصادية، وفي البداية شكلت سوقاً منظمة مشتركة مع سنغافورة، حيث يتم الربط بينهما بواسطة خطوط الهاتف، ولكن هذا الاندماج لم يدم ففي سنة 1964 انفصلت بورصة سنغافورة عن ماليزيا، وأنشأت هذه الأخيرة بورصة خاصة بها في سنة 1976 بكوالالمبور لتداول الأسهم إلا أن بداية نمو سوق رأس المال كان في أوائل التسعينات لسد احتياجات القطاع العام من خلال إصدار الأوراق المالية الخاصة بالحكومة الماليزية "MGS" ومن ذلك الحين، أصبح القطاع العام قطاعاً أساسياً لتطوير الاقتصاد القومي، وتعتبر شركة "Arab Malaysian Finance Bond AMF" أولى شركات القطاع الخاص التي أصدرت أول سندات الشركات الخاصة في ماليزيا في عام 1980 م، وتزايد إصدار السندات من قبل الشركات الخاصة أكثر بكثير مقارنة بإصداراتها من القطاع العام، سوق رأس المال في ماليزيا تطور تطوراً ملحوظاً بعد عام 1993 م بتأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية وبورصة كوالالمبور للأسهم "Kuala Lumpur Stock Exchange" التي أسست في عام 1994 م، وأعيد تسميتها فيما بعد ببورصة كوالالمبور للأسهم المحدودة "Kuala Lumpur Exchange Stocks Bhd" وبعد تاريخ 20 أبريل 2004 عرفت باسم "البورصة الماليزية" Bursa Malaysia" التي تتداول فيها الأوراق المالية لاسيما الأسهم وما يتعلق بها من: مشتقات، سندات، إلى جانب تقديم بعض المعاملات المالية الجديدة مثل شهادات الشراء من الأسهم الموجودة "Call Warrants" وشهادات الشراء من الأسهم الجديدة Warrants ليصبح هذا السوق مصدراً رئيساً لتمويل المشروعات ذات رؤوس الأموال الكبيرة والتكوين الرأسمالي الذي كان يحصل عليه القطاع العام والخاص².

¹ نوال سمرد، رفيق بشوند، دور السوق المالي الإسلامي في معالجة السيولة النقدية-الصكوك الإسلامية نموذجاً، المؤتمر الدولي الثاني للمالية المصرفية الإسلامية، كلية الشريعة الأردنية، الأردن، أيام 29-30 جويلية 2015، ص: 16.15.

² الزعيبي حمو، أزار يحيى، الصكوك الإسلامية كأداة لتنشيط سوق الأوراق المالية-التجربة الماليزية، سوريا، مجلة الإقتصاد الإسلامي العالمية، مركز فقه المعاملات المالية الإسلامية، العدد 34، 2015، ص: 4.

2-نشأة وتطور سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

يتكون سوق رأس المال في ماليزيا من سوق رأس مال تقليدي وسوق رأس مال إسلامي للأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل، 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، بدأت صناعة التعامل بالأوراق المالية في ماليزيا في أواخر القرن 19م بظهور الشركات البريطانية العاملة في مجال الصناعات المطاطية والتعدينية، أما سوق رأس المال فقد تأسس رسميا عام 1973، وتمت عملية تطويره تدريجيا إلا أن البداية الحقيقية لنمو السوق كانت في أوائل التسعينات، حيث قدر حجم السوق بـ 62 مليار دولار أمريكي لسد احتياجات القطاع العام من خلال إصدار الأوراق المالية الخاصة بالحكومة الماليزية MGS وقد بلغت رسملة سوق الأسهم الماليزية 6.91 مليار دولار أمريكي سنة 1993 وبذلك تكون قد تضاعفت 58 % مقارنة بسنة 1991 ووفقا للبنك الدولي ارتفعت القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي بالنسبة لسوق الأسهم الماليزي من 4.110 % في 1990 إلى 127% سنة 2000، وسعت هيئة الأوراق المالية الماليزية لجعل ماليزيا مركزا دوليا لأسواق رأس المال الإسلامية، فأدرجت في خطتها عام 2001م تطوير أسواق رأس المال الإسلامية والأسباب كانت استراتيجية أكثر منها عقائدية، وذلك من خلال تفعيل دور كل من قسم أسواق رأس المال الإسلامية، والمجلس الاستشاري الشرعي، في سنة 2004 تم إعادة هيكلة القطاع، وذلك بتأسيس شركة مساهمة عامة قابضة لعدة شركات تابعة تقدم خدمات مختلفة لقطاع الأوراق المالية، ولقد تم إدراج الشركة القابضة الأم في إحدى هذه الشركات وهي شركة بورصة ماليزيا للأوراق المالية¹.

وضع قانون الخدمات المالية الإسلامية 2013 الأساس القانوني لإطار تنظيمي شامل لصناعة التمويل الإسلامي في ماليزيا، ومن بين المحاور المهمة في هذا القانون تطوير المعايير الشرعية والتشغيلية للعقود الإسلامية الرئيسية بهدف تقديم التوجيه اللازم بشأن الممارسات السليمة والفعالة لكل عقد، كما تهدف هذه المعايير إلى إضفاء الشفافية في تطبيق العقود لتعزيز الثقة وتعزيز التوافق مع الشريعة من قبل المؤسسات المالية الإسلامية، في سبيل تقديم مجموعة واسعة من المنتجات التمويلية الإسلامية التي يُمكن أن تلبي احتياجات العملاء المتنوعة، والقانون قد وضع إطارا تنظيميا شاملا للتمويل الإسلامي في ماليزيا، يعكس خصوصيات مختلف أنواع العقود المالية الإسلامية، حيث تنتوع الموجودات والمطلوبات في العمل المصرفي الإسلامي على أساس الميزات التعاقدية الأساسية².

وسوق ماليزيا مع هيكلها الحالي يخدم السوق الإقليمية والسوق الدولية ومن المتوقع أن تزداد مساهمة القطاع المالي في الناتج المحلي الإجمالي الاسمي إلى 10-12% في عام 2020، وفي ماليزيا

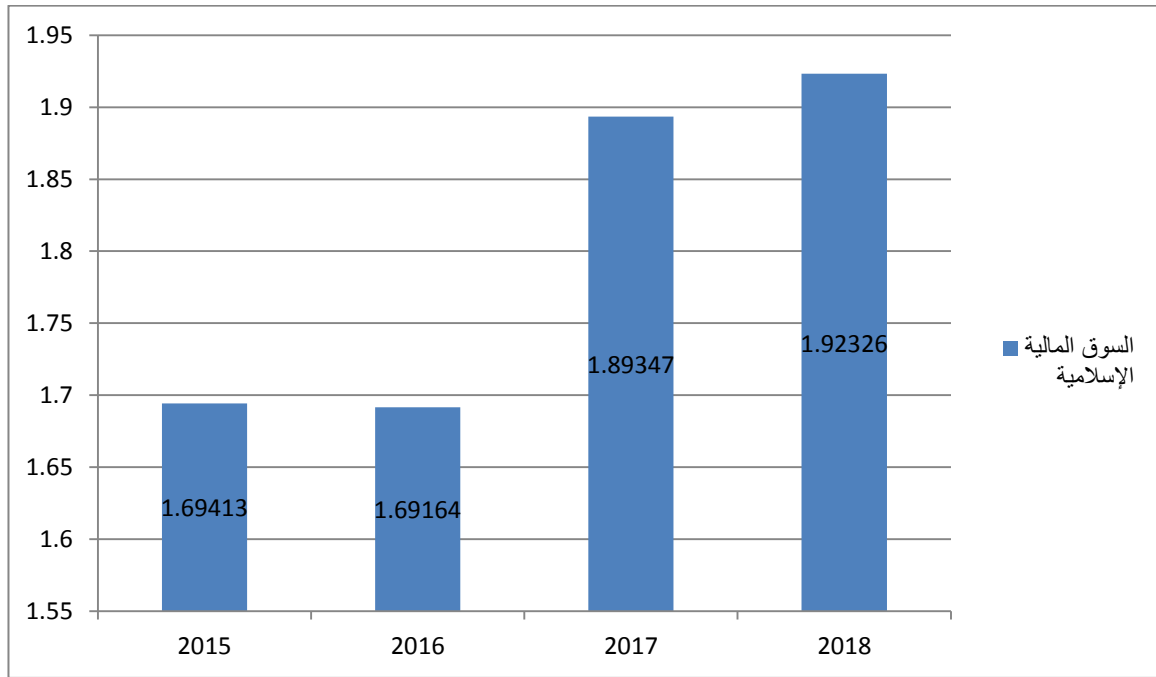
¹ شعيب يونس، فعالية إدماج الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية الناشئة-حالة سوق رأس المال الماليزي-، مرجع سابق، ص ص:

13.12.

² ابتسام ساعد، مرجع سبق ذكره، ص ص: 198.197.

يستمر سوق التمويل الإسلامي من خلال رؤية طويلة الأجل في التوسع والنمو في مختلف قطاعات السوق وغيرها من الصناعات الناشئة مثل إدارة الثروات والتخطيط المالي، من خلال دعم قوي من الجهة التنظيمية من خلال توفير بيئة مواتية تمكن اللاعبين في السوق للعمل بطريقة مثمرة للغاية، وإنتاج الأدوات والمنتجات على مستوى عالمي ومبتكرة ومصممة خصيصا لاحتياجات العملاء عبر قطاع السوق المختلفة، ضمن أفضل الممارسات العالمية في التنظيم والعمليات، وذكر البنك المركزي الماليزي أن ماليزيا ركزت بشدة على تنمية رأس المال البشري الى جانب تطور الصناعة المالية الإسلامية لضمان توافر مواهب التمويل الإسلامي، وقد حولت ماليزيا جميع هذه المقترحات القيمة إلى واحدة من الأسواق المصرفية الإسلامية الأكثر تقدما في العالم، وبالنسبة للاتجاه المستقبلي فإن السوق سوف تشرع في حلول فينتيش وأنشطة منصة رقمية من خلال الرصد الدقيق والإشراف من الجهات التنظيمية¹.

شكل رقم (04، 08): حجم السوق المالية الإسلامية الماليزية للفترة (2015-2018) ون (بليون رينغت ماليزي).



Source : Securities Commission Malaysia, Islamic Capital Market Statistics, Report Annual, 2017.

تطور حجم السوق المالية الإسلامية من سنة 2015 لغاية سنة 2018 تطورا ملحوظا، حيث زاد حجم السوق سنة 2015 من 1.69 ترليون رينغت ماليزي وصولا لـ 1.92 ترليون رينغت ماليزي وهذا إن

¹ Diversification of Islamic Financial Instruments, Comcec Coordination Office, turkey, October 2017, P: 152 .

دل يدل على زيادة حجم المنتجات المشروعة المتداولة وزيارة رقعة استخدامها وعدد المستثمرين المتعاملين بها، الأمر الذي ساهم في تطور حجم السوق واتساعها وتنشيطها.

ثالثاً- شروط إنشاء ومميزات سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:

أهم شروط قيام السوق المالية الإسلامية الماليزية تتمثل فيما يلي:

1- الشروط اللازمة لقيام سوق مالية إسلامية:

- أن تكون الشريعة الإسلامية مصدر أية قوانين أو لوائح ضرورية لتنظيم وإدارة نشاط السوق الإسلامية والرقابة عليها وفرض الأحكام التأديبية اللازمة في حالة المخالفات ولا مانع من الاستفادة من تجارب بعض البلدان الإسلامية التي لها السبق في النشاط المالي الإسلامي، وذلك بعد التأكد من عدم معارضة هذه القوانين أو اللوائح لقواعد الشريعة الإسلامية وتكون لها الإضافة في تحقيق الهدف؛

- الالتزام بمبدأ حرية الدخول إلى السوق وحرية المعاملات فيها، فلا يصح فرض أية قيود تمنع أي مسلم عاقل من ممارسة أعمال السمسرة - الوساطة المالية - أو البيع والشراء في السوق والالتزام بهذا المبدأ يعني في الواقع منع قيام أية احتكارات أو تكتلات من قبل السماسرة أو الوسطاء أو بعض المصالح الكبرى؛

- منع تداول أية أوراق مالية إلا بعد التأكد من خلوها من الربا في قليل أو كثير، وأنها لن تُستخدم في تمويل مشروعات محرمة أو ضارة بالمسلمين أو بالمجتمعات الإسلامية وأنها صدرت من قبل شركات أو هيئات ذات سمعة محمودة في الأوساط الإسلامية والاقتصادية أو عن طريق بعض البنوك الإسلامية المعروفة؛

- وجود قواعد ولوائح ناظمة للنشاط وكفيلة بتحقيق سلامة معاملات التداول المالي من الجهالة والغش والغبن والغدر وحماية السوق من حمى المضاربات السعرية بصفة عامة وقطع دابر المضاربات السعرية غير الشرعية بصفة خاصة¹.

2- مميزات سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:

تختلف سوق الأوراق المالية الماليزية عن السوق التقليدية في الجوانب الآتية²:

- الإشراف والرقابة الشرعية: تُعد هذه الخاصية إحدى الفوارق الجوهرية بين هذه السوق والسوق التقليدية في ماليزيا، حيث تخضع سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية، وهذا للتأكد من مطابقة هذه الأنشطة لأحكام الشريعة الإسلامية وضوابطها، ولكن هذه اللجنة لا تتدخل مباشرة في أعمال هذه السوق، حيث يتم

¹ الزعيبي حمو، أزغار يحيى، مرجع سبق ذكره، ص: 02.

² يمينة ختروسي، مرجع سبق ذكره، ص: 234-236.

الحصول على المعلومات المتعلقة بالسوق من قبل الإدارة المختصة باعتبارها الإدارة المسؤولة عن دراسة وتحليل أنشطة السوق واتخاذ القرارات المناسبة.

– **العمليات والخدمات المقدمة خالية من أي مخالفة شرعية:** تُعد الميزة الرئيسية لسوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية وأهم معالمها هي إسقاط الفائدة الربوية من كل عملياتها أخذًا وعطاءً، لا سيما في تعاملات الأوراق المالية بالفائدة، إلى جانب عناصر محرمة أخرى مثل الغرر، والميسر... إلخ، وعلى المستثمر أن يتأكد من أن شركات المساهمة المدرجة في البورصة الماليزية لا تتعامل بالعناصر المحرمة شرعاً، وإنما تعمل في دائرة المباح حيث يتم استبعاد البنوك الربوية وشركات المنتجات المحرمة، والتأكد من أن الجهات المصدرة للصكوك الإسلامية ملتزمة بالأسس والضوابط الشرعية المقررة من اللجنة الشرعية.

– **اعتماد أدوات مالية متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية:** تقوم سوق الأوراق المالية الإسلامية بدراسة بعض الأدوات المالية التقليدية وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، وتقوم بتفعيل الأدوات المالية الشرعية لا سيما الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا والأدوات المالية المتداولة في هذه السوق، التي يتم إقرارها من اللجنة الاستشارية الشرعية، سواء ما يتعلق بإصدارها أو تداولها، ولقبول الأدوات المالية يجب أن تتضمن عدة خطوات تتمثل فيما يلي:

- فحص التقارير الرسمية للحسابات المالية واستخلاص المعلومات المالية المناسبة؛
- مراجعة نشاطات الشركة، وهذا يسمح بمعرفة ما إذا كانت نشاطاتها متوافقة للشريعة الإسلامية؛
- جدولة نتائج المجلس الاستشاري الشرعي؛
- جمع النتائج ووضع قائمة الإصدارات المصادق عليها.

– **الالتزام بالقوانين والتشريعات المختلفة الصادرة عن الجهات المختصة:** تُعد هيئة الأوراق المالية الماليزية المسؤولة عن إصدار القوانين ودراسة الأدوات المالية في هذه الأسواق ومن القوانين الصادرة عن هذه الهيئة التعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية والتعليمات والضوابط لشركات السمسرة الإسلامية وغيرها، أما السندات التقليدية في ماليزيا فتخضع للتعليمات الخاصة بعرض سندات المديونية كما أن السوق الأولية للصكوك الإسلامية تخضع لرقابة البنك المركزي الماليزي وفقاً لنظام التحويل الإلكتروني الآني للأموال والأوراق المالية، كما توفر الجهات المعنية معلومات شاملة عن مختلف الجوانب المتعلقة بأي معاملة، لا سيما المعلومات التي تؤثر على سعر الأدوات المالية المتداولة في السوق، ووفقاً للبيانات والمعلومات المنشورة حول سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

فإن أداء الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في ماليزيا يفوق أداء الأدوات المالية التقليدية المدرجة في البورصة الماليزية، وتتجه المعدلات اتجاها تصاعديا في عام 2001 كانت بمعدل 78% وتصل إلى 88.66% حتى بداية عام 2012م.

رابعا-عمليات سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

وهي ثلاث عمليات نوضحها فيما يلي¹:

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

- الشراء بكامل الثمن: ويقصد به قيام البائع ببيع الأصل الذي يملكه للمشتري ويدفع له المشتري الثمن كاملا وفورا قبل أن يتفرقا من المجلس، وقد يتأخر التسليم ثلاثة أيام أو أكثر؛
- البيع على المكشوف: وتتمثل هذه العملية في اقتراض مستثمر أوراق مالية وبيعها قبل تملكها عن طريق السماسرة، ثم إعادة شراء نفس الأوراق أو أخرى تماثلها في الكم والنوع وإعادتها إلى المقرض، وقد بررت اللجنة الاستشارية الشرعية للهيئة جواز هذه العمليات بما يلي:

• تحقيق المصلحة العامة؛

• توفير السيولة للسوق؛

• إن إقراض الأسهم يتوافق مع مفهوم الإجارة.

وقد تم التعامل بالبيع على المكشوف وفق نظام إقراض واقتراض الأوراق المالية لأول مرة في نهاية سنة 1995، ولكن علفت في أعقاب أزمة 1997، وأجريت عليها بعد ذلك دراسات مكثفة وقررت اللجنة الاستشارية جوازها في عام 2006 شرط الخضوع لقواعد الإقراض والاقتراض، ويلاحظ أنّ عملية البيع على المكشوف في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لا تختلف كثيرا عما هو معمول به في سوق الأوراق المالية التقليدية.

2-المشتقات المالية: هناك نوعين من العقود المستعملة المتوافقة مع الأحكام الشرعية الإسلامية من أصل تسعة عقود في سوق المشتقات المالية الماليزية وهما المستقبلات لزيت النخيل الخام التي أقر بجوازها في سنة 1997 وأيضا عقود الأسهم الواحدة التي أقرت شرعيتها في أبريل 2006 من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية، وكانت أهم حججها ما يلي:

- عقود المستقبلات على السلع والأسهم لا تتضمن عنصر الربا المحرم شرعا؛

- عقود المستقبلات على السلع ليست من بيع ما ليس عند المتعاملين لأن السلعة في الحقيقة موجودة في المخازن كما حددتها البورصة في ماليزيا إلى غير ذلك من الحجج.

¹ بوعبد الله علي، "تطور إصدار الصكوك المالية الإسلامية في بورصة ماليزيا"، الجزائر، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة مسيلة، العدد 14، 2015، ص ص: 20-22.

وتجدر الإشارة إلى أن عقود الخيار اعتبرت اللجنة الاستشارية الشرعية غير جائزة ولا يتم التعامل بها في سوق المشتقات المالية الإسلامية.

جدول رقم (04، 18): حجم المشتقات المالية الإسلامية المتداولة في السوق المالية الإسلامية الماليزية للفترة (2015-2018) ون (بليون رينغت ماليزي).

السنة	الشهر	حجم التداول (بليون)	الاهتمام الصريح
2015		13.83	230,376
2016		14.04	237,232
2017		13.65	294,856
2018	Jan 2018	1.17	293,764
	Feb 2018	0.86	261,572
	Mar 2018	1.21	283,201

Source: Securities Commission Malaysia, Derivatives Market Overall Statistics Annual Report, 2017.

زاد حجم المشتقات المالية الإسلامية المتعامل بها في السوق المالية الإسلامية الماليزية من سنة 2015 وصولاً للثلاثي الأول من سنة 2018 نتيجة زيادة التعامل بعقودها المختلفة التي ساهمت بجزء كبير في إدارة المخاطر والتحوط منها، وكانت السبب الرئيسي في التخفيف من وطأة الأزمة المالية لسنة 2008 على السوق المالية الماليزية، حيث سجلت سنة 2015 حجم تداول بمقدار 13.83 بليون رينغت ماليزي في حين سجلت سنة 2016 14.04 بليون رينغت ماليزي ومن المتوقع أن تسجل سنة 2018 أكبر حجم للتداول بالمشتقات المالية الإسلامية وذلك بالرجوع لمعطيات الثلاثي الأول لنفس السنة خاصة مع الإهتمام الصريح بهذا النوع من المنتجات.

3- المؤشرات الإسلامية: ويوجد نوعان من المؤشرات الإسلامية في سوق ماليزيا وهما:

– المؤشر الإسلامي لرشيد حسين المحدودة داو جونز: ورشيد حسين المحدودة هو أحد البنوك المشهورة في ماليزيا، وتم طرح هذا المؤشر في سنة 1996 وأصبح خاضعا لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية في 2005 ويقيس هذا المؤشر حركة الأسعار لجميع الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في اللوحة الرئيسية للبورصة، وتوجد في هذا المؤشر 25 شركة مدرجة فيه؛

– المؤشر الشرعي كوالالمبور: تم طرح هذا المؤشر في سنة 1999 لتلبية طلبات المستثمرين المحليين والأجانب الذين يريدون الاستثمار في الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وقد قررت بجواز تداول هذه المؤشرات لأن الأسهم المدرجة فيه ممثلة لشركات نشاطها جائز، وأيضا

لاعتبار أن المؤشر يعبر عن كمية معلومة وسعر محدد وبذلك ينفي عنصر الغرر والمقامرة وأيضا ترى اللجنة الشرعية بأن تداول هذه المؤشرات فيه مصلحة عامة لماليزيا، وأيضا نفس الشيء بالنسبة لتداول عقود المستقبلات للمؤشرات، ولكن كان قرار مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي مخالف لما سبق ذكره لاعتبار أن تداول المؤشرات نوع من المقامرة البحتة.

الفرع الثاني: الإطار القانوني والتنظيمي والضريبي للسوق المالية الإسلامية في ماليزيا.

يعتبر الإطار القانوني والتنظيمي والضريبي الركيزة الأساسية للسوق المالية الإسلامية، فشمولية ووضوح هذا الإطار من الأمور الضرورية لتشجيع تطور السوق المالية الإسلامية بشكل منظم، بما أنه يوفر الأساس السليم والباعث على تنمية المنتجات والخدمات ويضمن وجود نظام إشراف فعال يزيد ثقة المستثمرين ويشجع على زيادة المشاركين في السوق، بالنسبة للإطار القانوني فقد نتج عن غياب نظام إسلامي شامل لفترة طويلة من الزمن، غياب البنية التحتية القانونية التي بإمكانها دعم استخدام المعاملات المالية الإسلامية في الزمن الراهن، فالتطبيق الناجح للشرعية الإسلامية في المعاملات المالية المعاصرة يتطلب توفير البنية التحتية القانونية الداعمة وبما أن أغلب الدول المسلمة تبنت سواءً الإطار القانوني العام أو القانون المدني، فإن أنظمتها القانونية لا تحتوي على قوانين وتشريعات تعالج الخصائص الفريدة للمنتجات المالية الإسلامية، وهو ما يدعو إلى سن قوانين وتشريعات خاصة يمكنها دعم وترقية صناعة الخدمات المالية الإسلامية، وتجدر الإشارة إلى ضرورة تجنب سن قوانين في شكل عبارات وبنود عامة تتقصها تفاصيل مختلف أنماط التمويل الإسلامي وإغفال على سبيل المثال: معالجة منع تداول الأصول الحقيقية، وحياسة حصص الملكية، وغياب إجراءات تعالج ازدواجية الضرائب في المعاملات المالية الإسلامية، أما محاولة سد النقائص من خلال الضوابط التنظيمية فلن يعترف بها داخل المحاكم القانونية وبالتالي هناك حاجة لسن قوانين مفصلة، تشمل المبادئ الإسلامية للمعاملات المالية والإجراءات الإدارية للقيام بهذه الأنشطة، وينبغي أن تركز منتجات السوق المالية الإسلامية على وثائق قانونية سليمة تحدد حقوق وواجبات جميع الأطراف، والنظام الذي بداخله مثل هذه الحقوق والواجبات يتم مراعاتها بشكل قانوني كذلك غياب المحاكم الإسلامية في أغلب الدول المسلمة جعل العقود الإسلامية غير ملزمة قانونيا ما يزيد من المخاطر القانونية لهذه العقود، ومن غير المتوقع تغيير النظام القضائي بأكمله إلا أنه يمكن تأسيس محكمة إسلامية خاصة قادرة على فهم العقود المالية الإسلامية والزام تنفيذها وإنشاء مراكز تحكيم لتسوية النزاعات المتعلقة بالمصرفية والمالية الإسلامية، من ناحية أخرى يقوم الإطار التنظيمي لمنتجات وخدمات السوق المالية الإسلامية على مقاربة تهدف إلى تحقيق الإفصاح والشفافية نظرا لكون الإفصاح والشفافية يوفران جوا من الثقة بين المتعاملين، وهما مطلبان شرعيان مستمدان من شروط العقود المالية فلا تصح العقود إلا بانقضاء الجهالة، وشرطا الإفصاح والشفافية كفيلا بنفي الجهالة عن السوق المالية الإسلامية وحتى تكون منتجات وخدمات السوق المالية الإسلامية مقبولة من طرف جميع المستثمرين

والمصدرين، فمن الضروري أن تتطابق مع المبادئ المقبولة عالمياً لتنظيم الأسواق المالية أي: ينبغي عليها توفير نفس مستوى الحماية للمستثمرين وتعرض داخل أسواق عادلة، وكفؤة، وشفافة، فقد نصت أهداف ضبط الأسواق المالية للمنظمة الدولية لهيئات الأسواق المالية (IOSCO) على حماية المستثمر والشفافية والإفصاح وتجنب المخاطر النظامية، وضمن تقرير أعده فريق العمل حول السوق المالية الإسلامية التابع للمنظمة الدولية لهيئات الأسواق المالية (IOSCO Task Force on ICM) في يوليو 2004 حول وضعية التنمية والتنظيم في السوق المالية الإسلامية عبر العالم خلص فيه إلى أن: السوق المالية الإسلامية تمثل جزءاً هاماً من أسواق الأوراق المالية ككل، ومبادئ وأطر ضبط الأوراق المالية التقليدية تطبق -بالمثل- على السوق المالية الإسلامية، بالإضافة إلى عمليات المطابقة الشرعية وبعدها في سبتمبر 2008 تم نشر تقرير لاحق بعنوان: "تقرير المالية الإسلامية للمنظمة الدولية لهيئات الأسواق المالية -تحليل مدى تطبيق مبادئ وأهداف تنظيم الأوراق المالية للمنظمة الدولية على منتجات الأوراق المالية الإسلامية" لتقييم مدى ملاءمة المبادئ الجوهرية للمنظمة الدولية لمنتجات وممارسات المالية الإسلامية، ولم يكشف التقرير في تحليله عن أية مشاكل بالنسبة لانسجام المبادئ الجوهرية للمنظمة الدولية لهيئات الأسواق المالية مع سوق الأوراق المالية الإسلامية والنتائج في المجمل متوافقة بشكل عام مع نتائج تقرير المنظمة الدولية لهيئات الأسواق المالية لسنة 2004م من حيث عدم وجود حاجة لتصميم مبادئ تنظيمية منفصلة، بما أن مبادئ وأهداف المنظمة الدولية لضبط الأوراق المالية، يمكن تطبيقها على السوق المالية الإسلامية، أما بالنسبة للإطار الضريبي فإن الأوراق المالية الإسلامية تحتاج لنظام ضريبي شامل يعالج المسائل المتعلقة بحيادية الضرائب إلى جانب حوافز ضريبية ملائمة تسرع من وتيرة تطورها وتشجع على الابتكار وتطوير منتجات جديدة¹.

الفرع الثالث: الهيئات والمراكز المنشأة في ماليزيا لتسهيل إنشاء السوق المالية الإسلامية.

التزمت الحكومة الماليزية بالأسلوب الإسلامي السليم في ممارسة مختلف الأنشطة الاقتصادية وتوجيه الموارد، ويذكر الأستاذ مصطفى الدسوقي الخبير الاقتصادي بمركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي بجامعة الأزهر عن تجربة التنمية في ماليزيا ومدى ارتباطها بالإسلام، أن فكر رئيس الوزراء الماليزي قائم على أن النظام الإسلامي لا يوجد به نموذج للتنمية ولكن توجد بالإسلام مجموعة من القيم والأخلاق يستفاد منها في ترشيد النظام الرأسمالي، مثل حث المسلمين على العمل والإتقان والمساواة والعدل والتكافل الاجتماعي وقد تفردت ماليزيا في بعض التطبيقات الإسلامية في المجال الاقتصادي من وجود شركات للتأمين تعمل وفق المنهج الإسلامي، ووجود بعض الآليات في سوق المال تعمل وفق المنهج الإسلامي وأيضاً وجود جامعة إسلامية متطورة في ماليزيا تتفاعل مع متطلبات العصر وتخدم

¹ زويبر بولجال، "تعزيز البنية التحتية للسوق المالية الإسلامية-ماليزيا نموذجاً"، الدوحة، قطر، مجلة بيت المشورة للاستشارات المالية، العدد 05، أكتوبر 2016، ص ص: 80-82.

قضايا التنمية¹، وماليزيا لم تدخر جهدا في سبيل إنشاء وتطوير البورصات التي ترعى عمل كل من الأسهم والسندات، فرتيس الوزراء الماليزي يسعى لإنشاء بورصة عالية المستوى في جزيرة لوبوان الماليزية كما تسعى ماليزيا إلى جذب الاستثمار الأجنبي في مجال الأسهم والسندات، وأن تكون المركز الإقليمي في هذا المجال، وذلك بغية تدعيم نشاطها الاقتصادي ورفع المستوى المعيشي للفرد الماليزي إلى أكبر حد ممكن كما تسعى لأن تثبت أن مبادئ الاقتصاد الإسلامي ليست عائقا في سبيل النمو الاقتصادي وتسهل لإثبات ذلك عمليا من خلال نجاحها في التطبيق الفعلي، وبطبيعة الحال فإن النظام الإسلامي ذاته ليس فيه ما يعترض توجهات ماليزيا في هذا المجال ما دامت تستخدم الوسائل المشروعة للوصول إلى أهدافها².

كما اهتمت دولة ماليزيا بإنشاء بنى تحتية متكاملة للصناعة المالية الإسلامية أين تم تأسيس العديد من المؤسسات والهيئات المنظمة والمسيرة لإنشاء السوق المالية الإسلامية، بهدف إنعاش الصناعة المصرفية والمالية الإسلامية ومساعدة المؤسسات المالية الإسلامية على التطور والازدهار وتأدية كل أدوارها على أكمل وجه، ومن هذه الهيئات³:

– المركز الدولي لتعليم التمويل الإسلامي؛

– الأكاديمية الشرعية الدولية للبحوث في مجال التمويل الإسلامي؛

– المركز الماليزي المالي الإسلامي الدولي؛

– الجامعة الإسلامية الدولية بماليزيا؛

– مجلس الخدمات المالية الإسلامية.

المطلب الرابع: دور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطوير سوق رأس المال الماليزي والإطار التنظيمي له.

تعد هيئة الأوراق المالية من أهم مكونات أي سوق مالية وفي هذا الجزء من الدراسة سنتطرق لأهمية هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطوير سوق رأس المال الماليزي.

الفرع الأول: دور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطوير سوق رأس المال الماليزي.

هيئة الأوراق المالية هي سلطة تنظيم وتطوير السوق المالية بماليزيا، وتتمثل المهام الرئيسة للهيئة في: الحفاظ على عدالة وكفاءة، سلامة وشفافية أسواق الأوراق المالية والمشتقات وترقيتها وتيسير تطورها بشكل متناسق يرفع قدرات الابتكار والمنافسة، ولدى الهيئة العديد من الوظائف التنظيمية القائمة على أساس مسؤوليتها في حماية المستثمر وضبط نشاطات مؤسسات السوق والإشراف عليها، وتشجيع ترقية

¹ اسماعيل محمد صادق، "التجربة الماليزية...مهاثير محمد...والصحة الاقتصادية"، القاهرة، العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2014، ص ص: 63.62.

² زاويد لزهاري، بن شاعة وليد، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في التنمية المحلية التجربة الماليزية نموذجا، مرجع سابق، ص: 30.

³ فضيلة بارش، جهود الدولة الماليزية في تفعيل النشاط المصرفي والمالي الإسلامي، مرجع سابق، ص ص: 5.4.

سوق الأوراق المالية التقليدية والإسلامية وسوق المستقبلات¹، ساهمت هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطوير سوق رأس المال الماليزي بعد 1990م وفق استراتيجيات واضحة ومحددة ومن الاستراتيجيات التي انتهجتها الهيئة في ماليزيا²:

1- توفير كافة التسهيلات في مجال البحث والدراسة والمناقشة والحوار وكل ما من شأنه تطوير سوق رأس المال الماليزي،

2- اللجنة الشرعية تقوم بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي على عمل الدراسات والمناقشات والحوارات الدورية بينهم وبين متعلمي السوق، وهذا جعل ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي من خلال:

- توفير المنتجات والخدمات التنافسية ذات الصلة بسوق رأس المال الإسلامي بشكل مستمر؛
- التأكد من أن ماليزيا توفر اطارا تنظيمية وضريبية ومحاسبية ملائمة وشاملة لسوق رأس المال الإسلامي (تم تعيين هيئة الأوراق المالية الماليزية رئيسا للجنة التنفيذية في المنظمة الدولية لهيئة الأوراق المالية IOSCO international commission organization of securities واعتراف سوق داو جونز الإسلامي DJIM بسوق رأس المال الإسلامي الماليزي واعتبره نموذجا عالميا في القطاع المالي الإسلامي)؛

- توفير البنية التنظيمية والقانونية والرقابية لحماية المتعاملين في سوق رأس المال الماليزي حيث اصدرت الهيئة التعليمات والتشريعات اللازمة، وتحرص على تقديم توجيهات وارشادات لكافة المتعاملين لحماية حقوقهم، ومن اصدارات الهيئة في هذا المجال:

• التعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية في جويلية 2004م، وهي تعليمات لتوجيه المتعاملين في هذا السوق حول الاجراءات المتعلقة بإصدارات الصكوك في ماليزيا وضرورة توفير معلومات عن التشريعات والقوانين، تم الموافقة على 76% من إجمالي السندات في 2007، 54% منها شرعية، وقد تم حصر اجراءات الموافقة على الصكوك من طرف لجنة مراقبة عمليات البورصة.

ولقد طرحت الهيئة خطة رئيسية تضمنت تمييز سوق الأوراق المالية الإسلامية على أنها أحد المجالات المتخصصة، ولتحقيق ذلك تم الاعتماد على الآتي:

¹ زوبير بولجال، مرجع سبق ذكره، ص: 85.

² التجربة الماليزية في اصدار الصكوك الإسلامية، المؤتمر الدولي، منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، أيام 5-6 ماي 2014م، جامعة سطيف، الجزائر، ص: 13.14.

أولاً-تسهيل التطور لمجموعة واسعة من منتجات وخدمات تنافسية مرتبطة بسوق الأوراق المالية الإسلامية:

من أجل توفير سبيل فعال لمنتجات السوق المالية التقليدية فإن سوق الأوراق المالية الإسلامية يحتاج إلى تطوير مجموعة متنوعة من صكوك الأوراق المالية الإسلامية، لتلبية احتياجات الاستثمار الأساسية وزيادة رأس المال واحتياجات إدارة المخاطر للسوق، وفي هذه الحالة استخدمت هيئة الأوراق المالية طريقتين:

1. تحديد الصكوك والأدوات الموجودة في سوق الأوراق المالية التقليدية والمقبولة من الناحية الشرعية، مع أنّ هذه الصكوك قد نشأت في سوق الأوراق المالية التقليدية إلا أنه يمكن اعتمادها بعد حذف العناصر المتعارضة والمتناقضة من دون التأثير على فائدة الصكوك ومنفعتيها؛

2. إنشاء المنتج على أساس مختلف المفاهيم الإسلامية مثل: الإجارة، الاستصناع، المضاربة المرابحة، القرض الحسن، والمشاركة.

ثانياً-إنشاء سوق كفاً لفعالية تعبئة وتحريك رؤوس الأموال الإسلامية:

يجب على سوق الأوراق المالية الإسلامية الكفاء أن يكون ذو فعالية كافية لتلبية احتياجات الصيرفة الإسلامية المحلية والتكافل، إضافة إلى إدارة الاستثمار بقنوات استثمارية تنافسية لتسهيل تعبئة وتحريك ذو كفاءة لهذه الأموال، لذلك فهناك حاجة للتدابير التالية:

1. تعزيز اتفاقية تحرير القيود على إدارة رؤوس الأموال من طرف المؤسسات الإسلامية للسماح

بتنوع أكثر في المخاطر وعائدات أكثر تنافسية بما يتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية؛

2. تحديد وتطوير قنوات جديدة وصكوك حديثة، والتي يمكن أن تستثمر فيها، وأن تحرك بواسطتها الممتلكات والموجودات الإسلامية بفعالية.

ثالثاً-ضمان وجود محاسبة وإطار تنظيمي بصفة مناسبة وشاملة:

ولتحقيق ذلك يجب أن يكون هناك:

1. مجلس استشاري للشريعة لتقديم المشورة حول المسائل المتعلقة بقضايا رؤوس الأموال

الصيرفة والتكافل؛

2. تعزيز الإطار المحاسبي المرتبط بالمنتجات والخدمات المالية الإسلامية؛

3. مراجعات تنظيمية لتعزيز المعالجة القانونية والضريبية المناسبة للصفقات المالية الإسلامية.

رابعاً-تعزيز وزيادة قيمة الإشراف والتقدير لسوق الأوراق المالية الإسلامية دولياً:

إنّ تعزيز قدرة السوق لاستقطاب الأموال الدولية في السوق المحلية للمنتجات الإسلامية تستلزم

الجهود الآتية:

1. زيادة الوعي بسوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية على المستويات المحلية والدولية؛

2. تسهيل العلاقات التآزرية مع أسواق إسلامية لتوسيع وتقوية قنوات التوزيع وتعزيز النطاق لمساعي تعاونية مفيدة ومتبادلة.

خامسا- توفير البنية التنظيمية والقانونية والرقابية لحماية المتعاملين في سوق الأوراق المالية الإسلامية:

حيث أصدرت الهيئة التعليمات والتشريعات اللازمة، وتحرص على تقديم توجيهات وإرشادات لكافة المتعاملين لحماية حقوقهم، ومن إصدارات الهيئة في هذا المجال ما يلي:

1. التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار: أصدرت الهيئة التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار في عام 2002، والتي تقضي بضرورة تقديم المعلومات والإجراءات المعنية، وبالذات التعليمات المتعلقة بحماية حقوق المستثمرين، منها:

- البند رقم 18: المتطلب الإضافي لنظام إدارة الصندوق، والذي ينص على أن تلتزم بمبادئ الشريعة الإسلامية المعنية فيه، وقد تم تطبيق هذا البند في جانفي 2003؛
- البند رقم 19: تقوم إدارة الصندوق، فيما يتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية بإجراءات التسجيل وتعين المستشارين الشرعيين للمناقشة والمراجعة المتعلقة بالمعاملات فيها، وقد تم تطبيق هذا البند في جويلية 2002؛

2. التعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية: أصدرت الهيئة التعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية في جويلية 2004، وتتضمن هذه التعليمات الإجراءات المتعلقة بإصدارات الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية لتوجيه المتعاملين في هذه السوق، وتوفير معلومات عن التشريعات والقوانين المتعلقة بها، بالإضافة إلى تعيين المستشار الشرعي المستقل، وبيان دوره في مجال الصكوك الإسلامية.

3. التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار العقاري الإسلامي: تم إصدار تعليمات تتعلق بالاستثمار في العقارات وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية، في 21 نوفمبر 2005، حيث تساهم هذه التعليمات في تسهيل التطور الإضافي في منتجات سوق الأوراق المالية الإسلامية لتصبح ماليزيا الدولة الرائدة في قطاع التمويل الإسلامي الدولي، ونموذجا لتطور الاستثمار العقاري الإسلامي على المستوى الدولي وفتح المجال للمستثمرين الدوليين الراغبين في الاستثمار في ماليزيا، حيث يمكن أن يستثمروا في مجال العقارات في ماليزيا بدون الحاجة للملكية المباشرة لتلك العقارات، وتم صياغة هذه التعليمات وفقا للمعايير الشرعية لتوجيه الشركات الإدارية في أنشطتها المتعلقة بالاستثمار العقاري الإسلامي¹.

¹ يمينة ختروسي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 279-282.

الفرع الثاني: الإطار التنظيمي للسوق المالية الإسلامية الماليزية.

لقد اتخذت الحكومة الماليزية من أجل تنظيم سوقها المالية الإسلامية عدة إجراءات جوهرية أهمها¹:

1. اعلان البنك المركزي الماليزي في 9 فبراير 2006 عن أداة نقدية اسلامية جديدة، ما يعرف بصكوك الإجارة، وهو يسعى من خلالها إلى إدارة السيولة في السوق حيث بلغت القيمة الأولى للصكوك في بداية الاصدار 400 مليون رانجيت؛
2. الاستفادة من مزايا التقدم في مجال تكنولوجيا المعلومات والاتصالات لما له من تأثير كبير على العمليات المالية الإسلامية، فقد وضع بنك ماليزيا موقع على شبكة الانترنت لتوطيد الصلة بين المصارف وسوق المال الإسلامي، باعتبارها مبادرة لنشر المعلومات بصورة أكثر كفاءة ولتسهيل قرارات الاستثمار وتعزيز الثقة بين المستثمرين والمصارف الإسلامية؛
3. قامت ماليزيا في وقت سابق بإطلاق أيضا أول المشتقات العالمية الإسلامية الرئيسية من خلال اتفاق (IDMA) في عام 2007 لتطوير أدوات التحوط للأسواق المالية الإسلامية لإدارة المخاطر الناتجة عن الاستثمار، وأعقب هذا اتفاق ماستر المربحة (IMMA) الذي تم التوقيع عليه في أغسطس 2009 من قبل البنوك الإسلامية الماليزية، والذي يهدف إلى التسهيل الفعال للمخاطر وإدارة السيولة من خلال العمل بالودائع المتوافقة مع الشريعة الإسلامية باستخدام المربحة.

¹ لشهب الصادق، بوريش أحمد، مرجع سبق ذكره، ص ص: 94.93.

المبحث الثالث: منتجات الهندسة المالية الإسلامية وتطبيقاتها في السوق المالية الإسلامية الماليزية.
يتم تداول العديد من منتجات الهندسة المالية الإسلامية في السوق المالية الإسلامية أهمها الصكوك الإسلامية وصناديق الاستثمار الإسلامية والمشتقات المالية الإسلامية ورأس المال المخاطر الإسلامي.

المطلب الأول: تنوع وتطوير المنتجات المصرفية الإسلامية.

تنوع المنتجات المشروعة في السوق المالية الإسلامية ساهم في دعمها وتطويرها خلال السنوات القليلة الماضية.

الفرع الأول: تنوع المنتجات المالية الإسلامية.

عموما تم تشكيل المنتجات المصرفية الإسلامية باستخدام مبدأ معاملات مثل: المرابحة الاستصناع الإجارة، المضاربة، المشاركة، الوكالة، الكفالة وغيرها إذ أن البنوك الإسلامية في ماليزيا تقدم اليوم أكثر من 50 منتج وخدمة، التي تطورت طيلة أربعة فترات أساسية:

1- المرحلة الأولى 1983: حيث كانت المنتجات الأولية هي: وديعة حساب التوفير، وديعة الحساب الجاري، المضاربة حساب الاستثمار والبيع بالتعجيل لتمويل الإسكان؛

2- المرحلة الثانية 1993: تم اضافة منتجات جديدة مثل: المرابحة، تمويل رأس المال العامل بين البنوك الإسلامية، سوق المال وتوريق الأصول؛

3- المرحلة الثالثة 1999: تم إدخال منتجات جديدة كبطاقات الائتمان الإسلامية والتمويل الإسلامي والإجارة الثابتة التمويل؛

4- المرحلة الرابعة-الحالية-: وفيها تم بداية العمل بالمشاركة والمشاركة المتناقصة التمويل، التمويل عن طريق المضاربة والمشتقات والمنتجات المركبة والتحوط وجميع المنتجات الأخرى التي تم ادخالها حديثا.
الفرع الثاني: عملية تطوير المنتجات.

إن من أهم الأهداف لأي مؤسسة مالية إسلامية تقديم منتجات متوافقة مع الشريعة في السوق لتلبية احتياجات المتعاملين، وفي هذا الصدد فإنه يجب على المؤسسة المالية التأكد من أن عملية تطوير المنتج عملية شاملة وقوية وذلك للتقليل من احتمال بطلان المنتج لأسباب شرعية، وبشكل عام قد تحدث حالات من عدم الالتزام بالشريعة أثناء تطوير المنتجات وهذا قد ينشأ من سوء هيكله المنتج أو نقص البحوث الداخلية لفهم المفاهيم الشرعية المناسبة واستيعابها، أو من إساءة عرض المنتج في مرحلة الإصدار أو التسويق.

يجب على المؤسسة الإقرار بأن عملية إدارة مؤسسة مالية على أساس شرعي هي عملية مستمرة وتتطلب من المؤسسة أن تكون لديها تدابير وضوابط كافية، ومن ذلك وجود أدوات لتقليل المخاطر بإمكانها معالجة حالات الإخلال بالشريعة أو التقليل منها لذا يُتوقع من المؤسسة أن تحيل كل القضايا الشرعية المتعلقة بعملية تصميم المنتج وتطويره من البداية إلى النهاية إلى الهيئة الشرعية، ويجب أن يتم

اتخاذ القرار بشكل شامل وذلك من أجل أن تكون المداولات التي تقوم بها الهيئة فعالة، وهذا يشمل شرح عملية التطوير، والمستندات المستخدمة والمعلومات الأخرى الضرورية.

كما يجب أن تتم المصادقة على جميع المنتجات الجديدة من قبل الهيئة الشرعية كما يجب أن تكون تلك المنتجات مدعومة بالمصادر والأدلة والتعليقات الفقهية ذات العلاقة، كما يجب أن تكون هناك عملية مداولات دقيقة داخل الهيئة الشرعية، وكذلك تدقيق مفصل في العقود والمستندات الأخرى التي لها صلة بالمنتجات أو المعاملات، فعملية تطوير المنتج تشمل المصادقة على المنتج في مرحلتين:

1-مرحلة ما قبل المنتج : وهي عملية هيكلة المنتج وتطويره قبل تقديمه في السوق؛

2-المرحلة الثانية مرحلة ما بعد المنتج: وهي العملية التي يكون المنتج فيها قد تم عرضه على العملاء وتم تنفيذ جميع المعاملات المتعلقة به؛

- المصادقة على المنتج، مرحلة ما قبل المنتج تشمل:

- عملية المصادقة في هذه المرحلة على إصدار القرارات الشرعية، وعملية هيكلة المنتج أو تصميمه المدعومة ببحث شرعي شامل وتدقيق في العقود والاتفاقيات، وكذلك التأكد من موافقة المنتج للشرعية قبل عرضه على المستثمرين؛
- يجب أن يتم إصدار القرارات الشرعية في شكل رسمي شفاف، ويجب أن تكون القرارات موثقة توثيقاً جيداً ومصدقة من قبل مجلس الإدارة والهيئة الشرعية¹.

المطلب الثاني: دور المنتجات والخدمات المالية الإسلامية في تنمية السوق المالية الإسلامية.

تعتبر المنتجات والخدمات عاملاً هاماً في تنمية السوق المالية الإسلامية، وبشكل عام تم استخدام مقاربتين لتنمية منتجات وخدمات المالية الإسلامية تعتمد المقاربة الأولى على تكييف المنتجات والخدمات التقليدية المقبولة عموماً من وجهة نظر إسلامية، وتعديلها من خلال نزع العناصر المحرمة وجعلها مطابقة لمبادئ الشريعة، وتعتمد المقاربة الثانية على استخدام مبادئ الشريعة المختلفة، لخلق وابتكار منتجات وخدمات جديدة، ومن المتوقع أن يؤدي وضوح الاختلاف بين منتجات السوق المالية الإسلامية والتقليدية إلى زيادة الطلب على المنتجات الإسلامية، فضلاً عن جذب فئات جديدة من المستثمرين وتتطلب الجهود المبذولة لخلق منتجات مبتكرة جهوداً أخرى مشابهة، لتوعية المشاركين في السوق وحثهم على التعامل بالمنتجات المبتكرة، بما أن هذه المنتجات ستكون جديدة بالنسبة لهم كذلك ينبغي على المستثمرين وضع توقعات معقولة بالنسبة لوقت ومقدار العائد، عند الاستثمار في المنتجات الجديدة وعند تصميم منتجات وخدمات السوق المالية الإسلامية ينبغي الأخذ بعين الاعتبار العوامل التالية التوافق مع الشريعة، ورواج المنتجات في السوق، وشبكة توزيع مناسبة².

¹ سعيد بوهرارة، حليلة بوكروشة، "حوكمة المؤسسات المالية الإسلامية تجربة البنك المركزي الماليزي"، الجزائر، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، جامعة ورقلة، العدد 2، جوان 2015، ص: 119.118.

² زويير بولبال، مرجع سبق ذكره، ص: 84.

ومن خلال الجدول التالي سنقدم لمحة عامة عن المنهجية المنقحة للفحص الشرعي التي تم اعتمادها من قبل المجلس الاستشاري الشرعي (SAC) من هيئة الأوراق المالية الماليزية: الجدول رقم (04، 19): يوضح منهجية الفحص الشرعي.

1995	قدمت SAC 4 معايير الفرز القائم على النشاط.
1997	أعلنت لجنة الأوراق المالية عن القائمة الرسمية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية/الأوراق المالية المدرجة في بورصة ماليزيا
1998	قائمة الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية تعلن مرتين سنويا
1999	أطلقت بورصة ماليزيا مؤشر كوالالمبور للشريعة الإسلامية
2000	تم تبسيط الإعلان إلى أبريل وأكتوبر
2004	<ul style="list-style-type: none"> كشفت اللجنة العليا عن المعايير المطبقة في فحص الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية؛ مراجعة متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في مرحلة ما قبل الاكتتاب التي تقوم بها SAC بناء على طلب الجهة المصدرة (طوعا).
2007	<ul style="list-style-type: none"> تم تغيير الإعلان إلى ماي ونوفمبر؛ أطلقت بورصة ماليزيا و FTSE مؤشرين شرعيين.

Source :Revised Shariah Screening Methodology , -Dialogue Session with Public Listed CompaniesSuruhanjaya Sekuriti Securities Commission Malaysia, 20-21 February ,2013 ,P:3.

وحتى يتجاوب القطاع المصرفي الإسلامي في ماليزيا مع التطور الحاصل في اقتصاد البلاد، كان عليه أن يوفر منتجات جديدة مبتكرة ليظل قادرا على المنافسة، وليحقق مزيدا من المرونة في هذه الصناعة، وفي هذا الإطار جاءت فلسفة البنك المركزي الماليزي فيما يختص بالمنتجات المصرفية من مبدأ أن كل ما هو غير محرم فهو مسموح به، ولقد انتقلت المصارف الإسلامية في ماليزيا من مرحلة رفع أنواع منتجاتها للتصديق عليها من قبل البنك المركزي الماليزي إلى مرحلة الإخطار للبنك المركزي الماليزي فقط، ولكن لا يتم العمل بالمنتج الجديد إلا إذا تم هذا الإخطار خلال فترة محددة مع تضمين المفاهيم الشرعية التي تحكم العمل بالمنتج ومصادقة اللجنة الشرعية بالمصرف الإسلامي، وفي المبادئ التوجيهية للبنك المركزي الماليزي عام 2007م بشأن المنتجات الجديدة، عرف المنتج الجديد بأنه المنتج الذي يتم عرضه لأول مرة من قبل مؤسسة مالية في ماليزيا أو مزيج أو تغيير في منتجات موجودة والذي ينتج عنه تغيير جوهري في مخاطر المنتجات القائمة، وهو تعريف من شأنه مساعدة المؤسسات المالية في تحديد المنتج الجديد المزمع تقديمه للجمهور عن طريق تحديد ما إذا كان الاختلاف في المنتج الحالي يشكل تغيير جوهري، كما يجب أن يكون أساس تحديد المخاطر موثقة ومتاحة بسهولة للمراجعة، ورغم ذلك يشير البنك المركزي الماليزي أن المنتج الجديد يجب أن يحتوي أيضا عنصر الحماية للمستهلك

للتأكد من أن الخطر مدار بشكل صحيح من أجل العدالة للجميع، وهذا يتماشى مع التعاليم الإسلامية حيث أن المؤسسات المالية الإسلامية ينبغي أن تبنى على أساس مجتمعي وعلى المبادئ الدينية التي يمكن أن تساعد المؤسسات في إدخال المنتجات المصممة ويستند السعر على مبدأ المساواة المجتمعية¹. وكجزء من الابتكار المستمر في منتجات التمويل الإسلامي أطلقت ماليزيا مؤخرا منصة حساب الاستثمار IAP الذي من المتوقع أن يصبح قناة متعددة العملات لربط الاقتصادات الإقليمية والعالمية عبر الحدود، ولقد تم تطوير المنصة من قبل وحدة مملوكة لشركة Raed وهي منصة حساب استثمار متكاملة تضم العديد من مؤسسات التمويل الإسلامية على غرار العديد من منصات التكنولوجيا المالية مثل التمويل الجماعي ومنصات الإقراض، تسهل منصة حساب الاستثمار IAP الاستثمار المباشر من قبل المستثمرين في مشاريع قابلة للحياة من اختيارهم، إلا أن عامل التمييز الرئيسي لمنصة حساب الاستثمار IAP هو تلك الأدوار التي تقوم بها مؤسسات التمويل الإسلامية، وتوفر منصة حساب الاستثمار للمستثمرين إمكانية الوصول المباشر إلى مجموعة واسعة من الفرص الاستثمارية، والشركات، بالإضافة إلى البنوك الإسلامية مع وجود مصادر جديدة للتمويل.

وبغض النظر عن ما ذكر سابقا، فإنّ المنصة الرقمية المطروحة على شبكة الإنترنت نجحت في توفير وتيسير تداول مربحة السلع المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في السوق الماليزية، ولقد أحرزت بورصة ماليزيا مؤخرا على جائزة أفضل وسيط للعمليات الإسلامية، قدمت الجائزة من قبل أخبار التمويل الإسلامي IFN وذلك لمنصتها في بورصة سوق السلع الموجودة على الإنترنت في استطلاع أخبار التمويل الإسلامي السنوي لمقدمي الخدمات، هذا وقد شهدت المنصة على الإنترنت (أونلاين) نموًا سنويًا وقدره 178 في المائة، وذلك من سنة 2009 إلى سنة 2014، ويعود هذا النمو إلى زيادة القبول والطلب العالمية وخاصة من دول الشرق الأوسط ومنطقة آسيا للمنتجات والخدمات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، مؤكدة قدرتها على توفير الاحتياجات المتزايدة للتمويل الإسلامي على مستوى العالم².

ولزيادة تعزيز عروض منتجات البورصة للمستثمرين، واستجابة لمبادرة مركز ماليزيا المالي الدولي الإسلامي، أنشأت بورصة ماليزيا قسما للأسواق الإسلامية مكرسا لتطوير منتجات أسواق رأس المال المتوافقة مع الشريعة الإسلامية ومنصات التداول، الأسواق الإسلامية في ماليزيا تقدم مجموعة واسعة من المنتجات والخدمات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وتتمثل المنتجات والخدمات الإسلامية في³:

¹ ابتسام ساعد، مرجع سبق ذكره، ص: 199.

² الابتكار والتكنولوجيا في التمويل الإسلامي، "Malaysia Worlds Islamic Finance Market Place"، بنك نيجارا ماليزيا، 2016،

ص ص: 3.2.

³ Islamic Markets brochure, "Bursa Malaysia Islamic Markets", P: 06.

الفرع الأول: بورصة سوق السلع.

وهي منصة تداول سلعية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية لتسهيل التمويل الإسلامي والاستثمار تقع في بورصة بورسا للخدمات الإسلامية (BMIS) Bhd ماليزيا، مصممة كمنصة متعددة العملات ومتعددة السلع التجارة الإلكترونية بالكامل على شبكة الإنترنت تشتمل على ميزات أمنية متعددة يمكن الوصول إليها في جميع أنحاء العالم، منظم وفقا للمعايير الشرعية المقبولة دوليا ويشمل المشاركون المؤسسات المالية الإسلامية والمؤسسات المالية التقليدية التي تقدم الخدمات المالية الإسلامية وموردي السلع الأساسية، ومبدأ تطوير بورصة سوق السلع هو توفير منصة متكاملة متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، من خلال تجارة السلع للمؤسسات المالية باستخدام مختلف العقود الشرعية للمرابحة بيع وشراء السلع التي بموجبها يجب أن يتم تحديد السعر والتكاليف الأخرى وهامش الربح بوضوح في وقت اتفاقية البيع المنفق عليها من قبل الطرفين، والتورق بيع أصل إلى مشتر على أساس الدفع المؤجل الذي يقوم ببيع الأصل إلى طرف ثالث نقدا بسعر أقل من السعر المؤجل، وتم تطويرها لاستيعاب الهياكل المالية الإسلامية مثل التمويل والإيداع وصكوك إصدار وتسهيل إدارة السيولة للمؤسسات المالية الإسلامية، وهو يكرر سوقا فعليا حيث تكون السلع أو السلع الموردة قابلة للتسليم.

وقد تلقت بورصة سوق السلع عدة اعترافات منذ تأسيسها في عام 2009، وتسلط هذه الاعترافات الضوء على التزام شركة BSAS بتحسين خدماتها باستمرار لتلبية احتياجات المؤسسات المالية الإسلامية ولقد تلقت العديد من الجوائز منها "معظم منتجات التمويل الإسلامي المتميز" من قبل كوالالمبور منتدى التمويل الإسلامي جوائز التمويل الإسلامي 2009، "ماركيت إنوفاتيون" من جوائز أسيت تريبل A لعام 2010، "جائزة الإبداع الإسلامي 2010" من قبل وزارة العلوم والتكنولوجيا والابتكار لتكون أول منصة تجارية متوافقة مع الشريعة الإسلامية لتسهيل التمويل الإسلامي في جميع أنحاء العالم.

الفرع الثاني: الأسهم المدرجة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

يتم فحص الأسهم المدرجة من قبل المجلس الاستشاري الشرعي للجنة الأوراق المالية في ماليزيا (سك) استنادا إلى مجموعة من المعايير التي تحددها اللجنة الاستشارية، كما في 31 ديسمبر 2010 88% من الأوراق المالية المدرجة في بورصة ماليزيا هي متوافقة مع الشريعة وتمثل نحو ثلثي القيمة السوقية ماليزيا.

وتخضع جميع الأسهم المدرجة للفحص من قبل (سك) عند نقلها علنا، وتراقب اللجنة (سك) باستمرار أنشطة جميع الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا لتحديد ما من منظور شرعي، كما يجوز للشركات طلب إجراء فحص مسبق للاكتتاب العام من قبل (سك) لتحديد ما إذا كانت أوراقها المالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

تطبق (سك) معيارا معياريا في التركيز على أنشطة الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا، يتم تصنيف الشركات المشاركة في الأنشطة الأساسية التالية على أنها غير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية:

1. الخدمات المالية على أساس الربا (الفائدة)؛
 2. القمار والألعاب؛
 3. تصنيع أو بيع المنتجات غير الحلال أو المنتجات ذات الصلة؛
 4. التأمين التقليدي؛
 5. الأنشطة الترفيهية غير المسموح بها وفقا للشريعة؛
 6. تصنيع أو بيع المنتجات القائمة على التبغ أو المنتجات ذات الصلة؛
 7. تداول الأوراق المالية أو تداول الأسهم في الأوراق المالية غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية؛
 8. أنشطة أخرى تعتبر غير مسموح بها وفقا للشريعة.
- تتضمن القواعد الجديدة لإدراج الأوراق المالية أو الصكوك الإسلامية المقومة بالريغنت الماليزي والعملات الأجنبية الصادرة عن الهيئات المحلية والدولية المدرجة وغير المدرجة في البورصة في ماليزيا على سبيل المثال لا الحصر:

- الأوراق التجارية؛
- الأوراق المالية المدعومة بالأصول؛
- أنواع أخرى من الأوراق المالية الإسلامية التي يمكن تحويلها إلى حقوق ملكية أم لا، وما إذا كانت قابلة للاسترداد أو غير ذلك؛
- أداة إسلامية قابلة للتداول تتضمن أداة إيداع إسلامية قابلة للتداول وشهادة دين إسلامي قابلة للتداول؛
- ومن شأن إدراج الصكوك أن يعزز الشفافية بالنسبة للمستثمرين ويقدم لمحة قيمة الفرص المتاحة لمصدري الصكوك¹.

الفرع الثالث: الصكوك الإسلامية وعلاقتها برسمة السوق المالية الإسلامية الماليزية.

يمكن للأوراق المالية أو الصكوك الإسلامية المقومة بالريغنت الماليزي والعملات الأجنبية الصادرة عن الهيئات المحلية والدولية المدرجة وغير المدرجة، أن تسعى إلى إدراجها في بورصة ماليزيا. ويقصد برسمة سوق الأوراق المالية إجمالي الأسهم المدرجة في السوق بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، ويشير هذا المؤشر إلى إجمالي قيمة الأوراق المالية المدرجة في السوق، ويقاس معدل الرسملة في السوق من خلال القيمة السوقية للأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية على الناتج المحلي الإجمالي ومن الناحية الاقتصادية فإن معدل الرسملة في السوق يرتبط ارتباطا وثيقا مع القدرة على تعبئة رؤوس

¹ Report, Bursa Malaysia Islamic Markets, p: 11.

الأموال وتنويع المخاطر، فكلما ارتفعت قيمة هذا المؤشر دل ذلك على كبر حجم السوق سواء من حيث زيادة عدد الأسهم وعدد الشركات المدرجة، أو ارتفاع الأسعار الذي يعكس اتساع حجم المعاملات المالية أو كليهما¹، والجدول التالي يوضح رسملة الصكوك الإسلامية من إجمالي السوق الماليزية. جدول رقم (04، 20): رسملة السوق الإسلامية في ماليزيا (2015-2016).

Shariah-Compliant Securities on Bursa Malaysia		
	2016	2015
Number of Shariah-compliant securities	671	667
Total listed securities	904	903
% to total listed securities	74.23%	73.86%
Market capitalisation (RM billion):		
Shariah-compliant securities	1,030.56	1,086.18
Total market capitalisation	1,667.37	1,694.78
% to total market capitalisation	61.81%	64.09%

Source: Securities Commission Malaysia, Annual Report, Shariah-Compliant Securities on Bursa Malaysia 2017.

يتضح من الجدول السابق أن منتجات الهندسة المالية الإسلامية والأوراق المالية الشرعية المتداولة في السوق المالية الإسلامية قد ساهمت بشكل كبير في زيادة رسملة السوق المالية الإسلامية وتنشيطها وذلك من خلال النسب التي وصلت لها رسملة السوق المالية الإسلامية حيث سجلت سنة 2015 نسبة 64.09% وسنة 2016 نسبة 61.81% على التوالي وهي نسب فاقت توقعات القائمين على السوق المالية الماليزية وذلك نتيجة الإقبال على الأدوات والأوراق المالية الشرعية المصدرة من قبل الحكومة والمؤسسات المالية المختصة.

¹ نوال سمرد، رفيق بشوندة، دور السوق المالي الإسلامي في معالجة السيولة النقدية-الصكوك الإسلامية نموذجا، المؤتمر الدولي الثاني للمالية والمصرفية الإسلامية، كلية الشريعة، الأردن، أيام 28-30 جويلية، 2015، ص: 17.

إنّ معظم الصكوك الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا قائمة على عقود المداينات مثل صكوك البيع بالثمن الآجل، صكوك المرابحة، وصكوك الإستصناع، وسيتم التطرق إلى طبيعة كل منها بالتفصيل كالآتي:

1- تعريف صكوك البيع بالثمن الآجل، صكوك المرابحة وآلية إصدارهما: تعرّف صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة من الناحية التطبيقية في ماليزيا، بأنّها: "الوثائق أو الشهادات الممثلة قيمة الأصول التي تصدرها الجهة المصدرة للجهات الأخرى، لإثبات المديونية فيها، وإصدارهما مبني على أساس البيع بالثمن الآجل أو المرابحة، ويكمن الاختلاف الأساسي بين صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة في آجال الاستثمار ومدة الاستحقاق لتلك الصكوك، فصكوك البيع بالثمن الآجل هي للاستثمارات طويلة الأجل خمس سنوات فأكثر وأما صكوك المرابحة فهي للاستثمارات متوسطة الأجل من سنة إلى خمسة سنوات وقصيرة الأجل، من ثلاثة أشهر إلى سنة".

2- تعريف صكوك الاستصناع وآلية إصدارها: تعرف صكوك الاستصناع حسب التجربة الماليزية على أنّها: "الوثائق أو الشهادات التي تمثّل بها قيمة الأصول ويتم إصدارها على أساس بيع الاستصناع لإثبات المديونية من قبل الجهة المصدرة (المستصنع) للجهة الممولة" وكان أول إصدار لصكوك الاستصناع في ماليزيا سنة 2003م، ومدة استحقاق هذه الصكوك من خمس إلى تسع سنوات.

3- تعريف صكوك الإجارة وآلية إصدارها: تعرف صكوك الإجارة في التجربة الماليزية بصكوك ملكية الموجودات المؤجرة، وهي: "وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك العين المؤجرة، أو عين موعود باستئجارها أو إصدارها وسيط مالي ينوب عن المالك، وتتيح لحاملها فرصة للحصول على دخل الإيجار وعائد رأس المال من العين المؤجرة، بالإضافة إلى تحمل مخاطر الخسارة والضرر على العين المؤجرة، وإصدار هذه الصكوك بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاككتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك" وتعتبر صكوك الإجارة الدولية أول إصدار لصكوك الإجارة في ماليزيا، وكان ذلك في 3 جويلية 2002م لمدة استحقاق خمس سنوات أي إلى غاية 2007م.

4- الصكوك الإسلامية المصدرة بصيغة المشاركات: بعد أن خاضت ماليزيا تجربة إصدار الصكوك الإسلامية على أساس المداينات، ونتيجة للاختلافات الفقهية حول مشروعيتها، والذي من شأنه أن يؤدي إلى العزوف عن تداولها خاصة من قبل المستثمرين الأجانب، ارتأت هيئة الأوراق المالية الماليزية إلى إصدار نوع جديد من الصكوك والقائم على أساس المشاركة، نتيجة لعدم وجود اختلافات فقهية حول مشروعيتها، ونجد منها:

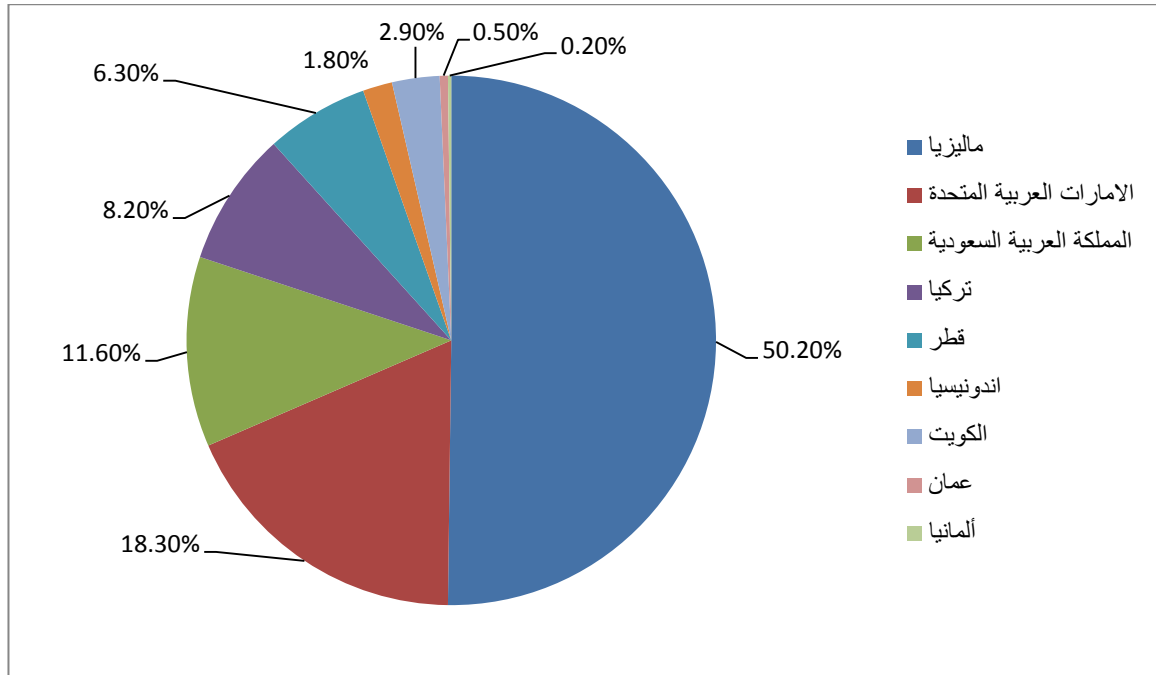
- **تعريف صكوك المشاركة وآلية إصدارها:** جاء تعريف صكوك المشاركة حسب هيئة الأوراق المالية الماليزية على أنّها: "عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة ويصبح المشروع أو أصول النشاط ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك على أساس

الشراكة، وذلك بتعيين أحد الشركاء لإدارتها أو غيرهم بصيغة الوكالة بالاستثمار" وكان أول إصدار لصكوك المشاركة في 2005م، بعدها تلاحقت الإصدارات بشكل متزايد في السنوات الأخيرة، تتم عملية إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا في السوق الأولى لسوق الصكوك الإسلامية عبر مجموعة من المراحل، تستهل أولا بقيام شركة ما بإصدار صكوك المشاركة عن طريق الشركة ذات الغرض الخاص ويتم شراؤها من قبل المستثمرين بتسديد القيمة المكتتب بها والمقدرة بـ 87% مثلا من قيمة المشروع، وتقوم الشركة المصدرة بدفع 13% الباقية من قيمة المشروع، وبذلك يتشكل رأس مال المشاركة، ويدفع هذا الأخير إلى الوصي المكلف بإدارة المشروع، مع مساعدة الشركة للوصي في ذلك، بعد تحقيق المشروع للأرباح يقوم الوصي بتقسيم الأرباح بين الشركة والمستثمرين (حملة الصكوك) كل حسب نسبة مساهمته، وبعد نهاية مدة أو إنجاز المشروع يتم نقل ملكية الصكوك من المشاركين إلى الشركة وذلك باسترجاع صكوك المشاركة مقابل دفع قيمتها السوقية للمشاركين؛

– **صكوك المضاربة وآلية إصدارها:** وتعرف صكوك المضاربة بأنها: "أداة استثمارية وتقوم على تجزئة رأسمال المضاربة، وذلك بإصدار صكوك ملكية برأسمال المضاربة على أساس وحدات متساوية، ومسجلة بأسماء أصحابها، باعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأسمال المضاربة وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم" وكان أول إصدار لصكوك المضاربة في شهر جويلية 2004م، يتم إنشاء هيئة خاصة بالمشروع وتقوم هذه الأخيرة بإصدار صكوك مضاربة بقيمة 80 مليون رينغت ماليزي مثلا، ويقوم حملت الصكوك بالتسديد نقدا حيث يُعتبرون هنا (رب المال الأول) وتكون الهيئة الخاصة (مضارب أول) والعقد بينهما مضاربة أولى، هذه الأخيرة تقوم بالمضاربة بهذا المال فتصبح (رب مال ثاني) مع جهة محلية منفذة للمشروع وتكون في مقام (مضارب ثاني) والعقد هنا مضاربة ثانية، بعد انتهاء المشروع تقوم الجهة المحلية المنفذة للمشروع -المضارب الثاني- بتقسيم أرباح المشروع مع إدارة المشروع الهيئة الخاصة (المضارب الأول)، ثم تقوم هذه الأخيرة بتقسيم الأرباح بينها وبين حملة صكوك المضاربة بحسب النسب المتفق عليها¹.

¹ بحوصي مجدوب، مولاي أسماء، مرجع سبق ذكره، ص ص: 10-12.

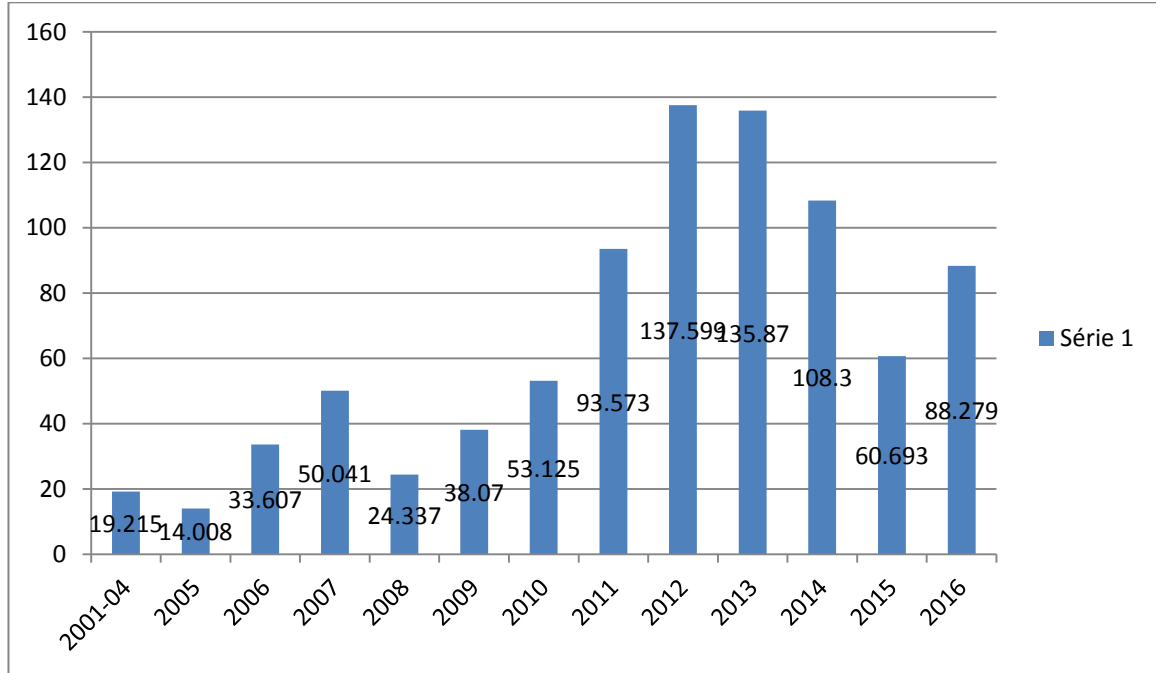
شكل رقم (04، 09): حجم إصدارات الصكوك الإسلامية بالنسبة لدول وحكومات العالم بواسطة الشركات 2016.



Source: Islamic Financial Services Board, Islamic financial Services Industry, Stability Report 2017, p:18.

من الشكل السابق نلاحظ أنّ ماليزيا حازت على أكثر من نصف الصكوك الإسلامية المصدرة بواسطة الشركات في العالم بأسره سنة 2016 متقدمة على دول كالسعودية والإمارات العربية المتحدة وتركيا بنسبة بلغت 50.2% الأمر الذي يُعزز قدرة السوق المالية الإسلامية الماليزية على جذب الاستثمارات وحشد الموارد وتوفير السيولة ودعم لمشاريع التنمية الأمر الذي يجعلها مركزا للمالية الإسلامية في العالم.

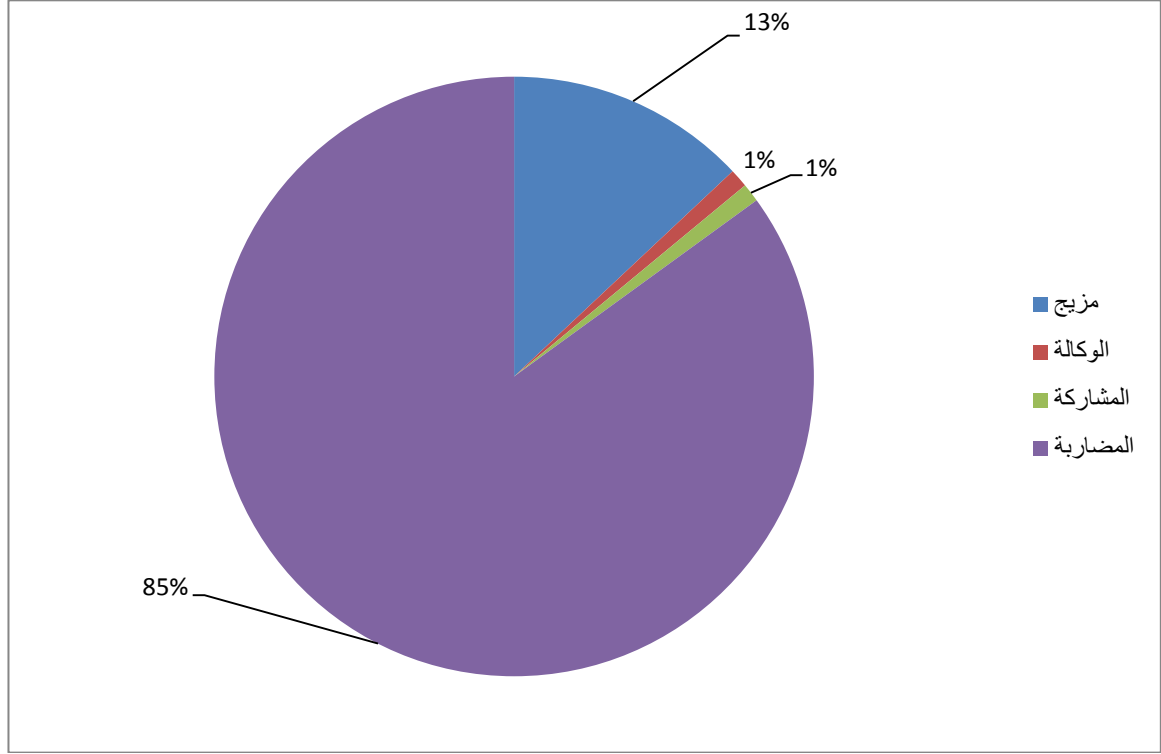
شكل رقم (04، 10): إجمالي إصدارات الصكوك العالمية (جانفي 2001 ديسمبر 2016) ون (مليون دولار أمريكي)



Source: International Islamic Financial Market ,A comprehensive Study of the Global Sukuk Market, Report, July 2017, 6th Edition, p: 02.

يمثل الشكل السابق إجمالي إصدارات الصكوك العالمية للفترة الممتدة من 2001 إلى غاية 2016 مقيمة بالدولار الأمريكي حيث سجلت سنة 2013 كأكبر سنة تم فيها إصدار الصكوك الإسلامية بمقدار 137.599 مليون دولار أمريكي.

شكل رقم (04، 11): الصكوك التي تمت الموافقة على اصدارها في السوق المالية الإسلامية الماليزية سنة 2016



Source: International Islamic Financial Market ,A comprehensive Study of the Global Sukuk Market, Report, July 2017, 6th Edition, p: 10.

تُعد صكوك المضاربة من أهم وأبرز الصكوك الإسلامية التي يتم تداولها في السوق المالية الإسلامية متقدمة على الأنواع الأخرى بصورة ملحوظة لما تتمتع بها هذه الصكوك من المرونة وانعدام المخاطرة وسرعة التداول والقبول العام.

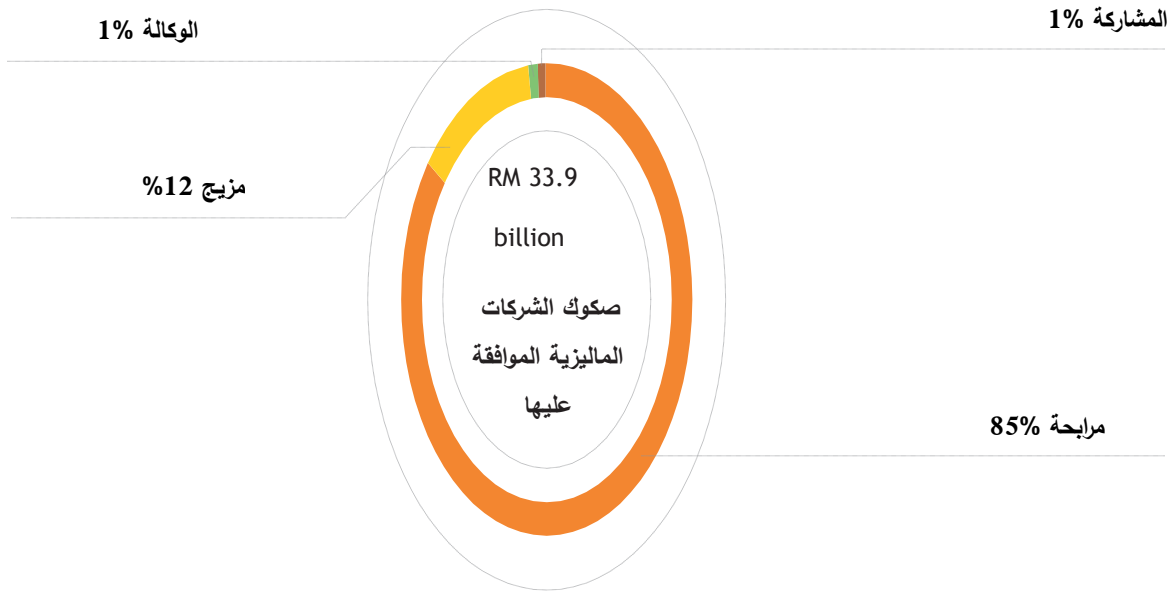
جدول رقم (04، 21): حجم الصكوك الإسلامية المتداولة في السوق المالية الإسلامية الماليزية في الفترة (2015-2018) و.ن (بليون رينغت ماليزي).

السنة	الشهر	(جارية)	اصدار جديد	(سدّدت)
2015		1,124.84	270.15	255.08
2016		1,172.91	240.56	192.49
2017		1,291.91	317.94	198.94
2018	Jan 2018	1,310.31	29.34	10.95
	Feb 2018	1,321.14	30.62	19.79
	Mar 2018	1,343.66	40.19	17.67

Source: Securities Commission Malaysia, Bond Sukuk Market Overall ,Report Annual, 2017.

يتضح من الجدول السابق زيادة حجم الصكوك الإسلامية بمختلف أنواعها والمصدرة في السوق المالية الإسلامية للفترة الممتدة من 2015 إلى غاية الثلاثي الأول لسنة 2018، سواء الصكوك الجارية أو الإصدارات الجديدة أو الصكوك المسددة، وهذا يدل على قدرة الصكوك الإسلامية على تعبئة الموارد وتمويل الاستثمارات وتوفير السيولة لتمويل المشاريع المختلفة.

شكل رقم (04، 12): صكوك المؤسسات المالية الإسلامية الموافق عليها للتداول في السوق المالية الإسلامية الماليزية سنة 2016.ون (بليون رينغت ماليزي).



Source: International Islamic Financial Market ,A comprehensive Study of the Global Sukuk Market, Report, July 2017, 6th Edition, p: 142.

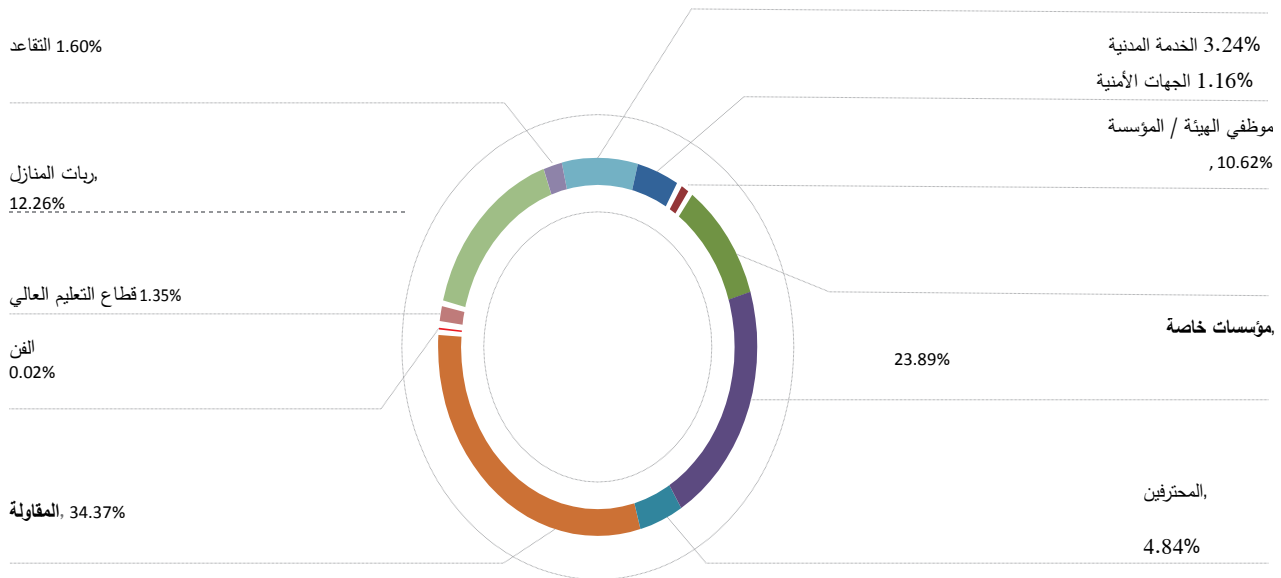
بلغ حجم الصكوك الإسلامية الخاصة بالمؤسسات المالية الإسلامية والموافق عليها للتداول في السوق المالية الإسلامية الماليزية 33.9 بليون رينغت ماليزي سنة 2016، واحتلت صكوك المرابحة الصدارة بنسبة قدرت بـ85%، نتيجة حجم زيادة التعاملات مع البنوك الإسلامية الناشطة في السوق المالية الإسلامية والتي تعتمد بصورة كبيرة على صكوك المرابحة في تمويل المشاريع الاستثمارية فيما جاءت باقي الأنواع بنسب متفاوتة.

7- دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاستثمارات وجذب الاستثمارات الأجنبية في ماليزيا:

تعتبر ماليزيا إحدى أهم أسواق المال في العالم بشكل عام وفي آسيا بصفة خاصة حيث استطاعت من خلال سياستها المالية المتقنة وكفاءة نظامها في الاستثمارات أن تحافظ وتقوي مكانتها كسوق عالمي للصكوك الإسلامية، فقد نجحت ماليزيا نجاحا كبيرا في كسب ثقة المستثمرين الأجبيين وهو ما يعكس ضخامة الاستثمارات في مجال الصكوك في سوقها المالية، حيث يوجد 195 حساب لمستثمرين من مختلف العالم ضمن لائحة المسجلين لدى الحكومة في ما يعرف بـ benchmark global trust certificates بالصكوك بالوكالة مدة 10 إلى 30 سنة، ومن المفترض أن توفر الحكومة الماليزية من هذه

الاستثمارات ما قيمته 6.3 مليار دولار، وقد قامت شركة ماليزية متخصصة في التمويل الإسلامي تعرف بـ (Malaysia Sukuk Global Bhd) بتسعير أوراق الصكوك بنسبة 3.18% و 4.08% على التوالي. الجديد في موضوع التمويل بالصكوك الإسلامية هو اعتماد الحكومة الماليزية لصيغة صكوك الوكالة عوضاً عن الطريقة القديمة التي كانت تعتمد صيغة صكوك المرابحة والتي تعتمد أصول ثابتة، الصيغة الجديدة المعروفة بـ(صكوك الوكالة) من المفترض أن تكون أكثر مرونة وسهولة في التطبيق من صكوك المرابحة حيث واجهت الأخيرة بعض المشاكل منها صعوبة تحويل الأصول الثابتة كالمباني وغيرها إلى سيولة بينما تعتمد صيغة صكوك الوكالة الجديدة على سندات الخزينة¹.

شكل رقم(04، 13): توزيع الصكوك الإسلامية في ماليزيا حسب المهنة سنة 2017.



Source: International Islamic Financial Market ,A comprehensive Study of the Global Sukuk Market, Report, July 2017, 6th Edition, p: 134.

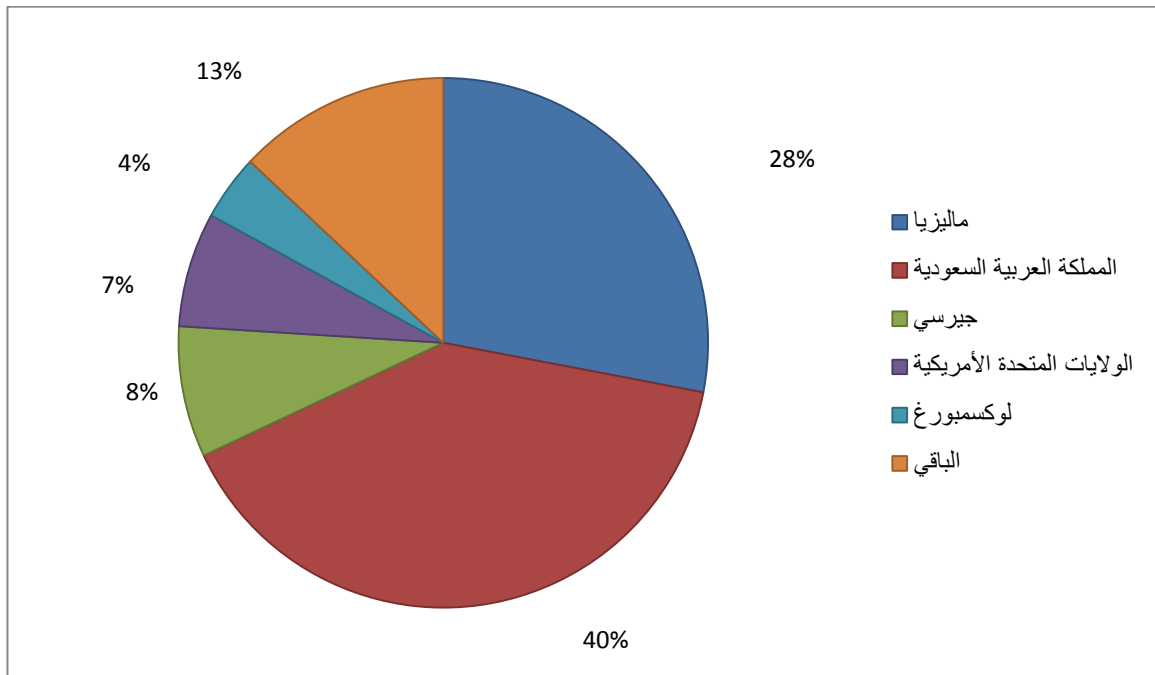
تُعد الصكوك الإسلامية من أهم المنتجات المالية الإسلامية التي تستخدمها ماليزيا في تمويل مختلف القطاعات الحيوية داخل البلد، حيث تأتي المقاوله والمشاريع المقاولاتية في الصدارة بنسبة 34% من مجموع الصكوك المتداولة لما لهذا القطاع من دور في تمويل المشاريع العقارية والبنية التحتية، وتأتي المؤسسات الخاصة في المركز الثاني بنسبة 23% من إجمالي الإصدارات لتشجيع الاستثمارات وامتصاص السيولة، في حين تأتي القطاعات الأخرى في الترتيب بنسب متفاوتة حسب أهمية القطاع والدور الذي يلعبه خاصة الجهات الأمنية وقطاع التعليم العالي وصناديق التقاعد والمشاريع الثقافية.

¹ محمد محمود، "الصكوك الإسلامية تجتاح السوق المالية الآسيوية"، مقال منشور في موقع إسلام أون لاين بتاريخ 2016/10/11، الرابط التشغيلي: <http://islamonline.net/18573> تاريخ التصفح: 2016/11/25. 12.35.

الفرع الرابع: صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا.

تقدم ماليزيا مجموعة متنوعة من الاستثمارات الجماعية الإسلامية (سيس) التي تشمل وحدة الصناديق الائتمانية، وصناديق البيع بالجملة (برس)، والصناديق المتداولة في البورصة (إتفس) (ريتس). ماليزيا لديها أيضا ثاني أكبر أصول للصناديق الإسلامية تحت الإدارة (أوم) على الصعيد العالمي التي بلغت 100.6 مليار روبية في نهاية عام 2015، والتي نمت بسرعة؛ وهو ما يمثل نمو سنويا بنسبة 24% للفترة 2009 إلى عام 2015¹.

شكل رقم (04، 14): حصة ماليزيا من سوق صناديق الاستثمار الإسلامية العالمية سنة 2015.



Source: Securities Commission Malaysia, **Islamic Fund and Wealth Management Blueprint (IFWM Blueprint)**, 12 January 2017, p: 05.

نلاحظ أنّ ماليزيا تُعد ثاني أكبر دولة منظمة لصناديق الاستثمار الإسلامية بنسبة 28% بعد السعودية التي جاءت في المركز الأول بنسبة 40% والتي يتم تنظيمها عن طريق مقر الإقامة، ونما عدد الصناديق الإسلامية بمعدل سنوي مركب بلغ 14% من 285 في عام 2004 إلى 1220 في عام 2015.

¹ Securities commission Malaysia , **Islamic Fund and Wealth Management Blueprint** ,2017 , p: 09.

جدول رقم (04، 22): حجم صناديق الاستثمار الإسلامية المتداولة في السوق المالية الإسلامية الماليزية (2015-2018) ون (بليون رينغت ماليزي).

السنة	الشهر	مجموع الأصول تحت الإدارة	الأصول الإسلامية تحت الإدارة	الأصول الإسلامية تحت الإدارة %
2015		667.81	132.38	19.82%
2016		696.27	149.64	21.49%
2017		776.23	170.83	22.01%
2018	Jan 2018	795.11	171.63	21.59%
	Feb 2018	784.62	167.92	21.40%

Source: Securities Commission Malaysia, Fund Management Statistics Annual Report, 2017.

من الجدول السابق نلاحظ زيادة حجم صناديق الاستثمار الإسلامية والمتداولة في السوق المالية الإسلامية الماليزية في الفترة الممتدة من 2015 إلى غاية الثلاثي الأول من سنة 2018 حيث بلغ حجم صناديق الاستثمار الإسلامية سنة 2015م 132.38 بليون رينغت ماليزي في حين بلغ حجم هذه الصناديق الاستثمارية سنة 2017م 170.83 بليون رينغت ماليزي بزيادة قاربت 93 بليون رينغت ماليزي وهذا يدل على زيادة حجم الاستثمارات سواء الداخلية أو الأجنبية في هذه الصناديق الأمر الذي ساهم في تنشيط السوق المالية الإسلامية الماليزية وتعظيم أرباحها.

المطلب الثالث: مشروع سوق رأس المال المخاطر الإسلامي في ماليزيا.

ماليزيا من الدول التي تعتمد على الاقتصاد الإسلامي في التمويل فهي نموذج لتطور الصناعة المالية الإسلامية، كما تساهم بنية ماليزيا القانونية وقاعدتها الإسلامية في نمو التعامل برأس المال المخاطر الإسلامية وكما تسعى حكومتها بذل المزيد من الجهود والدعم لتسهيل الاستثمار فيه من خلال توفير سوق شرعية.

الفرع الأول: صناعة رأس المال المخاطر في السوق المالية الماليزية.

سجلت صناعة رأس المال المخاطر في ماليزيا قيمة استثمارات بلغت (1.7 بليون دولار) في عام 2014 وهي إجمالي الأموال التي تحت إدارة مؤسسات رأس المال المخاطر، استثمارات رأس المال المخاطر كانت أساسا في قطاعات مثل: الكهرباء وتوليد الطاقة والتخزين، والخدمات المالية، وتكنولوجيا المعلومات، فضلا عن الاتصالات ويعزى هذا النمو السريع إلى التزام حكومة ماليزيا بتطوير رأس المال المخاطر كمصدر لتمويل الشركات الناشئة ذات النمو المرتفع.

وقد عملت الحكومة على توفير التمويل وحوافز ضريبية هامة لتعزيز هذه الصناعة على سبيل المثال، يتم إعطاء تأهيل شركات رأس المال المخاطر الاستثمار في الشركات المشتركة الإعفاء الضريبي الكامل على جميع مصادر الدخل لمدة تصل إلى 10 سنوات من التقييم كما تم اتخاذ خطوات فعالة لتوسيع نطاق مشاركة شركات إدارة الاستثمار في رأس المال المخاطر والأسهم الخاصة من خلال منحهم المرونة للاستثمار في الفقرة (أ) الأوراق المالية غير المدرجة و(ب) صناديق الجملة التي تستثمر في

صناديق رأس المال المخاطر وتشمل التدابير الأخرى مما يتيح الاستثمار الجماعي، وقامت هيئة السوق المالية في ماليزيا بوضع مبادئ وتوجيهات بشأن تسجيل رأس المال المخاطر في الشركات عام 2015. من أجل مساعدة هذه الصناعة لتوليد زخم النمو المستدام ذاتيا، تم تبسيط المبادرات الوطنية لضمان تمويل القطاع العام والتنسيق الفعال لصناعة رأس المال المخاطر، حيث رفعت السوق المالية الماليزية شعار أبوابنا مفتوحة لشركات رأس المال المخاطر للاستفادة من كافة الإجراءات التيسيرية التي وضعت في كل مكان، للاستفادة من الفرص التي تترتب على ذلك¹.

تعتبر ماليزيا إحدى أهم أسواق المال في العالم بشكل عام وفي آسيا بصفة خاصة حيث استطاعت من خلال سياستها المالية المتقنة وكفاءة نظامها في الاستثمارات أن تحافظ وتقوي مكانتها كسوق عالمي للصكوك الإسلامية، فقد نجحت ماليزيا نجاحا كبيرا في كسب ثقة المستثمرين الأجبيين وهو ما يعكس ضخامة الاستثمارات في مجال الصكوك في سوقها المالية، حيث يوجد 195 حساب لمستثمرين من مختلف العالم ضمن لائحة المسجلين لدى الحكومة في ما يعرف بـ benchmark global trust certificates بالصكوك بالوكالة مدة 10 إلى 30 سنة، ومن المفترض أن توفر الحكومة الماليزية من هذه الاستثمارات ما قيمته 6.3 مليار دولار، وقد قامت شركة ماليزية متخصصة في التمويل الإسلامي تعرف بـ (Malaysia Sukuk Global Bhd) بتسعير أوراق الصكوك بنسبة 3.18% و 4.08% على التوالي والجديد في موضوع التمويل بالصكوك الإسلامية هو اعتماد الحكومة الماليزية لصيغة صكوك الوكالة عوضا عن الطريقة القديمة التي كانت تعتمد صيغة صكوك المرابحة والتي تعتمد أصول ثابتة، الصيغة الجديدة المعروفة بـ(صكوك الوكالة) من المفترض أن تكون أكثر مرونة وسهولة في التطبيق من صكوك المرابحة حيث واجهت الأخيرة بعض المشاكل منها صعوبة تحويل الأصول الثابتة كالمباني وغيرها إلى سيولة بينما تعتمد صيغة صكوك الوكالة الجديدة سندات الخزينة².

الفرع الثاني: سوق رأس المال المخاطر الإسلامي في ماليزيا مستقبلا وآفاق.

الأثر الإيجابي لرأس المال المخاطر على النمو الاقتصادي وزيادة الأعمال دفع بالحكومة الماليزية لتطوير صناعة رأس المال المخاطر من أجل تعزيز تنمية المعارف وتوفير التكنولوجيا بالمؤسسات، بدأت صناعة رأس المال المخاطر الماليزية مع تأسيس شركة رأس المال المخاطر في عام 1984 (Malaysian Ventures Berhad)، بدأت الحكومة الماليزية بالقلق على صناعة رأس المال المخاطر من خلال وضع ما يصل من شركة التكنولوجيا (MTDC) (الماليزية للتنمية) عام 1992 (MTDC) تأسست كشركة رأس مال مخاطر تركز على توفير التمويل والتكنولوجيا للشركات في مرحلة النمو ثم ظهر عدد من شركات رأس المال المخاطر وصناديق خلال الفترة السابقة لعام 1997، ولكن وتيرة نمو رأس المال

¹ Securities Commission Malaysia, "Capital Markets Malaysia", Financing The Future , 2015, P: 32.

² محمد محمود، "الصكوك الإسلامية تجتاح السوق المالية الآسيوية"، مقال منشور في موقع إسلام أون لاين بتاريخ 2016/10/11، رابط التشغيل: <http://islamonline.net/18573> تاريخ التصفح: 2016/11/25. 12.35.

المخاطر الماليزية كانت انطلاقتها الحقيقية بعد الأزمة المالية الآسيوية حيث تحولت الحكومة إلى الأنشطة المحلية ولا سيما المشاريع الصغيرة والمتوسطة، لتكون العمود الفقري للنمو في المستقبل وفيما يتعلق بتطوير وأداء صناعة رأس المال المخاطر الإسلامية في ماليزيا، لا تزال المؤسسات التي تقدم رأس مال مخاطر إسلامي تقتصر على سبيل المثال على شركات (BIMB) و (PUNB21) و (Permodalan Usahawan) ينبغي للمؤسسات المالية الإسلامية في ماليزيا بذل المزيد من الجهود لتوسيع صناعة رأس المال المخاطر الإسلامي في ماليزيا ويوصي البنك المركزي الماليزي شركات رأس المال المخاطر الإسلامي الماليزية بتشكيل شراكة ذكية مع شركات رأس المال المخاطر في منظمة الدول الإسلامية (منظمة المؤتمر الإسلامي) للمساعدة في تعزيز رأس المال المخاطر وتجميع الأموال الإسلامية المتاحة في ماليزيا، ومع إنشاء المزيد من شركات رأس المال المخاطر الإسلامية تصبح محفظة الاستثمار أوسع من المستثمرين الأفراد والمؤسسات الإسلامية ويكونوا على استعداد لتحويل أجزاء صغيرة على الأقل من محافظهم إلى استثمارات عالية المخاطر مثل رأس المال المخاطر، وهذا التطور أيضا يشجع أصحاب المشاريع المسلمين أكثر للدخول في مشاريع أكثر خطورة، حيث تكلفة رأس المال تكون أرخص مع مفهوم رأس المال المخاطر الإسلامي وبالتالي، يجب تطوير النظام المالي الإسلامي الماليزي ولا يغفل الدور الذي تقوم به شركات رأس المال المخاطر الإسلامي للدفع بالحكومة لإنشاء سوق رأس المال المخاطر الإسلامي الأمر الذي سيؤدي إلى تسريع تطوير النظام المالي الإسلامي الماليزي كليا¹ وهذا ما تسعى إليه الحكومة الماليزية في المستقبل القريب.

¹Abdullaah Jalil, "Islamic Venture Capital: A New Source of Islamic Equity Financing", Seminar Ekonomi : dan Kewangan Islam, ESSET. Bangi, Malaysia 29-30 August 2005, p: 9-13.

الجدول رقم (04، 23): التسلسل الزمني لتطور شركات رأس المال المخاطر الإسلامية في السوق المالية الماليزية.

السنة	التطور
2008	تأسست أول شركة لرأس المال المخاطر الإسلامي من قبل إدارة رأس المال المخاطر الماليزي (MAVCAP) بناء على عقود المشاركة برأس مال قيمته 35 مليون رنغت (8.28 مليون دولار أمريكي) دورها تقديم المبادئ التوجيهية وأفضل الممارسات في مجال رأس المال المخاطر الإسلامي.
2009	منح إعفاء من الضرائب لمدة خمس سنوات لشركات رأس المال المخاطر تحت مشروع قانون الميزانية 2009.
2012	تم تسجيل 59 صندوقاً أو شركة باستثمار رأس المال المخاطر، بما فيها شركات رأس المال المخاطر الإسلامي تحت MAVCAP .
2015	وقع مصرف RHB الإسلامي اتفاقية تعاون مع شركة رأس المال المخاطر شركة تطوير التكنولوجيا الماليزية، ويعمل المصرف بوصفه الأمين على 150 مليون رنغت (40.37 دولار أمريكي) للتمويل المكلف من قبل الحكومة بواسطة Unit Peneraju Bumiputera والحكومة تتوقع جمع ما لا يقل عن 300 مليون رنغت (80.74 مليون دولار أمريكي) تعاونت شركة الاستثمار اليابانية Permodalan Nasional مع Inspire في إنشاء صندوق الأسهم الخاصة والإسلامية وهي تعتبر صندوق الثروة السيادية الماليزية، بالاشتراك مع البنوك الإقليمية اليابانية.

Source: Malaysia World Islamic Finance Market Palace Insight، Report Islamic PE VC، September، 2015، p: 03.

هناك زيادة وعي حكومي لدعم التمويل الإسلامي وتطويره بشكل عام ورأس المال المخاطر الإسلامي بشكل خاص عبر السلطات القضائية وذلك بدعم تنظيمي قوي لإتاحة فرص متكافئة لهذا القطاع في النمو من خلال توفير بعض الحوافز الضريبية لإنشاء أسهم خاصة برأس المال المخاطر الإسلامي، كما توفر أيضا ماليزيا إطاراً تنظيمياً ومبادئ توجيهية محددة. على الرغم من أن كلا من الأسهم الخاصة الإسلامية والتقليدية قريبة جداً في خصائصها أكثر من معظم قطاع الأصول الاستثمارية الأخرى، فإن مستقبل الأسهم الخاصة الإسلامية ورأس المال المخاطر الإسلامي تعد مشرقة وذلك بسبب التطور والنمو الطبيعي للسوق المالية الإسلامية الماليزية¹.

¹ Malaysia World Islamic Finance Market Palace Insight, Report Islamic PE VC, September, 2015, p: 03.

خاتمة الفصل:

تعد تجربة التمويل الإسلامي في ماليزيا من أهم التجارب الناجحة والرائدة في العالم لعدة أسباب استخلصناها في دراستنا لهذا الفصل أهمها الدعم القوي من قبل البنك المركزي الماليزي وشمولية وتكامل المالية الإسلامية في ماليزيا ومتانة الإطار الشرعي والقانوني.

لخص هذا الفصل إلى امتلاك ماليزيا إمكانات كبيرة لتكون مكان مجديا للاستثمارات الإسلامية ومصدر تمويل للمستثمرين ورجال الأعمال الذين يبحثون عن هذا النوع من التمويل.

تدعم الحكومة الماليزية الهندسة المالية الإسلامية من خلال تطبيق مفاهيم الشراكة الإسلامية في السوق المالية إضافة إلى تعزيز الأدوات المالية القائمة على العدالة الإسلامية وفي ظل الدعم الحكومي وازدياد حجم المؤسسات المالية الإسلامية ومتانة القوانين الشرعية وهيئات الرقابة، كل هذا يمثل البنية القانونية والشرعية لقيام وتطوير سوق مالية إسلامية يتم التعامل فيها وفق الكفاءة المهنية ومتطلبات المرجعية الشرعية.

الخاتمة

خاتمة:

تعتبر الهندسة وسيلة لحل المشكلات وأداة للابتكار والإبداع، وتلبية الحاجات المتزايدة للمجتمعات وللاستفادة من هذه الوسيلة وجب توظيفها في علم الاقتصاد لمواجهة التحديات المتزايدة، خاصة وأن أبرز المشاكل التي تواجه علم الاقتصاد اليوم تتمثل في قصور التمويل ومشاكل السيولة والابتكار السليم والتحوط من المخاطر.

تتطوي الهندسة المالية الإسلامية على ابتكار توليفات جديدة من المنتجات المالية والأفكار والمعارف وتوظيف موارد واستغلال مهارات من أجل تحقيق الكفاءة الاقتصادية والاجتماعية ومواجهة المخاطر المختلفة في النظام المالي كل هذا وفق مرجعية شرعية تتوافق وفقه المعاملات المالية الإسلامية.

والمتتبع لهذا الشأن يرى أن التمويل الإسلامي يشهد نجاحا من حيث نطاق التداول والتطبيق ولكن لا يمكن الحكم على نجاح الصناعة المالية الإسلامية في إنشاء نظام مالي بشكل كلي متكامل، لأن بعض منتجات الهندسة المالية الإسلامية التي جاءت كبديل للهندسة المالية التقليدية لم تتحقق بالكامل ولم يتم تفعيلها والعمل بها في الأسواق المالية الإسلامية لاختلاف الأحكام الشرعية فيها والمنافسة الشديدة التي تفرضها عليها المنتجات المالية التقليدية، الأمر الذي يدعو لتشجيع أكثر للابتكار المالي المشروع.

وشهدت التجربة الماليزية من خلال تطبيق التمويل الإسلامي نجاحا بصفة عامة، والتعامل بالمنتجات المالية الإسلامية بصفة خاصة، من خلال الحرية الاقتصادية التي توفرها الحكومة الماليزية لسوقها المالية والدعم القوي من قبل البنك المركزي الماليزي وشمولية وتكامل المالية الإسلامية في ماليزيا ومثانة الإطار القانوني.

-نتائج الدراسة:

من خلال دراستنا لموضوع دور الهندسة المالية الإسلامية في إنشاء ودعم السوق المالية الإسلامية خرجنا بعدة نتائج يمكن إبراز أهمها فيما يلي:

- ❖ تركز المعاملات المالية في الإسلام على مصادر محددة تتمثل في القرآن الكريم والسنة النبوية والإجماع والقياس والمجاميع الفقهية؛
- ❖ يهدف فقه المعاملات إلى سد حاجات المسلم الدنيوية وفق مرجعية شرعية؛
- ❖ يختلف الابتكار المالي الإسلامي عن التقليدي من خلال الالتزام بالضوابط الشرعية وتيسير أمور المستثمرين ورفع الحرج عنهم وتحقيق التنمية الاجتماعية؛
- ❖ ليست كل الابتكارات المالية مفيدة فهناك ابتكارات مالية تؤثر على نزاهة المنافسة وتزيد حجم الاحتكارات فتحدث أثر ضار على النظام المالي والاقتصاد برمته لذلك يجب تجنبها؛
- ❖ الهندسة المالية هي تصميم وهندسة أدوات مالية حديثة أو تطوير أدوات مالية كانت قائمة لمواجهة المخاطر المختلفة التي تواجه المؤسسات المالية لتحقيق الكفاءة المهنية وتحسين الأداء؛

- ❖ إن كانت الهندسة المالية الإسلامية تسعى لتيسير أمور الناس في معاملاتهم المالية فهي جائزة شرط أن تخدم وسائل مشروعة؛
- ❖ نتائج الهندسة المالية متوقعة عكس نتائج الابتكار المالي التي لا يمكن التنبؤ بها؛
- ❖ الهندسة المالية الإسلامية هي تصميم وتطوير منتجات وأدوات مالية حديثة نسبياً من منظور إسلامي موجهة للمؤسسات المالية الإسلامية لمواجهة قصور التمويل وإدارة المخاطر ومواجهة المنافسة لتحقيق الكفاءة الاقتصادية للمستثمرين والمشاركين المعنيين، كما تختلف الهندسة المالية الإسلامية عن الهندسة المالية التقليدية من حيث المرجعية الشرعية والمؤسسات المستهدفة والأطراف المستفيدة والبيئة الحاضنة والتطبيقات والممارسات، ويتجلى هذا في اختلاف منتجات الهندسة المالية الإسلامية عن منتجات الهندسة المالية التقليدية من حيث الحكم الشرعي والأثر وهذا ما يثبت عدم صحة الفرضية الأولى؛
- ❖ ظهور الهندسة المالية الإسلامية يرجع لظهور الإسلام وتحريمه لمعاملات وممارسات كانت تجرى في الأسواق في شبه الجزيرة العربية؛
- ❖ أهم التحديات التي تواجه الهندسة المالية الإسلامية هي المنافسة والاختلافات الفقهية وعدم وجود نظام محاسبي إسلامي؛
- ❖ تعد السوق المالية حجر الأساس لبناء النظام المالي لأي دولة أو اقتصاد كما تعكس درجة تقدمه وتطوره؛
- ❖ السوق المالية الإسلامية سوق يتم فيها تداول المنتجات المالية التي تتوافق والمرجعية الشرعية بعبارة شراء وهي السوق التي يتم فيها إبرام العقود والوساطة المالية بين المتعاملين والمستثمرين بغرض توفير السيولة وتعزيز الكفاءة الاقتصادية للمشاركين كل هذا من منظور إسلامي؛
- ❖ تختلف المؤسسات المالية المشاركة في السوق المالية الإسلامية عن تلك المشاركة في السوق المالية التقليدية؛
- ❖ تعد التشريعات والقوانين والضوابط الشرعية ووجود المنتجات المالية الإسلامية من أهم شروط قيام السوق المالية الإسلامية؛
- ❖ أهم التحديات التي تواجه السوق المالية الإسلامية تتمثل في قصور التشريعات والكوادر البشرية المتخصصة والمنافسة التي تفرضها السوق المالية التقليدية؛
- ❖ تختلف السوق المالية الإسلامية عن السوق المالية التقليدية من حيث الأدوات المتداولة والمبادئ والضوابط الشرعية والرقابة الشرعية وطبيعة الوساطة المالية التي تجرى كما تختلف السوق المالية الإسلامية عن السوق المالية التقليدية من حيث الكفاءة الاقتصادية وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية؛
- ❖ تساهم الهندسة المالية الإسلامية في إنشاء ودعم السوق المالية الإسلامية من خلال:
- أ- أثر تطبيقاتها في ابتكار منتجات مالية إسلامية وعمليات تمويل حديثة؛

- ب- أثر الهندسة المالية الإسلامية على المؤسسات المالية الإسلامية؛
- ج- دور الهندسة المالية الإسلامية في إنشاء منصات تداول إسلامية وأنظمة تداول إلكترونية مشروعة؛
- د- تساهم الهندسة المالية الإسلامية في تطوير وتعميق السوق المالية الإسلامية من خلال فعالية وهيكله وتطبيقات بعض المنتجات المالية الإسلامية؛
- هـ- تعمل الهندسة المالية الإسلامية على تأمين السوق المالية الإسلامية من خلال قياس الخطر وإدارته واستقرار أسعار السلع والصراف في السوق المالية الإسلامية من خلال عقود ومنتجات الهندسة المالية الإسلامية؛
- و- تساهم الهندسة المالية الإسلامية في تطوير البحث العلمي والتكنولوجيا المستخدمة في السوق المالية الإسلامية من خلال الابتكار؛
- ز- تساهم الهندسة المالية الإسلامية في تطوير وسائل النقل والتخزين في السوق المالية الإسلامية، وما سبق يثبت صحة الفرضية الثالثة.
- ❖ شهدت السوق المالية الماليزية تطور ملحوظا نتيجة حرية اعتمادها على منتجات الهندسة المالية الإسلامية وتطبيقها في المعاملات والمداولات اليومية؛
- ❖ تعد تجربة ماليزيا في التمويل الإسلامي من أهم التجارب الناجحة لعدة أسباب نذكر منها:
- أ- الحرية الاقتصادية التي تضمنها الحكومة الماليزية؛
- ب- الدعم القوي للبنك المركزي للمالية الإسلامية في ماليزيا؛
- ج- وضع المالية الإسلامية ضمن الخطة الاقتصادية بعيدة المدى حسب الأولويات والضروريات؛
- د- شمولية وتكامل بيئة المالية الإسلامية (مصارف-سوق رأس المال-شركات تأمين إسلامي-القضاء-التحكيم-الوساطة المالية-التصنيف-التجارة البيئية)؛
- هـ- رفع الحرج وتيسير الأحكام حيث يتم الاحتكام للمذهب الشافعي في المعاملات المالية؛
- و- متانة الإطار الشرعي والقانوني والتكامل بينهما، وما سبق يثبت عدم صحة الفرضية الرابعة؛
- ❖ في الأخير ليست كل التجارب الناجحة في دول معينة، لا تعني ضرورة نجاحها في دول أخرى وذلك لاختلاف العادات والتقاليد والهويات والكثير من المعطيات.

-مقترحات الدراسة:

- ❖ من خلال نتائج الدراسة يمكن تقديم بعض المقترحات التالية:
- ❖ ضرورة توحيد الأحكام والقرارات الفقهية فيما يخص المنتجات المالية من منظور إسلامي؛
- ❖ وضع قوانين تكفل حقوق الملكية لصاحب فكرة هندسة مالية إسلامية لمنتج مالي لتشجيع الابتكار؛
- ❖ تشجيع المشاريع الخاصة بالبحث والتطوير للمنتجات المالية الإسلامية؛
- ❖ محاولة إنشاء وتطوير سوق ثانوية يتم فيها إعادة تداول المنتجات المالية الإسلامية؛
- ❖ تعميم الهدف من الهندسة المالية الإسلامية وعدم اقتصرها على تلبية رغبات المستثمرين المسلمين من خلال الجمع بين المستثمرين الغير مسلمين والمسلمين؛
- ❖ فتح البنوك المركزية لنوافذ إسلامية للتعامل مع المؤسسات المالية الإسلامية والبنوك الإسلامية لتجنب المعاملة بالمثل؛
- ❖ التسويق للتمويل الإسلامي بصورة عامة والمنتجات المالية الإسلامية بصورة خاصة لاستقطاب المتعاملين خارج الحدود الإسلامية؛
- ❖ توحيد موارد العالم الإسلامي الاقتصادية وتوظيفها لإقامة دولة عملاقة تتفوق على امكانيات الدول الغربية مجتمعة؛
- ❖ توحيد النظام المحاسبي للمؤسسات المالية الإسلامية؛
- ❖ إدخال أدبيات التمويل الإسلامي والهندسة المالية الإسلامية في مقررات الطلبة في الجامعات؛

-آفاق الدراسة:

- ❖ أثر المنتجات المالية الإسلامية على مردودية المصارف الإسلامية؛
- ❖ دور الهندسة المالية الإسلامية في تعظيم أرباح المؤسسات المالية؛
- ❖ دور الابتكارات المالية في تطوير وسائل النقل والتخزين في السوق المالية الإسلامية؛
- ❖ دور الهندسة المالية الإسلامية في إنشاء تكاملات اقتصادية إسلامية؛
- ❖ المشتقات المالية الإسلامية كأدوات تحوط في السوق المالية الإسلامية؛
- ❖ المنتجات المالية المهيكلة ودورها في الأسواق المالية؛
- ❖ دور الهندسة المالية الإسلامية في جذب الاستثمارات الأجنبية؛
- ❖ أهمية الهندسة المالية الإسلامية في إيجاد نظام محاسبي إسلامي.

قائمة المصادر والمراجع

أولاً- القرآن الكريم

قائمة المراجع باللغة العربية:

ثانياً- كتب الفقه والاقتصاد الإسلامي

1. أحمد إدريس عبده, " فقه المعاملات", دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع, عين مليلة, الجزائر, 2000.
2. أحمد الحسن احمد الحسني, " صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور إسلامي", مؤسسة شباب الجامعة, الاسكندرية, مصر, 1999.
3. أحمد السعد, " الأسواق المالية المعاصرة-دراسة فقهية-", دار الكتاب الثقافي, إربد, الأردن, 2008.
4. أحمد حسن, " الأوراق النقدية في الإقتصاد الإسلامي قيمتها وأحكامها", دار الفكر المعاصر, دمشق, سوريا, 1999.
5. أرشيد محمود عبد الكريم, "المدخل الى الإقتصاد الإسلامي", دار الفنائس للنشر والتوزيع, الطبعة الأولى, عمان, الأردن, 2012.
6. السيد فضل الله الحاج, " تعريف الأسهم الممتازة, وشرعية معاملتها كالقروض", شركة التوفيق للصناديق الاستثمارية المحدودة, مجموعة دلة البركة, الرياض, السعودية, بدون سنة.
7. أنور عبد الكريم, "الاقتصاد الإسلامي مصطلحات ومفاهيم", وقائع الندوة الدولية رقم (36) السياسة الاقتصادية في إطار النظام الإسلامي, البنك الإسلامي للتنمية, سطيف, الجزائر, 1991.
8. جاسم الفارس, "السوق المالية في الإقتصاد الإسلامي البعد المعرفي والقيمي", دار مجدلاوي للنشر والتوزيع, الطبعة الأولى, عمان, الأردن, 2011.
9. حامد بن حسين بن محمد علي ميرة, " صكوك الإجارة دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية", دار الميمان للنشر والتوزيع, الطبعة الأولى, الرياض, السعودية, 2008.
10. حسين حسين شحاته, عصام عبد الهادي أبو النصر, " الضوابط الشرعية للتعامل مع السماسرة العالميين في أسواق الأوراق المالية", سلسلة بحوث ودراسات في الفكر الاقتصادي الإسلامي, دار المشورة, مصر, بدون سنة.
11. خالد بن سعد بن محمد المقرن, " الأسس النظرية للاقتصاد الإسلامي", مكتبة المتنبى, الطبعة الثالثة, الرياض, السعودية, 2004.
12. رفيق يونس المصري, " فقه المعاملات المالية", دار القلم, الطبعة الأولى, دمشق, سوريا, 2005.
13. نزيه حماد, " فقه المعاملات المالية والمصرفية", دار القلم, الطبعة الأولى, دمشق, سوريا, 2007.
14. سامر مظهر قنطجى, " فقه الابتكار المالي بين الثبوت والتهافت", منشورات مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية, الطبعة الثانية, سوريا, 2016.
15. سامر مظهر قنطجى, " فقه الأسواق", مؤسسة الرسالة ناشرون, سلسلة فقه المعاملات, دمشق, سوريا, 2004.
16. سامي إبراهيم السويلم, "الوساطة المالية في الإقتصاد الإسلامي", مركز دراسات, شركة الراجحي المصرفية, الرياض, السعودية, 2000.
17. سامي بن إبراهيم السويلم, " فقه التدرج في تطبيق الإقتصاد الإسلامي", فقه المعاملات المالية, السعودية, فيفري 2007.
18. سامي بن إبراهيم السويلم, " صناعة الهندسة المالية, نظرات في المنهج الإسلامي", نسخة منقحة, بيت المشورة للتدريب, الكويت, 2004.
19. سعد الدين محمد الكبي, " المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الإسلام", المكتب الإسلامي للطباعة والنشر, الطبعة الأولى, بيروت, لبنان.
20. سعيد الأفغاني, " أسواق العرب في الجاهلية والإسلام", الطبعة الرابعة, مكتبة دار العروبة للنشر والتوزيع, الكويت, 1993.

21. شعبان محمد إسلام البروراي، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي - دراسة تحليلية نقدية"، دار الفكر المعاصر، دمشق، سوريا، 2001.
22. عبد الحميد براهمي، "العدالة الاجتماعية والتنمية في الاقتصاد الإسلامي"، مركز دراسات الوحدة العربية، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، 1997.
23. عبد الله بن سليمان المنيع، "بحوث في الاقتصاد الإسلامي"، مكتبة الملك فهد الوطني، المكتب الإسلامي، الطبعة الأولى، مكة المكرمة، السعودية، 1996.
24. عبد الله بن عبد المحسن الطريقي، "الاقتصاد الإسلامي أسس ومبادئ وأهداف"، الطبعة الأولى، مكتبة فهد الوطنية، السعودية، 2009.
25. عبد الله بن محمد بن عبد الله العمراني، "العقود المالية المركبة - دراسة فقهية تأصيلية وتطبيقية"، دار اشبيليا للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الرياض، السعودية، 2010.
26. عبدالله بن الشيخ محفوظ بن بية، "فقه البورصة"، المجلس الأوروبي للإفتاء والبحوث، جدة، السعودية، 2014.
27. عصام أبو نصر، "أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي"، دار النشر للجامعات، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2006.
28. علي أحمد السالوس، "الاقتصاد الإسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة"، مؤسسة الريان للطباعة والنشر والتوزيع، الجزء الأول، دار الثقافة، الدوحة، قطر، 1998.
29. علي أحمد السالوس، "فقه البيع والاستيثاق"، دار القرآن، الطبعة السادسة، بيروت، لبنان، 2008.
30. علي حسن عبد القادر، "دراسات في الاقتصاد الإسلامي والمعاملات المعاصرة"، دار المال الإسلامي، الطبعة الثانية، غزة، فلسطين، 1401.
31. علي محمد أحمد أبو العز، "دور علماء الشريعة في نهضة المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية"، منشورات مركز أبحاث الفقه المعاملات الإسلامية، سوريا، 2015.
32. علي محي الدين علي القره داغي، "بحوث في فقه المعاملات المالية المعاصرة"، دار البشائر الإسلامية، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، 2001.
33. علي يوعلا، "النظام الاقتصادي الإسلامي"، وقائع ندوة رقم 34، البنك الإسلامي للتنمية، البنوك الإسلامية ودورها في تنمية اقتصاديات المغرب العربي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، مكتبة الملك فهد الوطنية، السعودية، 1990.
34. قيصر عبد الكريم الهيبي، "أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)"، دار رسلان للطباعة والنشر، دمشق، سوريا، 2009.
35. مبارك بن سليمان آل فوار، "الأسواق المالية من منظور إسلامي"، مطابع جامعة الملك عبد العزيز، الطبعة الأولى، جدة، السعودية، 2010.
36. مبارك بن سليمان محمد آل سليمان، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، دار اشبيليا للنشر والتوزيع، الجزء الأول، الرياض، السعودية، 2005.
37. محمد الأمين ولد علي، "التنظيم الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية"، دار ابن الحزم، بيروت، لبنان، 2011.
38. محمد بن علي القري، "مقدمة في أصول الاقتصاد الإسلامي - دراسة للنظام الاقتصادي الإسلامي"، دار حافظ للنشر والتوزيع، الطبعة الثالثة، جدة، السعودية، 1999.
39. محمد بوحديدة، "النظام المالي الإسلامي - التجارب - التحديات والآفاق"، كليك للنشر، الطبعة الأولى، الجزائر، 2011.
40. محمد شوقي الغنجري، "الوجيز في الاقتصاد الإسلامي"، الطبعة الأولى، دار الشروق، القاهرة، مصر، 1994.
41. محمد صالح بن ألفا عمر جالو، "الأسهم وأحكامها في الفقه الإسلامي"، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، 2015.

42. محمد ضيف الله بطاينة، "الحياة الاقتصادية في العصور الأولى الإسلامية"، دار الكندي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1999.
43. محمد عثمان شبير، "مدخل إلى فقه المعاملات المالية-المال-الملكية-العقد"، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2010.
44. محمد عثمان شبير، "المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي"، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة السادسة، الأردن، 2007.
45. محمود حسن صوان، "أساسيات الاقتصاد الإسلامي"، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2014.
46. مرضي بن مشوح العنزي، "فقه الهندسة المالية الإسلامية-دراسة تأصيلية تطبيقية"، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة القصيم، الطبعة الأولى، السعودية، 2015.
47. ياسر بن ابراهيم بن محمد الخضير، "المتاجرة بالهامش في الأسواق المالية دراسة فقهية"، الرياض، المملكة العربية السعودية، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، 2008.
48. نجاح عبد العليم عبد الوهاب أبو الفتوح، "الاقتصاد الإسلامي-النظام والنظرية"، عالم الكتاب الحديث للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2011.

ثالثاً-الكتب

1. أدهم ابراهيم جلال الدين، "الصكوك و الأسواق المالية والإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية"، دار الجوهرة للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2014.
2. أحمد سليمان خصاونه، "المصارف الإسلامية"، جدار للكتاب العالمي للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2008.
3. أحمد سفر، "المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية"، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2006.
4. النظام المالي الإسلامي، "المبادئ والممارسات"، ترجمة كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، الرياض، السعودية، 2011.
5. أرشد فؤاد التميمي، "الأسواق المالية (إطار في التنظيم وتقسيم الأدوات)"، دار البيزوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2010.
6. اسماعيل محمد صادق، "التجربة الماليزية...مهاতির محمد...والصحة الاقتصادية"، العربي للنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة الأولى، 2014.
7. إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في إدارة مخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات"، دار المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999.
8. بن الطاهر حسين، "محاضرات في الوقائع الاقتصادية"، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، قسنطينة، الجزائر، 2018.
9. بن الضيف محمد عنان، "مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية"، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2013.
10. جمال عبد العزيز العثمان، "الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة"، دار النهضة العربية، القاهرة، 2010.
11. جلال جويده عبد القصاص، "محددات الائتمان في السوق الرأسمالي والإسلامي - دراسة مقارنة"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2006.
12. حسن حمدي، "دليلك الى البورصة والأسهم وأسواق المال"، دار الكتاب العربي، الطبعة الأولى، دمشق، سوريا، 2006.
13. حسن عبد القادر العزاني، "التحوط في التمويل الإسلامي حماية للمال ودافع للتنمية"، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، الطبعة الأولى، الإمارات العربية المتحدة، 2015.

14. حسين علي بني هاني، " الأسواق المالية - طبيعتها - تنظيمها - أدواتها المشتقة"، مكتبة الكندي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2014.
15. خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، "مدخل إلى الأسواق المالية"، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
16. خبايا عبد الله، "الاقتصاد المصرفي" دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2013.
17. خليل الهندي، أنطوان الناشف، "العمليات المصرفية والسوق المالية"، المؤسسة الحديثة، الجزء الثاني، طرابلس، لبنان، 2000.
18. رمضان حافظ عبد الرحمان، "التأمين على الأنفس والأموال"، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2005.
19. رودني ويلسون، "المالية الإسلامية والتنمية الاقتصادية: الدروس المستفادة"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، السعودية، 2014.
20. نوال بن عمارة، "المراجعة والرقابة في المصارف الإسلامية"، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2013.
21. هشام فوزي دباس العبادي، "الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية"، الطبعة الأولى، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
22. زهرة علي محمد بن عامر، "التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2008.
23. زياد جلال الدماغ، "الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية"، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2012، عمان، الأردن.
24. سامي بن إبراهيم السويلم، "مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي"، مطابع الشبانان الدولية، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، 2013.
25. سامي بن إبراهيم السويلم، "موقف السلف من التورق المنظم"، دراسات علمية، مركز فقه المعاملات المالية، سوريا، سبتمبر 2004.
26. سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية"، مكتبة المعهد العالي للفكر الإسلامي، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 1996.
27. سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق"، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2009.
28. سليمان ناصر، "تطور صيغ التمويل قصيرة الاجل للبنوك الإسلامية"، الطبعة الأولى، نشر جمعية التراث، غرداية، الجزائر، 2002.
29. سامي بن إبراهيم السويلم، "التحوط في التمويل الإسلامي"، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، السعودية، 2007.
30. سامي بن إبراهيم السويلم، "التحوط في التمويل الإسلامي"، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، السعودية، 2007.
31. شامل محمد الحموي، "كيف تتعامل في البورصة"، الحريري للطباعة والنشر، القاهرة، مصر، 1998.
32. شهاب أحمد سعيد العززي، "إدارة البنوك الإسلامية"، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2012.
33. عبد الرزاق عفيفي، "بورصة الأوراق المالية والضرائب"، دار الكتب المصرية، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2008.
34. عبد الغفار حنفي، "بورصة الأسواق المالية"، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2003.
35. عبد الكريم أحمد قندوز، "الابتكار المالي ومقدمة إلى للهندسة المالية"، الكتب للنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 2017.

36. عبد الكريم أحمد قندوز، "المشتقات المالية"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
37. عبد الكريم قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، الطبعة الأولى، الرسالة ناشرون، بيروت، لبنان، 2009.
38. عز الدين محمد خوجة، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، مجموعة دلة البركة للبحث والتطوير، الطبعة الأولى، جدة، السعودية، 1993.
39. عبد الله بن محمد العمراني، محمد بن إبراهيم السحبياني، "التصكيك في الأسواق المالية الإسلامية - حالة صكوك الإجارة"، كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، السعودية، 2013.
40. عمر محمد ادريس، "المال واستخداماته بوصفه أصلاً في إصدار الصكوك في سوق الأوراق المالية"، جمعية دار البر، الطبعة الأولى، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2013.
41. فليح حسن خلف، "الأسواق المالية النقدية"، عالم الكتاب الحديث، عمان، الأردن، 2006.
42. قاسم نايف علوان، "إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق"، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2009.
43. مارك دودجسون، ترجمة زينب عاطف سيد، "الابتكار مقدمة قصيرة جداً"، مؤسسة هنداوي للتعليم والثقافة، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2014.
44. محمود حسين الوادي وحسين محمد سمحان، "المصارف الإسلامية، الامان النظرية والتطبيقات العملية"، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2012.
45. محمد عمر شابرا، طارق الله خان، "الرقابة والإشراف على المصارف الإسلامية"، ورقة مناسبات رقم 03، الطبعة الأولى، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، السعودية، 2000.
46. محب خله توفيق، "الهندسة المالية-الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2011.
47. محمد محمود العلجوني، "البنوك الإسلامية - أحكامها، مبادئها - تطبيقاتها المصرفية"، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008.
48. محمد الصيرفي، "البورصات"، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2007.
49. محمد بن علي القري، "الأسواق المالية"، دار حافظ، مركز أبحاث الإقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، جدة، السعودية، 1995.
50. محمد شابرا، "تحو نظام نقدي عادل"، ترجمة سيد محمد سكر، المعهد الإسلامي فرجينيا، الولايات المتحدة الأمريكية، الطبعة الثانية، 1990.
51. محمد صادق إسماعيل، "البورصات العربية بين التطوير والتحديات المستقبلية"، العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2016.
52. محمد الصادق إسماعيل، "التجربة الماليزية مهاتير محمد والصحة الاقتصادية"، القاهرة، مصر، العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2014.
53. محمد صالح الحناوي، طارق الشهراوي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2012.
54. محمد قاسم خصاونة، "اساسيات الإدارة المالية"، دار الفكر ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2011.
55. محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية - مؤسسات، أوراق، بورصات"، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2007.
56. مروان عطوان، "الأسواق النقدية والمالية: البورصات وتشكلاتها في عالم النقد والمال"، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، ط4، الجزائر، 2008.

57. مؤيد عبد الرحمن الدوري، سعد جمعة عقل، "إدارة المشتقات المالية"، مكتبة الجامعة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2012.

58. زكريا سلامة عيسى شطناوي، "الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2009.

59. نسرين عبد الحميد نبيه، "البورصة ماهيتها - تاريخها - مستقبلها، ومدى تأثير التداول بها خلال ثورات الدول العربية"، المكتب الجامعي الحديث، القاهرة، مصر، 2012.

60. نور الدين خبابة، "الإدارة المالية"، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، 1997.

رابعاً- أطروحات الدكتوراه

1. ابتسام ساعد، " دور آليات التمويل الإسلامي في رفع الكفاءة التمويلية للنظام المصرفي-التجربة الماليزية نموذجاً-"،

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية (منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، 2017.

2. شافية كتاف، " دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية-دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق العربية والإسلامية"، أطروحة مقدمة كجزء لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، (منشورة)، جامعة سطيف، الجزائر، 2014.

3. مختار بونقاب، " دور الهندسة المالية الإسلامية في إدارة مخاطر صيغ التمويل الإسلامي -دراسة حالة بنك البركة الجزائري وعينة من المصارف الإسلامية 2013-2016"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير (منشورة)، جامعة ورقلة، الجزائر، 2017.

4. نصابة مسعودة، " نحو نموذج إسلامي لسورق رأس المال تجربة ماليزيا نموذجاً"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه (منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2013.

5. يمينة ختروسي، "متطلبات إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية بالاعتماد على التجربة الماليزية والبحرينية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه (منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، الجزائر، 2017.

خامساً- الملتقيات والندوات والتظاهرات العلمية

1. إبراهيم يوسف، "التكامل الاقتصادي والسوق الإسلامية المشتركة"، المؤتمر العام الثاني والعشرون، المجلس الأعلى للشؤون الإسلامية، مصر، أيام 08-11 مارس 2010.

2. أحمد محي الدين أحمد، "حدود الهيئات الشرعية وإدارة المؤسسات المالية الإسلامية في التأكد من الالتزام بالأحكام الشرعية"، المؤتمر الثالث، "الهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، المنامة، البحرين، أيام 5-6 أكتوبر 2003.

3. الشيخ الداوي، سمية برنو، "أثر عملية إعادة الهندسة في تطوير الخدمة المصرفية-دراسة حالة البنك الوطني الجزائري-" المؤتمر الدولي الثاني، إصلاح النظام المصرفي، جامعة ورقلة، الجزائر، أيام 11-12 مارس 2008.

4. عباس منيرة، "الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية"، الملتقى الدولي الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، أيام 20-21 أكتوبر 2009.

5. باسل الشاعر، "الأسواق المالية من منظور المالية الإسلامية والمعايير الدولية"، المؤتمر الدولي الرابع للمالية والمصرفية الإسلامية، الجامعة الأردنية، كلية الشريعة، الأردن، أيام 16-17 أوت 2017.

6. بحوصي مجدوب، مولاي أسماء، " دور الأدوات المالية الإسلامية في تجنب الوقوع في الأزمات المالية في الأسواق المالية-بورصة ماليزيا نموذجاً-" الملتقى الدولي الثالث، الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، أيام 12-13 أبريل 2016.

7. بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز، "إستخدام الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر بالمصارف الإسلامية"، المؤتمر الدولي السنوي السابع، إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، جامعة الزيتونة الأردنية، الأردن، أيام 16-18 أبريل، 2007.

8. بن علي بلعروز، "إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية مدخل الهندسة المالية"، المؤتمر الدولي الرابع، التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية، الخرطوم، السودان، أيام 04 - 05 أبريل 2012.
9. بوجلال محمد، زابدي مريم، "دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الاوراق المالية الإسلامية" الملتقى الدولي الثاني، آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية"، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، أيام 8-9 ديسمبر 2013.
10. جقريف علي، حلوز فاطمة، "أثر الأزمات المالية على أداء الأسواق المالية الإسلامية-تحليل قياسي"، الملتقى الدولي الثالث، الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، أيام 12-13 أبريل 2016.
11. حدة رايس، زكية بوسنة، "التنظير الشرعي لمنتجات الهندسة المالية -الخيارات المالية-"، المؤتمر الدولي لمنتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، أيام 5-6 ماي 2014.
12. حكيم بوحرب، "دراسة أثر النصوص القانونية على عمليات الابتكار المالي الإسلامي - قانون الصكوك المالية الأردني نموذجاً-" مؤتمر دولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، أيام 5-6 ماي 2014.
13. حمزة علي، نعجة عبد الرحمن، "الضوابط الشرعية لإستخدامات الهندسة المالية كمدخل لتطوير المنتجات المالية الإسلامية"، الملتقى الدولي الثاني الصناعة المالية الإسلامية"، المدرسة العليا للتجارة. الجزائر، أيام 8-9 ديسمبر، 2013.
14. حمزة فطيمة، عطية حليلة، " دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تنشيط سوق رأس المال دراسة تجربة صندوق وبخيت السعودي خلال الفترة (الربع الثاني من 2007-الربع الاخير من 2015) مع امكانية تطبيقها في الجزائر"، الملتقى الدولي الثالث، الصناعة المالية الإسلامية إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، أيام 12-13 أبريل 2016.
15. خنيوة محمد أمين، حنان علي موسى، "منتجات الهندسة المالية الإسلامية - الواقع والتحديات ومناهج التطوير"، الملتقى الدولي الأول الإقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، غرداية، الجزائر، 23-24 فيفري، 2011.
16. راتول محمد، مداني محمد، " دور التورق كأداة مالية حديثة في التمويل وتطوير البورصة في الجزائر"، الملتقى الدولي الأول، سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة بسكرة، الجزائر، أيام 21-22 نوفمبر 2006.
17. رائد نصري أبو مؤنس، خديجة شوشان: " الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية"، المؤتمر الدولي في الاقتصاد والتمويل الإسلامي، إسطنبول، تركيا، أيام 11-9 سبتمبر 2013.
18. رفعت السيد العوضي، "الأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر والاقتصاد الإسلامي"، مقدم للدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، مكة المكرمة، أيام 25-29 ديسمبر، السعودية، 2010.
19. رشيد قرانم، "مشتقات الهندسة المالية الإسلامية في ظل المتغيرات الاقتصادية الراهنة بين إشكالية التنظير وآلية الممارسة"، الملتقى الدولي الرابع للمالية الإسلامية، الهندسة المالية الإسلامية بين الضوابط الشرعية والمستحققات الربحية والمقاصد التنموية، جامعة الزيتونة، صفاقس، تونس، أيام 27-28 أبريل 2016.
20. زاهر الدين محمد الماليزي، "تجربة ماليزيا في التنسيق بين المؤسسات المالية الداعمة للمصرفية الإسلامية"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، الإمارات العربية المتحدة، أيام 31 ماي-3 جوان 2009.
21. زلاطو نعيمة، "أهمية السوق المالية الإسلامية في تمويل الاقتصاد الجزائري"، الملتقى الدولي الثالث، الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، أيام 12-13 أبريل 2016.
22. زيدان محمد، "تفعيل دور الرقابة الشرعية والتدقيق المحاسبي في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، الإمارات العربية المتحدة، أيام 31 ماي-03 جوان 2009.

23. سامي بن إبراهيم السويلم, "التورق والتورق المنظم دراسة تأصيلية", بحث مقدم إلى مجمع الفقه الإسلامي رابطة العالم الإسلامي, مكة المكرمة, السعودية, أوت 2003.
24. شافية كتاف, ذهبية لطرش, "إجراءات ومتطلبات إنشاء وتفعيل السوق المالية الإسلامية", الملتقى الدولي الثالث, الصناعة المالية الإسلامية, المدرسة العليا للتجارة, الجزائر, أيام 12-13 أبريل 2016.
25. شلابي عمار, "المعايير الأخلاقية والشروط الشرعية لهندسة الأوراق المالية الإسلامية", الملتقى الدولي الرابع للمالية الإسلامية, الهندسة المالية الإسلامية بين الضوابط الشرعية والمستحقات الربحية والمقاصد التنموية, جامعة الزيتونة, صفاقس, تونس, أيام 27-28 أبريل 2016.
26. شوقي جباري, فريد خميلي, "دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية", المؤتمر العلمي الدولي, الأزمة المالية والإقتصادية العالمية المعاصرة من منظور الإقتصاد الإسلامي, جامعة العلوم الإسلامية العالمية, عمان, الأردن, أيام 01-02 ديسمبر 2010.
27. صاري علي, "الهندسة المالية الإسلامية- إشكالية المخاطر وآليات المعالجة", الملتقى الدولي الثالث, إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري, المدرسة العليا للتجارة, الجزائر, أيام 16-7 أكتوبر 2015.
28. صالح أحمد البربري, "المضاربة والتلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية", المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات الإسلامية, كلية الشريعة والقانون, جامعة دبي, الإمارات العربية المتحدة, أيام 15-17 ماي 2005.
29. صفوت عبد السلام عوض الله, "صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الإقتصاد الإسلامي", المؤتمر السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية, كلية الشريعة والقانون, كلية التجارة, دبي, الإمارات العربية المتحدة, أيام 15-17 ماي 2005.
30. صفية أحمد أبو بكر, "صناديق الاستثمار الإسلامية-أنواعها وخصائصها", المؤتمر السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية, كلية الشريعة والقانون, كلية التجارة, دبي, الإمارات العربية المتحدة, أيام 15-17 ماي 2005.
31. طلحوي فاطمة الزهراء, مدياني محمد, سياسة مكافحة الفقر في ماليزيا, الملتقى الدولي حول تقييم سياسات الإقلال من الفقر في الدول العربية في ظل العولمة, الجزائر, أيام 08-09 ديسمبر 2014.
32. عبد القادر زيتوني, "التصكيك الإسلامي, ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة المالية", المؤتمر العلمي الدولي, الأزمة المالية والإقتصادية العالمية المعاصرة من منظور الإقتصاد الإسلامي, جامعة العلوم الإسلامية العالمية, عمان, الأردن, أيام 01-02 ديسمبر 2010.
33. عبد الكريم أحمد قندوز, "إدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية من الحلول الجزئية إلى التأصيل", مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول, دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري, دبي, الإمارات العربية المتحدة, أيام 31 ماي-3 جوان 2009.
34. عبد اللطيف عبد الرحيم جناحي, "الصكوك الإسلامية بدائل للسندات التقليدية", مجمع الفقه الإسلامي الدولي, الدورة التاسعة عشرة, إمارة الشارقة, الإمارات العربية المتحدة, 2009.
35. عبد الله إبراهيم نزال, "كفاءة تسعير الأوراق المالية في السوق المالي الإسلامي", الملتقى الدولي الأول, الإقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل, غرداية, الجزائر, أيام 23-24 فيفري.
36. عبد الله بن محمد العمراني, "التلاعب في الأسواق المالية-دراسة فقهية", مقدم للدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي, مكة المكرمة السعودية, أيام 25-29 ديسمبر 2010.
37. عجيل جاسم النشمي, "الفائض وتوزيعه في شركات التأمين الإسلامي", المؤتمر التاسع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية, المنامة, البحرين, يوم 15 ماي 2010.
38. عز الدين قطوش, بوهلة هاجر, "الأطر التنظيمية والمنظمة للأسواق المالية الإسلامية", الملتقى الدولي الثالث, الصناعة المالية الإسلامية, المدرسة العليا للتجارة, الجزائر, أيام 12-13 أبريل.

39. علي بن الضب، "سلوك المرودية على الأسهم والمخاطرة في الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية"، الملتقى الدولي الأول، الاقتصاد الإسلامي واقع ورهانات المستقبل، غرداية، الجزائر، أيام 23-24 فيفري، 2011.
40. علي بن محمد العيدروس، "الرقابة الشرعية على المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، تعريفها، أهميتها، ضوابط العاملين فيها، مجالات عملها، تفعيلها"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، أيام 31 ماي-3 جوان 2009.
41. علي محمد أحمد أبو العز، "الابتكار في الصيغ التمويلية الإسلامية"، منشورات مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، سوريا، 2016.
42. علي محي الدين القرة داغي، "الصكوك الإسلامية -التوريق- وتطبيقاتها المعاصرة دراسة فقهية اقتصادية تطبيقية"، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2009.
43. عماري صليحة، سعدان آسيا، "المنتجات المالية الإسلامية بين التقليد والابتكار"، الملتقى الدولي الثاني، الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية النموذج المصرفي الإسلامي نموذجاً" خميس مليانة (عين الدفلة)، الجزائر، 5-6 ماي 2009.
44. عمر ياسين محمد خضيرات، "دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمة الاقتصادية و المالية المعاصرة"، المؤتمر الدولي، "الاقتصاد الإسلامي الواقع و الرهانات المستقبلية"، غرداية، الجزائر، 23-24 فيفري 2011.
45. فراحتية العيد، بوطورة فضيلة، "الأهمية الاستثمارية لصكوك المضاربة ودورها في تنشيط الأسواق المالية"، الملتقى الدولي الرابع للمالية الإسلامية، الهندسة المالية الإسلامية بين الضوابط الشرعية والمستحقات الربحية والمقاصد التنموية، جامعة الزيتونة، صفاقس، تونس، أيام 27-28 أبريل 2016.
46. كتاف شافية، بن دعاس زهير، "آلية بناء صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية"، الملتقى الدولي، منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية الإسلامية، جامعة سطيف 1، الجزائر، أيام 5-6 ماي 2014.
47. كساب رقية، "مقومات وآليات عمل الأسواق المالية الإسلامية-مع إشارة لتجرتي ماليزيا والسودان"، الملتقى الدولي الثالث، الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، أيام 12-13 أبريل 2016.
48. كمال توفيق الحطاب، "الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 31 ماي-03 جوان 2009.
49. كمال توفيق حطاب، "نحو سوق مالية إسلامية" المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية، 2005.
50. لعامرة جمال، رايس حدة، "تحديات السوق المالي الإسلامي"، الملتقى الدولي، سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، بسكرة، الجزائر، أيام 21-22 نوفمبر 2006.
51. لعمش آمال، شرفي سارة، "أهمية منتجات الهندسة المالية في الصناعة المصرفية الإسلامية -تجربة مصرف الإمارات الإسلامي في إصدار صكوك الإجارة"، المؤتمر الدولي منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 5-6 ماي 2014.
52. ماجدة أحمد شلبي، "مستقبل الصناعة المصرفية الإسلامية في ظل التحديات الدولية"، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، أيام 15-17 ماي 2005.
53. ماهر أحمد السوسي، "التكليف الفقهي لعقد المناقصة"، عقود المناقصات في الإسلام، كلية الشريعة بالجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، يوم 15 ماي 2005.
54. محمد البلطاجي، "نحو إيجاد مؤشرات مالية إسلامية"، مقدم لمؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 31-03 جوان 2009.

55. مجمع الفقه الإسلامي الدولي، "الندوة الأولى للأسواق المالية"، وزارة الأوقاف المغربية، الرباط، المغرب، أيام 24-25 أكتوبر 1989.
56. محمد بن إبراهيم السحبياني، عبد الله بن محمد العمراني، "قواعد التداول الإلكتروني في الأسواق المالية ونظرات في مستندها الفقهي"، المؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة، دبي، الإمارات العربية المتحدة، أيام 6-8 مارس 2007.
57. محمد زيات سلامة البخيت، "السوق المالي الإسلامي صمام أمان لأزمات المستقبل المالية"، الملتقى الدولي الرابع، الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور إسلامي، كلية العلوم الإدارية، الكويت، أيام 15-16 ديسمبر 2010.
58. محمد علي القري، "صناديق الاستثمار الإسلامي"، مقدم لندوة التطبيقات الاقتصادية الإسلامية المصرفية، أيام 9-10 ماي 1997.
59. محمد علي القري، "أدوات التحوط في الأسواق المالية وأحكامها الشرعية (الإختيارات-المستقبلات-البيع مع تأجيل البدلين-المبادلات)"، الندوة العلمية، التحوط في المعاملات المالية، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، دائرة الشؤون الإسلامية، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 01 ماي 2016.
60. محمد علي يوسف يونس الهواملة، "الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير العمل المصرفي"، مؤتمر الصيرفة الإسلامية بعد أربعة عقود من نشأتها، جامعة الزرقاء، الأردن، أيام 03-04 ماي 2017.
61. محمد عمراني، محمد رمضان، "إدارة المخاطر في المالية الإسلامية ودور الهندسة"، الملتقى الدولي الرابع للمالية الإسلامية، الهندسة المالية الإسلامية بين الضوابط الشرعية والمستحققات الربحية والمقاصد التنموية، جامعة الزيتونة، صفاقس، تونس، أيام 27-28 أبريل 2016.
62. محمد كريم قروف، "الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية"، الملتقى الدولي الأول للإقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، غرداية، الجزائر، 23-24 فيفري 2011.
63. مرابط محمد، بويريحة معاذ، "الصكوك الإسلامية كآلية لتفعيل وتطوير السوق المالية الإسلامية بالمملكة العربية السعودية -الواقع والتحديات-"، الملتقى الدولي الثالث، اشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، أيام 12-13 أبريل 2016.
64. معطى الله خير الدين، شرياق رفيق، "الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الإقتصادية"، الملتقى الدولي، مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الإقتصاد الإسلامي، جامعة قالم، الجزائر، أيام 03-04 ديسمبر 2012.
65. مهداوي هند وآخرون، "واقع وآفاق السوق المالية الإسلامية: دراسة تجارب بعض الإسلامية والغربية"، الملتقى الدولي الأول، الإقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، جامعة غرداية، الجزائر، أيام 23-24 فيفري 2011.
66. موسى بن منصور، "الابتكار المالي في المؤسسات المالية الإسلامية بين الأصالة والتقليد"، مؤتمر دولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، أيام 5-6 ماي 2014.
67. نوال سمرد، رفيق بشوندة، دور السوق المالي الإسلامي في معالجة السيولة النقدية-الصكوك الإسلامية نموذجاً، المؤتمر الدولي الثاني للمالية والمصرفية الإسلامية، كلية الشريعة الأردنية، الأردن، أيام 29-30 جويلية 2015.
68. هاجر سعدي، لامية لعلام، "دور الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار منتجات مالية إسلامية-العقود المالية المركبة نموذجاً"، مؤتمر دولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، أيام 5-6 ماي 2014.
69. هشام جبر، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، المؤتمر العلمي الأول الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، الجامعة الإسلامية، فلسطين، 8-9 ماي 2005.
70. هشام حنظل عبد الباقي، "الأسواق المالية والأزمات المالية والاقتصادية من منظور إسلامي"، المؤتمر الدولي الرابع، الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور إسلامي، كلية العلوم الإدارية، الكويت، أيام 10-11 نوفمبر 2010.

71. هناء محمد هلال الحنيطي، "دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية"، المؤتمر العلمي الدولي، الأزمة المالية والإقتصادية العالمية المعاصرة من منظور الإقتصاد الإسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، أيام 01-02 ديسمبر 2010.
72. وهبة مصطفى الزحيلي، "بطاقات الائتمان"، مقدم للدورة الخامسة عشرة للمجمع الفقهي الاسلامي، مسقط، سلطنة عُمان، أيام 6-11 مارس 2004.
73. يوسف بن عبد الله الشيبلي، "الرقابة الشرعية على المصارف ضوابطها وأحكامها ودورها في ضبط عمل المصارف"، بحث مقدم للدورة التاسع عشرة، إمارة الشارقة، الامارات العربية المتحدة 30 أبريل 2009.

سادسا-المقالات العلمية

1. ابتسام ساعد، رابح خوني، "تجربة المصرفية الإسلامية في ماليزيا تقييم أداء المصارف الإسلامية للفترة 2008-2015"، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد 30، جامعة ورقلة، الجزائر، سبتمبر 2017.
2. إبراهيم محمد شاشور، أسامة الحموي، "بطاقات الائتمان حقيقتها وتكييفها الشرعي"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 27، العدد الثالث، سوريا، 2011.
3. إسراء مهدي حميد، "الوساطة المالية في المصارف الإسلامية"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة بابل، العدد 02، المجلد 18، العراق، 2010.
4. الزعبي حمو، أزغار يحي، الصكوك الإسلامية كأداة لتنشيط سوق الأوراق المالية-التجربة الماليزية، مجلة الإقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 34، مركز فقه المعاملات المالية الإسلامية، سوريا، 2015.
5. المصري بلال محمد، أبو مدلل سمير مصطفى، "الهندسة الاقتصادية الماليزية في القضاء على الفقر والبطالة دروس مستفادة للاقتصاد الفلسطيني"، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد الثالث، العدد 03، جامعة بشار، الجزائر، سبتمبر 2017.
6. أيمن صالح فاضل، "السوق الإسلامية المشتركة المعوقات والحلول"، مجلة الملك عبد العزيز، الإقتصاد الإسلامي، المجلد 24، العدد 01، السعودية، 2011.
7. باسمه كزار حسن، "تطوير هيكلية سوق العراق المالي باستعمال اللامركزية"، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 109، جامعة البصرة، العراق، 2016.
8. بريك فريد، بوعتروس عبد الحق، "دور الوساطة المالية الحديثة في أزمة الرهن العقاري"، مجلة العلوم الإنسانية، عدد 45، جامعة قسنطينة، الجزائر، جوان 2016.
9. بن الضيف محمد عدنان، "نظام التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية"، أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة بسكرة، العدد الرابع عشر، الجزائر، ديسمبر 2013.
10. بو عبد الله علي، "تطور إصدار الصكوك المالية الإسلامية في بورصة ماليزيا"، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 14 جامعة مسيلة، الجزائر، 2015.
11. بوعلام بن جيلالي، يوسف عبد الله بن الزامل، "نحو إطار إسلامي للسوق المالية: تحليل نظري ورياضي لظاهرة المضاربة المالية"، مجلة العلوم الادارية، جامعة الملك سعود، العدد 04، السعودية، 1992.
12. تحالفات أسواق الأوراق المالية والسبل الممكنة لإقامة سوق إسلامية لأوراق المالية وغرفة مقاصة للأسهم والسندات، مجلة التعاون الاقتصادي بين الدول الإسلامية، مجلة التعاون الاقتصادي بين الدول الإسلامية، مركز انقرة، تركيا، 2004.
13. حاج ابراهيم عبد الرحمان، خير الناس ربيع، "مسيرة الاقتصاد الإسلامي في ماليزيا من خلال أفكار محمد مهاتير"، مقال على الرابط التشغلي <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2011/03>.
14. حازم بدر الخطيب، "دور وأهمية العائدات والأوراق المالية في أسواق المال الإسلامية"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد 11، الجزائر، ماي 2007.

15. حسام مسعودي، "أثر تطبيق نظام التداول الإلكتروني على أداء السوق المالية السعودية"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 04، جامعة ورقلة، الجزائر، ديسمبر 2013.
16. حسان خبابة، "دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة بسكرة، الجزائر، فيفري 2004.
17. حمزة شودار، "الصناعة المالية الإسلامية في الجزائر بين التجارب الدولية والمعوقات القانونية المحلية دراسة استقصائية لواقع وتطورات الصناعة المالية الإسلامية في العالم"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 15، 2015 جامعة سطيف، الجزائر.
18. رائد نصري أبو مؤنس، "قواعد هندسة المنتجات المالية الإسلامية دراسة تحليلية"، مجلة دراسات، علوم الشريعة والقانون، المجلد 43، العدد 01، الجامعة الأردنية، الأردن، 2016.
19. زايدي عبد السلام، "الهندسة المالية: مدخل لتطوير الصناعة المالية الإسلامية"، مجلة العلوم الإنسانية، السنة 06، العدد 38، السنة 2008.
20. زوبير بولحبال، "تعزيز البنية التحتية للسوق المالية الإسلامية-ماليزيا نموذجاً"، مجلة بيت المشورة للاستشارات المالية، العدد 05، الدوحة، قطر، أكتوبر 2016.
21. سامي بن إبراهيم السويلم، "المنتجات المالية الإسلامية بين الإبداع والتقليد"، جريدة الإقتصادية الإلكترونية، مقالات عن التمويل الإسلامي، السعودية، 2006.
22. سعيد بوهراوة، حليلة بوكروشة، "حوكمة المؤسسات المالية الإسلامية تجربة البنك المركزي الماليزي"، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، عدد 2، جامعة ورقلة، الجزائر، جوان 2015.
23. سناء نزار، موسى رحمان، دور الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال-دراسة سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة (2000-2014)، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد التاسع عشر، جامعة بسكرة، الجزائر، جوان 2016.
24. طهراوي أسماء، بن حبيب عبد الرزاق، "إدارة المخاطر في الصيرفة الإسلامية في ظل معايير بازل"، دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 19، العدد 01، 2013.
25. عبد الرحمان بن سانية، "قراءة في بعض تجارب الانطلاق الاقتصادي بالدول النامية"، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، العدد 11، جامعة غرداية، الجزائر 2011.
26. عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، "مستقبلات مقترحة متوافقة مع الشريعة"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، المجلد 15، السعودية، 2003.
27. عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، "نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، المجلد 11، السعودية، 1999.
28. عبد الرزاق سعيد بلعباس، "مراجعة علمية لكتاب فقه الهندسة المالية الإسلامية: دراسة تأصيلية تطبيقية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الإقتصاد الإسلامي، المجلد 29، العدد 03، السعودية، 2016.
29. عبد العظيم أبو زيد، "التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، المجلد 27، العدد 03، السعودية، 2014.
30. عبد الكريم أحمد قندوز، "ضعف الهندسة المالية تحد يواجه المؤسسات المالية الإسلامية"، المجلة المصرفية الإسلامية، العدد 10، فيفري 2010.
31. عبد الكريم أحمد قندوز، "إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية: مدخل الهندسة المالية الإسلامية"، مجلة الأكاديمية للدراسات الإجتماعية والإنسانية، العدد 09، جامعة الشلف، الجزائر، 2012، ص: 14.
32. عبد الكريم أحمد موسى قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية: مقارنة الفك والتكيب"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، المجلد 30، العدد 03، السعودية، أكتوبر 2017.

33. عبد الكريم قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية"، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز، الاقتصاد الإسلامي، المجلد 20، العدد 02، السعودية، 2007.
34. عبد الله بن سليمان بن عبد العزيز الباحث، "بطاقات المعاملات المالية ماهيتها واحكامها"، مجلة العدل، العدد 27، وزارة العدل السعودية، السعودية، مارس 2006.
35. عديلة خنوسة، "إيجاد سوق أوراق مالية إسلامية كمنهج لمعالجة الازمات المالية"، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، مركز أبحاث فقه المعاملات، سوريا، أكتوبر 2013.
36. علي أحمد درج، "التجربة التنموية الماليزية والدروس المستفادة منها عربيا"، مجلة جامعة بابل، العلوم الصيرفية والتطبيقية، العدد 3، المجلد 23، العراق، 2015.
37. علي أحمد درج، "التجربة التنموية الماليزية والدروس المستفادة منها عربيا"، مجلة جامعة بابل، العلوم الصيرفية والتطبيقية، العدد 03، المجلد 23، العراق، 2015.
38. فتح الرحمن علي محمد صالح، "أدوات سوق النقد الإسلامية مدخل للهندسة المالية الإسلامية"، مجلة المصرفي، بنك السودان، العدد 26، الخرطوم ديسمبر 2002.
39. كتاف شافية، ذهبية لطرش، "عقود المشتقات المالية بين الأهمية الاقتصادية والرؤية الشرعية"، مجلة آفاق العلوم، جامعة الجلفة، العدد السابع، الجزائر، مارس 2017.
40. كتاف شافية، "أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة مسيلة، الجزائر، العدد 14، 2014.
41. لشهب الصادق، بوريش أحمد، "تحليل عوامل نجاح التجربة الماليزية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية"، المجلة الجزائرية -226 للدراسات المحاسبية والمالية، العدد 01، جامعة ورقلة، 2015.
42. محسن خان، عباس ميرخوار، "الإدارة النقدية في اقتصاد إسلامي"، الاقتصاد الإسلامي، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، المجلد 14، المملكة العربية السعودية، 2002.
43. محمد محمود، "الصكوك الإسلامية تجتاح السوق المالية الآسيوية"، مقال منشور في موقع إسلام أون لاين بتاريخ 2016/10/11، رابط المقال: <http://islamonline.net/18573> تاريخ التصفح: 2016/11/25. 12.35.
44. مختار بونقاب، "دور الهندسة المالية الإسلامية في إدارة مخاطر صيغ التمويل الإسلامي-دراسة حالة بنك البركة الجزائري"، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 05، الجزائر، ديسمبر 2016.
45. مداني أحمد، "دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الازمات في الأسواق المالية ومتطلبات إصلاحها"، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 10، المملكة العربية السعودية، جوان 2013.
46. مرغاد لخضر، "الهندسة المالية من منظور إسلامي (مع الإشارة إلى تجارب بعض الدول)"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد 39، الجزائر، فيفري 2013.
47. مشري فريد، عتروس صبرينة، "السوق المالية الإسلامية-المفهوم والأدوات. تجربة السوق المالية الإسلامية العالمية (البحرين)"، مجلة الاجتهاد القضائي، العدد 11، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2017.
48. مفتاح صالح، سلطان مونييه، "الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية (دراسة حالة سوق ماليزيا)"، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة بسكرة، الجزائر، العدد 13 لسنة 2013.
49. منى خالد فرحات، "توريق الدين التقليدي والإسلامي (دراسة مقارنة)". مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 29، العدد الأول، سوريا، 2013.
50. نادية جودة، "الأسواق المالية الإسلامية"، الملتقى الدولي الثالث، الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، أيام 12-13 أبريل 2016.
51. نادية فاضل عباس فضلي، "التجربة التنموية في ماليزيا من العام 2000-2010"، دراسات دولية، العدد الرابع والعشرون، جامعة بغداد، العراق، 2012.

52. نسرين بن زوي، "إعادة الهندسة المالية لسوق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمات"، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، العدد 12، الجزائر، جوان 2014.

53. هيام محمد عبد القادر الزيدانين، "الرقابة الشرعية على المصارف الإسلامية بين التأصيل والتطبيق"، دراسات علوم الشريعة والقانون، المجلد 40، العدد 1، 2013، الأردن.

54. يوسف سعاد، مخلوفي عبد السلام، "دور الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار منتجات مالية إسلامية"، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة بشار، المجلد الثالث، العدد 01، الجزائر، مارس 2017.

سابعاً-التقارير الدورية والنشريات والدورات التكوينية

1. الابتكار والتكنولوجيا في التمويل الإسلامي، تقرير بنك نيجارا ماليزيا، 2016.
2. الإجراءات التنفيذية لقواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية، تقرير البورصة المصرية، 20 أوت 2017.
3. التقارير المجمعة من موقع السوق المالية الإسلامية الدولية، متوفر على الرابط: <http://www.iifm.net>
4. السيد نصر الدين، "الابتكار وإدارته"، كراسات مستقبلية، سلسلة غير دورية تعنى بتقديم الاجتهادات الفكرية والعلمية ذات التوجه المستقبلي، المكتبة الأكاديمية، مصر، 2014.
5. العياشي فداد، "الرقابة الشرعية ودورها في ضبط اعمال المصارف الإسلامية، أهميتها، شروطها، طريقة عملها"، ورقة مناسبات، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، السعودية، 2009.
6. بشير محمد فضل الله، "تجربة البنك الإسلامي للتنمية في دعم التنمية في الدول الإسلامية والتحديات المستقبلية التي تجابه الصناعة المصرفية الإسلامية"، مجمع الفقه الإسلامي، منتدى الفكر الإسلامي، جدة، السعودية، 11 أبريل 2006.
7. تقرير وطني مقدم وفقاً للفقرة 15 (أ) من مرفق قرار مجلس حقوق الإنسان 1/5، ماليزيا، الجمعية العامة، الأمم المتحدة، الدورة الرابعة، جينيف، فبراير، 2009.
8. رياض بن راشد عبد الله آل رشود، "التورق المصرفي"، إصدارات وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية، الطبعة الأولى، قطر، 2013.
9. سليمان ناصر، "كيف تكون في خدمة النظام المعرفي الإسلامي؟"، الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطورها في الاقتصاديات المغاربية، جامعة سطيف، الجزائر، أيام 25-28 ماي 2003.
10. طارق الله خان، حبيب أحمد، "إدارة المخاطر-تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية" ورقة مناسبات (05)، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتمويل، جدة، السعودية، 2003.
11. عبد العزيز الربيعي، "تعليق التداول في أسهم الشركات المخالفة خطوة هامة لتنظيم سوق الأسهم السعودية"، جريدة الرياض، مؤسسة الإمامة الصحفية، العدد: 13437، المملكة العربية السعودية، 2005.
12. وجهة النظر الإسلامية في الأوراق المالية المعاصرة، تقرير بورصة فلسطين، برنامج التوعية الاستثمارية، نابلس، فلسطين، أكتوبر 2010.

ثامنا-مواقع الانترنت

1. موقع ويكيبيديا.

قائمة المراجع باللغة الأجنبية:

First- Dictionaries

1. Oxford living Dictionaries.
2. Merriam-Webster Dictionarie.
3. dictionary.cambridge dictionary-
4. Cambridge Business English Dictionary .

Second-Books

1. Marek Dabrowski, "**Potential impact of financial innovation on financial services and monetary policy -Case Reports**," Center for Social and Economic Research, Warsaw, Poland, 2017.
2. Valdonè Darskuvienè, "**Financial Markets**", Development and Approbation of Applied Courses Based on the Transfer of Teaching Innovations in Finance and Management for Further Education of Entrepreneurs and Specialists in Latvia, Lithuania and Bulgaria, 2010.
3. Sandrine Lardic Valérie Mignon, "**L'efficience informationnelle des marchés financiers**", la Découverte, paris ,France, 2006.
4. Suwailem, Sami Al-Suwailem, "**Venture Capital: A Potential Model of Musharakah**", Al Rajhi Banking and Investment, Corp Research Center, Riyadh, Kingdom of Saudi Arabia, 1998.
5. **Introduction to financial Market**, First Edition Part 01 Central Board of Secondary Educcation Community Centre Preet ,Vihar, Delhi-110092, India.
6. **Financial Markets and Securities**, Second Edition of Fundamentals of Healthcare Finance,Health Administration Press American College of Healthcare Executives Chicago, Usa, 2012.
7. Hanudin Amin and others, "**The Islamic Money Market** ", In book: Islamic Financial Institutions and Markets, Chapter: 5, Publisher: UKM.,Malaysia, March 2013.
8. Salih N.Neftci, "**Principles of Financial Engineering**," Academic Press is animprint of Elsevier, Seconde Edition California, Usa, 2008.
9. Valdonè Darskuvienè, "**Financial Markets**", Development and Approbation of Applied Courses Based on the Transfer of Teaching Innovations in Finance and Management for Further Education of Entrepreneurs and Specialists in Latvia, Lithuania and Bulgaria, 2010.
10. Neha Singhi ,"**Capital Market Instruments**", Securities Laws and Compliances Oral Tution Classes-EIRC of ICSI ,Sinungan, Muchdarsyah, Manajemen Dana Bank, Jakarta, PT Bumi Aksara, 1997.
11. Liew Soon Bin, and Edmond C. Prakash, "**Hierarchical Volume Visualization for Financial Data**", School of Computer Engineering, Nanyang Technological University, Singapore, 2006.
12. Zvi bodie, "**Finacial Engineering and Social Security Reform**",National Bureau of Economic Research university of Chicago Press, January, USA, 2001.
13. Frederic S. Mishkin, "**The Economics of money Banking and Financial Markets**,"The addison-Weley Series in economics 7th ed, columbia university, USA, 2004.
14. Douglas J.Cumming & Sofia A. Johan, "**Venture Capital and Private Equity Contracting An International Perspective**", Elsevier Inc, United States, 2009.
15. Joseph lim, Anthony saunders, "**Initial Public Offerings: The Role of Venture Capitalists**", The Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts, United States, 1990.

Third- Articles and Magazines

1. Sami Al-Suwailem, "**Towards An Objective Measure Of Gharar In Exchange**", Islamic Economic Studies Vol. 7, Nos. 1 & 2, l'Institut Islamique de Recherche et de Formation, Jeddah, Saudi Arabia, Oct. 1999, Apr, 2000.
2. Jérôme Lasserre Capdeville , "**La finance islamique : une finance douteuse ?** ", Les Cahiers de la Finance Islamique No2, Ecole de Management, Strasbourg ,France, décembre, 2010.
3. Joanna Błach, "**Financial Innovations And Their Role In The Modern Financial System – Identification And Systematization Of The Proplem**", University of Information Technology and Management Financial Internet Quarterlye-Finanse Vol. 7, No 3, Rzeszów, Poland, 2011.
4. Joanna Błach, "**Financial Innovations And Their Role In The Modern Financial System – Identification And Systematization Of The Proplem**", University of Information Technology and Management Financial Internet Quarterlye-Finanse Vol. 7, No 3, Rzeszów, Poland, 2011.

5. Kotby, Hussein, "**Financial Engineering for Islamic Banks: The Option Approach Comment by Sami Al swailem**", J.KAU: Islamic Economics, vol8, Saudi Arabia, 1996.
6. Masudul Alam Choudhury, "**Islamic Critique and Alternative to Financial Engineering Issues Comment by Zubair Hasan**," **Islamic Economic Studies**" Vol 22 No2, l'Institut Islamique de Recherche et de Formation, Jeddah, Saudi Arabia, 2009.
7. Mohd Edil Abd sukor, Rusnah Muhamad, "**Malaysian Sukuk Issues In Accounting Standard** ",Shariah Journal, Vol 16 No.1 Jurnal Syariah ,Jil 2008,
8. Abdelhamid El ghazali, "**Man id the Basis of the islamic Strategy for Economics Development**", Islamic Economics Translation series No.1 First Edition, Islamic Development Bank, Jeddah, Saudi Arabia, 1994.
9. Khaled A. Hussein, "**Islamic investment: Evidence from Dow Jones and FTSE indices**", Islamic Economic Studies, Vol. 12, No1, Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank, Jeddah, Saudi Arabia, August 2004 .
10. Fouad H. Al-Salem, "**Islamic financial product innovation** ", International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management, Vol. 2 No. 3, Bingley, Royaume-Uni , 2009.
11. Henry w, Chesbrough, "**Making Sens of Corporate Venture Capital**", Harvard Business Review 80, No3, Usa, March 2002.
12. Amelie Charles Olivier Darné, "**Are the Islamic indexes size or sector oriented?**" ,Evidence from Dow Jones Islamic indexes Economics Bulletin volume 35 Issue 3 , Australia.2002.
13. Romain, A. and Pottelsberghe, "**The Economic Impact of Venture Capital**", Studies of the Economic Research Center, Series 1, No,19, Germany, 2004.
14. Association of the Luxembourg fund industry, "**Islamic Funds Collection of best practices for setting-up and servicing Islamic funds Guidelines**", December 2012, Publications_Statements/Brochures/ALFI-Islamic-funds.pdf
15. Bernard guilhon, Sandra montchaud, "**Le capital à risqué et les jeunes entreprises innovantes problématique et enjeux**", Revue internationale P.M.E économie et gestion de la petite moyenne entreprise, Vol 16, No,3-4,Canada, 2003.
16. Ainagul Amangeldinovna Adambekova and Regina Ernstovna Andekina, "**Financial Market and its Definitions: Transformation of Scientific Concepts**", World Applied Sciences Journal 27 (Education, Law, Economics, Language and Communication, Kazakhstan, 2013.
17. Salehabadi & Mohammad Aram, "**Islamic Justification Of Derivative Instruments**", International Journal of Islamic Financial Services Management (IJFSM),World Trade Centre, Vol.4, No.3, Genève, Switzerland, 2002.
18. M. Fahim Khan, "**Islamic Futures and Their Markets**", Islamic Development Bank, Research Paper No.32, King Fahd National Library Cataloging-in-Publication Data, Saoudi Arabia, 1997.
19. Sobreira Rogério, "**Innovation financière Etinvestissement Le cas de la titrisation In novations**", Graduate School of Business, Vol 1, No. 19, Getulio Vargas Foundation, Brazil, 2004.
20. Joanna Blach, "**Financial Innovations And Their Role In The Modern Financial System – Identification And Systematization Of The Proplem**", University of Information Technology and Managemnt Financial Internet Quarterlye-Finanse Vol. 7, No 3, 2011, Rzeszów, Poland.
21. Hoda Ahmed Ibraheim, "**Mechanisms of financial Engineering as new Alternatives**",ResearchersWorld ,journal of Arts Science and Commerce ,vol 4, 3 july ,2013.
22. John Kiff, Uri Ron et Shafiq Ebrahim , "**L'utilisation des swaps de taux d'intérêt et des swaps de devises par le gouvernement fédéral**", Revue De La Banque Du Canada, Canada , Hiver 2000-2001.
23. Sherin Kunhibava, "**Derivatives In Islamic Finance**" ,International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA) , Research Paper , No7, Kuala Lumpur, Malaysia, 2010.
24. Sami Al-Suwailem , "**Financial Engineering: An Islamic Perspective**" ,Islamic Development Bank , vol.9, No.1, Jeddah, Saudi Arabia, Januari, 2007.
25. Khalaf Al-Taani, "**Challenges facing financial engineering with Islamic rules**" , International Journal of Economics, Finance and Management Sciences Vol. 1, No. 5, Irbid National University, Irbid , Jordan, 2013.
26. Issouf Soumaré, "**La pratique de la finance islamique**", Assurances et gestion des risques, vol. 77(1-2), uneversité laval ,Canada , avril-juillet, 2009.
27. Shatha Abdul-Khaliq, "**Comparison study of Murabaha and Istisnaa in Islamic banking in Jordan**", California State University, Vol 5, No 9, Usa, January, 2014.
28. Rodney Wilson, "**Innovation in the structuring of Islamic sukuk securities Humanomics**" , International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management Vol. 24 No. 3, Bingley, Royaume-Uni, 2008.
29. Maulana Taqi Usmani , "**Murabahah**" , An online publication by accountancy.com.pk.

31. Younes Elahi Mohd Ismail Abd Aziz, " **Islamic options (al-Khiyarat); Challenges and opportunities**" International Conference on Information and Finance IPEDR, vol21 ,IACSIT Press, Singapore, 2011.
32. Scott Shane † "**Hnadbook of technology and Innovation Management**" † A John Wiley and Sons LTD Publication † United Stases † 2008 .
33. Peter Ferdinand Drucker, " **The Discipline of Innovation** ",Harward Business Review, Usa , November – December 1998.
34. Mahmoud A. El-Gamal, " **Islamic Finance Law, Economics, and Practice**" ,Published in the United States of America by Cambridge University Press, New York 2006.
35. -**Handbook on Basics of Financial Market** National Stock Exchange of India Limited "Exchange Plaza", Bandra Kurla Complex, Mumbai, india, February ,2008.
36. Sumit Kaur, "**Financial Market Development and Integration: A look at the Indian story**", Student of PGDM Program (Finance) S. P. Jain Institute of Management and Research, Mumbai, March 2014.
37. Junaid Haider Muhammad Azhar, "**Islamic Capital Market Sukuk and its Risk Management in the Current Scenario**", Umea School of Business Spring Semester, Sweden 2010.
38. Choudhury, Masudul Alam Choudhury, " **Islamic Venture Capital: A Critical Examination**",Published By The Journal of Economic Studies, Vol 28, No1,Romain, 2001 .

Fourth- Scientific Conferences And Courses

1. Abdullaah Jalil," **Islamic Venture Capital: A New Source of Islamic Equity Financing**", Seminar Ekonomi : dan Kewangan Islam, ESSET. Bangi, Malaysia 29-30 August 2005.
2. Joni tankin borhan Mohammad Taqiuddin Mohamad "**Issuing Sukuk in Malaysia Securitization and Issues**" Paper presented at the Interna o nal Seminar on Sukuk and Islamic Financing Instruments 12 Organised by IKIP and Yarmouk University in Jordan. 13 November 2013.
1. Qurah Dèghè," **Islamic Øukok, Securitization And Their Contemporary Applications A Practical Fiqhi & Economic Study**", The Internationa Islamic Fiqh Academy Of The Organization Of The Islamic Conference, Nineteenth Session The Emirate Of Sharjah The United Arab, Emirates, 26 – 30 April 2009.
2. Humayon Dar Chairman, " **Innovation & Financial Engineering in Islamic Finance**", Durham Centre for Islamic Economics and Finance and ISAR-Istanbul Foundation for Research and Education; Istanbul Commerce University, Istanbul, 19th-22nd September ,2011, turkey.
3. Ahmad Mohamed Ali, "**The Emerging Islamic Financial Architecture**" , Proceedings of the Fifth Harvard University Forum on Islamic Finance: Islamic Finance: Dynamics and Development Cambridge, Massachusetts, Center for Middle Eastern Studies, Harvard University, Usa, 2000.
4. Tariqullah KhanIslamic, " **Financial Architecture and Infrastructures:Development and Challenges**" , IRTI-GDLN, World Bank, Washington, Usa, April 7, 2009.
5. Tariqullah KhanIslamic, " **Financial Architecture and Infrastructures:Development and Challenges**" , IRTI-GDLN, World Bank, Washington, Usa, April 7, 2009.
6. Valdonè Darskuvienè," **Financial Markets**", Development and Approbation of Applied Courses Based on the Transfer of Teaching Innovations in Finance and Management for Further Education of Entrepreneurs and Specialists in Latvia, Lithuania and Bulgaria, 2010.
7. Selman sayed- ali , "**islamic capital market products- development and challenges**", (islamic development bank.IRTI), occasioan paper N⁰: 9, Jeddah, Saudi Arabia, 2005.
8. Selman sayed- ali , "**islamic capital market products- development and challenges**", (islamic development bank.IRTI), occasioan paper N⁰: 9, Jeddah, Saudi Arabia, 2005.
9. Mahfoud Djebbar, "**Islamic Financial Markets: Achievements, prospects, and challenges**", Troisième Forum international, Industrie financière islamique, Ecole supérieure de commerce, Alger, 12-13 avril.
10. Alsayed, Nidal,"**The Uses and Misuses of Commodity Murabaha: Islamic Economic Perspective**", Munich Personal RePEc Archive Paper No. 20262, posted 26.10, Germany, January, 2010, Online at <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/20262/>
11. Tariq Al-Rifai, "**Islamic Equity Funds: A Brief Industry Analysis**" , Failaka International Inc, Koweit, October 1, 1999. www.failaka.com.
12. Tariq Al-Rifai Aamir Khan,"**The Role of Venture Capital in Contemporary Islamic Finance**", The International Investor/ABN AMRO,2000 .
13. Abdul Wassay Haqiqi, " **Challenges Of Islamic Banking And Finance**", International Confèrence Islamic Banking And Finance, 8th-9th, Afghanistan, Juin 2010.
14. Valdonè Darskuvienè," **Financial Markets**", Development and Approbation of Applied Courses Based on the Transfer of Teaching Innovations in Finance and Management for Further Education of Entrepreneurs and Specialists in Latvia, Lithuania and Bulgaria, 2010.

15. Mohammad Nejatullah Siddiqi , " **Economics Of Tawarruq** " , Workshop on Tawarruq: How its Mafasid overwhelm the Masalih Methodological issue in Sharī'a-Compliant Finance, Malaysia, February 1, 2007.
16. Mohamad Isa Abd Jalil, " **The Contemporary Model of Waqf Structure** " , The International Conference on Islamic Leadership and Management, Universiti Islam Sultan Sharif Ali, Brunei, 2016.
17. Guermah hayet , " **le role de la finance islamique dans le dynamisme économique de la malaisie** " Troisième Forum international, Industrie financière islamique, Ecole supérieure de commerce, Alger, 12-13 avril 2016.

Fifth-Theses

1. Justus Obuba Kenyore, " **Effect Of Financial Innovations On Financial Deepening In Kenya** " , Research Project Submitted In Partial Fulfillment For The Award Of A Master Of Business Administration Degree, University Of Nairobi, Kenya, October ,2013
2. Mohammed Waleed Alswaidan , " **An Investigation Of Sukuk Structure Risk** " , The thesis is submitted in partial fulfillment of the requirements for the award of the degree of Doctor in Economics and Finance of Philosophy , University of Portsmouth, Royaume-Uni , June 29, 2017.
3. Mohammed Waleed Alswaidan , " **An Investigation Of Sukuk Structure Risk** " , The thesis is submitted in partial fulfillment of the requirements for the award of the degree of Doctor in Economics and Finance of Philosophy , University of Portsmouth, Royaume-Uni , June 29, 2017.

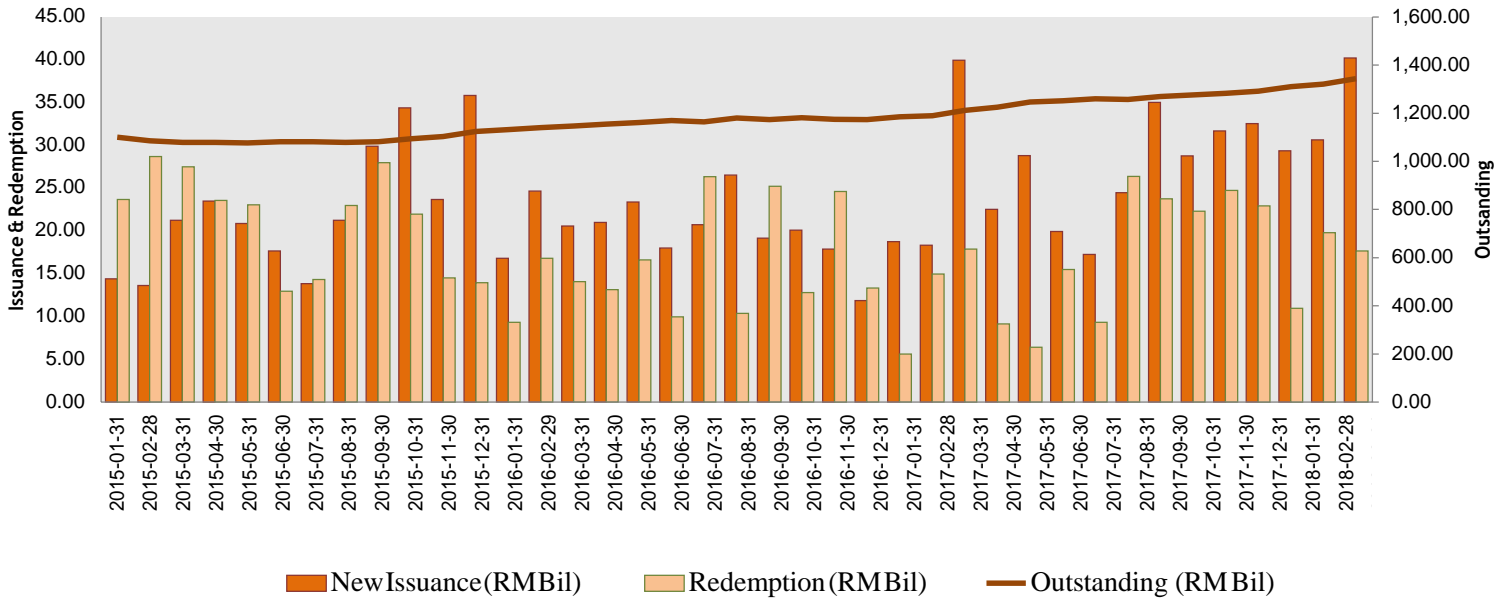
Sixth-Reports

1. Islamic Markets brochure, Bursa Malaysia Islamic Markets.
2. Islamic Financial Services Board, Islamic financial Services Industry, Stability Report 2017.
3. International Islamic Financial Market ,A comprehensive Study of the Global Sukuk Market, , 6th Edition Report, July 2017.
4. Islamic Markets brochure, BURSA MALAYSIA ISLAMIC MARKETS.
5. Bank Negara Malaysia, Annual Report Economic Developments in 2017. Client note , " **Islamic finance Shariah, Sukuk & Securitisation** " ,Hogan Lovells Entreprise Royaume-Uni, 2004.
6. Deloitte _Introduction to Derivative Instruments_Part1 .pdf , Linkn learn, 12 May 2016.
7. **Diversification of Islamic Financial Instruments**, Comcec Coordination Office, turkey, October 2017.
8. **Prospectus Démission Des Sukuk Ijara Bmci**, Report Banque Mauritanienne Pour Le Commerce International, 2015-2020.
9. Securities Commission Malaysia, " **Bi-annual Bulletin on The Malaysian Islamic Capital Market** " , Vol 12 No1 January-June 2017.
10. Securities Commission Malaysia, " **Bi-annual Bulletin on The Malaysian Islamic Capital Market** " , Vol 12 No2 July-December 2017.
11. Securities Commission Malaysia, Islamic Capital Market Statistics, Report Annual, 2017.
12. Securities Commission Malaysia, Derivatives Market Overall Statistics Annual Report, 2017.
13. Securities Commission Malaysia, Annual Report, Shariah-Compliant Securities on Bursa Malaysia 2017.
14. Securities Commission Malaysia, Fund Management Statistics Annual Report, 2017.
15. Securities Commission Malaysia, Bond Sukuk Market Overall ,Report Annual, 2017.
16. Securities Commission Malaysia, " **Islamic Fund and Wealth Management Blueprint** " (IFWM Blueprint) 12 January 2017.
17. Securities commission Malaysia , **Islamic Fund and Wealth Management Blueprint** ,2017 .
18. Securities Commission Malaysia, " **Capital Markets Malaysia** " , Financing The Future , 2015. Malaysia World Islamic Finance Market Palace Insight Report Islamic PE VC September 2015. Securities Commission Malaysia, " **Islamic Fund and Wealth Management Blueprint** " , (IFWM Blueprint) 12 January 2017
19. Advancing the Field of Quantitative Finance formerly the IAFE, www.iaqf.org/financial-engineering.
20. **Revised Shariah Screening Methodology** -Dialogue Session with Public Listed Companies Suruhanjaya Sekuriti Securities Commission Malaysia 20-21 February 2013.
21. Rushdi Siddiqi , " **Dow Jones Islamic Market** " ,Indexes Quarterly Newsletter www.djislamicmarkets.com Report, pdf, August, 2008.

قائمة الملاحق

الملحق رقم (01): إحصائيات السندات والصكوك الإسلامية في السوق المالية الإسلامية الماليزية
للفترة (2018-2015)

1- إحصائيات السندات والصكوك



2- إحصائيات سندات الشركات

Year	Month	Corporate Bonds Outstanding (RM Bil)	Corporate Bonds Issuance (RM Bil)	Corporate Bonds Redemption (RM Bil)
2015		143.00	28.78	19.84
2016		139.31	20.83	24.52
2017		150.39	37.23	26.14
2018	Jan 2018	150.60	1.26	1.06
	Feb 2018	150.82	1.03	0.80
	Mar 2018	152.26	3.83	2.39

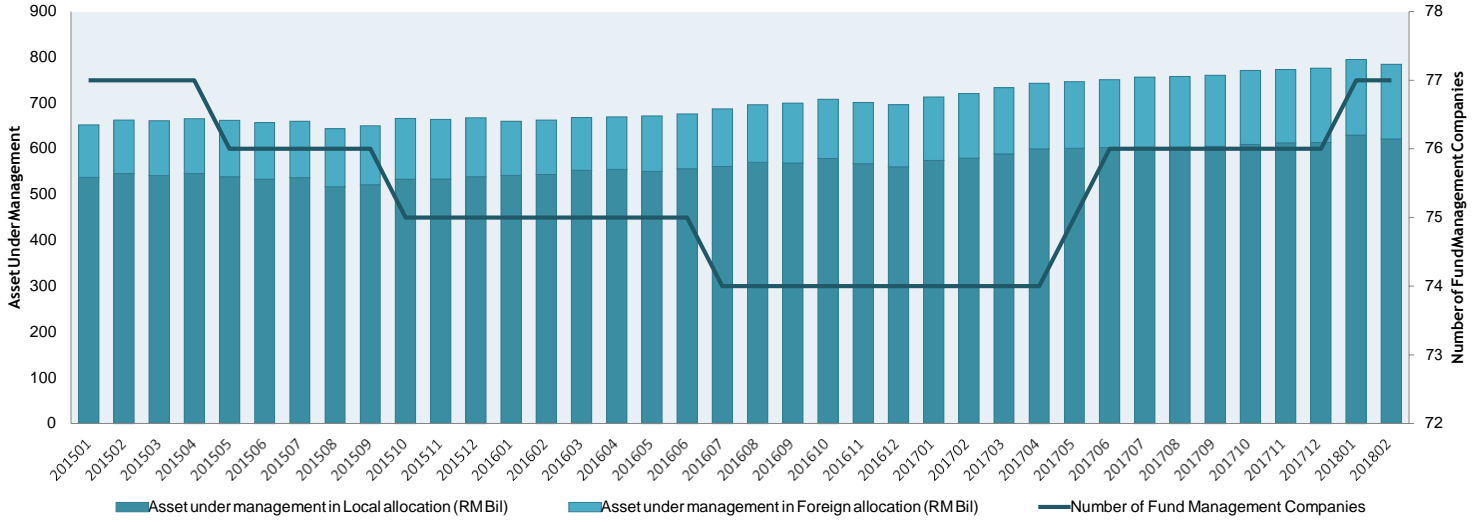
3- إحصائيات صكوك الشركات

Year	Month	Corporate Sukuk Outstanding (RM Bil)	Corporate Sukuk New Issuance (RM Bil)	Corporate Sukuk Redemption (RM Bil)
2015		361.33	57.57	20.93
2016		393.45	64.82	32.70
2017		454.49	87.65	26.62
2018	Jan 2018	461.04	8.29	1.74
	Feb 2018	464.05	5.91	2.90
	Mar 2018	472.80	9.31	0.55

Source: Securities Commission Malaysia.

الملحق رقم (02): إحصائيات صناديق الاستثمار في السوق المالية الماليزية
للفترة (2015-2018)

1- إحصائيات إدارة الصناديق



2- تخصيص الأصول للإدارة الشاملة للصندوق الإسلامي

Year	Month	AUM (RM Bil)						Total
		Equities	Fixed Income Securities	Money Market Placement	Unit Trust Funds	Private Equity / Unquoted Stocks	Others	
2015		328.73	137.3	156.3	19.39	12.4	13.58	667.8
			2	4		6		1
2016		336.51	142.5	164.4	20.75	13.5	18.47	696.2
			6	4		5		7
2017		396.12	154.3	164.1	27.58	11.9	22.10	776.2
			7	4		2		3
2018	Jan 2018	407.56	153.3	165.8	27.32	11.1	30.00	795.1
			2	1		0		1
	Feb 2018	400.54	150.5	164.6	28.19	11.0	29.68	784.6
			3	7		1		2

3- تخصيص الأصول في الشريعة الإسلامية

Year	Month	Shariah (RM Bil)						Total
		Equities	Fixed Income Securities	Money Market Placement	Unit Trust Funds	Private Equity / Unquoted Stocks	Others	
2015		54.26	30.72	40.74	1.03	0.23	5.41	132.38
2016		57.77	32.75	47.56	1.30	0.18	10.07	149.64
2017		68.60	36.03	56.02	1.82	0.14	8.21	170.83
2018	Jan 2018	70.59	35.69	55.52	1.75	0.14	7.94	171.63
	Feb 2018	68.60	34.98	54.71	1.74	0.14	7.75	167.92

4- تخصيص الأصول على الاستثمار الأجنبي

Year	Month	Foreign (RM Bil)						Total
		Equities	Fixed Income Securities	Money Market Placement	Unit Trust Funds	Private Equity / Unquoted Stocks	Others	
2015		72.93	29.11	0.86	10.22	7.79	7.84	128.75
2016		78.38	27.74	1.04	10.75	9.05	8.45	135.41
2017		98.92	27.67	1.19	16.36	8.92	9.34	162.41
2018	Jan 2018	103.51	26.99	0.66	15.77	8.21	9.49	164.63
	Feb 2018	100.87	26.41	0.64	16.57	8.11	10.02	162.62

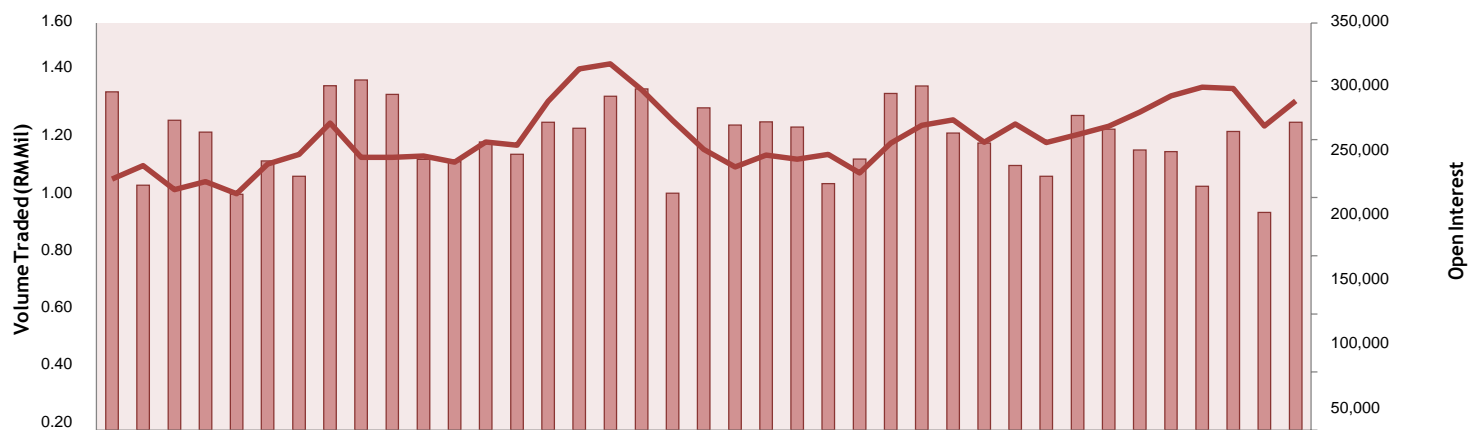
5- توزيع الأصول على الاستثمارات الأجنبية الشرعية

Year	Month	Foreign Shariah (RM Bil)						Total
		Equities	Fixed Income Securities	Money Market Placement	Unit Trust Funds	Private Equity / Unquoted Stocks	Others	
2015		17.37	12.45	0.00	0.33	0.21	2.15	32.50
2016		20.33	11.37	0.00	0.48	0.16	2.34	34.69
2017		28.24	10.54	0.00	0.73	0.12	2.47	42.09
2018	Jan 2018	29.48	10.38	0.00	0.64	0.12	2.09	42.71
	Feb 2018	28.61	10.22	0.02	0.64	0.12	2.25	41.84

Source: Securities Commission Malaysia

الملحق رقم (03): إحصائيات المشتقات المالية في السوق المالية الإسلامية الماليزية
 للفترة (2015-2018)

1- إحصائيات المشتقات المالية



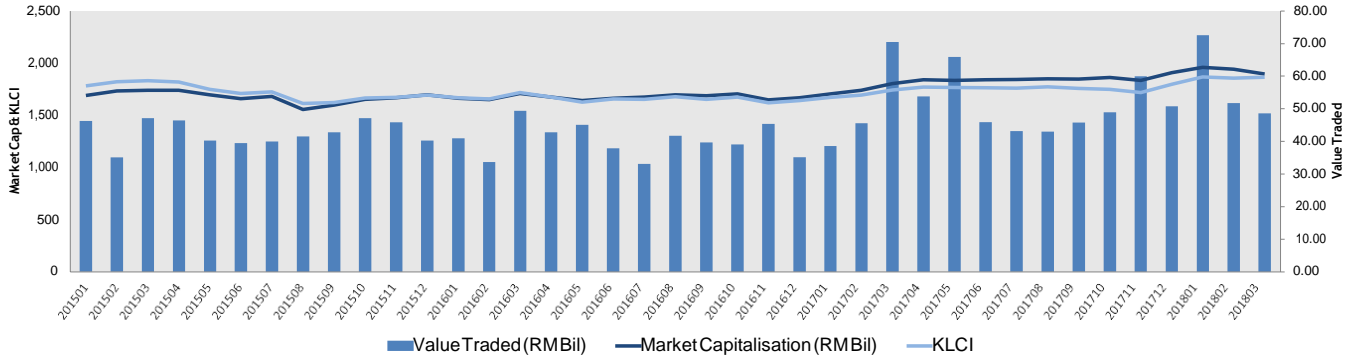
2- حجم المشتقات المالية الشرعية في السوق المالية الماليزية

Year	Month	Volume Traded (Million)	Open Interest
2015		13.83	230,376
2016		14.04	237,232
2017		13.65	294,856
2018	Jan 2018	1.17	293,764
	Feb 2018	0.86	261,572
	Mar 2018	1.21	283,201

Source :Securities Commission Malaysia.

الملحق رقم (04): إحصائيات الأوراق المالية المدرجة في بورصة ماليزيا
للفترة (2018-2015)

1- إحصائيات سوق الأسهم



2- إحصائيات الأوراق المالية المدرجة في بورصة ماليزيا

Year	Month	Total Market Capitalisation of Securities Listed in Bursa Malaysia (RM Bil)	Number of PLC	Value Traded (RM Billion)	Volume Traded (RM Billion)
2015		1,694.78	903	512.22	501.43
2016		1,667.37	904	484.11	433.68
2017		1,906.84	905	614.82	641.32
2018	Jan 2018	1,960.34	905	72.58	98.55
	Feb 2018	1,941.98	906	51.78	47.21
	Mar 2018	1,895.66	907	54.50	53.63

3- إحصائيات الأوراق المالية الشرعية المدرجة في بورصة ماليزيا

Year	Month	Market Capitalisation of Shariah Compliant PLCs (RM Bil)	Number of Shariah Compliant PLCs	% Shariah based on Market Capitalisation	% Shariah based on Number PLCs
2015		1,086.20	667	64.09%	73.86%
2016		1,030.56	671	61.81%	74.23%
2017		1,133.83	688	59.46%	76.02%
2018	Jan 2018	1,162.24	687	59.29%	75.91%
	Feb 2018	1,148.45	687	59.14%	75.83%
	Mar 2018	1,126.59	688	59.43%	75.85%

4- إحصائيات جمع الأموال للصناديق الإستثمارية

YEA R	Month	Number of IPO*	Amount Raised through IPO (RM Bil)*	Amount raised through Secondary Fund Raising (RM Bil)
2015		10	3.89	17.09
2016		11	0.65	12.18
2017		12	7.18	14.51
2018	Jan 2018	1	0.06	0.60
	Feb 2018	2	0.01	1.10
	Mar 2018	4	0.15	0.87

Source: Bursa Malaysia.

الملحق رقم (05): إحصائيات مؤشرات الأسهم في السوق المالية الماليزية
للفترة (2015-2018)

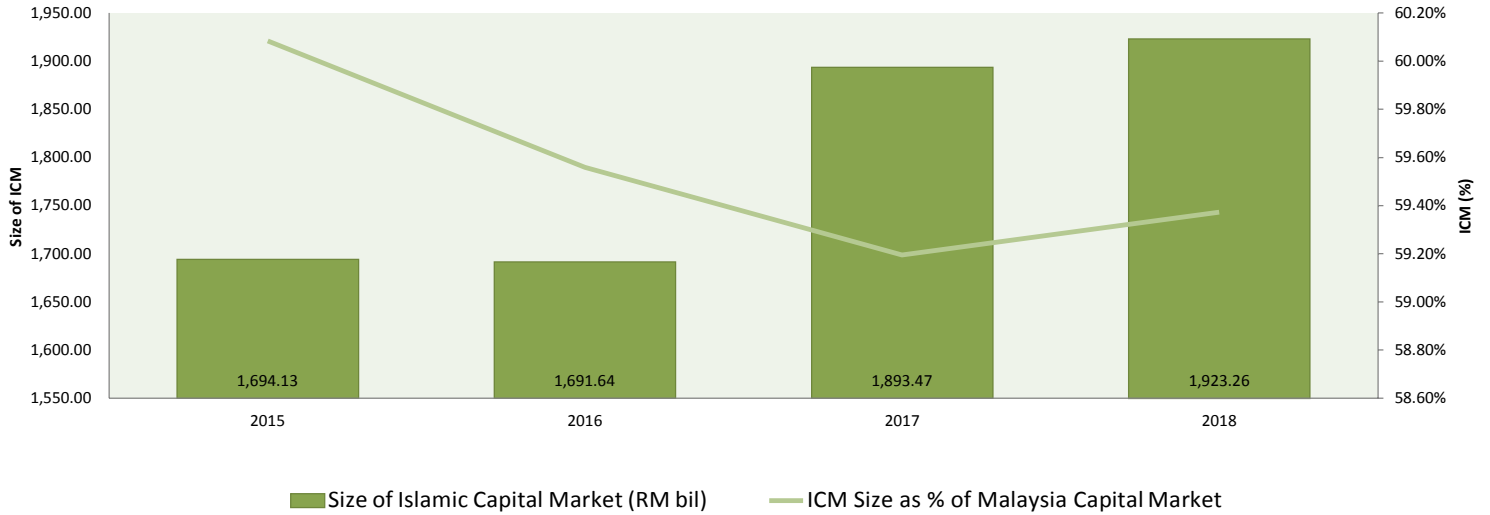
1- مؤشرات الأسهم المتداولة في بورصة ماليزيا

Year	Month	FBM KLCI	FBM 100	FBM Small Cap	FBM EMAS	FBM EMAS Shariah	FBM Hijrah Shariah	FBM ACE
2015		1,692.51	11,470.57	15,944.13	11,793.65	12,800.65	14,332.58	6,389.24
2016		1,641.73	11,189.09	14,715.51	11,466.54	12,014.42	13,427.77	4,780.71
2017		1,796.81	12,614.20	17,050.87	12,942.57	13,302.92	14,528.19	6,603.55
2018	Jan 2018	1,868.58	13,063.17	17,084.76	13,371.86	13,658.05	15,039.01	6,490.91
	Feb 2018	1,856.20	12,922.76	16,720.59	13,218.25	13,427.51	14,812.87	6,206.84
	Mar 2018	1,863.46	12,849.02	14,856.33	13,045.59	13,230.74	15,057.57	5,455.89

Source: Securities Commission Malaysia.

الملحق رقم (06): إحصائيات السوق المالية الإسلامية الماليزية
للفترة (2018-2015)

1- السوق المالية الماليزية



2- حجم السوق المالية الماليزية

Year	Month	Total Market Capitalisation of Securities Listed in Bursa Malaysia (RM Bil)	Bonds & Sukuk Outstanding (RM Bil)	Total Size of Malaysia Capital Market (RM Bil)
2015		1,694.78	1,124.84	2,819.61
2016		1,667.37	1,172.91	2,840.28
2017		1,906.84	1,291.91	3,198.76
2018	Jan 2018	1,960.34	1,310.31	3,270.65
	Feb 2018	1,941.98	1,321.14	3,263.12
	Mar 2018	1,895.66	1,343.66	3,239.32

3- حجم السوق المالية الإسلامية الماليزية

Year	Month	Market Capitalisation for Shariah Compliance PLCs (RM Bil)	Sukuk Outstanding (RM Bil)	Total Size of Islamic Capital Market (RM Bil)
2015		1,086.20	607.93	1,694.13
2016		1,030.56	661.08	1,691.64
2017		1,133.83	759.64	1,893.47
2018	Jan 2018	1,162.24	773.04	1,935.27
	Feb 2018	1,148.45	781.62	1,930.07
	Mar 2018	1,126.59	796.67	1,923.26

4- إحصاءات السوق المالية الإسلامية الماليزية

Year	Month	% of Islamic Capital Market out of Total Capital Market	Y-o-Y Growth	Current Year M-o-M Growth
2015		60.08%		
2016		59.56%	-0.15%	
2017		59.19%	11.93%	
2018	Jan 2018	59.17%		2.21%
	Feb 2018	59.15%		-0.27%
	Mar 2018	59.37%		-0.35%

5- المنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في بورصة ماليزيا حسب القيمة السوقية

Year	Month	Total Market Capitalisation of Securities Listed in Bursa Malaysia (RM Bil)	Market Capitalisation for Shariah Compliance PLCs (RM Bil)	% to Total Market Capitalisation of Securities Listed in Bursa Malaysia
2015		1,694.78	1,086.20	64.09%
2016		1,667.37	1,030.56	61.81%
2017		1,906.84	1,133.83	59.46%
2018	Jan 2018	1,960.34	1,162.24	59.29%
	Feb 2018	1,941.98	1,148.45	59.14%
	Mar 2018	1,895.66	1,126.59	59.43%

6- المنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في بورصة ماليزيا حسب رسملة السوق

Year	Month	Total PLCs on Bursa Malaysia	Shariah Compliances PLCs	% to Total PLCs on Bursa Malaysia
2015		903	667	73.86%
2016		904	671	74.23%
2017		905	688	76.02%
2018	Jan 2018	905	687	75.91%
	Feb 2018	906	687	75.83%
	Mar 2018	907	688	75.85%

7- السندات والصكوك المعلقة (الحكومة والشركات) في السّوق المالية الماليزية

Year	Month	Total Outstanding (RM Bil)	Sukuk Outstanding (RM Bil)	% of Sukuk to Total
2015		1,124.84	607.93	54.05%
2016		1,172.91	661.08	56.36%
2017		1,291.91	759.64	58.80%
2018	Jan 2018	1,310.31	773.04	59.00%
	Feb 2018	1,321.14	781.62	59.16%
	Mar 2018	1,343.66	796.67	59.29%

8- إصدار السندات والصكوك (الحكومة والشركات) في السّوق المالية الماليزية

Year	Month	Total Issuance (RM Bil)	Sukuk Issuance (RM Bil)	% of Sukuk Issuance to Total Issuance
2015		270.15	117.70	43.57%
2016		240.56	129.45	53.81%
2017		317.94	168.68	53.05%
2018	Jan 2018	29.34	16.78	57.19%
	Feb 2018	30.62	13.93	45.48%
	Mar 2018	40.19	17.91	44.55%

9- سندات الشركات والصكوك المعلقة في السّوق المالية الماليزية

Year	Month	Corporate Bond & Sukuk Outstanding (RM Bil)	Corporate Sukuk Outstanding (RM Bil)	% of Corporate Sukuk to Total Corporate Bond & Sukuk
2015		504.33	361.33	71.65%
2016		532.76	393.45	73.85%
2017		604.88	454.49	75.14%
2018	Jan 2018	611.63	461.04	75.38%
	Feb 2018	614.87	464.05	75.47%
	Mar 2018	625.07	472.80	75.64%

10-إصدار سندات الشركات والصكوك في السوق المالية الماليزية

Year	Month	Corporate Bond & Sukuk Issuance (RM Bil)	Corporate Sukuk Issuance (RM Bil)	% of Corporate Sukuk Issuance to Corporate Bond & Sukuk Issuance
2015		86.35	57.57	66.67%
2016		85.65	64.82	75.68%
2017		124.88	87.65	70.19%
2018	Jan 2018	9.56	8.29	86.77%
	Feb 2018	6.94	5.91	85.15%
	Mar 2018	13.14	9.31	70.85%

Source: Securities Commission Malaysia.

الملحق رقم (07): إدارة الصناديق الإسلامية وإحصائيات نظام الاستثمار الجماعي في السوق المالية الإسلامية الماليزية
للفترة (2015-2018)

1- الأصول الإسلامية تحت إدارة الصناديق الماليزية

Year	Month	Total Asset Under Management (RM Bil)	Islamic Asset Under Management (RM Bil)	Islamic Asset Under Management (%)
2015		667.81	132.38	19.82%
2016		696.27	149.64	21.49%
2017		776.23	170.83	22.01%
2018	Jan 2018	795.11	171.63	21.59%
	Feb 2018	784.62	167.92	21.40%

2- حجم صندوق الوحدة الإسلامية

Year	Month	Total Net Asset Value (RM Bil)	Islamic Net Asset Value (RM Bil)	Islamic Net Asset Value (%)
2015		346.58	52.12	15.04%
2016		358.47	60.92	16.99%
2017		426.98	77.78	18.22%
2018	Jan 2018	441.10	78.40	17.77%
	Feb 2018	439.73	78.21	17.79%
	Mar 2018	435.14	77.20	17.74%

3- حجم الصندوق الإسلامي بالجملة

Year	Month	Total Net Asset Value (RM Bil)	Islamic Net Asset Value (RM Bil)	Islamic Net Asset Value (%)
2015		84.53	31.66	37.46%
2016		90.84	35.71	39.31%
2017		84.68	37.72	44.54%
2018	Jan 2018	86.50	37.88	43.79%
	Feb 2018	84.85	35.99	42.42%
	Mar 2018	84.14	34.97	41.56%

4- نظام التقاعد الإسلامي الخاص

Year	Month	Total Net Asset Value (RM Bil)	Islamic Net Asset Value (RM Bil)	Islamic Net Asset Value (%)
2015		1.17	0.38	32.25%
2016		1.52	0.51	33.80%
2017		2.23	0.72	32.33%
2018	Jan 2018	2.31	0.74	32.03%
	Feb 2018	2.31	0.74	32.03%
	Mar 2018	2.27	0.72	31.72%

5- صندوق الاستثمار العقاري الإسلامي

Year	Month	Total Market Capitalisation (RM Bil)	Islamic Market Capitalisation (RM Bil)	Islamic Market Capitalisation (%)
2015		37.48	16.11	42.97%
2016		44.31	18.53	41.81%
2017		46.48	19.07	41.02%
2018	Jan 2018	42.17	17.25	40.91%
	Feb 2018	40.09	17.18	42.87%
	Mar 2018	38.47	15.89	41.32%

6- الصندوق الإسلامي للصناديق المتداولة

Year	Month	Total Market Capitalisation (RM Mil)	Islamic Market Capitalisation (RM Mil)	Islamic Market Capitalisation (%)
2015		1,707.50	355.91	20.84%
2016		1,903.99	418.01	21.95%
2017		1,935.57	468.43	24.20%
2018	Jan 2018	1,938.81	462.42	23.85%
	Feb 2018	1,966.02	489.65	24.91%
	Mar 2018	1,959.45	476.09	24.30%

Source: Securities Commission Malaysia.

الملحق رقم (08): قائمة صناديق الاستثمار العقاري المدرجة
(31 مارس 2018)

No.	Funds Under Management	Trustee	Management Company
1	AmFirst Real Estate Investment Trust	Maybank Trustees Berhad	AmARA REIT Managers Sdn Bhd
2	Axis Real Estate Investment Trust *	RHB Trustees Berhad	Axis REIT Managers Berhad
3	AmanahRaya Real Estate Investment Trust	CIMB Islamic Trustee Berhad	AmanahRaya-REIT Managers Sdn Bhd
4	Atrium Real Estate Investment Trust	Pacific Trustees Berhad	Atrium REIT Managers Sdn Bhd
5	CapitaLand Malaysia Mall Trust	MTrustee Berhad	CapitaLand Malaysia Mall REIT Management Sdn Bhd
6	Al-Aqar Healthcare REIT *	AmanahRaya Trustees Berhad	Damansara REIT Managers Sdn Bhd
7	Al-Salam Real Estate Investment Trust *		
8	Tower Real Estate Investment Trust	MTrustee Berhad	GLM REIT Management Sdn Bhd
9	Hektar Real Estate Investment Trust	MTrustee Berhad	Hektar Asset Management Sdn Bhd
10	IGB Real Estate Investment Trust	MTrustee Berhad	IGB REIT Management Sdn Bhd
11	KIP Real Estate Investment Trust	Pacific Trustees Berhad	KIP REIT Management Sdn Bhd
12	KLCC Real Estate Investment Trust *	Maybank Trustees Berhad	KLCC REIT Management Sdn Bhd
13	Pavilion Real Estate Investment Trust	MTrustee Berhad	Pavilion REIT Management Sdn Bhd
14	Amanah Harta Tanah PNB	AmanahRaya Trustees Berhad	Pelaburan Hartanah Nasional Berhad
15	YTL Hospitality REIT	Maybank Trustees Berhad	Pintar Projek Sdn Bhd
16	MRCB-Quill REIT	Maybank Trustees Berhad	MRCB Quill Management Sdn Bhd
17	Sunway Real Estate Investment Trust	RHB Trustees Berhad	Sunway REIT Management Sdn Bhd
18	UOA Real Estate Investment Trust	RHB Trustees Berhad	UOA Asset Management Sdn Bhd

قائمة الشركات المعتمدة فيما يتعلق بصناديق الاستثمار العقاري في السوق المالية الماليزية
(في 31 مارس 2018)

No	Management Company / Address	No	Management Company / Address
1	Alpha REIT Managers Sdn Bhd Qi Tower, Level 10, Block C, PJ 8 No. 23 Jalan Barat Section 8 46050 Petaling Jaya, Selangor Tel : 03-7969 1268 Fax: 03-7932 3648	2	AmAra REIT Managers Sdn Bhd Tingkat 22, Bangunan AmBank Group 55 Jalan Raja Chulan 50200 Kuala Lumpur Tel : 03-2036 2633 Fax : 03-2732 0644
3	AmanahRaya-REIT Managers Sdn Bhd Level 8, Wisma TAS No. 21, Jalan Melaka 50100 Kuala Lumpur Tel : 03-2078 0898 Fax : 03-2026 6322	4	Atrium REIT Managers Sdn Bhd No. 36-2, Jalan 5/101C Off Jalan Kas Kas Jalan Cheras 56100 Kuala Lumpur Tel : 03-9132 3810 / 03-9132 2810 Fax : 03-9132 9810
5	Axis REIT Managers Berhad Penthouse, Menara Axis No. 2, Jalan 51A/223 46100 Petaling Jaya Selangor Tel : 03-7958 4882 / 4881 Fax : 03-7957 6881	6	CapitalLand Malaysia Mall REIT Management Sdn Bhd Level 2, Ascott Kuala Lumpur No. 9, Jalan Pinang 50450 Kuala Lumpur Tel : 03-2279 9888 Fax : 03-2279 9889
7	Damansara REIT Managers Sdn Bhd Unit 1-19-02, Level 19 Block 1, V SQUARE Jalan Utara, Bandar Petaling Jaya 46200 Petaling Jaya, Selangor Tel : 03-7932 1692 / 03-7932 3692 Fax : 03-7932 0692	8	GLM REIT Management Sdn Bhd Level 19, Block B, HP Towers 12, Jalan Gelenggang Bukit Damansara 50490 Kuala Lumpur Tel : 03-2726 1181 Fax: 03-2726 1182
9	Hektar Asset Management Sdn Bhd D1-U3-10, Block D1 Solaris Dutamas No. 1, Jalan Dutamas 1 50480 Kuala Lumpur Tel : 03-6205 5570 Fax : 03-6205 5571	10	IGB REIT Management Sdn Bhd Level 32, The Gardens South Tower Mid Valley City Lingkar Syed Putra 59200 Kuala Lumpur Tel : 03-2289 8989 Fax : 03-2289 8802
11	KIP REIT Management Sdn Bhd Unit B-6, Block B, Tingkat 6 Menara KIP No. 1, Jalan Seri Utara 1 Sri Utara Off Jalan Ipoh 68100 Kuala Lumpur Tel : 03-6252 0888	12	KLCC REIT Management Sdn Bhd Levels 4 & 5, City Point Kompleks Dayabumi Jalan Sultan Hishamuddin 50050 Kuala Lumpur Tel : 03-2382 8000 Fax : 03-2382 8001
13	Pelaburan Hartanah Nasional Berhad Tingkat 24, Menara PNB 201-A Jalan Tun Razak 50400 Kuala Lumpur Tel : 03-2161 0588 Fax : 03-2050 5746 Fax : 03-6203 2788	14	Pavilion REIT Management Sdn Bhd Level 10 Pavilion Kuala Lumpur 168, Jalan Bukit Bintang 55100 Kuala Lumpur Tel : 03-2118 8888 Fax : 03-2118 8889

Source: Securities Commission Malaysia.