

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



جامعة ابن خلدون-تيارت ميدان: علوم اقتصادية، تجارية وعلوم

التسيير

كلية: العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير

شعبة: علوم التسيير

قسم: علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة

الماستر

من إعداد الطلبة:

زوبيدة بن شهرة

زيادي عمر فاروق

تحت عنوان:

دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير التمويل بالصكوك المالية الإسلامية

دراسة حالة التجربة الماليزية

نوقشت علنا أمام اللجنة المكونة من:

رئيسا	أستاذ محاضر - أ -	د. لعروس لخضر
مشرفا و مقرا	أستاذ محاضر - أ -	أ. بن صوشة تامر
مناقشا	أستاذ محاضر - أ -	أ. صافة محمد

السنة الجامعية : 2023/2022

الأهداء

لا يمكن لأحد أن ينكر الفضل العظيم للوالدين في تحقيق الأبناء لطموحاتهم والوصول لأهدافهم. إذ طالما كان الآباء هم الداعم الأول لأبنائهم بدءاً من سنوات دراستهم الأولى وحتى تخرجهم من الجامعة.

○ إلى من أودانا بهم الرحمن حين قال

“وَاحْفَظْ لَهُمَا جَنَاحَ الدُّلِّ مِنَ الرَّحْمَةِ وَقُلْ رَبِّ ارْحَمْنَاهُمَا كَمَا رَبَّيَانِي صَغِيرًا”.. والدي العزيز..

ووالدي الغالية

○ إلى من زرعوا في قلبي بذور حب العلم والسعي نحو النجاح.. والدي ووالدي الغاليين

○ إلى من سهرت ليالٍ طويلة من أجل راحتني، ومن استيقظت فجراً من أجل الدعاء لي.. أمي الحبيبة

○ إلى من رحل باكراً تاركاً في قلبي نعمة لا تزول لآخر العمر.. أبي العزيز

○ إلى من كان قوتي عندما تسال الضعف في لحظات التعب إلى قلبي، الداعم الأول لي.. أبي

الغالي

○ إلى من كان كل مساعي يصبّ في سبيل رؤية نظرات الفخر بعيونهم، إلى مصدر سعادتي في

هذه الحياة.. أمي وأبي الأبناء

○ إلى من ينبض القلب مع أنفاسها، من تجعل لحياتي معنى أسمى، وأعمق، وأجمل.. أمي العزيزة

○ إلى الجبل الذي يحميني من كل عواصف الحياة.. السند الذي لا ينكسر، والقلب الذي لا يتهاون

مع أحزاني.. أبي العزيز

○ إلى من أعطى دون انتظار مقابل.. أمتزفه بفضلته برّاً له.. والدي الغالي

○ إلى الشمعة التي يحرق قلبي غيابة عن أجمل لحظات حياتي.. رحمها الله وأسكنها فسيح جناته.. أمي

الحبيبة

○ إلى نور عيوني وبصيرتي في هذه الحياة.. من أستمد من لينه العنان، ومن قسوته الحكمة..

والدي الغالي

○ إلى جنة الله على الأرض، إلى من لا أسعى في هذه الدنيا إلا لنيل رضاها وتقبيل يداها... أمي

العزيزة

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات:

II.....	الاهداء
1.....	مقدمة:
2.....	1-إشكالية الدراسة
2.....	2- فرضيات الدراسة
2.....	3-أسباب اختيار موضوع الدراسة
3.....	4-أهداف الدراسة
3.....	5-أهمية الدراسة
3.....	6-حدود الدراسة
3.....	7-المنهج المستخدم في الدراسة
4.....	8-الدراسات السابقة:
5.....	9-صعوبات الدراسة:
5.....	10-هيكل الدراسة:

الفصل الأول:الإطار النظري للهندسة المالية

3.....	تمهيد:
4.....	المبحث الأول: أساسيات حول الهندسة المالية
4.....	المطلب الأول: ماهية الهندسة المالية
7.....	المطلب الثاني: عوامل ظهور الهندسة المالية
10.....	المطلب الثالث: اثار الهندسة المالية:

المبحث الثاني: أدوات ومنتجات الهندسة المالية.....	14
المطلب الأول: المشتقات المالية	14
المطلب الثاني: أنواع المشتقات المالية	17
المطلب الثالث: استحداثات المشتقات المالية.....	21
المبحث الثالث: الهندسة المالية الاسلامية:	24
المطلب الاول: ماهية الهندسة المالية الاسلامية:	24
المطلب الثاني: أدوات الهندسة المالية الإسلامية استراتيجيات تطوير منتجات الهندسة	
المطلب الثالث: الفرق بين الهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية الإسلامية	30
خلاصة الفصل الأول:.....	33
الفصل الثاني: تجربة تطبيق الهندسة المالية الإسلامية في البنوك الإسلامية الماليزية	
تمهيد:.....	38
المبحث الأول: السوق المالي والنقدي في ماليزيا	39
المطلب الأول: السوق النقدي ماليزيا	39
المطلب الثاني: أسواق الأوراق المالية الماليزية.....	41
المبحث الثاني: دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير الصيرفة الإسلامية الماليزيا... ..	45
المطلب الأول: واقع تطبيق منتجات الهندسة المالية الإسلامية في البنود الإسلامية الماليزية ..	45
المطلب الثاني: تقييم وتحليل التجربة الماليزية في مجال الصيرفة الإسلامية	47
المبحث الثالث: مساهمة الهندسة المالية الإسلامية في تطوير التمويل بالصكوك الإسلامية في ماليزيا	54
المطلب الأول: تطوير إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا	54
المطلب الثاني: تطور في أسواق الصكوك - نماذج جديدة -	58

61	خلاصة الفصل:
62	خاتمة:
66	قائمة المراجع
66	الملخص:

قائمة الجداول

- الجدول 01: تدفقات خيار الشراء عند تاريخ انتهاء العقد بأسعار نهائية مختلفة 18
- جدول رقم 02: تدفقات عملية شراء خيار بيع عند انتهاء العقد بأسعار نهائية مختلفة.... 18
- الجدول رقم (01.01): أوجه الاختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية..... 20
- الجدول رقم(01-01): الفرق بين السندات والصكوك الإسلامية 31
- الجدول رقم(1-2): الفرق بين الصكوك الإسلامية والاسهم 32
- الجدول رقم (1-2) : تطور نسب عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية رسملة السوق
الجدول رقم(2-2): تطور حجم الأصول في النظام المصرفي الإسلامي الماليزي للفترة
2010-2018..... 48
- الجدول رقم(2-3): تطور حجم التمويل حسب المفهوم في النظام المصرفي الإسلامي
الماليزي للفترة 2010-2018 50
- الجدول رقم (2-4): المؤشرات الرئيسية للتكافل خلال الفترة 2011-2017..... 52
- الجدول رقم (2-5): تطور إجمالي الصكوك الإسلامية من إجمالي السندات في بورصة
ماليزيا..... 54

قائمة الأشكال

- الشكل رقم (1-1): أنواع المشتقات المالية 17
- الشكل رقم (2.1): أنواع الخيارات 19
- الشكل رقم (1-2): تطور حجم الأصول في النظام المصرفي الإسلامي الماليزي للفترة
2010-2018 49
- الشكل رقم (2-3): تطور حجم التمويل حسب المفهوم في النظام المصرفي الإسلامي للفترة
2010-2018 50
- الشكل رقم (2-6): تطور تداول الصكوك الاستثمارية في السوق المالية الإسلامية في
ماليزيا: 55
- الشكل (2-8): حجم الصكوك الإسلامية في العالم 57
- الشكل رقم (2-9): إصدارات الصكوك الإسلامية بحسب البلد خلال الفترة من 2001-2020 57
- الشكل (2-10): إجمالي إصدارات الصكوك العالمية - جميع المستوردات، جميع العملات،
بملايين الدولارات الأمريكية 58
- الشكل رقم (2-7): تداول الصكوك الإسلامية في ماليزيا في الفترة (2001-2010) حسب
تاريخ الاستحقاق 56
- الشكل (2-11): إجمالي إصدارات الصكوك الدولية - جميع المستوردات، جميع العملات،
بالمليون دولار أمريكي 59
- الشكل (2-12): إجمالي إصدارات الصكوك المحلية جميع المستوردات، جميع العملات،
بملايين الدولارات الأمريكية 60

مقدمة

مقدمة:

تحتاج البنوك الإسلامية دوماً إلى ابتكار وتطوير وتنويع أدواتها ومنتجاتها المالية التي تمكنها من الإدارة الجيدة لأعمالها فضلاً عن مساهمتها في المحافظة والبقاء والتطور في إطار مجابهة المخاطر التي تتعرض لها وبالتالي فهي بحاجة إلى تلك الأدوات، لكن المشكل المطروح ليس في توافرها بل في مدى توافقها مع الشريعة الإسلامية ومن هنا تبرز أهمية الهندسة المالية الإسلامية كأداة مناسبة لإيجاد أدوات مالية مبتكرة تجمع بين مصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية بالإضافة إلى تلبية الاحتياجات المالية المتنوعة والمتجددة للحصول على ميزات تنافسية تمكنها من منافسة نظيرتها التقليدية.

إضافة إلى ما سبق فالبنوك الإسلامية تواجه العديد من المخاطر عند ممارستها لأنشطتها وتعتبر المخاطر الائتمانية التي تتعرض لها، وتسعى إليها البنوك الإسلامية من خلال الهندسة المالية الإسلامية إلى تطوير وابتكار وتصميم أدوات مالية إسلامية وأساليب تمكنها من إدارة مخاطرها الائتمانية التي تتعرض لها والتحوط والتخفيف منها ومن هنا جاءت الحاجة إلى فهم الهندسة المالية الإسلامية وأدواتها وأساليب ودورها في تطوير التمويل بالصكوك البنكية الإسلامية وكذا التعرف على مختلف هذه الصكوك الإسلامية وكيف ساهمت في تطور وازدهار ونجاح دولة ماليزيا وكيف حققت قفزة نوعية في رواج اقتصادها واعتماداً على مبادئ والطرق الشرعية الإسلامية.

1- إشكالية الدراسة

مما سبق يمكننا صياغة إشكالية الدراسة في التساؤل التالي:

- هل الهندسة المالية تقوم بالتطوير في التمويل بالصكوك الإسلامية؟

وما هو واقع ذلك في السوق المالي لماليزيا؟

ويندرج من التساؤل الرئيسي جملة من التساؤلات الفرعية التالية:

- ما المقصود بالهندسة المالية وفيما تتمثل اهدافها؟

- كيف تساهم الصكوك البنكية الإسلامية في تطوير التمويل لدولة ماليزيا ؟

- فيما تتمثل الهندسة المالية وكيف تساهم في تطوير التمويل بالصكوك الإسلامية؟

2- فرضيات الدراسة

للإجابة على إشكالية الدراسة والتساؤلات الفرعية نقترح الفرضيات التالية:

- الهندسة المالية هي عملية التصميم والتطوير لأدوات مالية جديدة، مثل: بطاقات الائتمان.

- ساهمت الهندسة المالية الإسلامية في عمليات تطوير سوق الصكوك الإسلامية.

- تساهم الصكوك المالية البنكية الإسلامية في تطوير التمويل في السوق المالي لماليزيا

3-أسباب اختيار موضوع الدراسة.

تتمثل اهم أسباب اختيار الموضوع فيما يلي:

1-أسباب ذاتية:

- حداثة الموضوع نسبيا وقلّة الدراسات التي تناولته.

-الرغبة الذاتية في دراسة المواضيع المتعلقة بالهندسة المالية الإسلامية وادواتها.

-أسباب موضوعية.

-التعرف على الدور الذي تقوم به الهندسة المالية الإسلامية في تطوير الصكوك البنكية الإسلامية.

-علاقة موضوع الدراسة بالتخصص الدراسي.

4-أهداف الدراسة.

- 1-التعرف على واقع الهندسة المالية الإسلامية.
- 2-التعرف على أوجه الاختلاف بين الهندسة المالية التقليدية والإسلامية.
- 3-معرفة مختلف أدوات التمويل الإسلامي.
- 4-معرفة أنواع الصكوك الإسلامية ودورها في الاقتصاد الماليزي.

5-أهمية الدراسة

تتمثل في معرفة الدور الذي لعبته الهندسة المالية التقليدية والإسلامية في تطوير التمويل بالصكوك المالية الإسلامية أي ان الهندسة المالية الإسلامية أدت الى ابتكار ادوات هندسية مالية جديدة مثلا نأخذ تجربة ماليزيا قد كانت الهندسة المالية الإسلامية الركيزة الأساسية في تطوير التمويل بالصكوك الإسلامية.

6-حدود الدراسة.

- الحدود المكانية: تتناول هذه الدراسة الصكوك البنكية الإسلامية للسوق المالي الماليزية.
- الحدود الزمانية: تم اختيار الدراسة من سنة 2010الى سنة 2021 للتعرف على دور الهندسة الإسلامية في تطوير الصكوك البنكية الإسلامية.

7-المنهج المستخدم في الدراسة.

للإجابة على الإشكالية المطروحة واختيار فرضيات الدراسة اعتمدنا على المنهج الوصفي والمنهج التحليلي:

- المنهج الوصفي: تم الاعتماد على المنهج الوصفي لأنه يسمح بتقديم تعاريف وتحديد المفاهيم النظرية الخاصة بالهندسة المالية بصفة عامة والهندسة المالية الإسلامية بصفة خاصة.
- المنهج التحليلي: تم الاعتماد على المنهج التحليلي من اجل توضيح الدور الذي تؤديه الهندسة المالية الإسلامية في تطوير الصكوك البنكية الإسلامية الماليزية.

8-الدراسات السابقة:

يعتبر موضوع الهندسة المالية الاسلامية من المواضيع الهامة، الا ان الدراسات التي أثرت حوله لا زالت غير كافية للإمام بكافة جوانبه خاصة فيما يخص دور الهندسة الاسلامية في تطوير الصكوك البنكية الاسلامية، ومن خلال الدراسات التالية وفي حدود الاطلاع وفي حدود ما توفر من مراجع يمكن تلخيص أهم الدراسات السابقة فيما يلي:

- سامي السويلم، **التحوط في التمويل الإسلامي**، بحث منشور من طرف المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، السعودية، 2007، يهدف هذا البحث إلى تطوير أدوات إسلامية لإدارة المخاطر وفقا لمبادئ الاقتصاد الإسلامي، وأهم النتيجة توصل إليها هذا البحث هي:

- أن الشريعة الإسلامية غنية بالحلول العملية التي تجمع بين الكفاءة الاقتصادية والمصادقية الشرعية.

وتختلف هذه الدراسة عن دراستنا كونها ركزت على أساليب تطوير الأدوات لإدارة المخاطر بصفة عامة بينما ركزت دراستنا على أساليب المبتكرة والمطورة من طرف الهندسة المالية الإسلامية لإدارة المخاطر الائتمانية.

وقد تم الاستفادة من هذه الدراسة في: التعرف على الهندسة المالية الإسلامية وتمكنها من ابتكار أدوات مالية إسلامية تقود على مبادئ الشريعة الإسلامية، كذلك التعرف على المخاطر المتصلة بهذه الأدوات.

2-مختار بونقاب، **دور الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر صيغ التمويل الإسلامي دراسة حالة بنك البركة الجزائري وعينة منة المصارف الإسلامية 2013-2016**، أطروحة دكتوراه، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2018، تناولت هذه الدراسة ماهية المخاطر المالية وعرضت مختلف المخاطر متولدة على مختلف الأدوات والمنتجات المالية الإسلامية وكذلك قدمت الأسس والمبادئ التي تبنى عليها الهندسة المالية الإسلامية وفي الأخير عرضت مختلف الصيغ التمويلية المعروضة من طرف البنك البركة والكيفية المعتمدة في إدارة المخاطر في هذا البنك وقد توصلت هذه الدراسة إلى نتائج التالية :

- تساهم الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر صيغ التمويل الإسلامي المعتمدة على البيوع ببنك البركة لكنها غير فعالة في صيغ التمويل القائمة على الملكية، وأكدت هذه الدراسة

في الأخير على ضرورة الاهتمام بمخرجات الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر بشكل أحسن.

وتختلف هذه الدراسة عن دراستنا كونها ركزت على أساليب تطوير الأدوات لإدارة المخاطر بصفة عامة بينما ركزت دراستنا على الأساليب المبتكرة والمطورة من طرف الهندسة المالية الإسلامية لإدارة المخاطر الائتمانية.

9- صعوبات الدراسة:

- قلة المصادر والمراجع المتعلقة بهذه الدراسة.
- ضيق الوقت والجهد والتعب
- مشكلة قلة المعطيات حول البنوك الإسلامية الماليزية.
- قلة الدراسات السابقة.

10- هيكل الدراسة:

لدراسة موضوع بحثنا دراسة وافية تناولنا الموضوع في فصلين، حيث تطرقنا في الفصل الأول إلى الإطار النظري للهندسة المالية الإسلامية وقسمنا هذا الفصل إلى ثلاث مباحث: في المبحث الأول تعرفنا إلى أساسيات الهندسة المالية ومن ثم إلى المبحث الثاني إلى معرفة مختلف أدوات ومنتجات الهندسة المالية وفي الأخير أبرز لنا المبحث الثالث تعريف الهندسة المالية الإسلامية.

أما الفصل الثاني فتناولنا فيه دراسة التجربة الماليزية وتحليلها وقسمناه إلى ثلاث مباحث: في المبحث الأول تعريف السوق المالي والنقدي في ماليزيا وقد اشتمل المبحث الثاني إلى دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير الصيرفة الإسلامية في ماليزيا وفي النهاية تمثل المبحث الثالث في مساهمة الهندسة المالية الإسلامية في تطوير التمويل بالصكوك الإسلامية في ماليزيا.

الفصل الأول:

الإطار النظري للهندسة المالية

تمهيد:

تعد الهندسة المالية عملية تطويرية انطلقا من الدور الذي تؤديه في تنشيط البورصات العالمية وكذا بوصفها ابتكارات جديدة في المنشآت الاستثمارية بصورة عامة فضلا عن الأثر الذي أحدثته في التفكير الاستراتيجي للمنشآت المالية والمصرفية وظهور الأسواق المالية الناشئة والمراكز العالمية. .

ترتكز فلسفة الهندسة المالية على إدارة بنود المركز المالي وكذا إدارة بنود المركز المالي وكذا المنتجات المالية الجديدة، يكون غرضها الأساسي تحقيق أعلى قيمة للمشروع بالتركيز على الاستثمارات المادية والمالية بأقل تكلفة تمويل وأدنى مخاطر محتملة.

فقد سمح ظهور الهندسة المالية وجود مجالات ابتكار متعددة ومتطورة كان الغرض الأساسي منها هو التحوط ونقل المخاطرة ليتوسع استعمالها فيما بعد بصورة كبيرة ليشمل أغراض الاستثمار والمضاربة فضلا عن دورها في ابتكار طرق جديدة لقياس وتحسين إدارة مخاطرها وحمايتها من المخاطر الكبيرة التي يمكن ان تتعرض لها التقلبات المستمرة في البورصة.

المبحث الأول: أساسيات الهندسة المالية

المبحث الثاني: أدوات ومنتجات الهندسة المالية

المبحث الثالث: الهندسة المالية الإسلامية

المبحث الأول: أساسيات حول الهندسة المالية

يطوق مفهوم الهندسة المالية العديد من التقنيات المطبقة والتي تعتمد على البحث والتطوير يركز اهتمامها على ابتكار أدوات مالية جديدة تمثل حلولاً إبداعية لمشاكل الإدارة ويجري توظيفها في مجال التحوط وإدارة المخاطر.

وتسعى إلى قيام المؤسسات المالية برسم سياسات مالية قوية وابتكار منتجات وأدوات مالية جديدة واستراتيجيات مالية مرنة تتفاعل وتستفيد من التغيرات المستمرة في أسواق المال من حيث أسعار الفائدة على السندات، أسعار الصرف ربحية السهم حركة اتجاه الأسعار ومعدل الدوران في سوقي الأسهم والسندات. ويفتضي ذلك أن تقوم المنشأة بإنشاء أقسام للبحوث والتطوير في مجال المنتجات والأدوات المالية.

المطلب الأول: ماهية الهندسة المالية

تعتبر الهندسة المالية مصدراً للإبداع والابتكار التي تحتاج إليه المؤسسات المالية بمختلف أنواعها لتوفير احتياجات الاستثمارية والتمويلية للعملاء، وسنحاول من خلال هذا المطلب تعريفها ونشأتها وأسباب ظهورها.

1- مفهوم الهندسة المالية

نعرض في النقاط التالية مختلف التعاريف المتعلقة بمصطلح الهندسة المالية:
(Financial engineering) هي: مفهوم قديم قدم التعاملات المالية لكنه يبدو حديثاً من حيث المصطلح والتخصص، أن معظم تعاريف الهندسة المالية مستخلصة من جهات نظراً للباحثين الذين يطورون النماذج والنظريات، مصممي المنتجات المالية، لهذا نجد اختلاف تعريفات هذا بحسب الزاوية التي يمكن النظر فيها.

أ. تعريف الجمعية العامة للمهندسين الماليين:

الهندسة المالية هي تطوير وإحداث تطبيقات مالية تكنولوجية لحل المشاكل المالية واستغلال الفرص المالية المتاحة.¹

ب. من وجهة نظر الأسواق المالية: أن مصطلح الهندسة المالية يستعمل لوصف تحليل البيانات المحصلة من السوق المالية بطريقة علمية. يأخذ مثل هذا التحليل عادة شكل الخوارزميات الرياضية أو النماذج المالية وتستخدم الهندسة المالية كثيراً في السوق المالية، خاصة في تجارة العملات، تسعير الخيارات ويسمح استعمال أدوات وتقنيات الهندسة المالية

¹ محمد الشريف بن زاوي، حوكمة الشركات والهندسة المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2016، ص ص 118-119.

للمهندسين الماليين من فهم أفضل لسوق المالية، وبالتالي فهم أفضل من طرف المتعاملين في السوق. ويعتبر هذا مهما جدا بالنسبة للمتعاملين.

ج. من وجهة نظر الإدارة المالية بالمؤسسات: ان مفهوم الهندسة المالية يتضح من خلال العملية الكمية التحليلية المصممة لتحسين العمليات المالية للمؤسسة، وذلك من خلال استخدام النماذج الكمية والبرامج التقنية حيث تتضمن مجموعة النشاطات التالية:

- ❖ تعظيم قيمة المؤسسة.

- ❖ التفاوض حول التمويل والتحوط في الصفقات التي تعكس مباشرة على قيمة ضريبية الشركة اخذ بعين الاعتبار المخاطر التنظيمية والسياسية.

- ❖ تنظيم صفقات المبيعات بشكل يراعي مصالح كل من الزبون والشركة.

- ❖ تنظيم صفقات بشكل يوازن مصالح كل من المورد والشركة¹.

- **التعريف الشامل للهندسة المالية:** عرفت الهندسة المالية على أنها: عملية التصميم والتطوير لأدوات وآليات مالية مبتكرة، والصياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل. والتعريف المقدم يشير إلى الهندسة المالية تتضمن ثلاثة نواع من الأنشطة:

- ابتكار أدوات جديدة مثل بطاقات الائتمان.

- ابتكار آليات تمويله جديدة من شأنها تخفيض التكاليف كعمليات التبادل التجاري من خلال الشبكة العالمية والتجارة الالكترونية².

- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون، إعداد صيغ تمويله. والابتكار المقصود ليس مجرد الاختلاف عن السائد، بل لا بد أن يكون هذا الاختلاف متميز إلى درجة تحقيقه لمستوى أفضل من الكفاءة والمثالية ويعني أن تكون الاداة التمويلية المبتكرة تحقق ملا تستطيع الأدوات السائدة تحقيقه.

2-نشأة الهندسة المالية وتطورها:

في بداية الثمانينات بدأت وول ستريت الاستعانة ببعض الأكاديميين من ذوي الشهرة الذائعة من أمثال:

FISK BaLack وكذا **Richard roll** لتطوير منتجات أسواق المال وكلما زادت هذه المنتجات تعقيدا كلما زاد الاستعانة بالأكاديميين كانوا حائزين على درجات علمية متقدمة في العلوم، حتى

¹محب خلة توفيق الهندسة المالية الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2011، ص79.

² خالد محمد نصار، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير والمحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة فلسطين، 2006، ص:103

أنه أطلق عليهم **Scientiste Rocket** ومن المثير أن وول ستريت كانت تحاول أن تعبت بالعالم بابتكارات رياضية ولكنها عديمة الفائدة و مع ارتفاع كفاءة السوق لم يعد الخداع ممكنا في المدى الطويل وفي منتصف الثمانينات أخذت هذه العملية اسما أكثر استساغة وهو الهندسة المالية وقد ساهمت العديد من العوامل في نمو الهندسة المالية، وبينما كانت المخاطر دائما حاضرة، فإن تقلبت أسعار الفائدة وأسعار الصرف زاد زيادة محسوسة في السنوات الأخيرة¹.

ويؤكد صاحب موسوعة المشتقات أن وول ستريت قد استفادت كثيرا من البحوث التي تقوم بها المؤسسات الأكاديمية، وأن تطور الحاسب الشخصي قد أدى دورا خطيرا في تقدم مجال الهندسة المالية وعلى الرغم من ذلك أن مؤسسة مالية قد تطور منتجا جديدا ولكن عليها أن تبيع هذا المنتج لعملائها وهؤلاء العملاء إما شركات، أو صناديق استثمار، أو مؤسسات حكومية. ولكي يقوم هؤلاء العملاء بتقويم هذا المنتج توطئة لشركائه، فيجب أن يكون لديهم أفراد ذو مهارة في الهندسة المالية².

أنشئ الاتحاد الدولي للمهندسين الماليين في عام 1992م للارتقاء بصناعة الهندسة المالية، وأصبح هذا الاتحاد يضم نحو 2000 عضو من شتى أنحاء العالم³.

ويمكن تلخيص العوامل المساهمة في تطور مفهوم الهندسة المالية فيما شهدته الأسواق المالية من تطورات في مجالات الابتكار المالية فيما يلي:

❖ اتساع وتعدد أدوات الاستثمار المتاحة في أسواق المال، وقد أدى ذلك إلى زيادة سيولة السوق، وإتاحة مزيد من التوصيل عن طريق جذب مستثمرين جدد وتقديم فرص جديدة للباحثين عن التمويل.

❖ إيجاد أدوات إدارة المخاطر والتي تكمن من إعادة توزيع الخاطر المالية طبقا لتفضيلات المستثمرين للمخاطرة.

❖ تطوير أدوات المراجعة بين الأسواق، بما يحسن التكاليف ويزيد العائد ولانفتاح على الاسواق العالمية⁴.

¹ خالد محمد نصار، نفس المرجع، ص 104.

² سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في ادارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة ادواتها، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص ص 92-93.

³ زكرياء حلف الله، دور الهندسة المالية الاسلامية في معالجة الأزمة المالية 2008، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية وبنوك بجامعة العربي بن مهيدي، ام البواقي، 2013 الجزائر/ 2014، ص: 43

⁴ محمد كريم قروف، الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة منتجات المالية الاسلامية، مداخلة مقدمة في اطار الملتقى الدولي حول الاقتصاد الاسلامي ... ورهانات المستقبل المركز الجامعي غرداية، يومي 23 و24 فيفري 2011، ص 4.

المطلب الثاني: عوامل ظهور الهندسة المالية

إن التطور المذهل والسريع في نفسية المعلومات وثورة الاتصالات والتحول من اقتصاديات تعمل على كثافة العمل إلى اقتصاديات تعتمد على كثافة المعرفة ترك بصماته على أساليب التمويل للحكومات والشركات وعلى التمويل المصرفي الذي ركن طويلا إلى التقليد، وعزف عن تطوير، مكثفيا بما قدمته المنظومة المالية المصرفية من أدوات تقليدية لم تعد تستجيب ولا تتلاءم مع متغيرات العصر والتطور المذهل في تقنية المعلومات ما ساعد على ظهور الهندسة المالية وانتشارها. ويتضح لنا ذلك من خلال التطرق إلى النقاط التالية:

1- أسباب ظهور الهندسة المالية:

تعددت النظريات حول أسباب وجود ونشوء الابتكار المالي الذي هو أساس الهندسة المالي، لكن يمكن تلخيصها في أنها استجابة لقيود تعيق الأهداف الاقتصادية، كالربح، السيولة، وتقليل المخاطرة.

فالحاجة لتجاوز هذه القيود من أجل تحقيق الأهداف الاقتصادية هي التي تدفع المتعاملين للابتكار والاختراع كما هو شأن النشاط البشري في سائر أوجه الحياة الإنسانية.

حيث توجد عوامل ساعدت على ابتكار أدوات عديدة أو الهندسة المالية نذكر منها:

- انهيار اتفاقية بريتون وودز **Bretton Woods** هو الأمر الذي ترتب عليه حدوث تقلبات عنيفة في أسعار الصرف فكانت مدعاة لتطوير عقود الصرف الاجل والبحث عن الية للتحوط ضد المخاطر تقلبات أسعار الصرف.

- زيادة حدة التضخم في بداية الثمانينات وما صاحبها من زيادة سريعة في معدلات أسعار الفائدة قصيرة الأجل.

- انهيارات أسواق الأوراق المالية العالمية المتتالية دفعت المستثمرين للبحث عن حماية أصولهم المالية من خلال أسواق المشتقات المالية.

- المنافسة الشرسة فيما بين المؤسسات المالية والمصرفية في سباقها المحموم دفع هذه المؤسسات إلى استنفار دوائر البحث والابتكار لخلق أدوات مالية جديدة لإدارة المخاطر وتقديم الحلول لمشاكل التمويل والقفز فوق القيود تفرضها السياسات النقدية¹.

ويشير البعض أن عوامل ظهور الهندسة المالية المهمة هي:

- **الاحتياجات المختلفة للمستثمرين وطالبي التمويل**: قامت المؤسسات المالية لتسهيل تحويل لأصول من وحدات الفائض إلى وحدات العجز المالي من بنوك، شركات تأمين، شركات استثمار

¹ محمد كريم قروف، الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة منتجات المالية الإسلامية، مرجع سابق ذكره، ص 79.

سماسرة...ويمكن القول أن هذه المهمة كان من الممكن للأفراد القيام بها بأنفسهم من دون الحاجة لوجود هذه المؤسسات، ولكن أصبح من المسلم به الآن أن قيام الأفراد بهذا العمل يؤدي لشيء كثير من عدم الفعالية وقلّة في الكفاءة المدركة، وعلى الرغم من ذلك فإن ظهور احتياجات جديدة والمتطورة لوسائل مختلفة من حيث التصميم وتواريخ الاستحقاق جعل من العسير على هذه الوسائط بصورتها التقليدية ومهامها القديمة إشباع رغبات المستثمرين والمتدخلين في أسواق المال عموماً، ولذلك ظهرت الحاجة للابتكار وابتداع وسائل جديدة لتغطية تلك لا احتياجات¹.

-تقنية المعلومات ومفهوم السوق العريض: مما لا شك فيه أن تقنية الحاسوب قد أثرت على القطاع المالي بصورة كبيرة، سواء في حدوده ومفهومه أو طريقة عمله، فقد أثر الحاسوب على أشياء أساسية في هذا السوق مثل ماهية النقود نفسها، وعلى أشياء فرعية مستحدثة مثل كيفية عمل التحولات النقدية بين العملاء، ولكن ظهور شبكات لا اتصال بالذات ساعد على تحويل الأسواق العالمية المتعددة والمنفصلة إلى سوق مالي كبير، تتعدم فيه الحواجز الزمانية والمكانية ويصل مداه إلى وصول المعلومة المرسلّة نظراً لأن هناك احتياجات مختلفة في أجزاء مختلفة من العالم المترابط بواسطة هذه الشبكات فقد أصبح من السهل تصميم الاحتياجات ومقابلتها بالاعتماد على قاعدة عريضة وواسعة من المشاركين في هذا السوق العالمي الكبير، وبالطبع كلما زاد عدد المشاركين في هذه الأسواق، كلما تمكنا مبتكر الأوراق والأدوات المالية و مضمونها من العمل بصورة اقتصادية مقبولة أي أنهم يجذون مساحة واسعة للحركة، و كلما صمموا أو ابتكروا أداة جديدة وجدوا امن يطلبها ويقبلها .

-ظهور مفهومي الكفاءة و الفاعلية: يعني مفهوم الفعالية في سوق المال مدى مقدرة السوق على مقابلة احتياجات المشاركين فيه، بينما تعني الكفاءة المدى الذي تستطيع فيه هذه الأسواق مآبلة هذه الاحتياجات بتكلفة قليلة أو بوفورات ملحوظة، وبسرعة وبدقة عاليتين وهذين المعيارين (الكفاءة و الفعالية) يأخذان أهمية أكبر في حالة توسع قاعدة المشاركين، وتوجه الأسواق عموماً نحو درجات عالية من تجويد الخدمات للعملاء وتقديمها ولذلك نجد أدوات أو وسائل مالية مثل: (تبادل أسعار الفائدة) تحل محل طرق التمويل القديمة نسبياً مثل: إعادة تمويل القروض.

-تطور النظرية المالية: أصبحت الهندسة المالية ممكنة بعد التقدم الذي حققته النظرية المالية، حسن هذا من تقديم الأوراق، ومن العلاقة بين أنواعها المختلفة يفترض الفهم الجيد لاقتراح أنواع جديدة من الأوراق المالية التي لا توجد ولاكن يمكن اقتراحها.

¹الجلي أبو ذر محمد احمد، الهندسة المالية: الأبعاد العامة والاسس للتمويل الإسلامي مجلة المقتصد، العدد 17 سبتمبر، فلسطين، 1996، ص: 11.

-زيادة عدد الأسواق المنظمة الجديدة: أدت زيادة عدد الأسواق المنظمة الجديدة لأسهم، المستقبلية والمبادلات والابتكارات في الاتصالات وتقنيات الحسابات خلال السنوات الأخيرة إلى تخفيض تكاليف التجارة والأدوات المالية النمطية شكل كبير جدا، ومنم زيادة مجالات استخدام الهندسة المالية بشكل واسع. وكنتيجة لذلك أصبح من الممكن إنتاج عقود مالية حسب الطلب وبتكاليف معقولة، بشكل يشمل تشكيله واسعة من الحاجات الاستثمارية والحاجة إلى المخاطر التي تواجه منشآت الأعمال.

-زيادة المخاطر والحاجة إلى إدارتها: إن الوقاية من المخاطر المالية هي واحدة من المهام الرئيسية التي يجب على الشركات الاهتمام بها، فاستخدام المشتقات لتجنب هذه المخاطر هو استراتيجية عملية ولكن تعتمد اعتماد كبيرا على مهارات المتعاملين ودقة التنبؤات. كما ان التحول الاقتصادي تركز على العمالة إلى اقتصاديات كثيفة المعرفة، أدى إلى تقلبات كبيرة وغير متوقعة في المحيط الاقتصادي العالمي ككل، مما شكل خطرا كبيرا على مؤسسات الأعمال وهدد وجودها. وترتب على ذلك ضرورة إنتاج منتجات جديدة.

-إن أهم العوامل التي ساهمت في انتشار الهندسة المالية هو نجاحها في تقديم الحلول للمشاركة التي لم يكن لها حلول في ظل الأدوات المالية التقليدية ونذكر منها:

-زيادة السيولة حيث ترتبط سيولة أصل مالي بسهولة عقد المتعامل لعمليات الشراء والبيع أو كليهما، في ظل شروط سعرية عادلة (سعر السوق)، حيث أن وضع كمية هامة من أصل سائل لا يعرضه إلى الخطر انخفاض كبير في سعره عكس الأصول ضعيفة السيولة التي تتميز ببطيء في التداول، إضافة إلى أن طرح كميات كبيرة من هذه الأصول قد يعرضها إلى خطر الانخفاض الكبير في سعرها. وطرحت الهندسة المالية أدوات مشتقة للأصول، ضعيفة السيولة من التحضير على زيادة دوران هذه الأصول ووضع نظام لتداولها.

-خفض تكلفة المعاملات من خلال الدخول بتعاملات معينة وخلق مراكز كبيرة الحجم بتكلفة قليلة نسبيا إذن تكاليف التعامل بأدوات الهندسة المالية تكون غالبا أقل من تكاليف التعامل بطرق تقليدية.

-تسمح الهندسة المالية من خلال أدواتها وطرق التعامل التي ابتكرتها في إعادة توزيع المخاطر على الفاعلين الماليين بشكل أكثر كفاءة، وتتجلى أبرز مظاهر هذا التوزيع للمخاطر في عملية التحوط والتغطية.

-التحوط ضد تقلب أسعار الفائدة من خلال الأدوات المشتقة عن طريق أداة المبادلة **swap** فتحمي الشركة نفسها بتنفيذ عملية مبادلة لأسعار الفائدة مع شركة محلية فتدفع الشركة الأجنبية سعر فائدة ثابت للشركة المحلية وتحصل على سعر معوم مستند إلى السعر المرجعي.

-الميزات الضريبية والتي تشجع زيادة التعامل بالأوراق المالية فتزيد سيولتها، وقضت التشريعات الضريبية على سبيل المثال بأن تعامل التوزيعات على الأسهم المملوكة للعاملين في نفس الشركة معاملة الفوائد، أي خصم قيمتها الإيرادات قبل حساب الأرباح، لأن الضريبة تكون بعد التوزيع الأرباح.

المطلب الثالث: اثار الهندسة المالية:

سنتطرق الى دراسة اثار الهندسة المالية على مستوى المؤسسات المالية والنقدية وعلى نمو الدين والأسواق المالية.

1- اثار الهندسة المالية على المؤسسات المالية

قد أدى استخدام الهندسة المالية في ابتكار وتطوير أدوات تمويلية جديدة إلى تناقص الحاجة إلى العمل المصرفي والذي يكمن أساس عمله في الوساطة المالية، فمن ناحية أصبح بإمكان أصحاب الفوائض المالية الاتصال مباشرة مع ذوي العجز، من خلال سوق الأوراق المالية والية التوريق، وانحصر من ثم دور المؤسسات المالية وخاصة المصاريف في تحقيق الوساطة بين الطرفين وهو ما أدى إلى ما يسمى "انكماش الوساطة"، ومن ناحية أخرى ساهم التطور التقني والمالي في إمكانية الموازنة بين اجال الأصول والمطلوبات المالية للأفراد والمؤسسات بحيث تقلص دور البنوك حتى هذا الجانب.

ومن الأمثلة الواقعية التي توضح الآثار الكارثية التي تسببت فيها الهندسة المالية على قطاع المؤسسات المالية نذكر:

انهيار صندوق التحوط الأمريكي وانهيار بنك بار ينجز الأمريكي بسبب انهيار العقود الآجلة التي كان يتعامل بها البنك في بورصة طوكيو نتيجة الزلزال الذي ضرب مقاطعة كوبي في اليونان أزمة بنك Baer Saturants وليمان بنك استثماري في وول ستيرتي بسبب أزمة الرهن العقاري¹.

2- آثار الهندسة المالية على السياسة المالية النقدية:

تستخدم المؤسسات المالية عمليات إعادة الشراء لحل مشكلة الاحتياطي الإلزامي، حيث يبيع البنك سندات حكومية بثمن محدد على أن يعيد شرائها من نفس البائع بثمن أعلى، فهاتان البيعتان في الحقيقة قرض بفائدة تساوي الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء مع رهن السندات كما يمكن

¹عبد الحكيم تيطري، استخدام الهندسة المالية لتعزيز إدارة المخاطر البنكية، مذكرة ماستر أكاديمي، تخصص مالية وتأمينات، جامعة، أم بواقي، 2014، ص ص 14-15.

للبنوك الاقتراض من سوق الدولار الاوربي (الأورو دولار)، واللجوء من الأدوات التي تمكنها من الحصول على السيولة.

يمكن إيجاز أهم اثار الابداع المالي على السياسات النقدية فيمايلي:

- من الصعب جدا إدراك كل ما يحيط بالابتكار المالي، والاصعب من ذلك توقع نتائجه من الناحية العملية فهو يضيف عنصر عدم اليقين إلى البيئة الاقتصادية التي فيها البنوك المركزية _ إن تتبع التطورات التي تحدث في الإبداعات المالية يمكن أنتغير من الطريقة التي يتأثر بها الاقتصاد نتيجة عمل السياسة النقدية كما أنه يتحمل أن تؤدي إلى التأثير على محتوى ومداولات المؤشرات التي يستخدمها البنك المركزي للرقابة على المؤسسات المالية¹.

إذن الابتكار المالي يمكن أن يساعد على زيادة كفاءة النظام المالي، الأمر الذي يسهل عمل السياسة النقدية، لكنه في نفس الوقت يعقد البيئة التي تعمل فيها السياسة النقدية وللتعامل مع هذا التعقيد، تحتاج البنوك المركزية إلى مراقبة الوضع المالي، بمتابعة التطورات مباشرة وبمحاولة توقع نتائج الابتكارات علما انها قد تبدو (نتائج الابتكارات) في بادئ الامر مضللة وذلك ما يجعل البنوك المركزية أمام حتمية الأخذ بعين الاعتبار التغيرات التي تحدثها الابتكارات المالية.

3- أثار الهندسة المالية على نمو الدين:

في الحقيقة أن الابتكار المالي لم يؤدي الى زيادة الدين كما يعتقد الكثيرون أو ما أسماه علماء المالية بالرفع المالي هذا الأخير مصطلح رياضي هندسي لا علاقة له بالاقتصاد في الحقيقة وهذا التوسع الكبير في الدين يعني امرين:

- إمكانية الحصول على ما اريد في وقت قصير.

- انني أستطيع الحصول على ما ريده من دون مقابل تقريبا او بمقابل صغير جدا².

4- اثار الهندسة المالية على الأسواق المالية:

نظرا للتطورات التكنولوجية السريعة بالإضافة الى الديناميكية التي اتصفت بها أسواق المال مما نتج عنه أنواع عديدة من أدوات الاستثمار المختلفة حيث ان سوق المشتقات الائتمان كانت شبه معدومة في أواخر تسعينات القرن الماضي لكنها تمت بدرجة غير عادية في مطلع القرن الواحد والعشرين بعدما اقر الكونغرس الأمريكي يمنع تنظيم وتقييد أسواق المشتقات، ولهذا

¹ طارق عبد العالي حماد، المشتقات المالية المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة، الدار الجامعية، الإسكندرية - مصر، ص2.

² سامي سويلم، صناعة الهندسة المالية: نظريات في المنهج الإسلامي، مركز البحوث شركة الرجحي المصرفي للاستثمار، 2000، ص6.

السبب لا توصف مشتقات الائتمان في العقود والوثائق بالتأمين مع انها كذلك في الحقيقة لأنها في هذه الحالة ستخضع لقوانين التأمين بل توصف بانها مقايضة لتتمتع بحماية هذا التشريع. تمكن المستثمرون في السنوات الأخيرة من المتاجرة في الأوراق المالية المتنوعة في الأسواق المحلية والدولية على حد سواء، حيث نمت وتطورت هذه الأسواق في حوالي ثلاثون دولة، ولا يقتصر الامر على أسواق الدولة المتقدمة مثل اليابان وبريطانيا وكندا وألمانيا، بل يوجد العديد من الدول النامية مثل البرازيل والتشيلي والهند وكوريا وماليزيا والمكسيك وتايوان وتايلاند. ويمكن تفسير الاتجاه نحو أسواق المال العالمية باتجاه المستثمرين نحو تشكيل محافظ استثمارية دولية انطلاقا من دوافع عديدة كالمقارنة بين حجم سوق المال الأجنبي، واكتشاف المستثمرين ان معدل العائد على الأوراق المالية غير المحلية اعلى من عائد الأوراق المحلية وذلك بسبب معدلات النمو المختلفة بين الدول، كون نظرية الاستثمار تعتمد على محافظ استثمارية تتميز بالتنوع لتقليل المخاطر من خلال انتقاء الأصول ذات معاملات ارتباط صفقة، وبناء على هذا يمكن القول بان الاتجاه كان له ما يبرره سواء من حيث الفائدة او من حيث الخطر وهي معايير الاستثمار الجيد، فضلا عن الدراسات التي تتوقع استمراره ونموه كلما زادت ثورة الاتصالات وتداعت العوائق التي تمنع تدفق رؤوس الأموال عبر الحدود وهذا ما تهتم به الهندسة المالية.

على اختلاف أنواعها إلى الآتي:¹

- ✓ المحافظة على استمرار المؤسسة المالية في أداء وظيفتها على أحسن وجه، وأبعاد مخاطر العسر المالي عنها.
- ✓ التأكد من مقدرة المؤسسة المالية على الوفاء بالتزاماتها وتحصيل الذمم والتمويلات والاستثمارات في تاريخ استحقاقها.
- ✓ حماية الأصول من عملية البيع الاضطراري عند الحاجة، وعدم تعريض المؤسسة المالية لمخاطر كبيرة على المدى الطويل.
- ✓ تقوية ثقة المتعاملين مع المؤسسة المالية وبالتالي استمرارهم في التعامل معها، وذلك من خلال الإدارة الجيدة لموجوداتهم.
- ✓ تسهيل الأوراق المالية وبيع الأصول دون تحمل خسارة.
- ✓ توريق الأصول بغرض إصدار صكوك، لتحقيق عوائد مجزية للمستثمرين وتغطية جزء من العجز في الموازنة.

¹ سعد علي حمود العنزي، الهندسة المالية للأعمال الاستراتيجية، الذاكرة للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص165.

- أهمية المنافسة المالية:

تعمل المؤسسات المالية على دفع عجلة الابتكار المالي من أجل استحداث منتجات مالية جديدة أو تطوير منتجات مالية قائمة بهدف تلبية مختلف الاحتياجات التمويلية والمتجددة لعملائها، واغتنام مختلف الفرص الاستثمارية المتاحة لها ولن يتحقق ذلك إلا إذا كانت تشكيلة منتجاتها متنوعة تمكنها من استقطاب أكبر عدد ممكن من العملاء، وهو ما من شأنه أن يساعد على مواجهة المنافسة في البيئة التي تنشط فيها، وبالتالي تحقيق البقاء والاستمرارية.

- أهمية تجاوز القيود القانونية:

تنشط المؤسسات المالية في بيئة تفرض الكثير من القيود القانونية والتنظيمية وهو الأمر الذي جعلها تفكر في إيجاد حلول مناسبة لتجاوزها، وكان ذلك من خلال استخدام الهندسة المالية.¹

1. تعزيز السيولة للسوق والمتعاملين من خلال التعامل مع مجموعة واسعة من الأدوات الجديدة، والتي تتميز بالسيولة العالية نسبياً.

¹فري دالنجار، المشتقات والهندسة المالية، مرجع سبق ذكره، ص37.

المبحث الثاني: أدوات ومنتجات الهندسة المالية

في ظل الأنظمة الاقتصادية شهدت المشتقات المالية تطورا ونموا سريعا خلال العقود الماضية من القرن العشرين مما ساعد على جذب أطراف عديدة للتعامل بها ويأتي في مقدمتها المؤسسات التي استخدمت المشتقات المالية على نطاق واسع في مجال تغطية المحافظ الاستثمارية بالإضافة الى تحقيق دخل إضافي فالبنك التجاري قد يستخدمها لإدارة مخاطر محفظة قروضه كما يمكن للبنك الاستثماري استخدام المشتقات المالية لإدارة المخاطر التي بتكديدها عند الاكتتاب في الأوراق المالية ويستخدمها المستثمرون (مثل شركة التأمين صناديق التحوط) للتخفيف من المخاطر المالية التي يتعرض لها. تعدد هذه الأدوات غير أن هناك أربعة أنواع رئيسية والمتمثلة في العقود الاجل، العقود الخيار وعقود المبادلة والعقود المستقبلية.

المطلب الأول: المشتقات المالية

تعتبر المشتقات المالية من اهم الابتكارات الحديثة التي توصل اليها العلم الحديث وتتميز بخصائص ومخاطر كثيرة وعليه نقدمها في هذا المطلب:

تعريف المشتقات المالية

تعرف المشتقات المالية بأنها عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعينة (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد) والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية إلخ، وتسمح المشتقات للمستثمر تحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداء الأصول محل العقد¹.

يمكننا تحديد مفهوم الأدوات المشتقة بأنها عبارة عن عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية وتحدد قيمتها بقيمة واحد أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها².

يمكن فهم المشتقات المالية على أنها عبارة "عن عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة، وذلك في نطاق مصطلح المتعارف عليه حاليا بالهندسية المالية " وذلك بغرض المضاربة والتحوط والرجحة.

¹ طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، مفاهيمها واستخدامات هافي إدارة المخاطر، المحاسبة عنها، الدار الجامعية، مصر، 2011، ص11.

² عدنان الهندي، المشتقات المالية (ماهيتها وأنواعها وطرق إدارة مخاطرها)، اتحاد المصارف العربية، بيروت، لبنان، ص15.

2- خصائص المشتقات المالية

ومن العرض الذي تقدم ذكره يمكن القول، إن المشتقات المالية هي أداة مالية تتصف بالخصائص الآتية:

- يتم تنفيذها وتسويتها في تاريخ مستقبلي
- يتم تغير قيمة المشتقات المالية استجابة للتغير في سعر الصرف أو سعر الفائدة أو سعر الأوراق المالية، بمعنى آخر يكون ارتباط العقود المالية للمشتقات بسعر فائدة محدد.
- قد لا تتطلب عقود المشتقات المالية عادة استثمارات مبدئية
- تستعمل المشتقات المالية لمواجهة المخاطر نتيجة التغير في أسعار تلك الأصول
- تحدد عقود المشتقات المالية سعر الصرف، سعر السلعة، الفائدة وغير ذلك

3- مخاطر التعامل بالمشتقات المالية

استخدام المشتقات قد يعرض المصارف وغيرها من المؤسسات المالية إلى عدمن المخاطر وهي:

أ- **المخاطر السوقية:** تتعلق هذه المخاطر أساسا بتقلبات الغير المتوقعة في أسعار عقود المشتقات والتي ترجع في معظم الأحيان إلى تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد، كما قد تنجم تلك المخاطر من نقص تلك السيولة التي تؤدي بدورها إلى تدهور أسعار بعض الأصول، وعدم إمكانية إبرام عقود المشتقات للاحتياط ضد احتمال استمرار هذا التدهور.

ب- **المخاطر الائتمانية:** هي المخاطرة المتمثلة بالخسارة الناشئة عن نكول الطرف المقابل عن الوفاء بالتزاماته تجاه عقد المشتقات، وتتمثل هذه الخسارة بكلفة إحلال عقد جديد محل العقد السابق، بحيث تعادل تكلفة الاستبدال، عندما تكون القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة.

وينتهج المتعاملون في أسواق المشتقات سياسات وإجراءات تمكنهم من إدارة مخاطرة الطرف المقابل منها:

أدوات الرقابة الداخلية، التي تضمن تقدير المخاطرة الائتمانية قبل الدخول بمعاملات مع الطرف المقابل، مع رقابة هذه المخاطر خلال مدة كل معاملة منها.

التوثيق الدقيق للمعاملات، بما يخفف من وطأة المخاطرة الائتمانية، ويوفر الإلزام القانوني لتنفيذ العقود

الوسائل التي تدعم الائتمان وتقلل أو تحد من التعرض لمخاطرة أطراف مقابلة معينة، مثل توفير الضمانات العقود.

ج-مخاطر التسوية: تتمثل إحدى واجهات هذه المخاطرة في كون القليل من المعاملات المالية تتم تسويته بنفس اليوم أو أنيا ففي الأسواق المالية الأمريكية ، مثلا ، تمتد مدة تسوية قيمة بيع الأسهم إلى خمسة أيام (من تاريخ البيع حتى تاريخ التسوية الفعلية) ولذلك ، فإن أحد الأطراف قد يتعرض للخسارة إذا كان السعر الذي باع به يعتبره مرتفعا ، ولكن الطرف المقابل يرفض التسديد في التاريخ المحدد للتسوية أما أكبر مخاطرة تسوية فتتمثل في يوم التسوية ذاته حيث تكون كل قيمة الأوراق المالية تحت رحمة المخاطرة ، عندما لا يتوافق تسليم الورقة مع استلاما يقابلها نقدا من أموال مستحقة .

ويمكن تقليل مخاطرة التسوية في المشتقات لدرجة كبيرة باستعمال "شروط تصفية التسويات" في الاتفاقيات الشاملة، وهذا ما يقلل من مخاطرة التسوية التي تتم بنفس العملة، كما أن الكثير من معاملات المشتقات (مثل مبادلات أسعار الفائدة) لا يتم فيه تبادل أصل المبلغ بتاريخ الاستحقاق.

غير أن مقاصة التسويات لا تعالج مشكلة التسديد بأكثر من عملة واحدة، فهناك مخاطرة كبيرة هنا تتمثل بسبب التسديد بالعملة الأجنبية، سواء أنيا أو أجلا.

د-المخاطر التشغيلية: يقصد بها المخاطر الناجمة عن ضعف نظم الإشراف والرقابة الداخلية على العاملين في البنوك والمؤسسات المتعاملة في سوق المشتقات، وكذا المخاطر الناتجة عن عدم سلامة السياسات الخاصة بالإدارة، ومن أمثلة ضعف الرقابة الداخلية ونظم العمل، السماح لمسؤول واحد بالبنك بممارسة دور السمسار والقيام بتسوية المعاملات في نفس الوقت، إذ من الضروري ألا يجمع شخص واحد بين الدورين معا للحيلولة دون التلاعب وإخفاء الخسائر التي يمكن التعرض لها

هـ-المخاطرة القانونية: تنشأ المخاطرة القانونية عن عدم القدرة على عدم القدرة على تنفيذ العقد، وهي تتضمن المخاطرة الناشئة عن سوء التوثيق وعدم تمتع الطرف المقابل بالصلاحيات اللازمة للتعاقد، الوضع القانوني غير الأكيد لبعض المعاملات، وعدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة العسر والإفلاس، وعلى الرغم من أن المصارف قد واجهت مثل هذه المخاطر القانونية في نشاط القروض والاستثمارات، فإن التعامل بالمشتقات يخلق أشكالا جديدة من المخاطر¹.

و-المخاطر التنظيمية: يتمثل هذا النوع من المخاطر من الخسائر الناجمة عن غياب توثيق العقد وغياب الرقابة الداخلية لمنع المشاكل الناجمة عن القصور المنظم في إبرام وتنفيذ العقد أو تلك المتعلقة بإعداد التقارير المالية².

¹عدنان الهندي، المشتقات المالية (ماهيتها وأنواعها وطرق إدارة مخاطرها)، مرجع سبق ذكره، ص2522

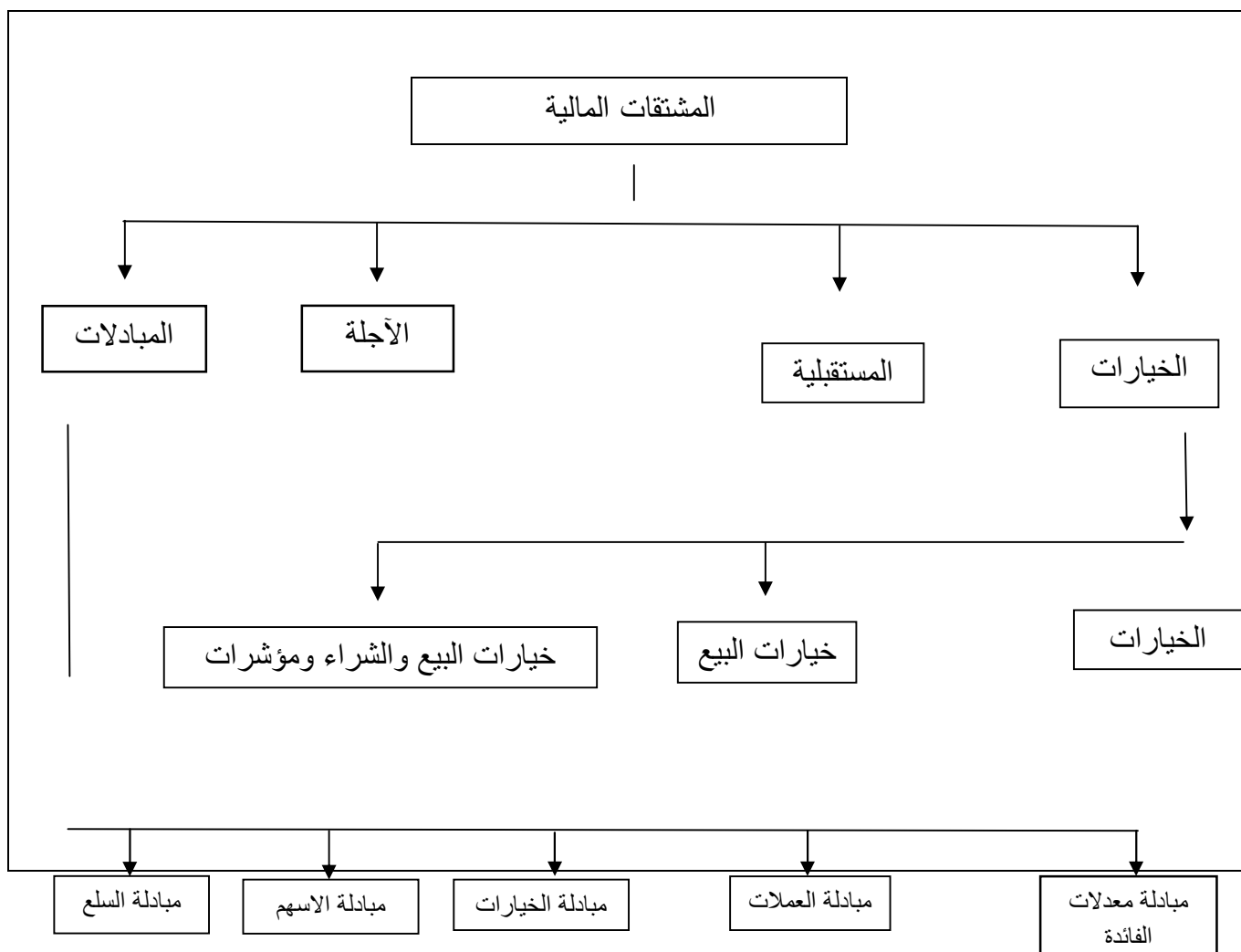
²مؤيد عبد الرحمان الدوري، سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص25

المطلب الثاني: أنواع المشتقات المالية

هناك عدة أنواع للابتكارات المالية وذالك بحسب استخدامها نذكر منها، عقود الخيارات، العقود المستقبلية، العقود الآجلة وعقود المبادلات.

الشكل الاتي يوضح أنواع المشتقات المالية:

الشكل رقم(1-1): أنواع المشتقات المالية



المصدر: ال شبيب، دريد كامل الاستثمار التحليل الاستثماري دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص402.

عقود الخيارات:

عقد يعطي لحامله الحق في اختيار وليس التزام في شراء او بيع أصل ما محدد خلال فترة معينة، ونظرا لان مشتري هذا الاختيار له الحق في تنفيذ من عدمه فانه يدفع لمن أعطا هذا

الحق وهو محرر الاختيار مكافئة غير قابلة للرد تسمى ثمن الخيار او العلاوات تدفع عند التعاقد ولا تعتبر جزء من قيمة العقد.

مثال رقم 01:

يراهن المستثمر على ارتفاع سعر سهم $X Y Z$ خلال الثلاثي المقبل ولذلك أقدم على شراء عقد خيار شراء (العقد يتضمن 100 سهم) بسهر تنفيذ قدره 95 وتاريخ انتهاء عقد بعد 03 أشهر مقابل دفعه مكافئة قدرها 05 لكل سهم. ملهي النتائج العملية في الحالات التالية:

- سعر نهائي للسهم قدره 102
- سعر نهائي للسهم قدره 97.
- سعر نهائي للسهم قدره 90

الجدول 01: تدفقات خيار الشراء عند تاريخ انتهاء العقد بأسعار نهائية مختلفة

St= 90	St= 97	St= 102	
لا ينفذ الخيار	97	102	سعر البيع
لا ينفذ الخيار	95	95	سعر الشراء
500	500	$5 \times 100 = 500$	مبلغ المكافئة
-500	-300	200	ربح أو خسارة

من الجدول أعلاه نلاحظ أنه من مصلحة المستثمر أن ينفذ الخيار في الحالة الأولى والثانية، أي أن يطلب من محرر الخيار أن يسلم له السهم بسعر 95 لبيعه، وبدوره بـ 102 و 97 على التوالي.

مثال رقم 02: يتوقع المستثمر أن تنخفض شركة ABC خلال الثلاثي السادس المقبل وللاستفادة من ذلك قرر شراء عقد خيار البيع (العقد يتضمن كذلك 100 سهم) بسعر تنفيذ 50 مقابل دفع علاوة قدرها 02 على السهم الواحد.

- ما هي النتائج العامة في الحالات التالية
- سعر نهائي للسهم يقدر بـ 55
- سعر نهائي للسهم يقدر بـ 49
- سعر نهائي للسهم يقدر بـ 45

جدول رقم 02: تدفقات عملية شراء خيار بيع عند انتهاء العقد بأسعار نهائية مختلفة

St= 45	St= 49	St= 55	
50	50	لا ينفذ الخيار	سعر البيع

45	49	لا ينفذ الخيار	سعر الشراء
200	200	$100 \times 2 = 200$	مبلغ المكافأة
300	-100	-200	ربح أو خسارة

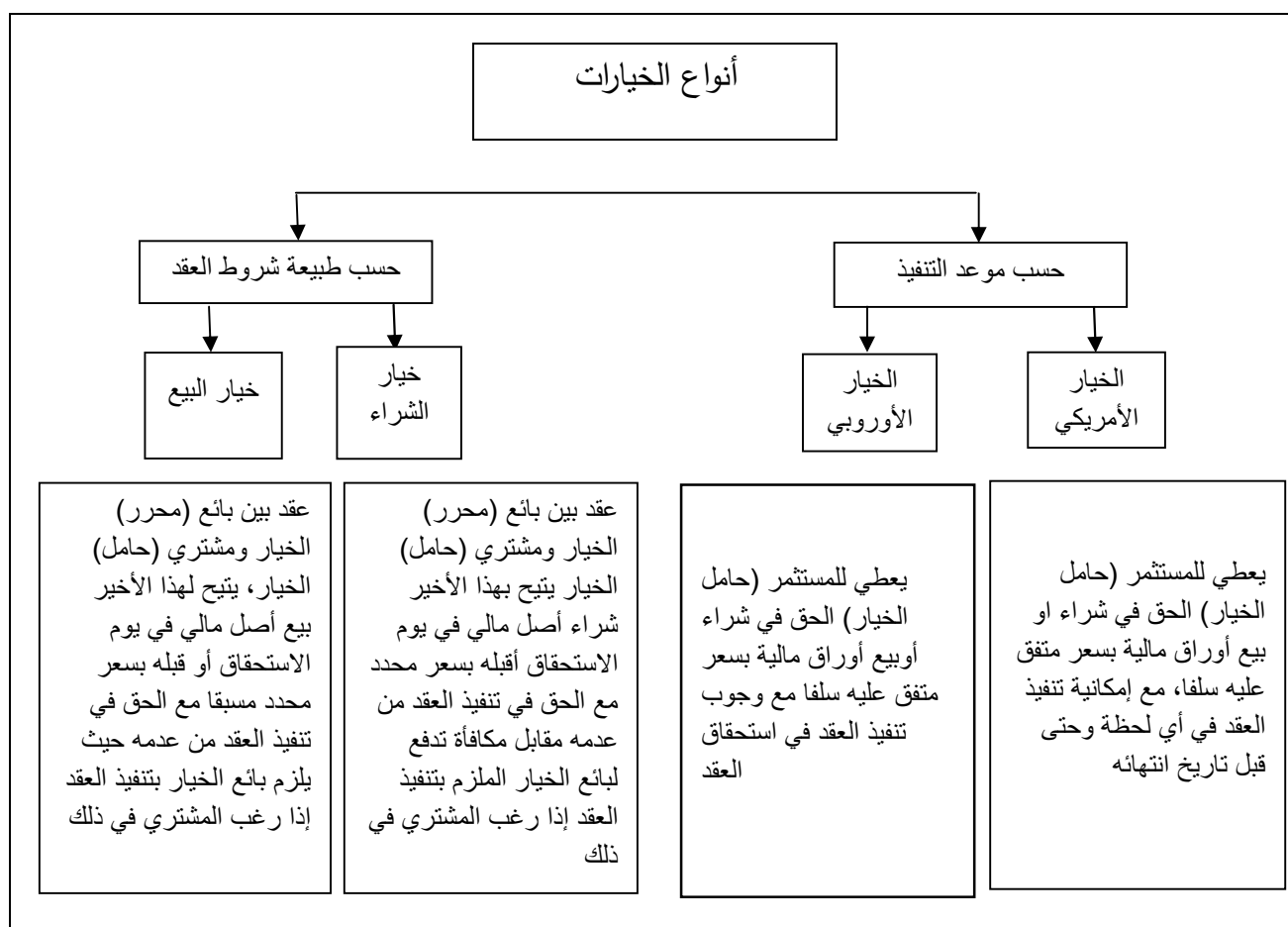
عند سعر نهائي قدره 55 ليس من مصلحة مشتري خيار البيع أن ينفذ الخيار، لأن من الأحسن أن يبيع السهم مباشرة في السوق عوض بيعه بالسعر المتفق عليه في العقد (50)، وينجر عن ذلك خسارة معادلة لمبلغ المكافأة (200) في هذه الحالة.

عند سعر نهائي لسهم قدره 49، على المستثمر أن ينفذ الخيار، لأن ولو ترتب عن ذلك خسارة قدرها 100، إلا أنها أقل من مبلغ المكافأة الإجمالية التي دفعها عند إبرام العقد.

عند سعر نهائي للسهم قدره 55، المستثمر من مصلحته أن ينفذ الخيار، أي يلزم المحرر أن يشتري منه الأسهم بـ 50 وهي تتداول في السوق بـ 45، محققا بذلك ربحا صافيا قدره 300.

1-1 أنواع الخيارات: تقسم الخيارات إلى نوعين حسب موعد التنفيذ وحسب وحسب طبيعة شروط العقد والشكل الموالي يوضح لنا ذلك:

الشكل رقم (2.1): أنواع الخيارات



المصدر: هاشم فوزي دباس العبادي «الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية»، مؤسسة الوراق، عمان، 2008، ص: 98.96

حسب الشكل نلاحظ ان أنواع الخيارات تنقسم حسب موعد التنفيذ الى خيار أمريكي وخيار أوروبي، اما حسب طبيعة شروط العقد فهي تنقسم إلى خيار الشراع وخيار البيع.

1- **العقود المستقبلية:** تعتبر العقود المستقبلية عقود آجلة قابلة لتداول في البورصة، تعطي لمشتريها الحق في شراء البيع قدر معين من الأصول المالية او العينية بسعر محدد سلفا على ان يتم التسليم في تاريخ لاحق¹

العقود الآجلة:

تعرف على انها "اتفاقية بين طرفين من اجل تبادل أصل مالي مقابل نقدي في تاريخ مستقبلي محدد على ان تتم التسوية النقدية بعد انتهاء فترة العقد المتفق عليها او في تاريخ الاستحقاق"².

أوجه الاختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية:

تختلف العقود المستقبلية عن العقود الآجلة في نوع العقد ووجود السوق وكذلك فرص تحقيق الأرباح وتاريخ تسوية العقد والجدول التالي يوضح ذلك:

الجدول رقم (01.01): أوجه الاختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

وجه الاختلاف	العقود المستقبلية	العقود الآجلة
نوع العقد	هي عقود غير شخصية ونمطية موحدة من حيث قيمتها وتواريخ التسليم.	هي عقود شخصية وغير نمطية تحدد شروطها باتفاق وتراضي الطرفين.
وجود السوق	تتيح وجود سوق ثانوي	عدم وجود سوق ثانوي لها، حيث يتم تداولها في السوق غير المنظمة
تحقق الأرباح	لا تتيح للمضاربين فرصة تحقيق الأرباح ويتم الاحتفاظ بهوامش متحركة لتعكس تحركات الأسعار ويتحقق الربح أو الخسارة يوميا عند ارتفاع أو انخفاض الأسعار	لا تتيح الفرصة للمضاربين في تحقيق الربح ويحدد الهامش مرة واحدة يوم توقيع العقد ويتحقق الربح والخسارة في تاريخ التسليم

¹ السيد متولي عبد القادر «الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير»، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، 2010، ص، 253

² بزاز حليلة وهدى بن محمد، "المشتقات المالية وخطورها"، مداخل مقدمة في إطار المؤتمر الدولي حول ازمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 2009، ص، 06

تسوية العقد	يتم تسوية العقد في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق	يتم تسوية العقد في تاريخ الاستحقاق
-------------	---	------------------------------------

المصدر: هاشم فوزي دباس عبادي مرجع سابق، ص، 83.

5- عقود المبادلات: تعرف بأنها اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية أو المعنية تحدد انيا وفقا لقيمة الصفقة، على أن يتم التبادل للأصول محل التعاقد في لاحق وهي عقود ملزمة لطرفي العقد¹.

المطلب الثالث: استحداث المشتقات المالية

من أبرز وظائف المشتقات انها تزود المتعاملين بالمعلومات عما سيكون عليه سعر الأصل وستنطبق اليها في هذا المطلب.

1-التغطية ضد المخاطر

تمثل اهم الوظائف الاجتماعية للعقود المستقبلية، ولتوضيح الفكرة نفترض حالة مستثمر اخذا مركزا طويلا في السوق الحاضر على سهم ما، أي اشترى السهم من سوق الأوراق المالية بسعر خمسون دولار ويخشى ان تنخفض قيمته عندما يقرر بيعه وقد تحققت توقعات المستثمر، إذا انخفض سعر السهم الى ثلاثون دولار، فقد منى بخسائر قدرها عشرون دولار وذلك فور شرائه للسهم يعطيه الحق في بيع السهم المحرر بسعر التنفيذ المحدد في العقد (خمسون دولار أي بذات السعر الذي اشترى به السهم)، وتاريخ تنفيذ هو ذاته التاريخ المقرر ان يباع فيه السهم، مقابل مكافأة قدرها ثلاثة دولارات هنا يصبح المستثمر مالكا لمحفظة تتكون من سهم وقد خيار يتم تصفية كل منها في سوق مستقل².

2-أداة الاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر

من ابرز وظائف عقود المشتقات كذلك انها تزود المتعاملين بالمعلومات عما سيكون عليه سعر الأصل الذي ابرم عليه العقد في السوق الحاضر بين تاريخ التسليم، لذا يقال انها أداة جيدة لاستكشاف السعر أي استكشاف المستوى الذي يمكن ان يكون عليه السعر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم، ولتوضيح كيف ذلك تلعب المشتقات المالية هذا الدور نفترض اننا اكتشفنا ان الظروف الاقتصادية تشير الى احتمال تعرض البلاد لموجة من الكساد يتوقع معها هبوط أسعار الأوراق المالية هنا عليك ان تفاضل بين التعامل في السوق الحاضر من خلال البيع على المكشوف او التعامل في سوق المشتقات ببيع عقد مستقبلي او عقد خيار على

¹السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص186.187

²هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003، ص20.

الاستثمار، وهو بالطبع سوق المشتقات، طالما أنك سوف تحقق معدلا أكبر بفضل الرفع المالي الذي يتسم به التعامل، تدفعه عند التعاقد وهو مبلغ ضئيل مقارنة بقيمة الصفقة، هذا فضلا عن انخفاض تكلفة المعاملات التي يتميز بها التعامل في تلك الأسواق.

اتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية

نفترض حالة حكومية دولة خليجية تباع البترول بعقود مستقبلية، وقد أبرمت عقدا بسعر 25 دولار للبرميل تسلم في شهر نوفمبر (مركز قصير)، وكان المشتري هو الخطوط الجوية العربية والان لو ان سعر البرميل قد انخفض في تاريخ التسليم الى 20 دولار للبرميل، حينئذ ستقوم الحكومة المعينة ببيع البترول في السوق الحاضر لمن يرغب في الشراء أيا كان وذلك بسعر السوق أي 20 دولار للبرميل ولكن ماذا عن العقد المستقبلي؟ سوف يترتب على تسويته أرباح تعوض البائع (الحكومة الخليجية) عن الانخفاض في حصيلته ببيع البترول نتيجة انخفاض أسعاره.

فرغم ان المشتري (شركة الخطوط الجوية العربية) سيقوم الاخر بتغطية احتياجاته من البترول في السوق الحاضر في تاريخ التسليم بسعر 20 دولار، فانه لن ينسى التزامات العقد فوفقا لقواعد المقاصة والتسوية في سوق العقود المستقبلية يصبح المشتري ملتزما بسداد الفرق بين السعر الذي التزم به العقد والسعر في السوق في تاريخ التسليم.

اتاحة فرص استثمارية للمضاربين

يدخل المضارب طرفا في العقد بغرض تحقيق الأرباح، وليس بغرض تأمين تملك الأصل على أساس ان تأمين التملك يهم من يرغب في شراء الأصل بغرض الاستخدام، أي مهمة من يسعى الى تغطية مركز سيأخذه في السوق الحاضر مستقبلا، وهي تغطية ضد مخاطر ارتفاع الأسعار، كما لا يدخل المضارب طرفا في العقد لضمان بيع الأصل بسعر معين يضمن له حصيلته محددة، مهما تغير سعر الأصل في السوق الحاضر اذا انها أيضا مهمة من يملك او سيمتلك الأصل ويرغب في بيعه مستقبلا أي مهمة من يرغب في تغطية مركز سيأخذه في السوق الحاضر مستقبلا وهي تغطية ضد مخاطر انخفاض الأسعار¹.

5- إدارة وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد

يتميز التعامل في أسواق المشتقات بانخفاض تكلفة المعاملات الى مستوى يستحيل على الأسواق الحاضرة ان تتنافس فيه، فتكلفة المعاملات لعقد مستقبلي قيمته مليون دولار لا تتجاوز مئة دولار، وهو معدل تكلفة يبلغ %0.01 من قيمة العقد، وتكلفة المعاملات تأثير على سيولة السوق، اذ

¹ هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر مرجع سابق ذكره، ص22.

تجعل السوق أكثر كفاءة بما يتيح فرصة أفضل لإبرام الصفقة بسعر قريب من السعر العادل كما يسهم التعامل بالعقود على تنشيط سوق الأصل المتعاقد عليه، وذلك بزيادة حجم التداول عليه، ويرجع ذلك الى ان المبلغ الذي يدفعه المستثمر عند التعاقد لا يمثل سوى نسبة ضئيلة من قيمة الصفقة ونقل كثيرا عن الهامش المبدئي الذي يلتزم المشتري بإيداعه لدى السمسار في حالة الشراء الهامشي للأصل من السوق الحاضر.

6- سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية

ميزة أخرى لعقود المشتقات هي سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية، نظرا لمرونتها إضافة الى سيولتها المتميزة فلو ان مستثمرا ما يرغب في استثمار ما يعادل مليون دولار في محفظة جيدة التنوع، فيمكنه شراء تشكيلة من الأسهم الفردية التي تحقق له ما يريد، هذا البديل قد يتطلب تنفيذه وقتا طويلا كما ينطوي على قدر كبير من تكلفة المعاملات يقابل ذلك بديل اخر يخلص المستثمر من تلك المشكلات وهو الاستثمار من خلال عقد خيار او عقد مستقبلي على أحد المؤشرات وليكن مؤشر اندر بور 500 (s&p500) مثلا.

7- مميزات أخرى

يتحقق الكمال للسوق (Market completeness) لو انه وفر للمتعاملين كافة الأصول المالية التي تتناسب مع أهدافهم، سواء من حيث العائد او المخاطر وعلى الرغم من ان الكمال على هذا النحو هو امر يستحيل تحقيقه، فانه بفضل عقود المشتقات أصبح من الممكن عمل توليفات من عقود المشتقات واوراق مالية متداولة في السوق الحاضر في ظل يحقق المستثمر مستويات فريدة من العائد والمخاطر لا تحققها اية ورقة مالية متداولة.

لإعادة .

المبحث الثالث: الهندسة المالية الإسلامية:

شهدت السوق الإسلامية في حاجة ملحة الى ابتكار ادوات مالية تواكب التغيرات والمستجدات في شتى مجالات التمويل والاستثمار والاقتصاد الاسلامي وتوظيف الهندسة المالية الاسلامية في تطوير الادوات الاسلامية في تحقيق التنمية الاجتماعية والاقتصادية من خلال استثمارها المباشر في المجالات ذات العلاقة بالاقتصاد الحقيقي مثل انتاج السلع والخدمات والتجارة، واثبتت نجاحها في جذب المدخرات وتلبية احتياجات المتعاملين وتحقيق مصالحهم. وقد حققت المصرفية الاسلامية نجاحا كبيرا في تطوير العمل المصرفي من خلال تطوير ادوات ومنتجات مبتكرة، وتبنت صيغا تمويلية مناسبة مثل الاجارة والاستصناع والسلم اضافة الى عقود المضاربة والمشاركة والمرابحة. واتشرت الصكوك الاسلامية بأنواعها وبدأت بعض المصارف في ترتيب عمليات تمويل مجمعة بصيغ اسلامية، تؤسس صناديق استثمارية متوافقة مع التشريع الاسلامي.

المطلب الاول: ماهية الهندسة المالية الإسلامية:

لا يختلف مفهوم الهندسة المالية الاسلامية عن التقليدية من حيث الجوهر وهو الحث على الابتكار والاعتماد عليه لخلق قنوات وادوات جديدة، تتناسب التغيرات السريعة في الاسواق المالية العالمية بينما يختلف عنها من حيث الوسيلة والغاية والاهداف، فلا بد من شرعية الوسائل المستخدمة في عملية الابتكار بحيث تكون موجهة لتحقيق اهداف المصالح العامة وليس فقط الشخصية.

هنالك عدة تعاريف للهندسة المالية نذكر منها:

-هي مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، وتكوين مجموعة حلول إبداعية لمشاكل التمويل في شركات.

-كما أنها عملية خلق أدوات وخدمات جديدة من قبل مؤسسات الصناعة المالية، وذلك من أجل تلبية الاحتياجات المختلفة للعملاء من مستثمرين خواص ومؤسسات تحتاج للتمويل، وهذا للدخول في عمليات الاندماج أو تملك مؤسسات أخرى¹.

-هي مجموعة تقنيات المطبقة والتي تعتمد على البحث والتطوير، حيث يركز اهتمامها على ابتكار أدوات مالية جديدة، تمثل حولا إبداعية لمشاكل الإدارة وفي مجال إدارة المخاطر هي تصميم

¹محفوظ جبار، الهندسة المالية والتحوط من المخاطر في الاسواق الصاعدة: دراسة حالة السوق الكويتية للخيارات مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، ال عدد10،2010، ص23.

وتطوير وتنفيذ العمليات المالية المبتكرة، وصياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل ولخفض تكاليف المعاملات وتحقيق أفضل العوائد¹.

انطلاقاً مما سبق يمكن تعريف الهندسة المالية بأنها: عبارة عن مجمل العمليات والتقنيات والأنشطة التي تتأسس وفق عمليات تصميم والابتكار والتطوير لأدوات والعمليات المالية المبتكرة، وهذا لإيجاد حلول إبداعية لمشاكل التمويل وتحقيق أفضل العوائد.

1-نشأة الهندسة المالية الإسلامية:

الهندسة المالية من حيث الممارسة والتعامل قديمة قدم المعاملات المالية².

فعلى مر التاريخ هنالك الكثير من التعاملات التي يصدق عليها أنها من قبل الهندسة المالية، فبعد ما كان الناس يتبادلون السلع بعضها ببعض في مبيعاتهم أصبحت النقود المعدنية من ذهب وفضة وسيطا في المبادلات المالية، ثم حلت الأوراق النقدية محل النقود المعدنية³.

وأخذ الناس بعدها يبتكرون العقود التي تخدم مصالحهم، فبرزت منتجات جديدة كالأسهم والسندات ففي عام 1599م تأسست شركة الهند الشرقية وطرحت أسهمها للتداول، وفي القرن السادس عشر الميلادي أخذت الحكومات تقترض من التي صنعت عهدا جديدا في الهندسة المالية.

إلى غير ذلك من المنتجات والابتكارات، ولازال المجال مفتوحا أمام الهندسة المالية لتبتكر وتطور أدواتها والياتها المالية أما عن مصطلح الهندسة المالية فهو مصطلح حادث ففي بداية السبعينات من القرن العشرين حصلت أسباب كثيرة أدت إلى نشأة مصطلح الهندسة المالية، من هذه الأسباب:

-حصول أحداث عالية كانهيار اتفاقية بريتون وودز⁴.

الجماهير، ولجأت الشركات إلى لاقتراض عن طريق إصدار السندات.

¹أمال لعمش، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية كلية العلوم

الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة فرحات عباس سطيف، 2012/2011، ص64

²لسامي السويلم، صناعة الهندسة المالية مرجع سبق ذكره، ص5.

³أمري بن المشوح، فقه الهندسة المالية الإسلامية، الطبعة الأولى، شبكة الالوكة، بدون بلد نشر، 2015 ص 31.

⁴اتفاقية بريتون وودز هو الاسم الشائع للمكان الذي انعقد فيه مؤتمر النقد الدولي في 1944م، وقد وضعوا الخطط من أجل

استقرار النظام العالمي وتشجيع انماء التجارة بعد الحرب العالمية الثانية وظل هذا النظام متماسكا الى اوائل السبعينات،

المنشورة على الموقع: <http://www.borsaat.com/vb/t427837.html> التاريخ والوقت: 23، 53-5-2023.

ثم توسعت لابتكارات حتى صار تحويل عمليات الدفع اليدوية إلى بطاقات دفع في عام 1914م ثم بدأ العمل بالبطاقات الائتمانية في عام 1950م وفي الربع الأخير من القرن العشرين فاجأت الهندسة المالية أصحاب الأموال بالمشتقات المالية التي أدت إلى التقلبات العنيفة في أسعار الصرف، وانهيار أسواق الأوراق المالية العالمية المتتابعة ومحاربة المؤسسات المالية والمصرفية تجاوز قيود السياسات النقدية.

-التقلبات الكبيرة وغير المتوقعة في محيط الاقتصادي العالمي، مما شكل خطراً كبيراً على المؤسسات المالية. وهدد وجودها. ترتب على ذلك ضرورة ابتكار منتجات مالية جديدة، وتطوير قدرات عالية للسيطرة على هذه المخاطر¹.

-تطوير تقنية المعلومات مما أدى إلى تحويل الأسواق العالمية والمتعددة إلى سوق مالي كبير وأدى ذلك إلى زيادة عدد المشاركين. وتتطلب زيادة عدد المشاركين من المهندسين الماليين العمل بصورة اقتصادية مقبولة، فكلما ابتكروا أداة تمويلية جديدة وجدوا من يطلبها وبأخذها.

-زيادة عدد الأسواق المالية. أدت إلى المنافسة في ابتكار أدوات مالية جديدة باليات أقل تكلفة لكسب أكثر عدد من طالبي التمويل.

-الاحتياجات المختلفة للمستثمرين، فلم تعد الأدوات التمويلية القديمة تلبي رغبات المستثمرين، مما أدى إلى حاجة إلى الابتكار والتجديد فيها.

-مع تطور الأدوات التمويل يحتاج طالب التمويل الحصول عليها بأقل التكاليف، مما أدى إلى الحاجة إلى تطوير الآليات التمويلية، ليتم الحصول على الأدوات بسهولة وبتكلفة قليلة.

-وجود بعض المشاكل في الإدارة التمويلية استوجب ابتكار حلول لمعالجتها وإعداد صيغ تمويله تلائم الظروف المحيطة ببعض المشاريع.

-ظهور مفهومي الكفاءة والفاعلية، ويقصد بالكفاءة أن يتم مقابلة هذه الحاجات بتكلفة قليلة وبسرعة ودقة عاليتين، ويقصد بالفاعلية المقدرة على تلبية حاجات طالبي التمويل.

هذه أبرز الأسباب التي جعلت السوق المالي الأمريكي يستعين ببعض من حازو على درجات علمية عالية من الأكاديميين وغيرهم ليقوموا بتطوير المنتجات المالية. ثم في منتصف الثمانينات أطلق على عملية ابتكار المنتجات وتطويرها اسم الهندسة المالية.

¹مرضي بن مشوح العنزي، فقه الهندسة المالية الإسلامية، ص31.

ومنذ ذلك الوقت انتشر مصطلح الهندسة المالية، وأصبح مصطلحا دارجا في مراكز الأبحاث وبين أهم الاقتصاد بل صار تخصصا يدرس في الجامعات، وتؤخذ فيه الشهادات.

ولأن الهندسة المالية التقليدية ولدت من رحم النظام الرأسمالي كانت هيا إحدى الأسباب في تأجيج شرارة الأزمات المالية التي يشاهدها العالم المعاصر.

حتى إن بعض الكتاب الغربيين سماها: عبثا ماليا بدلا من الهندسة المالية ، وأدى ذلك إلى ضرورة أن تكون الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي تجمع بين المصادقية الشرعية ، و الكفاءة الاقتصادية العملية، ولعل البحث الذي كتبه الدكتور سامي السويلم بعنوان "صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي" ، والذي نشره مركز البحوث بشركة الراجحي المصرفية للاستثمار في عام 1421هـ/2000م، أولى المحاولات الجادة التي استعرضت ملامح مصطلح الهندسة المالية الإسلامية، وحاولت سبر عناصره، ثم ظهرت بعد ذلك بعض بحوث ، وأقيمت بعض الندوات والمؤتمرات في الهندسة المالية الإسلامية، إلى أنها قليلة مقابل ما خدمت به الهندسة المالية التقليدية، والمأمول أن تأخذ الهندسة المالية الإسلامية حقا من التأصيل، والتطوير، والتطبيق، كفرع من فروع التمويل الإسلامي، وأن تكون إحدى التخصصات التي تدرس في الجامعات وتكتب فيها الرسائل البحوث الأكاديمية المتخصصة.

المطلب الثاني: أدوات الهندسة المالية الإسلامية استراتيجيات تطوير منتجات الهندسة المالية.

رغم مرور أكثر من ربع قرن على التعامل بأدوات الهندسة المالية، إلا أن المختصون والمتعاملون لازالوا ينقسمون وبصورة واضحة إلى فريقين متعاكسين، ففي حين يصر الفريق الأول على الحذر من التعامل بهذه الأدوات الجديدة وعدم التعامل بها إطلاقا بسبب المخاطر الكبيرة التي تصاحبها، الفريق الآخر يرى بأنها تمثل الدواء الشافي المعاصر للعديد من المشاكل والمصاعب التي تواجه المتعاملين في الأسواق المالية وفيما يلي سنتعرض لأهم أدوات الهندسة المالية واستراتيجياتها.

1-التوريق والمشتقات المالية

يعد التوريق والمشتقات المالية من أهم منتجات الهندسة المالية حيث يعتبر التوريق فن تمويلي ظهر في مطلع الثمانينات من هذا القرن في نطاق الهندسة المالية حيث سنتطرق في هذا المطلب إلى تعريف التوريق الإمام بمجموعة من عناصره كما سنتطرق أيضا إلى تعريف المشتقات المالية وخصائصها لمساهمتها في تحقيق الأهداف الاستراتيجية للمؤسسات المالية وذلك خاصة من خلال

قدرتها على تغطية وإدارة المخاطر، على اعتبار المخاطر هي أحد محددات الثروة التي تسعى كل منشأة أعمال إلى تعظيمها. ومن هنا يمكن التطرق إلى أهم لأدوات فيما يلي: مفهوم التوريق وأنواعه ومفهوم المشتقات المالية وخصائصها.

1-2 مفهوم التوريق: هو أداة قانونية اقتصادية تمويلية حديثة لتنمية الأسواق المالية في الاقتصاد الوضعي وذلك لتحويل أصول مالية مرهونة غير سائلة إلى أصول مالية أو قابلة للتسييل في البورصات. والتوريق المصرفي هو أداة مالية مستحدثة، تفيد قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول، ووضعها في صورة دين واحد معد ائتمان ثم عرضه على الجمهور من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية تقليلا للمخاطر، ضمانا للتدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك¹.

1-3 أهمية التوريق: تعتبر عملية التوريق بمثابة دمج بين أسواق الائتمان وأسواق رأس المال

- ✓ رفع كفاءة الدورة الاقتصادية والإنتاجية ومعدل دورانها، عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى إعادة توظيفها.
- ✓ تسهيل تدفق التمويل لعمليات الائتمان بضمان الرهون العقارية، وبشروط أسعار أفضل وفترات سداد أطول.
- ✓ تخفيف وطأة المديونية مما يساعد في تحقيق معدلات أعلى لكفاءة رأس المال².

2- مفهوم المشتقات وخصائصها:

تعرف المشتقات المالية على أنها "عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار الأصل المالي من هذه الأصول. وكعقد بين الطرفين على تبادل المدفوعات على أساس السعر أو العوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري³.

ومن خصائصها ما يلي:

¹ محمد احمد غانم «التوريق» المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2009-ص-5.

² خالد بخلخال، دور الهندسة المالية في إدارة المخاطر المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية المؤسسات جامعة الجزائر (3)، 2001-2012-صص 79-80.

³ امال لعمش، دور المشتقات المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية، مذكرة مكملة لنيل شهادة ماجستير في العلوم التجارية تخصص دراسات مالية جامعة سطيف-2011-2012-ص-73.

- ✓ **طبيعة العمليات خارج الميزانية:** حيث جرى التطبيق على إثبات قيم الأدوات المالية التقليدية كأسهم والسندات.
- ✓ **التعقيد:** يكون في معظم الأحيان غموض حول كيفية استخدام هذه الأدوات وإذا كانت هذه الأدوات تحقق الأغراض الاقتصادية أم لا.
- ✓ **السيولة:** بعض عقود المشتقات تتسم بدرجة سيولة عالية يسهل تسويتها إما عن طريق البيع أو قبل تاريخ الاستحقاق.
- ✓ **عدم الوضوح في قواعد المحاسبة:** ويرجع ذلك إلى التقدم السريع والنمو المتزايد في مجال الابتكار واستخدام الأدوات المالية المشتقة والذي لا توكبه استجابة محاسبة مماثلة من أجل الرقابة على تأثيرات تلك الأنشطة. إذ يلاحظ وجود فجوة واسعة بين الواقع الاقتصادي الذي تمارس فيه تلك الأنشطة وبين الاستجابة تجاه التعبير عن الآثار المحاسبية الناتجة عنها¹.

3- استراتيجيات تطوير منتجات الهندسة المالية:

3-1 استراتيجيات الخروج من الجدل الفقهي: تعتبر استراتيجية الخروج من الجدل الفقهي إحدى أهم الاستراتيجيات التي يجب على المؤسسات المالية الإسلامية أخذها بعين الاعتبار، في ابتكار مختلف منتجات الهندسة المالية الإسلامية، والتي يتم طرحها لتلبية مختلف الاحتياجات التمويلية ولاستثمارية للعملاء.

3-2 استراتيجيات التمييز في الكفاءة الاقتصادية: المبتكرات المالية التي تقوم بيها المؤسسات المالية الإسلامية يجب أن تكون ذات كفاءة اقتصادية عالية مقارنة بالمبتكرات المالية التقليدية، أن المنافسة وعدم وجود فوارق جوهرية بين المنتجات المالية التي تطرحها المؤسسات المالية بشكل عام تجعل الطلب على هذه المنتجات مرناً جداً، وكذلك يجب على المبتكرات المالية في المؤسسات المالية الإسلامية أن تحد من زيادة الآثار الاقتصادية السلبية مثل التضخم والبطالة وسوء توزيع الثروة والآثار السلبية للعولمة.

3-3 استراتيجيات الاتفاق مع السياسات والتشريعات الحكومية: تعمل المؤسسات المالية الإسلامية في بيئة تحكمها القوانين والتشريعات والسياسات الحكومية، التي تسعى إلى تحقيق مصلحة الفرد والمجتمع في شتى مجالات الحياة وجعل مصلحة المجتمع متطابقة مع مصلحة الفرد، إن

¹ بن رجم محمد خميسي، مرجع سابق، ص6.

المؤسسات المالية الإسلامية ومن خلال عملها على تطوير واستحداث منتجات مالية تفي بالاحتياجات التمويلية والاستثمارية، عليها أن تحرص كل الحرص على مراعاة تحقيق الهدفين السابقين وعدم الخروج عنهما.

3-4 استراتيجيات التميز في خدمة المجتمع: يعتبر العمل الخيري جزء لا يتجزأ من الاقتصاد الإسلامي، فالعمل الخيري خاصية تميز المؤسسات المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية لذا فقد كان لزاما على المؤسسات المالية الإسلامية أن تراعي خدمة المجتمع في هذا الجانب، أن فيه تلبية لحاجاته وذلك من خال تقديم منتجات مالية تلبى هذه الحاجات¹.

المطلب الثالث: الفرق بين الهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية الإسلامية

تشمل عملية المقارنة بين الهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية الإسلامية ما يلي²:

1- ضرورة الانضباط بالنظم الإسلامية:

إن حوافز الانضباط بالنظم الإسلامية أكبر من تلك المتعلقة بالنظم غير الإسلامية، حافز التدين عميق لدى المسلمين ومن شأنه أن يحد من محاولات الالتفاف على الأحكام الشرعية الصريحة، بينما نجد أن الهندسة المالية التقليدية لا تملك حوافز ذاتية للالتزام بروح الأحكام واللوائح القانونية، وعليه فمجرد بروز الفرصة للربح كاف لمحاولة الالتفاف عليها.

2- انضباط الاحكام الشرعية: حكاما وتنافسا من الأنظمة الوضعية إن الأحكام الشرعية نفسها أكثر انضباطا ويترتب على ذلك أن المحافظة على الأحكام الشرعية أيسر من المحافظة الوضعية لتطرق الخلل والتناقص نظرا لأخيرة بما لا يسمح للمتعاملين بالمحافظة عليها، خلاف لأحكام والقواعد الشرعية.

3- تحقيق مصلحة جميع المتعاملين: إن الأحكام الشرعية تهدف إلى تحقيق مصلحة المتعاملين بها فالالتزام يحقق هذه المصالح مما يجعل المتعاملين أكثر رضا وقناعة بها بينها الأنظمة الوضعية لا تفرق بين المصالح الجزئية والمصالح جماعات الضغط والمصالح العامة وتبعاً لذلك ينشأ التنافر بين مصلحة المتعاملين وبين هذه الأنظمة.

¹أمال لعمش مرجع سابق، صص 96-99

² نفس المرجع السابق، صص 96-97.

4- الفرق بين السندات والصكوك الإسلامية: الصكوك والسندات والأسهم هي أدوات مالية يتم التعامل بها في الأسواق المالية ونحتاج إلى أن نفرق بينهما.

الجدول رقم(01-01): الفرق بين السندات والصكوك الإسلامية

السندات	الصكوك الإسلامية
تبادل الأوراق بالنقد	تبادل الأصول بالنقد
الناتج من السندات هو الربا	الناتج من الصكوك هو الربح كم إيرادات الأصول
التجارة: بيع الدين (قرض روي)	التجارة: بيع الأصول
استعمال رأس المال في الأمور المشروعة وغير المشروعة	استعمال حصيلة الصكوك في المشروعات الشرعية

المصدر: خليفة فاطمة، الهندسة المالية الإسلامية ودورها في البنوك الإسلامية، مذكرة لنيل شهادة ماستر تخصص اقتصاد نقدي وبنكي وبنكي كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم، 2021-2022، ص76.

1-1 الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم:

- ✓ أوجه الاتفاق: وتشمل:
- ✓ . تمثل كل من الأسهم والصكوك الإسلامية حصة شائعة في أصول الشركة
- ✓ . هذه الأصول تشتمل على أعيان وحقوق ونقود ومنافع وديون لدى الغير بنسب متفاوتة
- ✓ . يستحق مالك السهم والصكوك الإسلامية حصة من صافي ربح الشركة.

2-1 أوجه الاختلاف:

الجدول رقم (2-1): الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم

الأسهم	الصكوك الإسلامية
لقوانين الحاكمة لأسهم تتضمن هذا الالتزام	خضوع كل معاملات الصكوك أحكام الشريعة الإسلامية
يمكن لمجلس إدارة الشركة مصدر الأسهم أن تغير من نشاطها، وهي عالية المخاطر	تصدر لمشروع معين لا يجوز تغييره، وهي قليلة المخاطر
تبقى مدة حياة الشركة	تحدد بمدة زمنية معينة

المصدر: صالح مفتاح، فاطمية رحال صناعة الصكوك الإسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي، في المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية: بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة فرحات عباس في سطيف، يومي 5-6 ماي 2014، ص10.

خلاصة الفصل الأول:

تسعى الهندسة المالية الإسلامية دوماً إلى الوصول إلى حلول خلاقية تضمن تحقيق الأهداف إلى كل المتعاملين، فالهندسة المالية الإسلامية هي عملية تصميم وتطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة، وتقديم حلول خلاقية ومبدعة للمشكلات الاقتصادية والمالية وفق الشريعة الإسلامية ولا يقتصر دورها على المنتجات الجديدة فحسب، بل يمتد كذلك إلى محاولات تطوير أدوات وأفكار قائمة لخدمة أهداف منشأة الأعمال.

إن الهندسة المالية الإسلامية هي عمليات مبتكرة ذات طبيعة فعالة للتعامل بالمال من حيث الإدارة والتنمية وفق ما تقضيه الشريعة الإسلامية ومن حيث المفهوم تعتبر قديمة ووجدت مبكراً منذ مجيء الشريعة الإسلامية

الفصل الثاني:

تجربة تطبيق الهندسة المالية الإسلامية في

البنوك الإسلامية الماليزية

تمهيد:

في ظل التطور الذي تعرفه المالية الإسلامية خاصة الصكوك الاستثمارية في العالم في السنوات الأخيرة، خاصة بعد الأزمة المالية العالمية 2008 ، والدور الكبير التي أصبحت تلعبه في دعم الاقتصاد وتعبئة الادخار، وباعتبار ماليزيا من الدول الرائدة في هذا المجال بامتلاكها لأكبر الأسواق المالية الإسلامية، قمنا من خلال هذا الفصل بالبحث حول السوق المالي والنقدي في ماليزيا، أسواق الأوراق المالية الماليزية بالإضافة إلى دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير الصيرفة الإسلامية الماليزية وأخيرا مساهمة الهندسة المالية الإسلامية في تطويل التمويل بالصكوك الإسلامية في ماليزيا.

المبحث الأول: السوق المالي والنقدي في ماليزيا

يعد السوق المالي الآلية التي تعمل على تجميع المدخرات وتوجيهها الى الأنشطة الاقتصادية المختلفة بالاستعانة بالمؤسسات المالية المختلفة، حيث يشمل السوق المالية على نوعين من الأسواق هما أسواق النقد وأسواق رأس المال، وتختلف أسواق النقد عن أسواق رأس المال أساسا في مجال الاستحقاق الأدوات المالية التي يجري تداولها، إضافة الى طبيعة المؤسسات المالية العاملة في كل من السوقين.

المطلب الأول: السوق النقدي ماليزيا

يعتبر السوق النقدي أحد مكونات الرئيسية للأسواق المالية الماليزية، وهو مخصص لتداول أوراق مالية استثمارية قصيرة الأجل، وتعتبر البنوك المركزية والبنوك التجارية والمؤسسات المالية أهم المتدخلين في نشاطه.

تعريف السوق النقدي:

هي السوق التي يتم فيها إصدار وتداول الأصول والالتزامات المالية قصيرة الأجل ذات درجة سيولة عالية ومستويات متدنية المخاطر، والتي ال تتجاوز فترات استحقاقها غالبا سنة واحدة، وتوفر هذه الأسواق للأفراد والمؤسسات المختلفة والحكومات الآليات المناسبة لإدارة السيولة لديها بما في ذلك استثمار الفائض المتاح لدى تلك الجهات، أو تغطية العجز التي تواجهه في موازنتها المالية¹.

1-أهمية وخصائص السوق النقدي:

للسوق النقدي أهمية كبيرة بالنسبة للاقتصاد الماليزي للأسباب التالية:

- توفير أدوات مالية يمكن من خلالها أن يعدل الأفراد والمؤسسات مراكز سيولتهم، إذ تمثل السيولة أهمية خاصة لكل من الأفراد والمؤسسات على حد سواء، فالأفراد الذين لديهم مدفوعات في المستقبل القريب يمكن من خلال السوق النقدي استثمار أموالهم في أدواته المالية القصيرة الأجل مقابل عائد، على أن يتم بيع تلك الأدوات حينما يأتي أجل مدفوعاتهم المستقبلية. كما تقبل البنوك والمؤسسات المالية شراء أدوات السوق النقدي قبل تاريخ استحقاقها مقابل عائد، ويسمح لها السوق النقدي بتوظيف أموالها وتمويل البنوك والمؤسسات المالية المحتاجة للسيولة بالسوق ما بين البنوك وذلك لمواجهة سحب الودائع أو عقد قروض جديدة؛
- تتمكن السلطات النقدية وعلى رأسها البنك المركزي من تنفيذ معظم عملياتها في سوق النقد (الرقابة على الأموال، التحكم في أسعار الفائدة القصيرة الأجل وبالتالي في أسعار الفائدة الطويلة الأجل، التحكم في احتياطات البنوك التجارية، سياسة السوق المفتوحة وسياسة إعادة الخصم)، ومن خلال تلك العمليات يمكنها

¹ ابن ابراهيم الغاني وآخرون، الأسواق المالية الدولية-تقييم الأسهم والسندات-، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، الطبعة الأولى، بسكرة-الجزائر-، 2019، ص 23.

تحقيق العديد من الأهداف الاقتصادية. من جهة أخرى، يمكن للسوق النقدي أن يوفر لصغار المدخرين والمستثمرين وهم الفئات الأكثر والأوسع عدداً، الفرصة في استغلال مدخراتهم الصغيرة واستثمارها من خلال هذا السوق، لذلك نجد الأسواق النقدية في الدول النامية خاصة تأخذ مجالاً واسعاً فيها، ذلك لأن معمم المدخرين والمستثمرين في هذه الدول هم من صغار المدخرين والمستثمرين الأوسع عدداً؛

– كذلك بوجود سوق نقدي فعال تتوفر سيولة مرتفعة للأصول المالية القصيرة الأجل، فهذا بدوره يؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل القصير الأجل وبالتالي الزيادة في سرعة دوران الأموال العاملة للمشروعات الاقتصادية على اختلاف أنشطتها، فتكون محصلة ما سبق الزيادة في الطاقة.¹
ومن خصائص هذا السوق ما يلي:

- هو سوق جملة، كون المتعاملين فيه من ذوي الحجم الكبير ويتمتعون بخبرات ومهارات مالية عالية، وهم خاصة البنك المركزي، البنوك التجارية والمؤسسات المالية والخزينة؛
- يتميز هذا السوق بمرونته العالية، حيث معظم الصفقات التي تتم فيه تحدث في السوق الثانوي بإجراءات مبسطة جداً، تخفض تكاليف هذه الصفقات؛
- موضوع هذا السوق يتعلق بنوع خاص من الأصول المالية، خاصيتها الرئيسية هي سيولتها النسبية؛
- انخفاض درجة المخاطرة.

2- أنواع سوق النقد:

للسوق النقدية عدة أنواع:

2-1: السوق المفتوحة

ويقصد بها التعامل بإنشاء القروض والعملات الأجنبية و القبولات البنكية، و يلجأ البنك المركزي لسياسة السوق المفتوحة لشراء وبيع الأوراق الحكومية أو لشراء وبيع الصرف الأجنبي، فإذا ما رغب البنك المركزي من خلال سياسته النقدية في تقليص حجم الائتمان من طرف البنوك التجارية فإنه يلجأ لبيع الأوراق المالية التي يحوزها ليخفض من كمية النقد المتاحة في السوق، على العكس من ذلك إذا رغب في زيادة توسع البنوك التجارية في الائتمان فإنه يقوم بشراء الأوراق المالية بدفع قيمتها نقداً ليزيد من كمية النقود المتداولة في السوق وبالتالي يزيد من سيولة هذه البنوك وقدرتها على منح الائتمان.

¹رسمية أحمد أبو موسى، " الأسواق المالية والنقدية"، جامعة البلقاء التطبيقية، دار المعزز للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2005، ص

2-2: أسواق الخصم

وتعتمد أساسا الأوراق القابلة للخصم كالأوراق التجارية ممثلة بالكفاءات وشهادات الإيداع حيث يتقاضى البنك المركزي سعرا من البنوك التجارية نظرا لإعادة خصمه تلك الأوراق المالية التجارية، التي تسدد قيمتها لحاملها منقوصة منها نسبة الخصوم على أن يخلفها في الدائنة عند تاريخ الاستحقاق.

2-3: سوق النقود تحت الطلب

تشمل الودائع المصرفية والحسابات الجارية المدينة والدائنة على حد سواء وحقيقة هذا السوق أنه يجمع البنوك التجارية والمتخصصة مما يتيح لمن لديه أرصدة فائضة فرصة إقراضها لمن يحتاجها بشكل عاجل على شكل قروض قصيرة الأجل، كما نضيف هنا أسواق العملات الأجنبية وتحديدًا اليورو والدولار الأمريكي، فهذا السوق تخدم أرصدة كبيرة من هاته العملات و التي تستخدم في تمويل التجارة الدولية.

المطلب الثاني: أسواق الأوراق المالية الماليزية

لقد حضي موضوع سوق الأوراق المالية اهتماما كبيرا من قبل دولة ماليزيا، ويرجع هذا الاهتمام إلى الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في حشد رؤوس الأموال وتحويلها إلى الاستثمارات، كما أنها تعد المحور الرئيسي للنمو الاقتصادي لدولة ماليزيا.

تعريف سوق الأوراق المالية في ماليزيا:

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

2-1نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

كانت أول بداية حقيقية لتطوير نظام العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا تعود إلى سنة 1983 إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي وتم بموجبه استحداث مجموعة من الخدمات والمنتجات المصرفية وفق المبادئ

¹ سمورطه خليل نبيل، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ، جامعة غزة الإسلامية، 2007، ص 98.

الشريعة الإسلامية¹، تبعه إنشاء أول بنك إسلامي ماليزي وهو بنك ماليزيا برهارد الذي بدأ عملياته في 01 جويلية 1983، بالإضافة إلى إطلاق مشروع نظام العمليات المصرفية دون فوائد الذي انطلق العمل به في 04 مارس 1993.²

أما التطور الحقيقي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا فيعود إلى أوائل التسعينيات من الماضي عندما قامت الشركة Shall Mdn.SdnBhd بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي في 1990، و قد تبع ذلك عدة إصدارات من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات المالية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واتساعه ، و مع بداية تأسيس هذا السوق، ظهرت تساؤلات عن مدى التزام هذا الأخير بالأحكام الشرعية، مما دفع وزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية إلى اتخاذ إجراءات معينة ومنها تشكيل قسم سوق رأس المال الإسلامي في عام 1994 (والذي يعبر الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية فيما يتعلق بسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا)، بالإضافة للجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية في أواخر عام 1994، وبعد عام تحولت إلى اللجنة الاستشارية الشرعية وتعد هذه الإجراءات والتطورات خطوة جوهريّة في بناء وتنظيم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.³

أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

تتعدد أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا والتي نوجزها في النقاط التالية:

(أ) توفير الفرص الاستثمارية والأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية: تتيح سوقاً للأوراق المالية الإسلامية فرصة الاستثمارات الممتازة للمستثمرين المسلمين في القطاعات التي لا تتعامل بالمحرمات، وكما رأينا تشرف على رقابة هذه الأنشطة لجنة شرعية تسهر على ضمان مطابقة أنشطة هذا السوق للأحكام الشرعية الإسلامية، وهذا ما يعزز ثقة المستثمرين بالسوق، أنه يتيح للجهات المصدرة إصدار الأدوات المالية المتوافقة . مع الأسهم والصكوك الإسلامية القابلة للتداول.

(ب) تمويل الاقتصاد الماليزي وتطويره: نلاحظ من خلال الجدول رقم (2-1) سيطرة السوق المالي الإسلامي في تمويل القطاع العام والخاص في ماليزيا من خلال جميع الأدوات المالية خاصة الأسهم المتوافقة مع

¹ أسامة محمد احمد الفزلي، تقييم التجربة الماليزية في إقامة أول سوق نقدي إسلامي، مجلة المال والصناعة، العدد السابع عشر، 1999، ص24.

² بن الضيف محمد عدنان الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة 2008، ص 178.

³ بدروني هدى، قوريش نصيرة، أهمية الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية- دراسة قياسية-، العدد 01، الحجم 05، 2015، ص 195.

الشريعة الإسلامية التي فاقت في جميع سنوات الدراسة %71، ويعزز هذا الطرح مساهمة سوق المال الإسلامي في أكثر من رسملة السوق ككل في فترة الدراسة، وهذا يدل على دعم السوق للتنمية الاقتصادية الماليزية والنتائج المحلي الإجمالي، وذلك من خلال تعبئة المدخرات وتوجيهها في استثمارات نافعة ومتوافقة مع الشريعة الإسلامية، أي أن هناك أهمية اقتصادية كبيرة لسوق المال الإسلامي في ماليزيا، كل هذا أدى إلى تدعيم النظام المالي الإسلامي في ماليزيا، وجعلها سوقاً مالياً إسلامياً دولياً لجذب رؤوس الأموال الأجنبية خاصة في الدول الإسلامية.

الجدول رقم (2-1) : تطور نسب عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية رسملة السوق الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2005-2013)

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

Source: Securities commissions, annual report (2008, 2010, 2012, 2013).

ج) الرقابة على المعاملات في السوق: أصبحت هيئة الأوراق المالية الجهة الرقابية الرئيسية، وهي المسؤولة عن تطوير وتدعيم سوق رأس المال على المستوى المحلي والدولي، وبذلك طرحت الهيئة هدفاً لجعل ماليزيا مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي، ولتحقيق هذا الهدف عملت على جذب المستثمرين الأجانب من خلال الترويج للأدوات المالية الإسلامية وذلك بمساعدة اللجنة الاستشارية.

أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:

يتم تداول في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية جملة من الأدوات المالية، يمكن حصرها فيما يلي:¹

¹ محمد نور الدين غادمن، تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية، بحث مقدم الى ندوة الصكوك الإسلامية . التجربة الماليزية - مركز الملك فهد للمؤتمرات السعودية، ص 16، 17.

(أ) أدوات الملكية الإسلامية: تتمثل في ابتكار العديد من الأدوات، وذات تنافسية من الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وما يتعلق بشهادات حق الشراء من الأسهم الجديدة ووحدات صناديق الاستثمار، وصناديق الاستثمار المالي العقاري وصناديق التبادل التجاري، والتي يتم إصدارها من طرف الشركات التي تم تصنيف أوراقها المالية على أنها متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية ما يسمح للمستثمرين في تنويع محفظة استثماراتهم في مختلف القطاعات الاقتصادية.

(ب) الصكوك الإسلامية: تعد التجربة الماليزية السباقة لإصدار الصكوك الإسلامية، ويتم إصدارها من طرف الشركات الخاصة وتخضع لرقابة اللجنة، أما الصكوك الإسلامية الحكومية فتخضع لرقابة البنك المركزي الماليزي.

(ت) الأدوات المالية الإسلامية المركبة: وهي تلك الأدوات الإسلامية المبتكرة والتي تتوافق أحكام الشريعة الإسلامية، وهذا حتى يتمكن المتعاملون من حماية رؤوس أموالهم وأدوات استثمارية تعتمد على الأصول، أو في معاملات ذات علاقة بالسلع.

المبحث الثاني: دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير الصيرفة الإسلامية الماليزيا

من الأهداف التي تحقّقها الهندسة المالية الإسلامية تلبية الاحتياجات المختلفة للمستثمرين وعلى هذا يلزم أن تكون الحاجات التي يتطلبها السوق معروفة لمن يريد الابتكار والتطوير للأدوات والمنتجات المالية بالإضافة لمعرفة كل ما يؤثر على عمله، كالمعلومات عن تقلبات الأسعار والعمليات وأحوال الاقتصاد، وتوجهات السوق والتشريعات والقوانين الجديدة.

المطلب الأول: واقع تطبيق منتجات الهندسة المالية الإسلامية في البنوك الإسلامية الماليزية

شهد سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية نموا ملحوظا للأدوات المالية الإسلامية، خاصة الصكوك الإسلامية التي ساهمت بشكل كبير في تفعيل السوق الماليزي وجعلته في الصدارة.

منتجات الهندسة المالية في ماليزيا

تشمل منتجات الهندسة المالية الإسلامية المتداولة في سوق رأس المال الماليزي العديد أشكال المعاملات المالية الهادفة من لتحسين الأداء وكذلك تخفيض تكاليف المعاملات وتسهيلها والتي تكون متوفرة على المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية.

1- الأدوات التمويلية: تتمثل الأدوات التمويلية بماليزيا في ما يلي:¹

1-1- الاستثمار من خلال المضاربة بين المصارف: إحدى الآليات التي من خلالها تستطيع المؤسسة المصرفية التي تعاني عجز الحصول على استثمارات من المؤسسات المصرفية ذات الفائض، وتكون على أساس المضاربة وتتراوح المدة بين يوم إلى 04 شهر، ومعدل العائد يعتمد على معدل الربح الإجمالي قبل توزيع الاستثمارات التي تدوم لمدة يوم واحد، ونسبة الأرباح قابلة للتفاوض بين الطرفين؛

1-2 قبول الودائع بين المصارف : هي إحدى المعاملات بين بنك نيجارا ماليزيا والمؤسسات المصرفية الأخرى؛

1-3 اتفاقية البيع وإعادة الشراء: هي إحدى المعاملات التجارية تتم بين طرفين، حيث يقوم البائع ببيع بعض الأصول إلى المشتري بسعر متفق عليه، ويتم إبرام اتفاقية أخرى يتعهد المشتري ببيع الأصول المعنية إلى البائع بسعر يتم الاتفاق عليه؛

1-4 حين الإصدار: إحدى المعاملات التجارية الخاصة ببيع وشراء السندات قبل إصدارها؛

¹ بهلول لطيفة، صيفايو حكيمة، أهمية منتجات الهندسة المالية الإسلامية في السوق المالي الماليزي ومحاولة الاستفادة منها في الجزائر، مجلة دفاتر اقتصادية، رقم 01، الحجم 09، 2018، ص 187.

- 1-5 **اتفاقية الرهن الأولى:** بموجبها يقدم المقرض قرضاً للمقترض وفق مبدأ القرض الحسن، بشرط أن يودع المقترض سندات المديونية على سبيل الرهن لتكون ضماناً للقرض الممنوح، ويحق للمقرض بيع هذه السندات في حالة عجز المقترض عن السداد عند موعد الاستحقاق.
- 2- **الأدوات المالية:** تتمثل الأدوات المالية المتداولة في ماليزيا فيما يلي:
- 1-2 **الإصدارات الاستثمارية الحكومية:** تم تقديم هذا النوع لأول مرة في جوان 1983 وفقاً لمبدأ القرض الحسن، ووفقاً لنظام الشهادات فإن القرض يرد لأصحابه مرة أخرى من الحكومة لكن دون عائد أو نفع مادي، وحصيلة هذه الشهادات تمكن الحكومة من إتمام مشروعاتها الاستثمارية دون الحاجة إلى زيادة كمية النقود المصدرة أو فرض ضرائب على الممولين وتعتبر ناجحة لتحقيقها عنصر الكفاءة الاقتصادية.
- 2-2 **السندات المالية الإسلامية القابلة للتداول:** يندرج نوعان من الأوراق التجارية في هذه السندات: الأوراق التجارية الإسلامية القابلة للتداول الخاصة بالإيداع: يطبق هذا النوع مبدأ المضاربة حيث يتم إيداع مبلغ المال لدى المؤسسات المصرفية المالية ويدفع لصاحبه في ميعاد محدد في المستقبل؛
- صك المديونية القابل للتداول:** يتضمن بيع أصول المؤسسات المصرفية للعميل نقداً بسعر متفق عليه ويتم فيما بعد شراء الأصول بالقيمة الأصلية مضافاً لها الربح وتتم التسوية في وقت متفق عليه في المستقبل.
- 2-3 **سندات المديونية الخاصة الإسلامية:** طرحت فكرة هذه السندات في ماليزيا سنة 1990، وتعد من التعاملات البارزة في السوق في هذا الوقت بناءً على مبادئ البيع بثمن أجل المربحة والمضاربة المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية؛
- 2-4 **الكمبيالات الإسلامية المقبولة:** وهي سندات بدون فائدة صدرت أول مرة سنة 1991 بهدف تشجيع وتعزيز التجارة المحلية والخارجية؛
- 2-5 **صكوك أخرى:** صكوك بنك نيجارا ماليزيا القابلة للتداول وهي مستندات قصيرة الأجل وأصدرت أول مرة سنة 2000، تتداول في السوق الثانوي وتصل مدة الانتفاع بها إلى عام واحد، تعتبر وسيلة لإدارة السيولة، وسندات كاجاماس للمضاربة أصدرت في مارس 1994 بهدف تمويل شراء ديون الإسكان الإسلامي من المؤسسات المالية التي توفر سبل تمويل الإسكان الإسلامي إلى السكان المحليين.
- 3 **-الدينار الذهبي الإسلامي:** تعود فكرة الدينار الذهبي الإسلامي المصدرة من طرف ماليزيا إلى دار سك العملات الإسلامية، منه قيام سوق إسلامية مشتركة بعملة موحدة (الدينار الذهبي الإسلامي)، وإحلال الدينار الذهبي الإسلامي محل الدولار الأمريكي كعملة دولية في العالم بدلاً من الدولار، لأن أسعار العملات الورقية في تذبذب مستمر وليس كالذهب الذي يحتفظ بقيمته من خلال امتلاكه كمعدن ثمين.

الدينار الذهبي الإسلامي هندسة مالية متطورة يمكن أن يعطي مثالا آخر لهندسة مالية جد متطورة ونجاحه كعملة إسلامية موحدة يعتمد على إقبال الدول الراغبة به كعملة رئيسية، ومن خلاله يمكن تحقيق عدة فوائد هي:

- لن تحتاج الدول لاحتياطات من العملات الأجنبية لإتمام المبادلات التجارية فالدينار الذهبي عملة لتسهيل التجارة الدولية وزيادة حجمها؛
- يقلل من عمليات المضاربة في العملات الورقية التي أدت إلى أزمة العملات الآسيوية 1997؛
- إن وجود وحدة نقدية واحدة بين دول العالم الإسلامي سيزيد ذلك من حجم التبادل التجاري بين الدول الإسلامية، وسيساهم في زيادة النمو الاقتصادي إذا توفرت الشروط اللازمة لنجاحه؛
- لأن الذهب كعملة في حد ذاته ليس سند بالتعهد عند الدفع إنما سلعة لها قيمتها، لن يترتب عن استخدام الدينار الذهبي أية آثار تضخمية؛
- توفير مزايا تنافسية للمنتجات التي تنتجها الدول الإسلامية داخل العالم الإسلامي تفتح أمامها أسواق العالم دون الحاجة لفرص أي قيود على صادرات دول العالم الأخرى بما يتعارض والقوانين الدولية؛
- سيساهم في تخفيض تكاليف صرف العملات، ويمكن أن تتوسع التجارة العالمية بالفعل نظرا لخفض تكلفة الأعمال.

وبالتالي فالدينار الذهبي الإسلامي يعتبر منتج متطور لصناعة الهندسة المالية الإسلامية لتحقيقه المصدقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، كما يمكنه أن يكون بذرة لتحقيق الوحدة النقدية الإسلامية.¹

المطلب الثاني: تقييم وتحليل التجربة الماليزية في مجال الصيرفة الإسلامية

في هذا المطلب يركز على تحليل ودراسة مكونات النظام المالي الإسلامي الماليزي وتقييم أداءه وتبسيط الضوء على أحدث المنتجات المالية المبتكرة في السوق المالي الإسلامي الماليزي.

النظام المصرفي الإسلامي:

يمثل النظام المصرفي الذي يضم البنوك التجارية والاستثمارية والإسلامية المحرك الرئيسي للموارد المالية والمصدر الرئيسي للتمويل من أجل دعم النشاطات الاقتصادية في ماليزيا. واليوم تمتلك ماليزيا نظام مصرفي إسلامي شامل، حيث يوجد في ماليزيا حاليا 16 بنكا ماليزيا عالي المستوى، حيث توفر نطاقا عريضا من

¹ عبد الكريم قندوز، صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، مجلد 20، العدد 02، 2007، أبو ضبي، ص 204.

المنتجات والخدمات المالية الإسلامية على أساس مبادئ الشريعة الإسلامية، كما تم دخول بنوك مصرفية أجنبية مما أدى إلى تحسين التنافس وتحفيز الابتكار في صناعة المالية الإسلامية.

الجدول رقم (2-2): تطور حجم الأصول في النظام المصرفي الإسلامي الماليزي للفترة 2010-2018

الوحدة مليون رنجيت ماليزي

2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	
716 692,2	642 716,8	572 865,1	526 328,8	469024,1	419 548,7	367 685,9	320 518,5	253 516,0	البنوك الإسلامية
16 227,7	10598,8	8 697,7	9021,0	8031,6	7 092,8	8 268,1	8130,8	8866,5	(IBS)
732 920,0	653 315,6	581 562,8	535 349,7	477 055,7	426641,5	375 954,0	328 649,3	262 382,5	المجموع

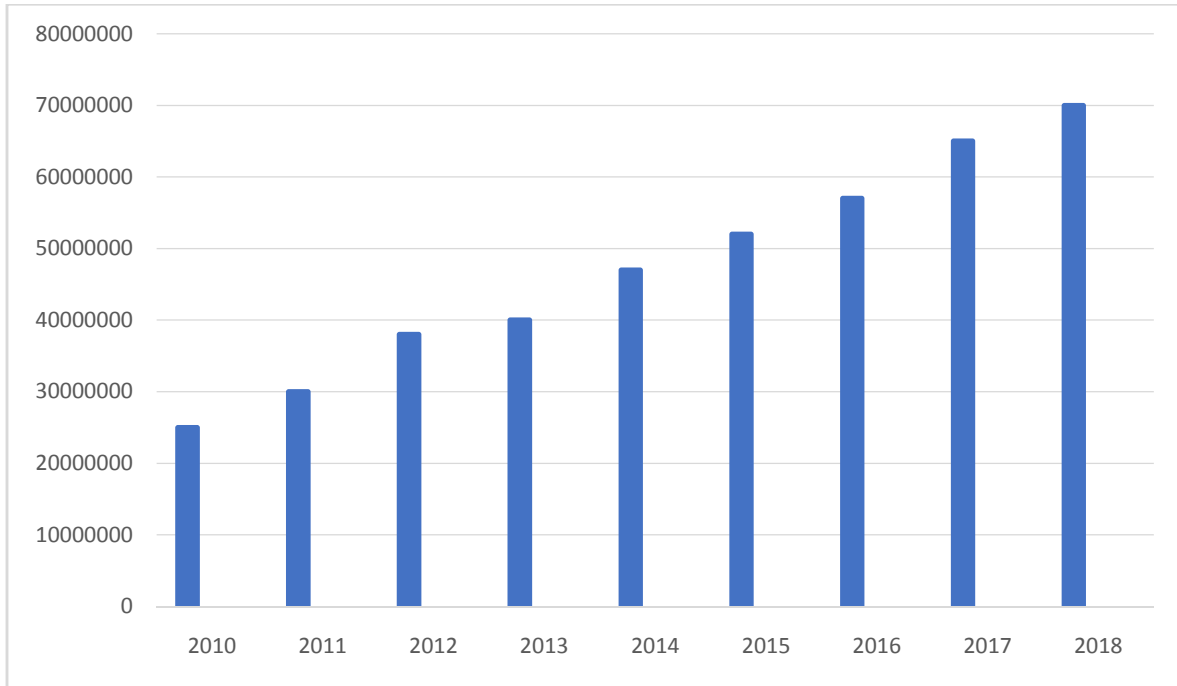
Source: Bank Negara Malaysia, Monthly Statistical Bulletin, Malaysia, 2018.

إن التمويل الإسلامي في ماليزيا يتمتع بعد حوالي 37 سنة منذ انطلاقه بميزة تنافسية راسخة ومعترف بها وينمو في ظل بيئة تشغيلية وأنظمة ضريبية مواتية والأهم من ذلك دعم الحكومات المتعاقبة له، فعلى مدى السنوات الماضية تضاعف حجم الأصول المصرفية الإسلامية في ماليزيا وتوسع من 262 مليون رنجيت ماليز في عام 2010 إلى 732 مليون رنجيت ماليزي في نهاية ديسمبر 2018.

ويمكن كذلك توضيح تطور حجم الأصول في النظام المصرفي الإسلامي الماليزي للفترة 2010-2018

في الشكل التالي:

الشكل رقم (2-1): تطور حجم الأصول في النظام المصرفي الإسلامي الماليزي للفترة 2010-2018



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على معطيات الجدول (2-2)

من خلال ما سبق 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. لأن المصارف الإسلامية يمكنها أن تتنافس بشكل مباشر مع البنوك التقليدية تحت النظام المصرفي المزدوج من أجل الاستحواذ على أكبر حصة في السوق وتطوير قدرتها التنافسية التي تمكنها من تلبية احتياجات عملائها، عموماً تلعب الخدمات المصرفية الإسلامية دوراً هاماً في الصناعة المالية الماليزية.

وينقسم التمويل المعتمد في النظام المصرفي الإسلامي بالمليزيا إلى التمويل حسب النوع، حسب المفهوم، وحسب الغرض والقطاعات، لذا سنتطرق بالتفصيل للتمويل حسب المفهوم للفترة بين 2010 إلى 2018 لتبيين مختلف الخدمات المصرفية الإسلامية المقدمة من البنوك الإسلامية الماليزية.

الجدول رقم(2-3): تطور حجم التمويل حسب المفهوم في النظام المصرفي الإسلامي الماليزي للفترة 2010-2018

الوحدة مليون رنجيت ماليزي

السنوات صيغة التمويل	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
البيع بالتعجيل	62 306,0	65465,0	69321,4	75661,2	79784,8	75661,2	74200,4	63211,2	53 697,4
الإجارة	9740,3	10308,8	9845,6	9 692,3	8 125,4	9 692,3	4922,5	4 275,	3 946,9
الإجارة ثم البيع	72 263,0	71401,4	70054,0	71771,0	69236,3	71771,0	54103,9	50981,9	43 497,4
المرابحة	227 416,2	190543,9	162368,4	123703,9	84964,2	123703,9	39999,3	30462,3	23 433,7
المضاربة	52 902,7	48 459,5	40 423,6	28749,6	22733,6	28749,6	11940,1	7 397,6	3 958,3
المشاركة	43,7	61,0	71,4	77,8	77,3	77,8	142,2	251,6	275,8
الإستصناع	1965,3	1951,0	2060,9	2238,2	1766,9	2238,2	1 584,6	1 465,2	1 621,0
تمويلات أخرى	108 883,1	93056,6	82 563,0	82062,8	68 696	82062,8	46025,9	39181,1	28 924,1
المجموع	535 520,4	481 247,3	436 708,4	393 956,9	335 385,1	393 956,9	232 918,9	197 226,6	159354,5

Source: Bank Negara Malaysia, Monthly Statistical Bulletin, Malaysia, 2018.

يتضح من خلال الجدول أعلاه أن حجم التمويل في النظام المصرفي الإسلامي حسب المفهوم يشهد تطورا ملحوظا حيث ارتفعت قيمة التمويل في هذا المجال من 159 مليون رنجيت ماليزي سنة 2010 إلى 535 مليون رنجيت ماليزي عام 2017، حيث تصدر التمويل عن طريق المربحة السنوات الأخيرة بقيمة 227 مليون رنجيت ماليزي في سنة 2018، تليه تمويلات أخرى التي بلغت نحو 108 مليون رنجيت ماليزي، ومنه يمكن القول إن قطاع التمويل حسب المفهوم مستمرا في تحقيق النمو يدعمه في ذلك قوة البيئة التنظيمية والمبادرات الحكومية المتعددة. ويمكن أيضا توضيح تطور حجم التمويل حسب المفهوم في النظام المصرفي الإسلامي في ماليزيا للفترة من خلال الشكل التالي:

الشكل (2-3): تطور حجم التمويل حسب المفهوم في النظام المصرفي الإسلامي للفترة 2010-2018



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول (2-3)

صناعة التكافل الماليزية:

تم تأسيس صناعة التكافل في ماليزيا في بداية الثمانينات نظرا لحاجة المسلمين إلى بديل شرعي للتأمين التقليدي، و كذلك من أجل تعزيز عمل البنك الإسلامي الذي تم تأسيسه في عام 1983، كما تمتعت صناعة التكافل الماليزية منذ تأسيسها 35 عاما سابقا بازدهار وتطور ملحوظ على مدى تلك السنوات، حيث تطورت من صناعة مكونة من شركة واحدة بمنتجات أساسية محدودة جدا إلى صناعة راسخة تم دمجها ضمن التيار السائد للنظام المالي الإسلامي، و تم تحقيق ذلك من خلال الجهود الجادة التي بذلها البنك المركزي الماليزي و شركات التكافل و إعادة التكافل من أجل صناعة ديناميكية و صامدة في مجال التكافل. ويظهر الجدول التالي المؤشرات الرئيسية للتكافل خلال الفترة (2011-2017).

الجدول رقم (2-4): المؤشرات الرئيسية للتكافل خلال الفترة 2011-2017

الوحدة: مليون رنجيت ماليزي

2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
11	11	11	11	12	12	11	عدد شركات التكافل المسجلة
8 250,9	7 534,6	6815,6	6 330,6	6 207,9	5 887,8	5 887,8	صافي دخل المساهمات
3 890,7	3 521,2	3 200,2	2 699,0	2 706,8	2 263,4	2 185,4	صافي المدفوعات
29 283,3	26 781,7	24711,0	22 746,3	20 934,2	19 045,6	16 948,2	أصول صندوق التكافل

المصدر: Bank Negara Malaysia, Monthly Statistical Bulletin, Malaysia, 2018.

سوق الأموال الإسلامية ما بين المصارف:

وقد طرحت فكرة إنشاء سوق الأموال الإسلامية ما بين المصارف في 3 يناير عام 1994 كحل قصير الأجل يهدف إلى توفير مصدر جاهز لتمويل الاستثمارات قصيرة الأجل وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، ومن المتوقع أن تساعد هذه السوق المصارف الإسلامية وغيرها من المصارف المشتركة في النظام المصرفي الإسلامي على تلبية متطلبات التمويل على نحو إيجابي وفعال، ومن ناحية أخرى، فقد أصدر بنك نيجارا ماليزيا "BNM" (البنك الماليزي المركزي) بعض المبادئ التوجيهية التي تتعلق بسوق المال الإسلامي بين المصارف في 18 ديسمبر 1993 بهدف تسهيل نشأة السوق على نحو لائق وصحيح.¹

وفيما يلي ذكر لأنواع المعاملات المستخدمة والمعتمدة في سوق المال الإسلامي بين المصارف:

- الاستثمار من خلال المضاربة بين المصارف ؛ - قبول الودائع بين المصارف؛
- الإصدارات الاستثمارية الحكومية ؛ - صكوك بنك نيجارا ماليزيا القابلة للتداول ؛
- اتفاقيات البيع وإعادة الشراء ؛ - سندات كاجاماس للمضاربة.
- الكمبيالات الإسلامية المقبولة؛ - اتفاقية الرهن الأولى؛ سندات المديونية الخاصة الإسلامية؛ - السندات المالية الإسلامية القابلة للتداول؛
- حين الإصدار. - صكوك بنك نيجارا ماليزيا للإجارة؛

¹وهيبة بن شوك، سميرة عبدوس، دراسة التجربة الماليزية في الصناعة المالية الإسلامية-تقييم أداء النظام المالي الإسلامي للفترة(2010-2018)، المجلة الدولية للأداء الاقتصادي، المجلد 03، ال عدد02، 2020، ص26.

4- سوق رأس المال الإسلامي الماليزي:

إن التطور الحقيقي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا يعود إلى أوائل التسعينات من القرن الماضي عندما قامت شركة " Shell MDS SdnBhd " بإصدار و طرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في سوق المحلي في عام 1990 ، تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى، حيث تقدم مجموعة واسعة من المنتجات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية منها الصناديق الإسلامية، صناديق الاستثمار العقارية ، هذا الأخير الذي تم إطلاقها في 2005 ، وصندوق المتاجرة في البورصة هو منتج مالي مبتكر يعرض أفضل الصناديق المفتوحة وله خصائص الأسهم المدرجة، أما الصكوك فهي تمثل أحد العناصر الأكثر حيوية في التمويل الإسلامي.

عموما يمكن القول إن من أحدث المنتجات المالية المبتكرة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي نجد:¹

- بيع وشراء الأوراق المالية الإسلامية -الصفقة التفاوضية:

بدلا من اعتبار الصفقة قرضا واقتراضا فإن المنتج المالي الجديد اعتمد البيع والشراء وفق إطار قانوني موافق للشريعة، أشرفت عليه مجموعة من خبراء المالية والشريعة، وقد تم تحديد التعامل بهذا المنتج المالي الجديد من خلال المذكرة التقنية رقم 2017/3 الصادرة عن هيئة الأوراق المالية الماليزية. موافق لأحكام الشريعة وهو بديل عن الإطار التقليدي لقرض واقتراض الأوراق المالية، وقد تم بناء نموذج هذا المنتج على أساس بيع وشراء الأوراق المالية، تقضي الصفقة بأن البيع الأول بيع على أساس الدفع المؤجل ويتم البيع اللاحق في المرحلة الثانية من الصفقة على أساس سعر معلوم متفق عليه، وعلى آلية دفعه، كذلك سيكون لدى البائع والمشتري معلومات كافية ودقيقة عن معاملة بيع وشراء الأوراق المالية الإسلامية ، ويتعين عليهما تقديم تأكيدات تجارية لتنفيذ معاملات البيع والشراء التي تتم من خلال حاملي رخصة CMSL الخاصة بهم، وهي رخصة خاصة بالمتعاملين في البورصة الماليزية.

- **الصكوك الخضراء:** في عام 2017 تم إصدار الصكوك الخضراء الدولية في SRI بواسطة شركة تادو للطاقة وهي نتيجة التعاون بين لجنة الأوراق المالية وبنك نيجارا الماليزي ومجموعة البنك الدولي وهي محاولة للتطوير التكنولوجي لتسهيل نمو الصكوك الخضراء وإدخال أدوات مالية مبتكرة لتمويل احتياجات البنية التحتية العالمية الخضراء وبالتالي فإن إطلاق أول صكوك خضراء في ماليزيا يمثل علامة بارزة في المنتج المبتكر حيث يعزز مكانتها وموقفها كسوق تمويل إسلامي رائد في العالم.

¹ وهيبه بن شوك، سميرة عبدوس، دراسة التجربة الماليزية في الصناعة المالية الإسلامية-تقييم أداء النظام المالي الإسلامي للفترة(2010-2018)، المجلة الدولية للأداء الإقتصادي، المجلد 03، العدد02، 2020، ص27.

المبحث الثالث: مساهمة الهندسة المالية الإسلامية في تطوير التمويل بالصكوك الإسلامية في ماليزيا

شهدت صناعة الصكوك الإسلامية في ماليزيا نمواً سريعاً وملحوظاً في السنوات الأخيرة، الأمر الذي جعل من ماليزيا دولة رائدة تربعت على المستوى العالمي على الصنف الأول في إصدارات الصكوك الإسلامية، من حيث القيمة أو العدد أو العملة المحلية، مما جعلها قبلة المستثمرين من مختلف أنحاء العالم، وزاد أهميتها كمركز للمالية الإسلامية وسنرى في هذا المبحث تطوير إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا على المستوى المحلي والعالمي واجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية .

المطلب الأول: تطوير إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا

نهدف من خلال هذا المطلب هو تقديم تطور الصكوك الإسلامية في ماليزيا

تطور الصكوك الإسلامية المصدرة في السوق المالية في ماليزيا:

من خلال الجدول رقم (2-5) نلاحظ نسبة الصكوك المصدرة خلال الفترة 2005 إلى 2012 كانت في تزايد مستمر متخطية 50% في جميع السنوات ما عدا سنة 2008 فكانت الصكوك أقل السنوات التقليدية الربوية، وهذا بسبب التخوف من الأزمة المالية العالمية التي شهدها العالم سنة 2008، ثم عاودت الصكوك الإسلامية تحقيق أداء جيد متفوقة على سوق السندات التقليدية في بورصة ماليزيا خاصة السوق الأولي (سوق الإصدار)، ويعود هذا الأداء الجيد إلى الاستراتيجيات التي قامت بها الحكومة الماليزية، حيث بدأت الأولى من سنة 2001 إلى 2004 وتم فيها التركيز على دعم المؤسسات المحلية، والثانية ركزت فيها على جعل البورصة الماليزية أكثر انفتاحاً وهذا ما لاحظناه في سنتي 2005 إلى 2006، وفي الفترة 2007-2010 والتي اعتمدت فيها السوق المالية الإسلامية على جذب الاستثمارات الأجنبية.

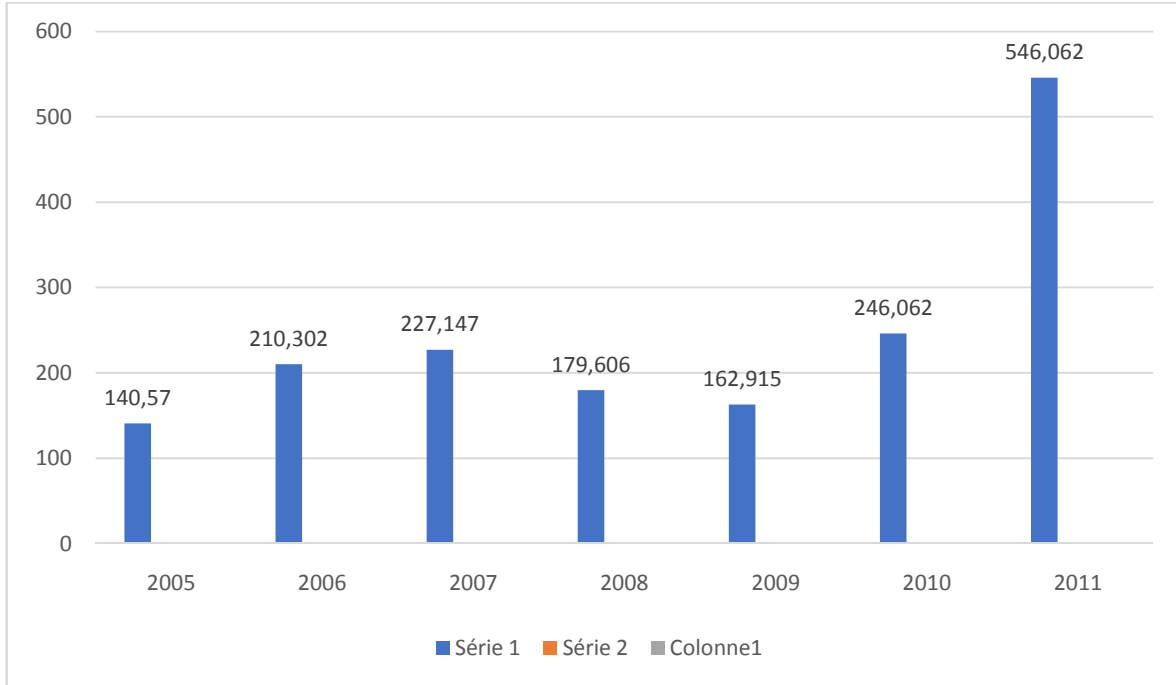
الجدول رقم (2-5): تطور إجمالي الصكوك الإسلامية من إجمالي السندات في بورصة ماليزيا.

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

Source: Securities Commission, Annual Report, (2006.2008.2010.2012)

الشكل رقم (2-6): تطور تداول الصكوك الاستثمارية في السوق المالية الإسلامية في ماليزيا:

والشكل الموالي يوضح ذلك:

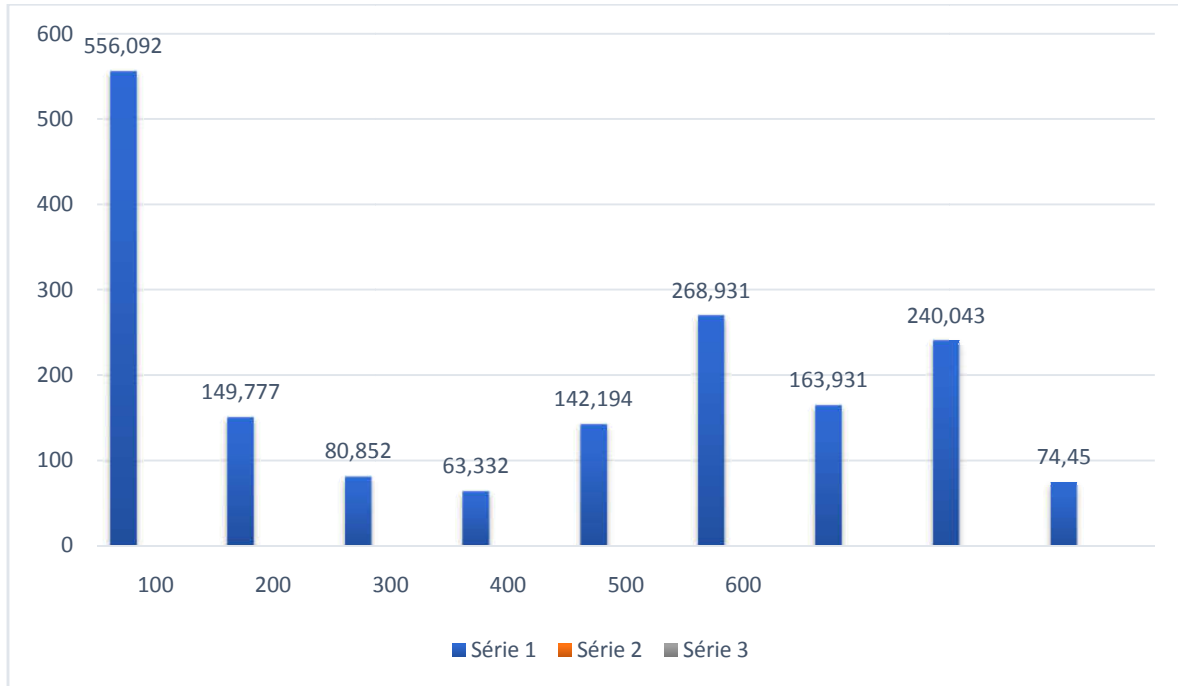


المصدر: بو عبد الله علي، تطور إصدار الصكوك الإسلامية في بورصة ماليزيا، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 14، 2015، ص 28.

نلاحظ من الشكل ارتفاع كبير جدا لقيمة تداول هذه الصكوك في السوق الثانوي من 140.570 مليار رينجيت سنة 2005 إلى 546.062 مليار رينجيت سنة 2011، إلا في سنتي الأزمة 2008 و 2009، حيث انخفض أداء هذه الصكوك بانخفاض تداولها، وهذا ما يبين جاذبية هذه الصكوك للمستثمرين سواء محليين أو أجانب، وأيضا يبين زيادة أهمية السوق المالية الإسلامية في الاقتصاد الماليزي كما بيناه سابقا، ويمكن تفسيره بزيادة عمق السوق المالي الإسلامي في ماليزيا بسبب زيادة تنوع الصكوك والأدوات المالية الإسلامية من حيث نوع الأصل وأيضا تنوع في تواريخ الاستحقاق.

كما يبينه الشكل الموالي:

الشكل رقم (2-7): تداول الصكوك الإسلامية في ماليزيا في الفترة (2001-2010) حسب تاريخ الاستحقاق.



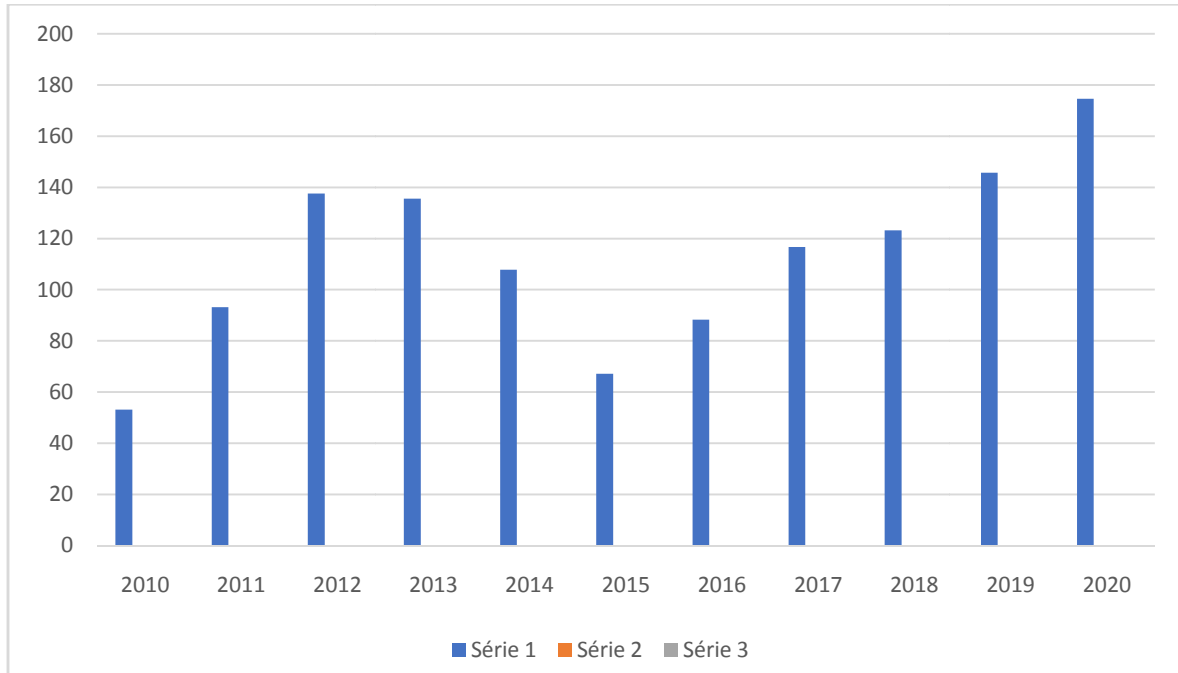
المصدر: بو عبد الله علي، تطور إصدار الصكوك الإسلامية في بورصة ماليزيا، المرجع السابق

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

واقع الصكوك الإسلامية في العالم:

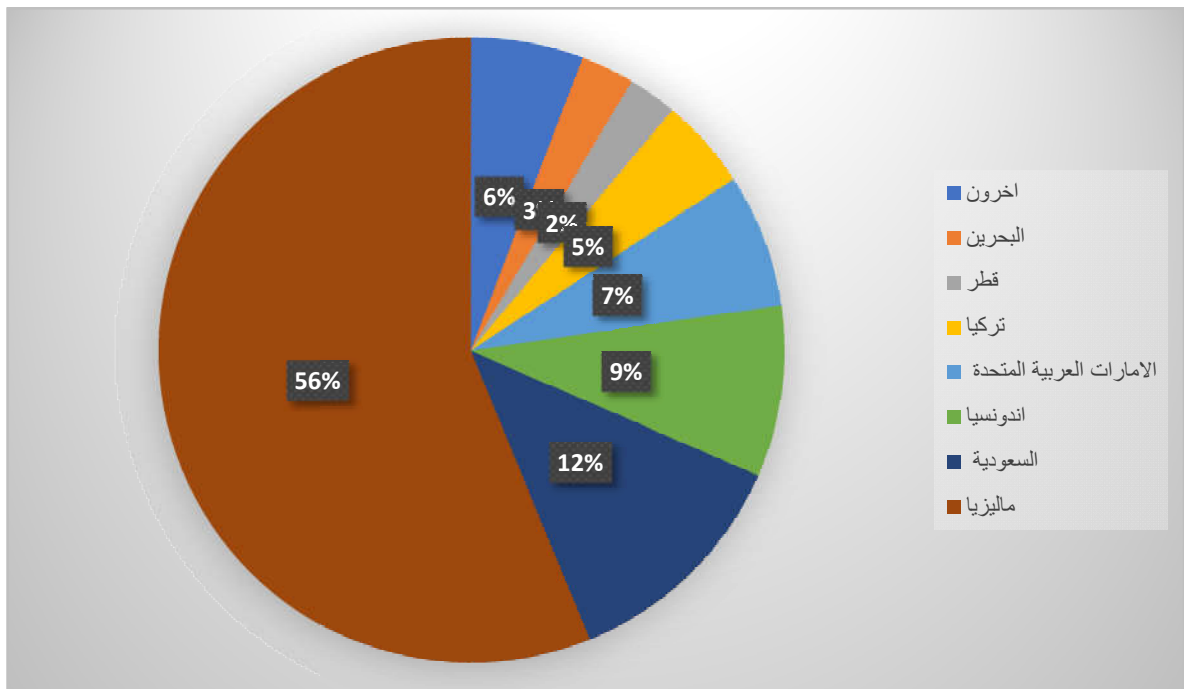
بلغت إجمالي الإصدارات العالمية للصكوك الإسلامية 174.64 مليار دولار أمريكي خلال عام 2020، وذلك بمعدل نمو قدر ب 19.84% مقارنة بعام 2019 وهي أعلى قيمة لإصدار الصكوك منذ نشأتها. إذ كما يظهر من خلال الشكل (2-8) أن سوق الصكوك الإسلامية خلال الفترة من (2010-2013م) حقق رواجاً كبيراً إذ بلغت قيمة الصكوك فيها أكثر من 135 مليار دولار أمريكي خلال عام 2013م، بعدها شهدت الصكوك الإسلامية انخفاضاً معتبراً خلال الفترة (2014-2016)، لتستمر في الارتفاع بعد ذلك إلى غاية 2020م وهو ما يؤكد أن الصكوك الإسلامية أصبحت محركاً رئيسياً لأسواق رأس المال في العالم.

الشكل (2-8): حجم الصكوك الإسلامية في العالم



International Islamic financial market. (July, 2020). A Comprehensive study of the Global sukuk market sukuk report, P : 29

الشكل رقم (2-9): إصدارات الصكوك الإسلامية بحسب البلد خلال الفترة من 2001-2020



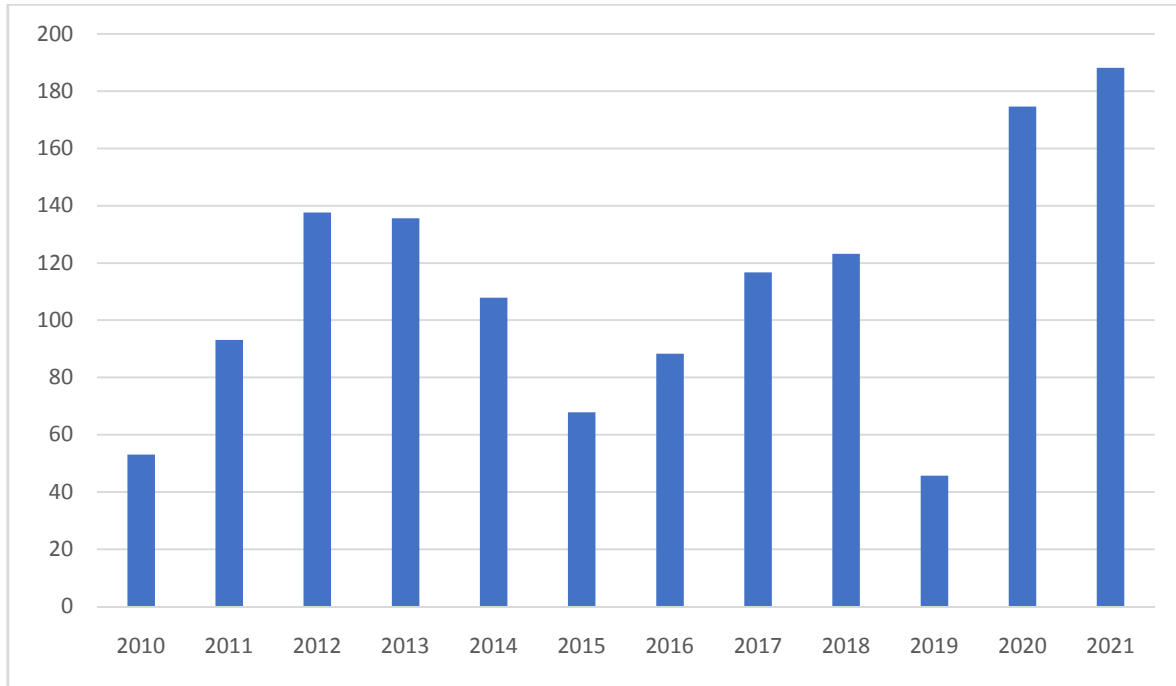
نلاحظ من خلال الشكل (2-9) أن ماليزيا تحتل صدارة إصدار الصكوك الإسلامية في العالم وذلك خلال الفترة (2001_2020) وذلك بنسبة 56.22% تليها المملكة العربية السعودية بنسبة 12.27% ثم اندونيسيا بنسبة 8.78% ثم الإمارات العربية المتحدة بنسبة 6.92% ثم كل من تركيا، البحرين، قطر بنسب 4.70%، 2.77% و 2.53% على التوالي، في حين لا تتجاوز باقي إصدارات البلدان الأخرى 5.81% من الإصدار العالمي

المطلب الثاني: تطور في أسواق الصكوك - نماذج جديدة -

إصدارات الصكوك العالمية:

بلغ إجمالي الإصدارات العالمية 188.121 مليار دولار أمريكي في عام 2021، وهي مرة أخرى أعلى قيمة لإصدارات الصكوك السنوية حتى الآن. حوالي 7.72% أو 174.641 مليار دولار أمريكي في عام 2020 إلى 188.121 مليار دولار أمريكي في عام 2021. ويعزى حجم الإصدار الثابت خلال عام 2021 بشكل أساسي إلى إصدارات الصكوك السيادية من آسيا ودول مجلس التعاون الخليجي وإفريقيا وبعض الولايات القضائية الأخرى بينما تستمر ماليزيا في الهيمنة على سوق الصكوك على الرغم من حصة دول مثل إندونيسيا والإمارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية وعدد قليل من الدول الأخرى زادت بحجم جيد. وهذا ما يوضحه الشكل المقابل:

الشكل (2-10): إجمالي إصدارات الصكوك العالمية - جميع المستوردات، جميع العملات، بملايين الدولارات الأمريكية



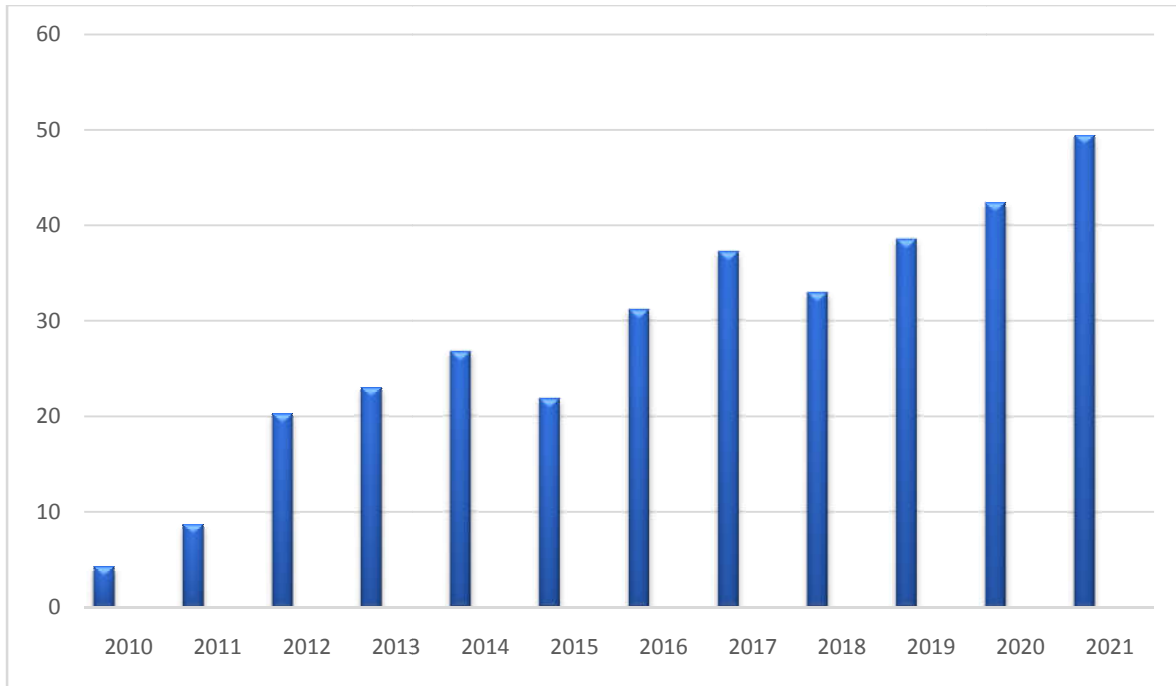
Source: Ahmed Rufai and others, "IIFM SUKUK REPORT", 11, 2022, p 29.

إصدارات الصكوك الدولية

بلغ إجمالي إصدارات الصكوك الدولية 49.427 مليار دولار أمريكي في عام 2021، وهو ما يُترجم إلى زيادة قدرها 7.02 مليار دولار أمريكي أو بنسبة 16.55% إيجابية عن مستوى عام 2020 البالغ 42.408 مليار دولار أمريكي.

على الرغم من أنه من حيث حجم الإصدارات، فقد سجل عام 2021 مرة أخرى ارتفاعًا جديدًا حيث جاءت جميع الزيادة في الحجم من الإصدارات طويلة الأجل. وهذا ما سيوضحه الشكل المقابل:

الشكل (2-11): إجمالي إصدارات الصكوك الدولية- جميع المستوردات، جميع العملات، بالمليون دولار أمريكي

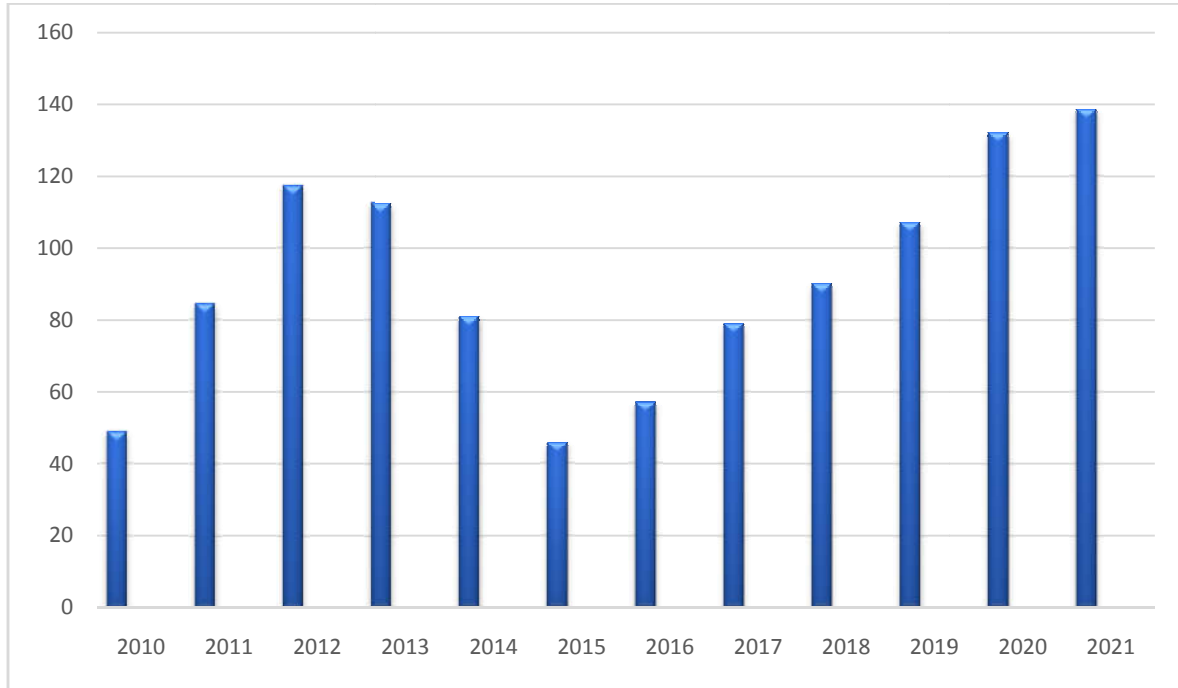


Source :Ahmed Rufaiand others, "IIFM SUKUK REPORT", 11, 2022,p :34

إصدارات الصكوك المحلية:

يوضح الشكل البياني (2-10) أدناه زيادة طفيفة في حجم إصدارات الصكوك المحلية من مستوى 2020 البالغ 132.233 مليار دولار أمريكي إلى 138.693 مليار دولار أمريكي أو حوالي 4.88% إيجابية؛ ويأتي الجزء الأكبر من هذه الزيادة من مساهمة السوق الماليزي البالغة 61 مليار دولار أمريكي تليها المملكة العربية السعودية 27.14 مليار دولار أمريكي وإندونيسيا 20.33 مليار دولار أمريكي وتركيا 13 مليار دولار أمريكي.

الشكل (2-12): إجمالي إصدارات الصكوك المحلية جميع المستوردات، جميع العملات، بملايين الدولارات الأمريكية



Source: Ahmed Rufai and others, "IIFM SUKUK REPORT", 11, 2022, p 36

خلاصة الفصل:

تعتبر السوق المالية الإسلامية ركيزة أساسية من ركائز النشاط الاقتصادي، ونظرا لوظائفها وأدوارها المتعددة ومنافعها ومزاياها المتنوعة، فقد أخذ موضوع إنشاء وتطوير سوق مالية إسلامية تقوم على الالتزام بالضوابط الشرعية في جميع هيئاتها ومؤسساتها المالية الإسلامية وتعاملاتها وصفقاتها وخاصة أدواتها المتداولة فيها من اهتمامات كل العاملين في هذا الميدان.

وقد حققت ماليزيا زيادة في هذا المجال خاصة في التعامل بالأدوات المالية الإسلامية التي أهمها الصكوك بكل أنواعها، الأمر الذي يستدعي من الدول العربية والإسلامية الاستفادة من التجربة الماليزية الناجحة في مجال المالية الإسلامية وحيث تعتبر التجربة الماليزية من التجارب الرائدة في مجال إصدار الصكوك الإسلامية، ومازالت الى يومنا هذا تحتل المراتب الأولى في هذا المجال ، حيث تعتمد على مجموعة متنوعة من الصكوك الإسلامية التي تستخدمها لإدارة السيولة، ومنها الصكوك الإسلامية الحكومية والخاصة، حيث عملت ماليزيا على توفير عدة مرتكزات لضمان حسن إدارة السيولة كإعفاء إصدارات الأوراق الاستثمارية الإسلامية من الضريبة وضمان شفافية السوق وغيرها، ورغم كل هذه النجاحات الا ان الصكوك الإسلامية بماليزيا.

خاتمة:

تعتبر الهندسة المالية الإسلامية عن العملية التي يتم من خلالها تطوير منتجات مالية قائمة او عبارة عن ابتكارات أخرى تحكمها احكام الشريعة الإسلامية، فهي تلبي مختلف الاحتياجات التمويلية والاستثمارية. ورغم التوجه العالمي نحو اصدار الصكوك لاتزال الصناعة المالية الإسلامية تواجه تحد واسع، وهذا ما يؤدي الى العمل الى إيجاد اليات لإدارة المخاطر المالية، لاسيما في ظل بيئة دولية معولمة تتزايد بها حدة المخاطر ويتسارع فيها انتقالها.

كما ان هذه الدراسة لخصت مدى إمكانية دولة ماليزيا في تبني النظام الاقتصادي الإسلامي، والقيام بخلق بيئة اقتصادية إسلامية، تسهل عمليات التمويل والاستثمار.

اختبار الفرضيات

جاء اختبار فرضيات الدراسة على النحو التالي:

الفرضية الأولى: توصلنا الى ان الهندسة المالية تمثلت في ابتكار وتطوير أدوات مالية جديدة هذا من خلال بحثنا وهذا ما يظهر صحة الفرضية الأولى.

الفرضية الثانية: من خلال بحثنا توصلنا الى ان الهندسة المالية الإسلامية ساهمت في تطوير الصكوك الإسلامية حيث عملت على جعل الصكوك أساسية في السوق المالي الماليزي وهذا ما يظهر صحة الفرضية الثانية.

- **الفرضية الثالثة:** بناء الى ما تطرقنا اليه في الفصل الثاني فقد ساهمت الهندسة المالية الإسلامية في التطوير بالتمويل بالصكوك الإسلامية حيث استخدمت البنوك الماليزية هذه الصكوك الإسلامية وقد حققت تطورا ورواجا اقتصاديا ساهم في إنعاش اقتصادي وهذا ما يظهر في البنوك الماليزية الإسلامية وها يظهر صحة الفرضية الثالثة.

نتائج الدراسة

- من خلال ما تناولناه في الجانب النظري والتطبيقي في موضوع دور الهندسة المالية في تطوير في تمويل بالصكوك الإسلامية حالة (تجربة ماليزيا 2010-2021) تم التوصل الى مجموع من النتائج:
- 1-تبحث الهندسة المالية الاسلامية الطرق التي تحدد لها الابتكار من خلال تصميم وتطوير أدوات مالية وأساليب من أجل إيجاد حلول للمخاطر الائتمانية لكن في إطار توجيهات الشريعة الإسلامية.
 - 2-أهم ميزة تتميز بها أدوات الهندسة المالية أنها تجمع بين المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية.
 - 3-تتنوع أدوات الهندسة المالية الإسلامية تنوعا واسعا فتمثل في: الأدوات التمويلية، والمشتقات المالية الإسلامية، والأدوات المالية المركبة، والصكوك الإسلامية.
 - 4-تعتبر المشتقات المالية الإسلامية من اهم الأدوات المالية التي تديرها البنوك الإسلامية من اجل مجابهة المخاطر السوقية.
 - 5-من بين التحديات التي تواجهها الهندسة المالية الإسلامية وادواتها هي افتقارها للكفاءات والاطارات البشرية المؤهلة، كذلك الافتقار الى البحث والتطوير.
 - 6-تعد تجربة ماليزيا تجربة رائدة في مجال اصدار الصكوك الإسلامية، ودليل ذلك تربعها على عرش اصدار الصكوك الإسلامية منذ سنوات، وهذا ما مكنها من تمويل المشاريع الاقتصادية.
 - 7-تنوع تجارب إصدارات الصكوك أصبحت ذات قيمة مضافة اعلى، وان استخدامها يعتبر أفضل نسبيا من استخدام أدوات الدين التقليدية.

توصيات:

- على ضوء النتائج المتوصل اليها موضوع دور الهندسة المالية في تطوير التمويل بالصكوك الإسلامية ولائزاء البحث في هذا الميدان والتعمق فيه أكثر، يمكن تقديم مجموعة من التوصيات التي من شأنها تفعيل دور الهندسة المالية في تطوير التمويل بالصكوك الإسلامية منها:
- 1-التعاون فيما بين البنوك العربية والإسلامية ضرورة يقتضيها الشرع والمصالح المشتركة، وهو وسيلة لاستغلال فوائض السيولة فيما بين هذه البنوك من جهة، واستقطاب رؤوس الأموال الهاربة او الهامة من الأقطار الإسلامية من جهة أخرى.
 - 2-العمل على تطوير أدوات مالية ذات جودة عالية للمؤسسات المالية لاستخدامها في معالجة المخاطر.
 - 3-انشاء سوق مالية إسلامية لتداول الصكوك الإسلامية وفق الضوابط الشرعية لتمكن المصارف الإسلامية من استثمار فائض السيولة لديها في هذه الصكوك.
 - 4-اعداد الكوادر البشرية التي تجمع بين المعرفة الشرعية والمعرفة بالمؤسسات المالية الإسلامية.

افاق البحث:

بعد معالجتنا هذا البحث تبين لنا ان العديد من الجوانب المهمة لزاللت بحاجة الى الدراسة والتحليل، وعلى هذا الأساس يمكن ان نتقدم بمجموعة من الاقتراحات ممكن ان تكون مواضيع بحث مستقبلية، نذكر منها على سبيل المثال ما يلي:

- البنوك الإسلامية ودورها في دعم الصكوك الإسلامية
- التصكيك الإسلامي في ظل الازمة المالية العالمية.
- دور الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية الإسلامية.
- دور الهندسة المالية في معالجة المخاطر الائتمانية.
- التحوط في نظام العولمة المالية.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

1-المراجع باللغة العربية

✓ الكتب: O

- ✓ ابن المشوح امراضي، فقه الهندسة المالية الإسلامية، الطبعة الأولى، شبكة الالوكة، بدون بلد نشر، 2015 ص 31.
- ✓ أحمد أبو موسى رسمية، " الأسواق المالية والنقدية "، جامعة البلقاء التطبيقية، دار المعتر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2005، ص 24.
- ✓ احمد غانم محمد«التوريق»المكتب الجامعي الحديث، مصر،2009-ص-5.
- ✓ حماد طارق عبد العالي،المشتقات المالية المفاهيم ،إدارة المخاطر،المحاسبة،الدار الجامعية،الإسكندرية -مصر،ص2.
- ✓ خلعةتوفيق محبّ الهندسة المالية الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار دار الفكر الجامعي، الاسكندرية ،2011، ص79.
- ✓ الشريف بن زاوي محمد، حوكمة الشركات والهندسة المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2016، ص ص 118-119.
- ✓ عبد الحميد رضوان سمير المشتقات المالية ودورها في ادارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة ادواتها، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص ص92-93.
- ✓ عبد العال حماد طارق، المشتقات المالية، مفاهيمها استخدامات هافي إدارة المخاطر، المحاسبة عنها، الدار الجامعية، مصر، 2011، ص11.
- ✓ عبد القادرالسيد متولي «الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير»، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان،2010، ص،253
- ✓ عدنان الهندي عدنان، المشتقات المالية (ماهيتها وأنواعها وطرق إدارة مخاطرها)،اتحاد المصارف العربية، بيروت، لبنان، ص15.
- ✓ علي حمود العنزي سعد، الهندسة المالية للأعمال الاستراتيجية، الذاكرة للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص165.
- ✓ الغاني بن إبراهيم وآخرون، الأسواق المالية الدولية-تقييم الأسهم والسندات-، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، الطبعة الأولى، بسكرة-الجزائر-، 2019، ص 23.
- ✓ كمال عامر، اسهامات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في الأسواق المالية وتحسين أدائها، ص 78.
- ✓ منير هندي إبراهيم،الفكر الحديث في إدارة المخاطر منشأة المعارف، الإسكندرية،2003، ص20.

✓ الاطروحات والرسائل الجامعية.

- ✓ ابن مشوح العنزي مرضي ، فقه الهندسة المالية الإسلامية، ص31
- ✓ بخلخال خالد، دور الهندسة المالية في إدارة المخاطر المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية المؤسسات جامعة الجزائر (3)، 2001-2012-ص ص79-80.
- ✓ تيطري عبد الحكيم، استخدام الهندسة المالية لتعزيز إدارة المخاطر البنكية، مذكرة ماستر أكاديمي، تخصص مالية وتأمينات، جامعة، أم بواقي ،2014، ص ص 14-15.
- ✓ جبارمحفوظ، الهندسة المالية والتحوط من المخاطر في الاسواق الصاعدة: دراسة حالة السوق الكويتية للخيارات مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، العدد عدد2010، ص ص23.
- ✓ جدي، ساسية، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية دراسة حالة ماليزيا والسودان، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، ص ص 20 .
- ✓ جمال معتوق، إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية دراسة مقارنة بين سوقين ماليين، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، مسيلة، 2016، ص ص 99.
- ✓ حسين خليفة يسرى، العوامل المؤثرة على قرار تبني استخدام المشتقات المالية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، مصر، العدد 01، جانفي 2009، ص 2.
- ✓ حلف الله زكرياء، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمة المالية 2008، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية وبنوك بجامعة العربي بن مهيدي، ام البواقي، 2013الجزائر/2014، ص ص43.
- ✓ حليلة بزاز هدى بن محمد، "المشتقات المالية وخطرها «، مداخل مقدمة في إطار المؤتمر الدولي حول ازمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 2009، ص ص06.
- ✓ -خالد محمد نصار، اليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير.
- ✓ خليل نبيل سمور طه، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، جامعة غزة الإسلامية، 2007، ص ص 98.

✓ سويلم سامي، صناعة الهندسة المالية: نظريات في المنهج الإسلامي، مركز البحوث شركة الرجحي المصرفي للاستثمار، 2000، ص 6.

✓ عبد الكريم قندوز عبد الكريم، الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي، مؤتمر كلية العلوم الإدارية الدولي الرابع اتجاهات علمية، جامعة الملك فيصل للإحصاء، المملكة العربية السعودية، 10-16 ديسمبر 2010، ص 7.

✓ لعمش امال، دور المشتقات المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية، مذكرة مكملة لنيل شهادة ماجستير في العلوم التجارية تخصص دراسات مالية جامعة سطيف-2011-2012-ص-73.

✓ لعمش امال، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية مذكرة ماجستير في العلوم التجارية كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة فرحات عباس سطيف، 2011/2012، ص 64.

✓ محمد عدنان بن ضيف الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة 2008، ص 178.

✓ مريم سررامة، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011-2012، ص 67.

المجلات

✓ أبو ذر الجلي احمد محمد، الهندسة المالية: الأبعاد العامة والاسس للتمويل الإسلامي مجلة المقتصد، العدد 17 سبتمبر 1996، ص: 11.

✓ بن شوك وهيبية، عبدوس سميرة، دراسة التجربة الماليزية في الصناعة المالية الإسلامية-تقييم أداء النظام المالي الإسلامي للفترة (2010-2018)، المجلة الدولية للأداء الاقتصادي، المجلد 03، ال عدد 02، 2020، ص 26.

✓ قندوز عبد الكريم، صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، مجلد 20، العدد 02، 2007، أبو ضبي، ص 204.

✓ لطيفة بهلول، حكيمة صيفاوي، أهمية منتجات الهندسة المالية الإسلامية في السوق المالي الماليزي ومحاولة الاستفاد منها في الجزائر، مجلة دفاتر اقتصادية، رقم 01، الحجم 09، 2018، ص 187.

✓ محمد أسامة الفزلي احمد، تقييم التجربة الماليزية في إقامة أول سوق نقدي إسلامي، مجلة المال والصناعة، العدد السابع عشر، 1999، ص 24.

✓ هدى بدروني، نصيرة قوريش، أهمية الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية-دراسة قياسية-، العدد 01، الحجم 05، 2015، ص 195.

ملتقيات

- ✓ اتفاقية بريتون وودز هو الاسم الشائع للمكان الذي انعقد فيه مؤتمر النقد الدولي في 1944م، وقد وضعوا الخطط من اجل استقرار النظام العالمي وتشجيع انماء التجارة بعد الحرب العالمية الثانية وظل هذا النظام متماسكا الى اوائل السبعينات، المنشورة على الموقع:
- التاريخ والوقت 12: 23، 53-5-2023. <http://www.borsaat.com/vb/t427837.html>
- ✓ الدين غادمن محمد نوردين، تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية، بحث مقدم الى ندوة الصكوك الإسلامية . التجربة الماليزية - ،مركز الملك فهد للمؤتمرات السعودية، ص 16،17.
- ✓ قروف محمد كريم، الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة منتجات المالية الاسلامية ،مداخلة مقدمة في اطار الملتقى الدولي حول الاقتصاد الاسلامي ...ورهانات المستقبل المركز الجامعي غرداية ،يومي 23 و24فيفري 2011،ص4.

الملخص:

تهدف هذه الدراسة الى تسليط الضوء على دور الصكوك في تنشيط وتطوير المؤسسات المالية الإسلامية التي تسعى دوما الى البحث عن تشكيلة متنوعة من الأدوات المالية الإسلامية من اجل مساهمتها في تعبئة الموارد المالية لأغراض تنمية اقتصادية.

وتوصلت الدراسة بضرورة الاستفادة من التجربة الماليزية في مجال استخدام أداة الصكوك في أسواقها المالية باعتبارها من الدول الرائدة عالميا في هذا المجال، خصوصا بالنسبة للدول التي تعاني عجز في مواردها.

الكلمات المفتاحية:

صكوك إسلامية، مصارف إسلامية، تمويل اقتصادي، مشاريع تنمية، سوق راس المال الإسلامي، تمويل تقليدي، صناعة التمويل الإسلامي.

Abstract

This study aims to shed light on the role of sukuk in revitalizing and developing Islamic financial institutions that are always seeking to search for a variety of Islamic financial instruments in order to contribute to mobilizing financial resources for economic development purposes.

The study concluded that it is necessary to benefit from the Malaysian experience in the field of using the sukuk tool in its financial markets, as it is one of the world's leading countries in this field, especially for countries that suffer from a deficit in their resources.

key words:

Islamic sukuk, Islamic banks, economic financing, development projects, Islamic capital market, conventional financing, Islamic finance industry.