

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة 08 ماي 1945 قالمة



قسم العلوم

كلية العلوم الاقتصادية و التجارية  
الاقتصادية

و علوم التسيير

تخصص: تمويل التنمية

# الهندسة المالية الإسلامية كمدخل لإنشاء

بالتطبيق تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية (2004-2010)

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية تخصص: تمويل التنمية

إشراف الأستاذ:

شرياق رفيق

إعداد الطالبات:

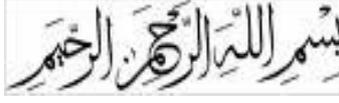
- خليفة رشيدة

- عمري سارة

- بن حمدي مريم

السنة الجامعية: 2010 / 2011

## التشكرات



قال الله تعالى: "لَئِنْ شَكَرْتُمْ لَأَزِيدَنَّكُمْ"

الحمد لله حمداً كثيراً طيباً مباركاً كما ينبغي لجلال وجهه وعظيم سلطانه  
الحمد لله الذي أعطانا من واجبات رحمته الإرادة والعزيمة لإتمام هذا العمل  
ومن باب العرفان بالجميل أن نتقدم بأسمى عبارات الشكر و الإمتنان

إلى كل من مد لنا يد العون ولو بكلمة طيبة

ونخص بالذكر الأستاذ المشرف "شرياق رفيق"

و الأستاذ "بن الضيف محمد عدنان"

# فهرس المحتويات

أ- ه	المقدمة
	<b>الفصل الأول: الهندسة المالية والهندسة المالية الاسلامية</b>
02	تمهيد
03	المبحث الأول : مدخل للهندسة المالية
03	المطلب الأول: مفهوم ونشأة الهندسة المالية
03	1- مفهوم الهندسة المالية
05	2- نشأة الهندسة المالية
06	المطلب الثاني: أسباب ظهور الهندسة المالية وأهدافها
06	1- أسباب ظهور الهندسة المالية
07	2- أهداف الهندسة المالية
08	المطلب الثالث: عمليات الهندسة المالية و مجالات تطبيقها
08	1- عمليات الهندسة المالية
08	1-1- التسجيل من الرف
09	2-1- سمسرة الخصم
09	3-1- المتاجرة بالحزمة
10	4-1- الشراء الهامشي
10	5-1- البيع على المكشوف
10	6-1- التداول الالكتروني
11	7-1- السوق الموحد
11	2- مجالات تطبيق الهندسة المالية
11	1-2- الهندسة المالية وإدارة الخصوم والأصول
11	2-2- الهندسة المالية واستراتيجيات التحوط وإدارة المخاطر
12	3-2- الهندسة المالية ومخاطر عمليات المراجعة
12	4-2- الهندسة المالية وقوالب البناء

12	.....5-2 الهندسة المالية لتطوير عملية التسوية
13	.....المطلب الرابع : مخاطر التطبيق الخاطئ للهندسة المالية
14	.....المطلب الخامس: أدوات الهندسة المالية
14	.....1- مستحدثات الأوراق المالية التقليدية
14	.....1-1-1 مستحدثات الأسهم العادية
15	.....2-1-2 مستحدثات الأسهم الممتازة
15	.....3-1-3 مستحدثات السندات
16	.....2- التوريق
16	.....3- المشتقات المالية
17	.....1-3-1 المستقبلات المالية
17	.....2-3-2 الخيارات
17	.....3-1-2-1 مفهوم الخيارات
18	.....3-2-2-2 تصنيف الخيارات
19	.....3-3-3 المبادلات
19	.....3-3-1 مفهوم المبادلات
19	.....3-3-2 تصنيف المبادلات
20	.....4-3-4 العقود الآجلة
20	.....3-4-1-1 مفهوم العقود الآجلة
20	.....3-4-2-2 مميزات العقود الآجلة
22	.....المبحث الثاني: الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي
22	.....المطلب الأول: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية وتاريخها
22	.....1- مفهوم الهندسة المالية الإسلامية
23	.....2- تاريخ الهندسة المالية الإسلامية
24	.....المطلب الثاني: أسباب الحاجة للهندسة المالية الإسلامية و مبادئها
24	.....1- أسباب الحاجة للهندسة المالية الإسلامية

25	..... 2- مبادئ الهندسة المالية الإسلامية
26	..... المطلب الثالث: خصائص الهندسة المالية الإسلامية و متطلبات تحقيقها
26	..... 1- خصائص الهندسة المالية الإسلامية
27	..... 1-1- المصادقية الشرعية
27	..... 1-2- الكفاءة الاقتصادية
27	..... 1-3- الابتكار الحقيقي بدل التقليد
28	..... 1-4- التمويل بدل الاستثمار
28	..... 2- متطلبات تحقيق الهندسة المالية الإسلامية
28	..... 1-2- الوعي (وعي بالسوق وأحواله)
28	..... 2-2- الإفصاح (بيان المعاملات وشفافيتها)
28	..... 2-3- المقطرة والالتزام (الالتزام بالشريعة الإسلامية في التعامل)
29	..... المطلب الرابع: مداخل الهندسة المالية الإسلامية
29	..... 1- المدخل الأول: المحاكاة
30	..... 2- المدخل الثاني: الأصالة والابتكار
31	..... المبحث الثالث: منتجات الهندسة المالية الإسلامية
31	..... المطلب الأول: الحكم الشرعي للأوراق المالية التقليدية
31	..... 1- الحكم الشرعي للأسهم العادية
32	..... 1-1- الأسهم العينية
32	..... 1-2- الأسهم النقدية
32	..... 1-3- الأسهم الاسمية
33	..... 1-4- أسهم لحاملها
33	..... 1-5- أسهم لأمر
33	..... 2- الحكم الشرعي للأسهم الممتازة
34	..... 3- الحكم الشرعي للسندات
35	..... المطلب الثاني: الصكوك الاستثمارية الإسلامية

38	المطلب الثالث:الحكم الشرعي للمشتقات المالية.....
38	1- الحكم الشرعي للخيارات.....
38	1-1- المانعون وأدلتهم.....
39	2-1- المجيزون وأدلتهم.....
40	3-1- الترجيح.....
40	2- الحكم الشرعي للمستقبليات.....
40	1-2- المانعون وأدلتهم.....
41	2-2- المجيزون وأدلتهم.....
41	3-2- الترجيح.....
41	3- الحكم الشرعي للمبادلات.....
41	1-3- الحكم الشرعي لعقد مبادلة عوائد الأسهم.....
42	2-3- الحكم الشرعي لعقد مبادلة أسعار الفائدة.....
42	4- الحكم الشرعي للعقود الآجلة.....
42	1-4- المانعون وأدلتهم.....
43	2-4- المجيزون وأدلتهم.....
43	3-4- الترجيح.....
43	المطلب الرابع: التوريق الإسلامي والمؤشر الإسلامي.....
43	1- التوريق الإسلامي.....
44	2- المؤشر الإسلامي.....
46	الخلاصة.....

## الفصل الثاني: الهندسة المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية الإسلامية

48	تمهيد.....
49	المبحث الأول: عموميات حول سوق الأوراق المالية.....

49	المطلب الأول: مفهوم ونشأة سوق الأوراق المالية
49	1- مفهوم سوق الأوراق المالية
50	2- نشأة سوق الأوراق المالية
50	المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية: وظائفه، أهميته
50	1- وظائف سوق الأوراق المالية
52	2- أهمية سوق الأوراق المالية
53	المطلب الثالث: تقسيمات سوق الأوراق المالية
53	1- أسواق حاضرة ( فورية )
53	1-1- السوق الأولي "سوق الإصدار"
54	2-1- السوق الثانوي "سوق التداول"
54	1-2-1- الأسواق المنظمة "البورصات"
55	2-2-1- الأسواق غير المنظمة
56	2- أسواق آجلة
56	المطلب الرابع: المتعاملون في سوق الأوراق المالية
56	1- الأعضاء العاملين
56	1-1- السماسرة بالعمولة
56	2-1- تجار الأوراق المالية
57	3-1- سماسرة الصالة أو المقصورة
57	4-1- تجار الصالة
57	5-1- تجار الطلبيات الصغيرة
57	6-1- وكلاء بيوت السمسرة
58	7-1- المتخصصون
58	2- الأعضاء غير العاملين
58	1-2- الأعضاء المنضمين
58	2-2- الأعضاء المرسلين
58	3-2- سماسرة الخصم
58	4-2- مكاتب الخدمات الاستشارية

59	3- الطالبون والعارضون
59	3-1- الطالبون
59	3-2- العارضون
60	المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية الإسلامي
60	المطلب الأول: سوق الأوراق المالية الإسلامي: تعريفه، نشأته، خصائصه
60	1- تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامي
61	2- نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامي
62	3- خصائص سوق الأوراق المالية الإسلامي
63	المطلب الثاني: مبادئ، أهمية ووظائف سوق الأوراق المالية الإسلامي
63	1- مبادئ سوق الأوراق المالية الإسلامي
63	1-1- الإلتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية
63	1-2- الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي
63	1-3- المساهمة الحقيقية في التنمية الإقتصادية
64	2- أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامي
65	3- وظائف سوق الأوراق المالية الإسلامي
66	المطلب الثالث: الأسباب الداعية لإقامة سوق أوراق مالية إسلامي ومقومات إنشائه
66	1- الأسباب الداعية لإقامة سوق أوراق مالية إسلامي
68	2- مقومات إنشاء سوق أوراق مالية إسلامي
69	المطلب الرابع: المتعاملون في سوق الأوراق المالية الإسلامي وضوابطه الشرعية
69	1- المتعاملون في سوق الأوراق المالية الإسلامي
70	2- الضوابط الشرعية لسوق أوراق مالية إسلامي
70	1-2- حرية المنافسة
70	2-2- الإفصاح
71	2-3- تحريم القمار (الميسر)
71	2-4- تحريم الربا
72	2-5- تحريم النجش
72	2-6- تحريم الإحتكار
72	2-7- تحريم الغرر
73	المطلب الخامس: مشاكل وتحديات عمل سوق الأوراق المالية الإسلامي
73	1- المشاكل التي تواجه إقامة سوق أوراق مالية إسلامي
73	2- التحديات التي تواجه عمل سوق الأوراق المالية الإسلامي
75	المبحث الثالث: دور الهندسة المالية الإسلامية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامي وإمداده بالأدوات الإستثمارية الشرعية
75	المطلب الأول: دور الهندسة المالية الإسلامية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامي
76	المطلب الثاني: دور الهندسة المالية الإسلامية في إمداد سوق الأوراق المالية الإسلامي بالأدوات الإستثمارية الشرعية
77	المطلب الثالث: التحديات التي تواجه الهندسة المالية الإسلامية في تطوير سوق أوراق مالية إسلامي
79	الخلاصة

## الفصل الثالث: تجربة الهندسة المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية الإسلامي

81	تمهيد
82	المبحث الأول: سوق الأوراق المالية في ماليزيا
82	المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية الماليزي
82	1- مفهوم سوق الأوراق المالية الماليزي
82	2- نشأة سوق الأوراق المالية الماليزي
84	المطلب الثاني: أقسام سوق رأس المال الماليزي
84	1- سوق الملكية
84	1-1- الأسهم العادية
84	1-2- الأسهم الممتازة
84	1-3- شهادات حق الشراء من الأسهم الموجودة
84	1-4- شهادات حق الشراء من الأسهم الجديدة
85	2- سوق السندات
85	1-2- سندات حكومية
85	2-2- سندات الشركات
85	3- سوق المشتقات
86	1-3- عقود المستقبلات
86	2-3- عقود الخيار
87	المطلب الثالث: الجهات الرقابية لسوق الأوراق المالية الماليزي
87	1- الجهة العليا لسوق الأوراق المالية في ماليزيا
88	2- الجهات الفرعية لسوق الأوراق المالية في ماليزيا
89	1-2- البورصة الماليزية للأوراق المالية المحدودة
89	2-2- البورصة الماليزية المقاصة للأوراق المالية الخاصة المحدودة
89	3-2- البورصة الماليزية للإيداع الخاصة المحدودة
90	4-2- البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة
90	5-2- البورصة الماليزية المقاصة للمشتقات المحدودة
91	المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية الاسلامي في ماليزيا
91	المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية الاسلامي الماليزي
91	1- مفهوم سوق الأوراق المالية الاسلامي الماليزي
91	2- نشأة سوق الأوراق المالية الاسلامي الماليزي
92	3- مميزات سوق الأوراق المالية الاسلامي الماليزي
92	1-3- الخضوع للرقابة الشرعية
93	2-3- عمليات هذا السوق خالية من أي محظور شرعي
93	3-3- التعامل بلأدوات المالية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الاسلامية
93	4-3- الخضوع للقوانين والتشريعات المختلفة الصادرة عن الجهة المعنية

94	4- وظائف سوق الأوراق المالية الاسلامي الماليزي
95	المطلب الثاني: ضوابط سوق الأوراق المالية الاسلامي في ماليزيا
95	1- ضوابط اصدار الأوراق المالية
95	1-1- معايير تقييم الأوراق المالية المدرجة في البورصة الماليزية
96	1-2- خطوات استخلاص الأوراق المالية الشرعية
99	2- ضوابط المعاملات
99	1-2- التعليمات على صناديق الاستثمار
99	2-2- التعليمات على عرض الصكوك
100	المطلب الثالث: الأدوات المالية الاسلامية المتداولة في سوق الأوراق المالية الاسلامي الماليزي و خدمات الوساطة فيه
100	1- الملكية الاسلامية
100	1-1- الأسهم العادية
100	1-2-1- صناديق الاستثمار الاسلامية
100	1-3-1- مؤشر الشريعة
101	1-3-1- المؤشر الشرعي كواللمبور
101	1-2-3-1- المؤشر الاسلامي الماليزي لرشيد حسين المحدودة – داوجونز
101	2- الصكوك الاسلامية
102	1-2-1- الصكوك الاسلامية الحكومية
102	2-2- الصكوك الاسلامية للشركات
102	1-2-2- صكوك البيع بثمن أجل / المرابحة
102	2-2-2- صكوك الاستصناع
103	3-2-2- صكوك الإجارة
103	4-2-2- صكوك المشاركة
103	5-2-2- صكوك المضاربة
104	3- خدمات الوساطة
104	1-3- السمسرة
105	2-3- إدارة الاستثمار
105	3-3- الرقابة الشرعية
106	المبحث الثالث: الهندسة المالية الإسلامية في ماليزيا
106	المطلب الأول: منتجات الهندسة المالية الإسلامية في ماليزيا
106	1- العمليات التمويلية
106	1-1- اتفاقيات البيع وإعادة الشراء
106	1-2- حين الإصدار
106	1-3- اتفاقية الرهن الأولى
107	2- الأدوات المالية
107	1-2- الإصدارات الاستثمارية الحكومية
107	2-2- الاوراق التجارية الإسلامية القابلة للتداول
107	1-2-2- الأوراق التجارية الإسلامية القابلة للتداول الخاصة بالإيداع
108	2-2-2- صك الدين الإسلامي القابل للتداول

108	..... 3-2-2-3-2 سندتات المديونية الخاصة الإسلامية
108	..... 3-2-3-2 صكوك أخرى
108	..... 1-3-2-1 سندتات بنك نيجارا ماليزيا القابلة للتداول
108	..... 2-3-2-2 سندتات كاجاماس للمضاربة
109	..... 3-التوريق الإسلامي
110	..... المطلب الثاني: مقارنة أداء المنتجات المالية الإسلامية بالمنتجات التقليدية
110	..... 1- تطور رسمة سوق الأوراق المالية الإسلامية مقارنة بالسوق الربوية
112	..... 2- تطور الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية مقارنة بالعدد الاجمالي للأسهم المدرجة في البورصة الماليزية
114	..... 3- تطور الصكوك مقارنة بالسندتات التقليدية في سوق الأوراق المالية الماليزي
116	..... 4- تطور حجم الصكوك المتداولة في سوق الأوراق المالية الماليزي الإسلامي
120	..... المطلب الثالث: تقييم التجربة الماليزية
120	..... 1- خصائص التجربة
120	..... 1-1- الدور الرئيسي للدولة في دعم العمل المالي الإسلامي
120	..... 1-2- الريادة
121	..... 1-3- الحرفية المصرفية و المالية
121	..... 1-4- العالمية
122	..... 1-5- خصائص أخرى
123	..... 2- بعض الاعتراضات على التجربة الماليزية
123	..... 1-2- إشكالية الاتفاق حول مدى شرعية أسس صناعة الهندسة المالية الإسلامية
123	..... 2-2- إشكالية تعميم النموذج الماليزي في صناعة المالية الإسلامية
124	..... الخلاصة
126	..... الخاتمة
	..... قائمة المراجع

## المقدمة

يعد الإسلام منهج حياة شامل لشتى جوانب الحياة خاصة في الجانب الاقتصادي، حيث يتصف النظام المالي و النقدي بأنه متكامل في نطاقه، أهدافه، مؤسساته، وقواعد العمل فيه. ولل سوق مكانة فريدة في هذا النظام، وخاصة سوق الأوراق المالية، إذ لا يقتصر اهتمام الإسلام بوجود الأسواق كمؤسسة، وإنما يعنى أكثر من غيره، بل وقبل غيره، بقواعد السلوك في تلك الأسواق ومنها الغش والاحتكار الربا. تشكل سوق الأوراق المالية ركنا هاما من أركان النظام المالي في النظام الاقتصادي، لما تقوم به من دور هام في حشد المدخرات الوطنية، وتوجيهها إلى قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني وتزويد من معدلات الرفاه للأفراد، وإذا كانت هذه الأسواق اليوم لا تحقق المقاصد التي يتوخاها الإسلام، فإن هذا لا يعني إغفالها وتركها أو الحكم على ما فيها حكما مطلقا. لذا تعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامي كبديل شرعي للسوق التقليدي، فرصة لكل مستثمر مسلم، حيث تمكنه من اختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحا ومشروعية. فسوق الأوراق المالية الإسلامي محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال وتمويل المشروعات البناءة والناجحة مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة إنتاج الطيبات في المجتمع.

و نتيجة للتغيرات المستمرة في البيئة المالية والاستثمارية، كان لابد لأسواق الأوراق المالية مواكبة هذا التغير بالبحث عن أدوات ومنتجات جديدة تتمتع بأقل تكلفة وأدنى مخاطرة وأعلى عائد، و يتحقق هذا من خلال ما يعرف بالهندسة المالية باعتبارها توليفة تضم ابتكار واستحداث و إيجاد الحلول المناسبة لكل ما هو مالي. أما عن سوق الأوراق المالية الإسلامي، فهو بحاجة إلى هندسة مالية تستمد مبادئها من قيم الإسلام، وتوفر منتجات وخدمات تراعي المقاصد الشرعية في الأموال، وتسعى إلى تحقيق المعادلة الصعبة في تطوير منتجات تجمع بين المصداقية الشرعية و الكفاءة الاقتصادية. وقد برزت في السنوات الأخيرة العديد من أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية، بعضها مازال مجرد تشريعات و تعليمات، والبعض الآخر لا يقوى على المنافسة رغم تطوره النسبي، والبعض الآخر احتل مكانة مهمة على الصعيد العالمي، ولعل من بين التجارب الناجحة في هذا المجال تجربة سوق الأوراق المالية الماليزي بشقيه الإسلامي و التقليدي.

### 1- إشكالية الدراسة:

من البديهي انه لن توجد أسواق أوراق مالية إسلامية ما لم توجد أدوات مالية شرعية، وانه لن توجد أدوات مالية شرعية ما لم توجد هندسة مالية إسلامية تعمل على تطويرها وإيجاد حلولها. ومن هذا المنطلق تبرز إشكالية الدراسة على النحو التالي: ما هو الدور الذي تلعبه الهندسة المالية الإسلامية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامي وإمداده بالأدوات المالية الشرعية؟ وللإلمام بجوانب الدراسة و رغبة منا في الإجابة على هذه الإشكالية، تبادرت إلى أذهاننا تساؤلات أخرى مكملة هي :

- ✓ ما مفهوم الهندسة المالية ما هي أدواتها ؟
- ✓ ما المقصود بالهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي ؟
- ✓ ما هي الأسباب الداعية لإقامة سوق أوراق مالية إسلامي ؟ وما هي ضوابطه الشرعية؟
- ✓ ما طبيعة سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا؟ وما هي أهم منتجاته؟

## 2- فرضيات الدراسة :

- انطلاقاً من الفرضيات السابقة، فإن هذا البحث يقوم على اختبار الفروض التالية:
- ✓ اكتفت الهندسة المالية الإسلامية بإدخال تعديلات على المنتجات المالية التقليدية لتصبح أكثر إيفاء بالمقاصد.
  - ✓ تقوم أسواق الأوراق المالية الإسلامية على قواعد ومبادئ غير موجودة في نظيرتها التقليدية.
  - ✓ تساهم الهندسة المالية الإسلامية بشكل كبير في تفعيل دور سوق الأوراق المالية الإسلامية و إمدادها بالمنتجات المالية الشرعية.
  - ✓ أهم ما يميز التجربة الماليزية في مجال الهندسة المالية الإسلامية هو إجماع الكل على نجاحها و خلوها من أي تجاوز يخالف الشريعة الإسلامية.

## 3- أسباب اختيار موضوع الدراسة:

رغم أهمية موضوع الهندسة المالية والهندسة المالية الإسلامية التي ظهرت نتيجة التغيرات السريعة في البيئة المالية والاستثمارية، إلا أنه لم تحظ بالاهتمام الكافي و الدليل على ذلك قلة الدراسات السابقة حوله، ارتأينا لفت الانتباه إلى أهمية هذا الموضوع وأهمية تطبيقه في سوق الأوراق المالية الإسلامي حتى يتمكن الاقتصاد الوطني من النهوض و مواكبة الاقتصاديات العالمية، وذلك من خلال دراسة موضوع : الهندسة المالية الإسلامية كمدخل لإنشاء و تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامي بالتطبيق على سوق ماليزيا الإسلامي للأوراق المالية .

## 4- أهمية الدراسة :

تتبع أهمية هذا البحث من الأهمية التي تحتلها سوق الأوراق المالية الإسلامي و ما تقوم به في الحياة الاقتصادية من حماية الأموال و الثروات الإسلامية، واستثمارها وتنميتها والمحافظة على استقرار النظام المالي والاقتصادي للأمة الإسلامية، وكذا أهمية الهندسة المالية الإسلامية في تطوير أسواق مالية جديدة تحكمها ضوابط شرعية.

## 5- أهداف الدراسة :

- من وراء هذا البحث نسعى للوصول إلى الأهداف التالية:
- ✓ التعرف على كل من الهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية الإسلامية.
  - ✓ الوقوف عند أهم منتجات الهندسة المالية الإسلامية.
  - ✓ التعرف بسوق أوراق مالية إسلامي، خصائصه و ضوابطه الشرعية.
  - ✓ محاولة إبراز مختلف التحديات التي تواجه الهندسة المالية الإسلامية في تطوير سوق أوراق مالية إسلامي.
  - ✓ التعرف لتجربة سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا في مجال صناعة الهندسة المالية الإسلامية.

## 6- حدود الدراسة :

تركزت الدراسة على وصف وتحليل سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا وواقع الهندسة المالية الإسلامية فيه و هذا خلال الفترة (2001 - 2010).

## 7- منهج الدراسة :

لتحقيق هدف البحث والوصول الى اجابة على الاشكالية المطروحة، فقد تم الاعتماد على المنهج التاريخي في نشأة كل من سوق الأوراق المالية و سوق الأوراق المالية الإسلامي والهندسة المالية،

والمنهج الوصفي التحليلي في وصف العمليات التي تحدث في هذا السوق، وكذا وصف منتجات الهندسة المالية بشقيها التقليدي والإسلامي.

## 8- الدراسات السابقة:

لقد كان في هذا المجال عدة دراسات تهتم بسوق الأوراق المالية الإسلامي، وأخرى تهتم بالهندسة المالية الإسلامية، ومن هذه الدراسات نجد:

✓ كتاب لسмир عبد الحميد رضوان بعنوان "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، هي من أحدث الدراسات في الموضوع و لكنها لا تتناول الهندسة المالية الإسلامية صراحة، لكن الباحث تطرق لبعض جوانبها، كالمشتقات المالية وإمكانيات تكييفها فقهيًا.

✓ كتاب إبراهيم سامي السويلم تحت عنوان " صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي"، ففي هذا البحث تناول السويلم الهندسة المالية الإسلامية من عدة جوانب، بحيث حدد الكثير من ملامحها وأسسها وأهميتها والفرق بينها وبين الهندسة المالية التقليدية.

✓ تكلم الدكتور مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان في كتابه "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، حول سوق المال عامة وخصص له قسم لسوق الأوراق المالية، ولقد تعمق في دراسة العمليات دون غيرها من النقاط الأخرى.

✓ أما من ناحية الرسائل فكانت هناك رسالة ماجستير للباحثة سحاسورياني صفر الدين جعفر التي كانت تحت عنوان " سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته"، ولقد تناولت حالة سوق ماليزيا دون التعمق في القسم النظري بل تطرقت مباشرة إلى الوضع الذي يقوم عليه السوق مركزة على الرقابة ومؤسساتها وعملها وكانت فترة الدراسة 2001-2005.

✓ وأيضاً نبيل خليل طه سمور في رسالة ماجستير بعنوان " سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق - دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا-"، حيث يحاول في هذه الدراسة الجديدة وضع تصور متكامل واقعي لتجربة سوق الأوراق المالية الإسلامية متخذاً من التجربة الماليزية الحالة الدراسية لبيان أهم معالم الاختلاف بين النظرية والتطبيق الفعلي لسوق الأوراق المالية الإسلامية، لاسيما فيما يتعلق بدراسة مقارنة التكيف الفقهي بين مجمع الفقه الإسلامي ومجلس الرقابة الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية في الأدوات المالية القائمة وفقاً لأحكام الشريعة والأدوات المالية الإسلامية المتداولة.

## 9- أدوات الدراسة :

لإثراء هذه الدراسة اعتمدنا على مجموعة من أدوات البحث العلمي والمتمثلة في الكتب و الأبحاث العلمية والملتقيات و المذكرات و المجلات، وكذا سلسلة من مواقع الانترنت من اجل الحصول على الدراسات الحديثة في هذا المجال التي يتعذر علينا إيجادها في المكاتب كالتقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية.

## 10- صعوبات الدراسة:

مما لا شك فيه أن البحث صعب في ذاته، ولكن عموماً إذا ما استثنينا ضيق الوقت، فإننا لم نواجه والحمد لله أية صعوبة في هذه الدراسة، فالمراجع حول سوق الأوراق المالية متوفرة، وكذا حول السوق الإسلامي والهندسة المالية التقليدية والإسلامية، سواء على الإنترنت أو في الملتقيات، والمجلات الدورية و التقارير التي تصدره هيئة الأوراق المالية الماليزية و التي يمكن الرجوع إليها في أي وقت.....

## **11- أقسام الدراسة :**

سعيانا منا للإجابة على الإشكالية المطروحة، و الحكم على فرضيات الدراسة، قمنا بتقسيم دراستنا إلى مقدمة، ثلاثة فصول وخاتمة، وذلك على النحو التالي:

✓ الفصل الأول تطرقنا فيه إلى الهندسة المالية التقليدية والهندسة المالية الإسلامية بدءاً من المفهوم والخصائص، وصولاً للأدوات المالية لكل منهما.

✓ والفصل الثاني تناولنا فيه ماهية سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى سوق الأوراق المالية الإسلامي، مفهوم، مبادئ، تحديات عمل...

✓ أما الفصل الثالث فخصص لدراسة سوق ماليزيا الإسلامي للأوراق المالية، نبذة عنه، مكوناته، و واقع الهندسة المالية الإسلامية فيه.

**تمهيد :**

سجل القرن العشرين ميلاد مفهوم جديد في الممارسات المالية، و هو مفهوم الهندسة المالية التي تقابلها شرعا الهندسة المالية الإسلامية، هذه الأخيرة بدأت بوادرها الأولى من خلال إنشاء صندوق الحج في ماليزيا، ثم تجربة بيوت الادخار في مصر، و قد استطاعت الهندسة المالية الإسلامية خلال مسيرتها منذ ذلك الوقت إثبات و جودها في العالم الاقتصادي، فهي صناعة ناشئة مقارنة بنظيرتها التقليدية، و لكي تكون منافسة لها فهي بحاجة إلى محفظة متنوعة من الأدوات و المنتجات المالية المرنة و الكفاءة للاستجابة لشتى المتطلبات التي تفرضها المتغيرات الاقتصادية المحلية و العالمية.

**المبحث الأول : مدخل للهندسة المالية.**

إن ظهور الهندسة المالية وأدواتها أعطى وسوف يعطي مجالات ابتكار متعددة و متطورة في المستقبل المنظور والبعيد، انطلاقا من الدور الذي تؤديه في تنشيط البورصات المالية العالمية، إذ أن الغرض الأساسي لها هو التحوط ونقل المخاطرة، إلا أن استعمالها قد توسع بصورة كبيرة خلال السنوات الماضية ليشمل أغراض الاستثمار والمضاربة، ولازالت عملية تطوير الأدوات الجديدة واستعمالها مستمرة وبصورة متزايدة حتى الآن .

**المطلب الأول: مفهوم ونشأة الهندسة المالية.**

**1- مفهوم الهندسة المالية :**

الهندسة المالية مفهوم قديم قدم التعاملات المالية، لكنه يبدو حديثا نسبيا من حيث المصطلح و التخصص. فمعظم تعاريف الهندسة المالية مستخلصة من وجهات نظر الباحثين الذين يطورون النماذج

والنظريات، أو مصممي المنتجات المالية في المؤسسات المالية، وهناك مجموعة من التعاريف للهندسة المالية منها:

تعريف الجمعية الدولية للمهندسين الماليين (Engineers International Association of Financial -IAFE): "تتضمن الهندسة المالية التطوير والتطبيق المبتكر للنظرية المالية و الأدوات المالية لإيجاد حلول للمشاكل المالية المعقدة و لاستغلال الفرص المالية، فالهندسة المالية ليست أداة، بل هي المهنة التي تستعمل الأدوات، علما أن الهندسة المالية تختلف عن التحليل المالي، فمصطلح "تحليل" يعني تشتيت الشيء لفهمه، أما مصطلح "هندسة" نقصد به بنية"<sup>1</sup>.

ولكن ما يلاحظ على هذا التعريف بأنه تعريف وظيفي أكثر منه أكاديمي.

واعتبر خبراء الأسواق المالية " الهندسة المالية مصطلح يستعمل لوصف تحليل البيانات المحصلة من السوق المالية بطريقة علمية، وذلك عن طريق استخدام الخوارزميات والنماذج الرياضية- خاصة عندما يتعلق الأمر بتجارة العملات و تسعير الخيارات و المستقبلات- من اجل الحصول على معلومات دقيقة وسريعة تساعد المهندسين الماليين على فهم أفضل للسوق المالية وبالتالي اتخاذ القرارات المناسبة"<sup>2</sup>.

ويعرفها احد الخبراء الاستثماريين عل أنها "تصميم و تطوير و تطبيق عمليات و أدوات مالية مستحدثة، و تقديم حلول خلاقة و مبدعة للمشكلات الاقتصادية و المالية، و لا يقتصر دورها على المنتجات الجديدة فحسب، بل يمتد كذلك إلى محاولات تطويع أدوات و أفكار قديمة لخدمة أهداف منشآت الأعمال"<sup>3</sup>.

و عليه يمكن إجمال مفهوم الهندسة المالية بأنها ابتكار لحلول مالية، فهي تركز على عنصر الابتكار و التجديد، كما أنها تقدم حلاً، فهي بذلك تلي احتياجات قائمة أو تستغل فرصاً أو موارد معطلة، و كونها مالية يحدد مجال الابتكار في الأنشطة الاقتصادية، سواء في التبادل أو التمويل. و جدير بالذكر أن للهندسة المالية مبادئ أساسية تركز عليها أهمها<sup>4</sup>:

- ❖ إيجاد وتطوير مجموعة متنوعة من الأدوات المالية المستحدثة التي يمكن عن طريق هندستها بتوليفات معينة بناء مراكز التعرض للمخاطرة وإدارة هذه المخاطر بأفضل صورة ممكنة.
- ❖ تقليل تكاليف المعاملات من خلال إمكانية الدخول بتعاملات معينة وخلق مراكز كبيرة الحجم بتكلفة قليلة نسبياً، إذ أن تكلفة التعامل من خلال أدوات الهندسة المالية تكون غالباً أقل من تكلفة التعامل بالطرق التقليدية.
- ❖ تعزيز فرص تحقيق الأرباح من خلال إيجاد الأدوات الجديدة التي يمكن استعمالها في عمليات الاستثمار و المضاربة و التحوط و بصيغ مختلفة.
- ❖ تحسين سيولة السوق المالية بصورة عامة و المتعاملين بأدوات الهندسة المالية بصورة خاصة من خلال إفساح المجال للتعامل مع مجموعة واسعة من الأدوات الجديدة التي تتميز بالسيولة العالية نسبياً سواء كانت في الأسواق النظامية أو الأسواق الموازية.

1: الجمعية الدولية للمهندسين الماليين، "الهندسة المالية... سلسلة طويلة الأمد"، 31 مارس 2008، من الموقع:

<http://www.forexu.info/forum/t1040.html> ، بتاريخ 28 ديسمبر 2010.

2: طارق الله خان، حبيب أحمد، " إدارة المخاطر: تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية"، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب، جدة، ط 01، 2003، ص24.

3: سمير عبد الحميد رضوان، " المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، دار النشر للجامعات، الإسكندرية، ط01، 2005، صص90، 91.

4: هاشم فوزي دباس العبادي، "الهندسة المالية و أدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية"، دار الوراق للنشر و التوزيع، عمان، ط 01، 2007، ص33.

## 2- نشأة الهندسة المالية:

في بداية الثمانينات بدأت بورصة وول ستريت بالاستعانة ببعض الأكاديميين ذوي الشهرة الواسعة مثل Fisher Black وكذا Rechar Roll لتطوير منتجات أسواق المال، وكلما زادت هذه المنتجات تعقيداً كلما زادت الاستعانة بالأكاديميين، وكثيراً من هؤلاء الأكاديميين كانوا حائزين على درجات علمية متقدمة في العلوم. ومن المثير أن وول ستريت كانت تحاول أن تعبت بالعالم بابتكارات رياضية ولكنها عديمة الفائدة، لكن مع ارتفاع كفاءة السوق لم يعد الخداع ممكناً في المدى الطويل. وفي منتصف الثمانينات أخذت هذه العملية الوليدة اسماً أكثر قبولا وانتشاراً وهو الهندسة المالية Financial Engineering، وقد ساهمت العديد من العوامل في نمو الهندسة المالية، وبينما كانت المخاطرة دائماً حاضرة، فإن تقلب أسعار الفائدة وأسعار الصرف زاد زيادة محسوسة في السنوات الأخيرة.

حيث أن بورصة نيويورك للأوراق المالية قد استفادت كثيراً من البحوث والدراسات التي تقوم بها المؤسسات الأكاديمية، وأن تطور الكمبيوتر قد أدى دوراً بارزاً في تقدم مجال الهندسة المالية<sup>1</sup>. على الرغم من كون المهندسين الماليين يعملون غالباً في مؤسسات مالية كالبنوك وصناديق الاستثمار وشركات إدارة المحافظ الاستثمارية وغيرها، إلا أن ممارسة الهندسة المالية ليست ذات جانب واحد، وذلك لأن أي مؤسسة مالية قد تطور منتجاً جديداً، ولكن عليها أن تبيع هذا المنتج لعملائها، وهؤلاء العملاء إما شركات أو صناديق استثمار أو مؤسسات حكومية، ولكي يقوم هؤلاء العملاء بتقييم هذا المنتج لغرض اتخاذ قرار الشراء، يجب أن يكون لديهم أفراد ذو مهارة في مجال صناعة الهندسة المالية<sup>2</sup>. بالإضافة إلى الانهيارات العديدة التي عرفتها بورصات العالمية، الشيء الذي أدى إلى وجود العديد من المخاطر وهي مخاطر مالية متعلقة بسعر الفائدة وسعر الصرف ومخاطر الأعمال وهي مرتبطة بالظروف الصناعية من المستوى التكنولوجي و الابتكارات والمنافسة، لذلك ظهرت الهندسة المالية للحد من هذه المشكلات و ظهرت لأول مرة منتصف الثمانينات ببنوك لندن عندما أنشأت إدارة لمساعدة منشآت الأعمال على مواجهة المخاطر، وتبرز أهمية الهندسة المالية هنا في كونها تهيئ الظروف لخلق أسواق جديدة مثل أسواق المشتقات<sup>3</sup>.

**المطلب الثاني: أسباب ظهور الهندسة المالية وأهدافها.**

### 1- أسباب ظهور الهندسة المالية :

ما أدى إلى ظهور مفهوم الهندسة المالية و ساعد على إنزاله إلى أرض الواقع عوامل عديدة منها:

❖ **ظهور احتياجات مختلفة للمستثمرين وطالبي التمويل<sup>4</sup>:** قامت الوسائط المالية (من بنوك، شركات تأمين، شركات استثمار، وسماسرة...) عموماً لتسهيل تحويل الأموال من وحدات الفوائض النقدية

1 : سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص ص92، 93.  
 2 : خالد محمد نصار، " آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية – دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة-"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، تخصص المحاسبة و التمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2006، ص102.  
 3 : المرجع نفسه، ص102.  
 4 : محمد كريم قروف، "الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية"، مداخلة للملتقى الدولي الأول حول "الاقتصاد الإسلامي، الواقع... و رهانات المستقبل"، يومي 23، 24 فيفري 2001، معهد العلوم الاقتصادية و التجارة و علوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، ص 04.

لوحداث العجز المالي، و يمكن القول بأن هذه المهمة كان من الممكن للأفراد القيام بها بأنفسهم، على الأقل نظرياً، من دون الحاجة لوجود هذه المؤسسات والوسائط المالية. 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 الاحتياجات الجديدة والمتطورة لوسائل تمويل مختلفة من حيث التصميم وتواريخ الاستحقاق جعل من العسير على هذه الوسائط المالية بصورتها التقليدية ومهامها القديمة من إشباع رغبات المستثمرين والمشاركين في أسواق المال عموماً. ولذلك ظهرت الحاجة للابتكار ولابتداع وسائل جديدة لمقابلة هذه الاحتياجات.

❖ **تقنية المعلومات ومفهوم السوق العريض<sup>1</sup>:** مما لا شك فيه أن تقنية الحاسوب قد أثرت على القطاع المالي بصورة كبيرة، سواء 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 التحويلات النقدية بين العملاء، ولكن ظهور شبكات الاتصال بالذات ساعد على تحويل الأسواق العالمية المتعددة والمنفصلة إلى سوق مالي كبير، تتعدم فيه الحواجز الزمنية والمكانية ويصل مداه إلى مدى وصول المعلومة المرسلّة. ونظراً 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 تمكن مبتكرو ومصممو الأوراق والأدوات المالية من العمل بصورة اقتصادية مقبولة، أي أنهم يجدون مساحة واسعة للحركة وكلما صمموا أو ابتكروا أداة جديدة وجدوا من يطلبها ويقبلها.

❖ **ظهور مفهومي الكفاءة والفعالية:** يعني مفهوم الفعالية في سوق المال مدى مقدرة السوق على مقابلة احتياجات المشاركين فيه، بينما تعني الكفاءة المدى الذي تستطيع فيه هذه الأسواق مقابلة هذه الاحتياجات بتكلفة قليلة أو بوفورات ملحوظة، وبسرعة ودقة عاليتين وهذين المعيارين (الكفاءة و الفعالية) يأخذان أهمية أكبر في حالة توسع قاعدة المشاركين، وتوجه الأسواق عموماً نحو درجات عالية من تجويد وتقديم الخدمات للعملاء، و لذلك نجد في هذا الجو أدوات أو وسائل مالية (مثل تبادل أسعار الفائدة ) تحل محل طرق تمويل قديمة نسبياً مثل إعادة تمويل القروض، ومنه يتضح هذا التحول الاقتصادي ساعد على توفر المالية الإقليمية والمحلية من خلال شبكات المعلومات وثورة الاتصالات مما ترتب عليه منتجات مالية جديدة وقدرة عالية على السيطرة على المخاطر المالية الجديدة في الأسواق الحالية للأوراق النقدية وفي أسواق رأس المال وكذلك الأسواق الجديدة وبالشكل الذي يقودنا إلى زيادة العوائد وتخفيض المخاطرة المالية<sup>2</sup>.

## 2- أهداف الهندسة المالية :

إن الهندسة المالية تعتبر شريان الحياة للابداع المالي ،وذلك من خلال اعتمادها كوسيلة ضبط للمنتوج المالي القائم من اجل تحسين عائداته أو تحسين خصائص المخاطرة في ظل تغير السوق،أو اعتبارها كعملية تسمح للمنتوجات المالية القائمة بالفحص وإعادة الهيكلة للحصول على ميزة تغير المناخ الضريبي أو القانوني أو الاقتصادي العام، أي أنها تمثل العملية التي تسعى لتكييف الأدوات المالية والعمليات القائمة و تطوير أدوات جديدة لتمكين المشاركين بالأسواق المالية بفاعلية مع العالم المتغير الذي نعيش فيه.

<sup>1</sup> : هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص23 – 25.

<sup>2</sup> : المرجع نفسه، ص26.

- ❖ وتهدف الهندسة المالية عادة إلى خفض حجم المخاطر المالية، وذلك من خلال<sup>1</sup>:
  - ❖ إعادة هيكلة التدفقات النقدية لإدارة مالية أفضل مثل استخدام المقايضة لتغيير المعدلات المتغيرة للقروض إلى معدلات ثابتة لأغراض ضريبية أو لقدرة أفضل على التنبؤ بالتدفق المالي.
  - ❖ توسيع حجم وعدد أدوات الاستثمار بالأسواق المالية لزيادة سيولة السوق وإتاحة المزيد من التمويل من خلال جذب مستثمرين جدد، وتقديم فرص جديدة للباحثين عن التمويل.
  - ❖ ابتكار أدوات لإدارة المخاطر من أجل تمكين المستثمرين من إعادة توزيع المخاطر المالية وفق تفضيلاتهم للمخاطر، مع الإشارة إلى أن أدوات إدارة المخاطر لا تخرج عن ثلاث، أما بالعمل على تخفيضها بالتخلص من مصدر الخطر بالبيع، أو بالتنوع أو بالتأمين ضد المخاطر.
  - ❖ تطوير أدوات المراجعة بين الأسواق للتمكن من تحسين التكاليف وزيادة العائد و الانفتاح على الأسواق العالمية.
  - ❖ تنوع استراتيجيات الاستثمار من خلال تنوع وابتكار أدوات استثمار جديدة.
- المطلب الثالث: عمليات الهندسة المالية و مجالات تطبيقها.**

#### 1- عمليات الهندسة المالية :

إن الهندسة المالية قد أسهمت مساهمة واضحة في تحسين الأداء، و ذلك من خلال سرعة تنفيذ العمليات و تخفيض تكلفتها، كل ذلك في الوقت الذي تتحقق فيه المكاسب لكافة الأطراف المعنية، بما يضمن لتلك العمليات المبتكرة الصمود و الاستمرار، وفي ما يلي بعض هذه العمليات :

#### 1-1- التسجيل من الرف:

اعترافا بعبء التكاليف الثابتة للتسجيل، استجابت لجنة الأوراق المالية و البورصات في الولايات المتحدة لوجهة نظر المهندسين الماليين، و ذلك من خلال تعديل أجري في عام 1982 م بمقتضى القاعدة 415 ، و بمقتضى تلك القاعدة يسمح للمنشآت التي تصدر أوراقا مالية من حين إلى آخر و هي عادة منشآت كبيرة بأن تقدم طلب تسجيل رئيسي، يتضمن خطة زمنية لإصدار ورقة مالية ما، حيث تغطي الخطة فترة زمنية معينة على أن يتم الإصدار على دفعات، هذا و يقدم طلب التسجيل مصحوبا بالرسوم المقررة، و تلزم تلك القاعدة الجهة المصدرة بتحديث بيانات الطلب في كل مرة تقرر فيها طرح إصدار جديد، و يطلق على هذا الإجراء التسجيل من الرف، إذ يظل طلب التسجيل الرئيسي المحفوظ لدى هيئة الأوراق المالية و البورصة ساري المفعول لمدة طويلة تصل إلى عامين<sup>2</sup>.

#### 1-2- سمسرة الخصم :

نجح المهندسون الماليون في تقديم صياغة بديلة لنشاط السمسرة بهدف تخفيض تكلفته، إنها سمسار الخصم، الذي يقصد به بيت السمسرة الذي يقدم لعملائه خدمات محدودة، مستبعدا أكثر خدمات السمسرة تكلفة، وهي تقديم الخدمات الاستشارية للعملاء في شأن قرارات الاستثمار، فالخدمات التي

<sup>1</sup> : عبد الكريم أحمد قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء و تطوير السوق المالية و إمدادها بالأدوات المالية الشرعية"، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر العلمي الخامس عشر حول "أسواق الأوراق المالية و البورصات -آفاق و تحديات-"، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، يومي 06، 08 مارس 2007، ص05، من الموقع:

<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/01/الإسلامية-عبد-الكريم-قندوز.swf>، بتاريخ 10 جانفي 2011.

<sup>2</sup> : منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في إدارة المخاطر - الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات، ج01: التوريق"، منشأة المعارف، الإسكندرية، ط01، بدون سنة، ص227-229.

يقدمها سمسار الخصم هي في حدها الأدنى، حيث تقتصر على الأعمال الكتابية الخاصة بأوامر البيع و الشراء، و يعد هذا النوع من السماسرة ملائماً لأولئك المستثمرين الذين يتخذون قراراتهم بأنفسهم دون حاجة لسمسار يساعدهم في الاختيار أو توقيت القرار<sup>1</sup>.

### 3-1- المتاجرة بالحزمة<sup>2</sup>:

كانت المتاجرة في أسواق رأس المال حتى عهد قريب تجرى على أسهم فردية، بمعنى أن أمر الشراء أو البيع لا يتضمن سوا أسهم منشأة معينة دون غيرها، و في عام 1975 نشطت الهندسة المالية و قدمت لنا منتج جديد هو المتاجرة بالحزمة، حيث يتضمن الأمر تشكيلة من أسهم عدد من المنشآت المقيدة في البورصة، وهذا الأسلوب كما يبدو يناسب المؤسسة المالية المتخصصة في الاستثمار، و من بينها بالطبع صناديق الاستثمار، حيث يصبح التعامل على أساس سهم بسهم مضيعة للوقت و التكلفة في كثير من الأحيان.

و يضيف قروسمان إمكانية استخدام المتاجرة بالحزمة كأداة للحد من التعرض لخسائر رأس مالية، ففي حالة توقع هبوط أسعار الأسهم قد تعتمد المؤسسة إلى تخفيض تشكيلة الأسهم التي تتضمنها المحفظة، ذلك في مقابل زيادة نسبة السندات، هذا يعني أن المتاجرة بالحزمة تسهم في سرعة تحويل الاستثمار من سوق الأسهم إلى سوق السندات أو العكس.

### 4-1- الشراء الهامشي:

يقصد بالشراء الهامشي قيام العميل بتمويل جزء من الصفقة نقداً من أمواله الخاصة، و الباقي بقرض يحصل عليه من السمسار، الذي ربما يفترضه بدوره من البنوك التجارية، و يمثل المبلغ النقدي المدفوع الهامش المبدئي للصفقة، و الذي يمثل غطاءً لحماية المقرض، و الشراء الهامشي على هذا النحو يعد بديل أفضل من الممارسات التقليدية التي كانت تتمثل في الاقتراض بضمان الأوراق المالية المشتراة، لأنه يتيح للمستثمر اغتنام فرصة ملائمة سعر الورقة المالية من خلال شراء كمية منها تزيد عن موارده الذاتية، و يحدث هذا بفضل القرض المتحصل عليه<sup>3</sup>.

### 5-1- البيع على المكشوف :

لقد فاجأتنا الهندسة المالية بنمط آخر من المعاملات تباع فيه الورقة أولاً ثم تشتري فيما بعد، عندما تنخفض قيمتها السوقية عن القيمة التي سبق أن بيعت بها، إنه البيع على المكشوف الذي يجري عندما يتوقع المستثمر انخفاض القيمة السوقية للورقة محل الصفقة، و أهم ما يميز هذا النوع من المعاملات أنه يتم في وقت لا يملك فيه المستثمر الأوراق المالية محل الصفقة، وهي الأسهم العادية في هذه الحالة، حيث يحصل عليها أما باقتراضها من السمسار، و بالتحديد من مخزون الأسهم المسجلة باسمه، أو يفترضها من السمسار لحساب العميل من أحد تجار الأوراق المالية، أما حصيلة بيع الأسهم فتودع لدى مقرض الأسهم، على اعتبار أنها رهن مقابل الأسهم المقترضة<sup>4</sup>.

### 6-1- التداول الإلكتروني:

لقد كانت المعاملات قبل 1971 في السوق غير المنظم أو السوق الموازي تتم يدوياً وبالتالي ارتفاع التكلفة من جهة وطول الإجراءات من جهة أخرى لكن بعد 1971 حصل الإتحاد الوطني لتجار الأوراق المالي على موافقة هيئة الأوراق المالية والبورصة على استخدام النظام الإلكتروني للتداول يربط

1 : محمد صالح الحناوي و آخرون، "الاستثمار في الأسهم و السندات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط1، 01، 2004، ص22.

2 : منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص239 - 242.

3 : محمد صالح الحناوي و آخرون، مرجع سبق ذكره، ص263.

4 : المرجع نفسه، ص265.

بين كافة المشاركين في النظام مهما كان موقعهم ،فيقوم السمسار المفوض من طرف العميل بطرح الأسعار سواء كانت خاصة بشراء الأسهم أو بيعها وذلك من خلال شبكات الإعلام الآلي<sup>1</sup>.

## 7-1- السوق الموحد<sup>2</sup>:

في محاولة لرفع كفاءة وسيولة أسواق رأس المال استجاب الكونغرس الأمريكي في عام 1975 لإدخال تعديلات على قوانين الأوراق المالية، أعطت بمقتضاها هيئة الأوراق المالية والبورصة صلاحية التصرف من أجل توحيد كافة الأسواق بشبكة اتصال الكترونية لزيادة السرعة وانتقال رؤوس الأموال بسرعة وحرية لهذا فقد نشطت الهندسة المالية لتحقيق حلم السوق الموحد حيث وضعت ثلاث ركائز أساسية هي:

- ❖ مركزية التقارير عن كافة الصفقات التي تبرم في جميع الأسواق.
- ❖ مركزية المعلومات عن أسعار الشراء والبيع .
- ❖ مركزية دفتر المحددة.

## 2- مجالات تطبيق الهندسة المالية :

إن استخدام الهندسة المالية في مختلف المؤسسات المالية له فائدة كبيرة خاصة في تدعيم منتجاتها وتنوع محفظتها الاستثمارية، بالإضافة إلى دورها في التحوط من المخاطر التي تتعرض لها. ولقد تعددت مجالات تطبيق الهندسة المالية، ونذكر منها :

### 1-2- الهندسة المالية وإدارة الخصوم والأصول<sup>3</sup>:

لقد عرفت الهندسة المالية على أنها بناء هياكل مبتكرة لإدارة الأصول والخصوم، وإدارة الأصول و الخصوم هي فن و علم اختيار أفضل مزيج من الأصول لمحفظه أصول المنشأة، و أفضل مزيج من الخصوم لمحفظه الخصوم.

و منذ زمن طويل كان من الأمور المسلم بها أن محفظة خصوم أية مؤسسة كان يخرج عن نطاق هذه الأخيرة، ولهذا ركزت إدارة هذه المؤسسات على اختيار مزيج محفظة الأصول، إلا أن ذلك تغير تماما منذ السبعينات، حيث أعطت الأدوات المالية الجديدة و الاستراتيجيات الحديثة يدا طليقة للمنشأة على خصومها.

### 2-2- الهندسة المالية واستراتيجيات التحوط وإدارة المخاطر :

التحوط هو "فن إدارة مخاطر الأسعار، من خلال أخذ مراكز عكسية عند التعامل في أدوات المشتقات، ويمكن استخدام التحوط من خلال العقود المستقبلية والعقود الآجلة، و الخيارات و المبادلات، فإذا ما وقع الاختيار على إحدى هذه الأدوات فإن التحوط يتعين عليه أن يتأكد من انخفاض أو تقليل نسبة التحوط إلى المخاطرة، وهي عدد الوحدات لأداة التحوط اللازمة لتغطية وحدة واحدة من الأداة النقدية"<sup>4</sup>.

### 3-2- الهندسة المالية ومخاطر عمليات المراجعة :

تعرف عمليات المراجعة على أنها فرصة الشراء و البيع في نفس الوقت و في أسواق مختلفة و لنفس الأداة المالية مع تحقيق هامش من الربح، و يذهب البعض إلى إطلاق مصطلح الموازنة على هذه

<sup>1</sup> : منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص ص270، 271.

<sup>2</sup> : المرجع نفسه، ص 275 – 281.

<sup>3</sup> : فريد النجار، "البورصات و الهندسة المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، ط01، 1999، ص238.

<sup>4</sup> : سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 93-95.

العمليات أخذًا بالنتائج التي تترتب عليها من إعادة التوازن في الأسعار بين مختلف الأسواق، لكن المراجعة ذاتها لا تتحقق في الأسواق ذات الكفاءة العالية، لأنه يفترض في هذه الحالة عدم تباين الأسعار بين سوق و آخر، وعموما وفي أفضل الحالات، فإن ذلك يعد شيئا نادرا، فالمهندسون الماليون يركزون بؤرة اهتمامهم على فرص المراجعة رغم ما يكتنفها من مخاطرة كأفضل ثاني هدف، والنظر إلى مخاطر عمليات المراجعة كفرصة لزيادة معدلات العائد المتوقعة أو لتخفيض تكلفة التمويل إلى مستوى معين من المخاطرة<sup>1</sup>.

#### 2-4- الهندسة المالية وقوالب البناء<sup>2</sup>:

إن استيعاب وإدراك الهندسة المالية يتطلب تحليلها كما يتم تحليل مجموعة من الأدوات الأساسية لأسواق رأس المال وتعد هذه الأخيرة بمثابة قوالب البناء للهندسة المالية، و على الرغم من أن الأدوات المالية التقليدية كسندات الدخل الثابت و السندات الصادرة بخصم إصدار يعتبر أن قوالب البناء الأساسية للهندسة المالية، إلا أن أدوات مالية جديدة في صورة خارج الميزانية كالعقود المستقبلية ومبادلات أسعار الفائدة و العقود الآجلة و غيرها قد أضيفت خلال العقود الثلاثة الماضية هي كذلك قوالب البناء للهندسة المالية.

#### 2-5- الهندسة المالية لتطوير عملية التسوية<sup>3</sup> :

مارست الهندسة المالية مهمتها وذلك باستحداث أسلوب جديد مبتكر لكيفية التسوية، وذلك من خلال إنشاء بيت تسوية مركزي تديره المؤسسة الوطنية لتسوية الأوراق المالية حيث تقدم المؤسسة خدماتها لبيوت السمسرة التي تتعامل مع بورصة نيويورك، والبورصة الأمريكية، وبيوت السمسرة الأعضاء في الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية، وتمسك المؤسسة حساب لكل بيت سمسرة وذلك لتحديد رصيد الدائن أو المدين مع بيوت السمسرة الأخرى الأعضاء في تلك المؤسسة، وما على بيت السمسرة إلا أن يسلم رصيده المدين من النقود أو الأوراق المالية عن كافة الأوامر المنفذة إلى تلك المؤسسة، وهكذا وضعت حدود لانتقال النقدية، وتحققت السرعة في تنفيذ الصفقات خاصة وان السمسار عادة ما يسلم القيمة المقدرة لتنفيذ أمر الشراء من المستثمر مسبقا، أي قبل تنفيذ العملية.

ونظرا لنجاح الفكرة فقد عمدت البورصات الإقليمية في الولايات المتحدة الأمريكية إلى إنشاء بيوت تسوية مماثلة وهكذا انتهت المشاكل المرتبطة بانتقال النقدية، ولكن ظلت المشاكل المرتبطة بانتقال الأوراق المالية محل الصفة، مرة أخرى تصدت الهندسة المالية بتطوير عملية تداول وانتقال ملكية الأوراق المالية، وذلك من خلال ما يسمى بنظام الحفظ المركزي\*.

#### المطلب الرابع : مخاطر التطبيق الخاطي للهندسة المالية.

إن التطبيق الخاطي لأدوات الهندسة المالية يؤدي إلى مخاطر جسيمة و إفلاس الشركات و تدهور أسواق المال، من أهم العمليات الخطرة في تطبيقات الهندسة المالية ما يلي<sup>4</sup>:

❖ الاستثمار في السندات الوهمية مثل ما قامت به بعض البنوك في أوروبا وترتب عليه إفلاس بنك الاعتماد والتجارة وبنك هيراشنار الألماني.

1 : منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص288.

2 : سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 96،97.

3 : فريد النجار، مرجع سبق ذكره، ص240.

\* : هو نظام يقوم على وجود سجل لكل عضو مشترك فيه (سماسرة، بنوك و غيرها) في داخل الحاسوب المستخدم لهذا الغرض، و يدير هذا النظام في الولايات المتحدة الأمريكية الشركة المؤتمنة للإيداع المملوكة لبورصة نيويورك و البورصة الأمريكية، و الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية.

4 : مرجعين:

- فريد النجار، مرجع سبق ذكره، ص 259 – 262.

- هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص 112 – 119.

- ❖ المقامرة على حجم الرافعة المالية في أسواق إعادة الشراء والمنتجات المالية المركبة (فقد يعتمد المنتج المالي المركب على بعض الأدوات المالية الخطرة المثقلة بالديون).
- ❖ عدم توفر معلومات كافية عن البورصات العالمية للمدير المالي المحلي بخصوص المستجدات المالية والمصرفية التي تعتمد على المشتقات المالية.
- ❖ ترجع المخاطر في المشتقات المالية إلى أن قيمة الاستثمار فيها لا تدفع بالكامل مقدماً، و لكن تدفع هوامش فقط، و عندما تتم المطالبة فهي تطلب بالكامل.
- ❖ المنافسة الشرسة في أسواق المشتقات المالية في العالم و تخفيض شروط الهوامش المطلوبة على العقود و إصدار أنواع من العقود التي لا يتم تداولها داخل مقصورات البورصة، و لكن خارجها.
- ❖ تسرع الحكومات في استخدام المشتقات المالية كعنصر جذب للعملات الأجنبية بدون دراسات تحليلية مسبقة.

- ❖ زيادة طلب البنوك على المشتقات المالية باعتبارها مصدرًا للأرباح لتعويض خسائر العمليات المصرفية التقليدية.
- ❖ المخاطر الناتجة عن استخدام الخيارات المالية، و هي تنتج عن الخطأ في التقديرات.
- ❖ التعديل المستمر في الهوامش التأمينية مما يشكك في الطلب على العرض من العقود الآجلة و من ثم يؤدي إلى التقلبات السريعة في الأسعار و هو ما يؤدي في النهاية إلى مخاطر كبيرة.
- ❖ يؤدي استخدام الخيارات المالية بعقود قصيرة الأجل لتمويل عقود طويلة الأجل إلى مخاطر عدم الوفاء بالالتزامات في الأجل المحدودة.
- ❖ يؤدي عدم استخدام أوامر إيقاف الخسارة أو ما يسمى Stop Loss Order في الوقت المناسب إلى أزمة في المراكز المالية و من ثم تدهور البورصة و تخفيض مستواها حسب التدرج المستخدم عالمياً.
- إن القلق الناشئ بشأن استعمال أدوات الهندسة المالية ما هو إلا قلق ناتج عن عدم تفهم اغلب المتعاملين لطبيعتها وكيفية استعمالها ولسبب النمو الهائل فيها، وكذلك لأنها معقدة بطبيعتها وتكون قيمتها أكثر تقلباً من قيمة الموجود الضمني محل التعاقد، ولذلك تؤكد جهات متعددة على أهمية اكتساب الخبرة والمهارات والتعلم أو الاعتماد على الخبراء المتخصصين في مجال استعمالها.

#### المطلب الخامس: أدوات الهندسة المالية

نقصد بأدوات الهندسة المالية كل ما يستحدثه المدير أو المهندس المالي في تحقيق أهداف الهندسة المالية، ومعرفة كل هذه الأدوات يعتبر من ضروب المستحيل، لكن جرت العادة حصرها في:

#### 1- مستحدثات الأوراق المالية التقليدية:

##### 1-1- مستحدثات الأسهم العادية:

- إن التغيرات التكنولوجية و تغيرات الإجراءات التنظيمية وحالة الركود و الانتعاش حفزت ظهور أشكال مستحدثة وأكثر فاعلية للأسهم العادية، ومن بينها :
- ❖ الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة: هي الأسهم التي تخصم توزيعاتها قبل حساب الضريبة، ورغم أن هذا النوع يتطلب تشريعاً من سلطة سيادية، إلا أنه يشجع الشركة في استثمار الوفرة الضريبية وإصدار هذا النوع من الأسهم<sup>1</sup>.
- ❖ الأسهم العادية المضمونة : وهي الأسهم التي تعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة المصدرة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم عن حد معين خلال مدة محددة بعد الإصدار، أما إذا ارتفعت فهي تتيح للمساهم تحقيق أرباح رأسمالية<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> : محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية"، دار الشروق، عمان، ط1، 01، 2005، ص ص 99، 100.

❖ الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: هي أسهم مرتبطة بقسم معين في شركة ما، وتعتمد توزيعاتها على معدلات الأرباح التي يحققها هذا القسم الإنتاجي المرتبطة به<sup>2</sup>.

### 1-2- مستحدثات الأسهم الممتازة:

لتطوير وتحسين كفاءة الأسهم الممتازة ورفع فاعليتها، ظهرت أنواع جديدة لها، وهي:

- ❖ الأسهم ممتازة ذات التوزيعات المعمومة: هي أسهم ترتبط بمعدل عائد البديل كالسندات الحكومية، وبالتالي يجري تعديل عائد السهم الممتاز بناءً على التغيرات في معدل العائد على السند الحكومي<sup>3</sup>.
- ❖ الأسهم ممتازة تمنح حاملها حق التصويت: أي تتيح للمساهم المشاركة في اتخاذ القرارات لإدارة الشركة وخاصة قرارات التوزيعات لحملة الأسهم الممتازة التي تخدم مصلحته كمستثمر<sup>4</sup>.

### 1-3- مستحدثات السندات:

بالإضافة إلى الأنواع التقليدية للسندات، شهد سوق السندات إبداعات في عقد الثمانينات لتوسيع دائرة الخيارات أمام المستثمر، تمثلت هذه الإبداعات في إصدار أنواع جديدة من السندات، نذكر منها<sup>5</sup>:

❖ **سندات قابلة للتحويل لأسهم عادية:** هي سندات تصدر بشرط إعطاء الخيار للمستثمر بين تحويله إلى سهم عادي أو تحصيله للقيمة الاسمية والفوائد.

❖ **سندات ذات الفائدة المعمومة:** هنا سعر الفائدة يكون غير ثابت و متذبذب بدرجة محدودة و مرتبطة بحالة التضخم ومعدلاته.

❖ **سندات قابلة للاستدعاء:** هي سندات تتيح لحاملها استبدال الاستحقاق باستدعائها و استبدالها بسندات أخرى بأسعار فائدة أقل، و هذا بمقابل تعهد مصدر السند بسداد علاوة إضافية عند الاستدعاء تضاف إلى القيمة الاسمية للسند.

❖ **سندات قابلة للبيع:** تتيح هذه السندات للمستثمر فرصة إرجاعها مرة أخرى للشركة المصدرة في مقابل الحصول على نفس القيمة الاسمية.

❖ **سندات ذات الفوائد الدورية الصفرية:** هي السندات التي يكون دخلها الجاري يساوي الصفر أي بدون فوائد دورية.

### 2- التوريق :

يعتبر التوريق من أحد أشكال الأدوات المالية المستحدثة، التي كان لها صدى منذ انتشارها في ثمانينات القرن الماضي ويعتبر عملية متطورة، و من الحلول العملية لتفعيل سوق الأوراق المالية، و يمكن تعريفه على انه عملية تحويل الأصول و الموجودات و الديون إلى أوراق مالية تصدر في السوق الأولية وتتداول في السوق الثانوية<sup>6</sup>.

كما يعبر التوريق عن آلية مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة، والمضمونة بأصول عينية ووضعها في شكل دين واحد، وعرضه على الجمهور من طرف منشأة متخصصة تسمى وحدة ذات الغرض الخاص للاكتتاب فيه في شكل أوراق مالية، و ذلك ضمانا

1 : فيصل محمود الشواورة، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية"، دار وائل، عمان، ط01، 2007، ص82.

2 : المرجع نفسه، ص82.

3 : محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص102.

4 : محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص44.

5 : أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، دار المسيرة، عمان، 2004، ص 93-95.

6 : أحمد إسحاق الأمين حامد، "الصكوك الاستثمارية الإسلامية و علاج مخاطرها"، رسالة ماجستير، تخصص اقتصاد و مصارف إسلامية، جامعة اليرموك، أربد، 21 نوفمبر 2005، ص ص26، 27.

للسيولة النقدية داخل المؤسسة و تقليلا للمخاطر المحتملة، و بالتالي فهو عبارة عن أداة تلعب دورا هاما في تفعيل جانب التمويل<sup>1</sup>.

### 3- المشتقات المالية:

المشتقات هي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية و التي تتنوع ما بين الأسهم و السندات و العملات الأجنبية... الخ، و تسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب و خسائر اعتمادا على أداء الأصل موضوع العقد<sup>2</sup>.

### 3-1- المستقبلات المالية:

العقد المستقبلي هو اتفاقية بين بائع و مشتري لتسليم أو تسلم أوراق مالية، عملات نقدية أو مؤشرات أسهم في تاريخ معين مستقبلي<sup>3</sup>.

و بتعبير آخر، تعرف المستقبلات المالية على أنها عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي بسعر يحدد وقت إنشاء العقد في سوق مالي منظم لهذه الغاية، على أن يتم استلامها أو تسليمها في تاريخ لاحق في المستقبل، وعلى أن يلتزم كل من الطرفين بإيداع مبلغ معين يمثل نسبة مئوية من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه إما في صورة نقدية، أو في صورة أوراق مالية و ذلك لحماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالالتزامات المترتبة عليه<sup>4</sup>.

و تتميز المستقبلات عن غيرها من المشتقات بالخصائص التالية<sup>5</sup>:

- ❖ الصفة الأساسية لها تتمثل في أن الالتزام بالتنفيذ يتم مستقبلا، ولكن بشروط يتم الاتفاق عليها في الوقت الحاضر.
- ❖ أنها متجانسة و متماثلة، مما يسهل فهمها و التعامل بها.
- ❖ لا تتم المتاجرة بها بين البنوك، بل تتم في البورصة التي تحدد مواصفاتها و مواعيد الاستلام و التسليم و أوقات المتاجرة بها.
- ❖ أنها تهدف إلى التحوط ضد مخاطر التغيير في معدلات العائد و من ثم أسعار الأصول المالية.

### 3-2- الخيارات Options:

#### 3-2-1- مفهوم الخيارات:

تمثل عقود الخيار احد أدوات الاستثمار الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة الحد من المخاطر التي يتعرض لها، و خصوصا مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو التي يزعم شراءها أو بيعها في المستقبل، فالخيار هو ورقة مالية تعطي الحق وليس الالتزام لحامله لشراء أو بيع أصل ما عند سعر محدد يسمى سعر التنفيذ وبتاريخ معين يسمى تاريخ الاستحقاق و ذلك نظير مبلغ معين غير قابل للرد يدفعه مشتري الحق لمحرر العقد على سبيل التعويض أو المكافأة<sup>6</sup>.

1 : أحمد فهد الرشيد، "عمليات التوريق و تطبيقاتها الاقتصادية في المصارف الإسلامية"، دار النفائس، عمان، ط1، 01، 2005، ص20.

2 : طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط1، 01، 2001، ص 05.

3 : جلال البناء، "ماذا تعرف عن الاستثمار في الأوراق المالية و البورصات و المشتقات"، شركة ندى للطباعة و النشر، طنطا، ط1، 01، 2006، ص231.

4 : عاطف وليام أندراوس، "السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص25.

5 : حسين بني هاني، "الأسواق المالية"، دار الكندي، عمان، 2002، ص ص180، 181.

6 : محفوظ جبار، "الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية"، دار هومة، الجزائر، ط1، 01، 2002، ص07.

وتتمثل الأصول التي تبرم عليها عقود الخيارات في الأصول المالية كالأسهم، السندات، العقود لأجل، مؤشرات البورصة.. أو أصول حقيقية كمواد أولية، زراعية أو معادن...<sup>1</sup>.

### 3-2-2- تصنيف الخيارات:

يمكن تصنيفها إلى عدة تصنيفات وحسب عدة معايير أهمها:

أ- التصنيف حسب تاريخ تنفيذ العقد: وتصنف إلى<sup>2</sup>:

❖ عقود خيارات أمريكية: هي حق خيار (شرا أو بيع أو هما معا) يتم تنفيذها في أي وقت قبل أو عن تاريخ الاستحقاق.

❖ عقود خيارات أوروبية: هي حق خيار (شراء أو بيع أو هما معا) لا يتم تنفيذه إلا بحلول تاريخ الاستحقاق.

ب- التصنيف حسب التغطية: وتقسم إلى<sup>3</sup>:

❖ عقود مغطاة: يمتلك فيها البائع الأصول موضوع العقد، أي انه يستطيع أن يغطي التزاماته بالبيع إذا ما أراد مشتري العقد تنفيذه.

❖ عقود غير مغطاة: لا يمتلك فيها البائع الأصول محل العقد، وإذا أراد المشتري تنفيذ العقد عليه شراؤها من السوق.

ج- التصنيف إلى خيارات شراء و خيارات بيع:

وهو يمثل التصنيف الرئيسي للخيارات حيث<sup>4</sup>:

❖ خيار الشراء: يتيح لمشتري الحق شراء عدد من الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ معين نظير مكافأة يدفعها المشتري لمحرر حق الخيار.

❖ خيار البيع: يعطي لحامله الحق وليس الإلزام بالبيع عند تاريخ الاستحقاق أو قبله بسعر محدد مسبقا، نظير مكافأة يدفعها لبائع الخيار الذي يلتزم بشراء هذا الأصل عند تاريخ الاستحقاق أو خلال فترة الاستحقاق.

### 3-3- المبادلات Swaps:

#### 3-3-1 مفهوم المبادلات:

عقد المبادلة هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات خلال فترة مستقبلية وهذا على فترات دورية (شهرية، نصف سنوية، ربع سنوية،...)، لهذا يمكن القول إن عقد المبادلة هو عبارة عن سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، حيث تتميز بكونها ملزمة التنفيذ لطرفي العقد على عكس عقود الخيار، كما أنها لا تخضع للتسوية على فترات يومية مثل العقود المستقبلية، ولا للتسوية عند نهاية فترة العقد مثل العقود الآجلة، وإنما على فترات دورية، كما أنها تتميز بالمرونة في التعامل كما يمكن تكيفها مع كل معدلات الفائدة، وكذلك مع كل الأسواق (أسواق الأسهم، أسواق العملات...)<sup>5</sup>.

#### 3-3-2 تصنيف المبادلات:

تنقسم المبادلات إلى عدة أنواع منها<sup>6</sup>:

<sup>1</sup> : Anne – Emmanuelle Dognon – Rimy, « investir en bourse avec les clubs, d'investissement », dunod, paris, 1999, p 55, 56.

<sup>2</sup> : هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص 132، 133.

<sup>3</sup> : Robert goffin, « principes de finance moderne », economica, paris, 1998, p353.

<sup>4</sup> : هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص 134.

<sup>5</sup> : ابتسام سمري، "أثر تداول المشتقات المالية على أداء السوق المالي -دراسة حالة السوق المالي الفرنسي-"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية، جامعة فرحات عباس، سطيف، دفعة 2005 / 2006، ص ص 91، 92.

<sup>6</sup> : سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 249-255.

أ- عقد مبادلة عوائد الأسهم: هو اتفاق بين طرفين على المقايضة في تاريخ لاحق لمعدل العائد على سهم معين، أو مجموعة من الأسهم بمعدل العائد على سهم، أو أصل مالي آخر.  
 ب- مبادلة أسعار الفائدة : هي اتفاق بين طرفين أو أكثر لمبادلة التزامات أداة دين أو أكثر، أو تبادل الفوائد المتحققة على أصول مالية بطريقة يستفيد منها جميع أطراف العقد، وبصياغة أخرى هي عقد بين طرفين يوافقان بموجبه على تبادل مدفوعات فائدة مرتبطة بسعر معوم بأخرى مرتبطة بسعر ثابت، وتحسب الفائدة على مبلغ محدد متفق عليه بينهما.  
 وتتنوع عقود مبادلة أسعار الفائدة إلى عدة أنواع من بينها :

❖ مبادلات مؤشرات الأسعار Index Swaps : يطلق هذا المسمى على أية مبادلة إذا ما كانت مدفوعات احد طرفي التعاقد وفقا لإحدى مؤشرات الأسعار كمؤشر S & P 500\* ، كما يطلق ذات المسمى على أية مبادلة إذا ما كانت مدفوعات احد الطرفين ترتبط بمؤشر معين، بينما ترتبط مدفوعات الطرف الآخر بمؤشر آخر.  
 ❖ المبادلات مزدوجة التعويم Basis Swaps: هي مبادلات يقوم من خلالها طرفي العقد بأداء دفعات بأسعار معومة وإذا كان كل سعر يختلف عن الآخر.  
 ❖ المبادلات المختلطة Diff Swaps: من خلال هذا النوع من المبادلات فإن أحد الأطراف يقوم بدفع الفائدة بسعر فائدة لعملة ما، بينما المقدار الذي تحتسب على أساسه الفائدة يتعلق بعملة أخرى.

### 3-4- العقود الآجلة :

#### 3-4-1- مفهوم العقود الآجلة :

هي اتفاق بين طرفين (بائع و مشتري) يتعهد فيها البائع بتسليم المشتري مستقبلا أصلا ماليا معيناً بكميات معينة بسعر معين وفي تاريخ معين، و تنظم في بورصة للعقود لضمان جدية التنفيذ و بالتالي تخفيض المخاطر المترتبة عليها بالمقارنة مع العقود الآجلة للأصول المادية التي لا تنظم في أسواق مماثلة<sup>1</sup>.

#### 3-4-2- مميزات العقود الآجلة: تتميز العقود الآجلة بما يلي<sup>2</sup>:

❖ العقود الآجلة لا تكون بصفة عامة معيارية، وهذا يعني أن كلا من البائع و المشتري يتفاوضان على شروط العقد، ولذلك فإنهما يمتلكان حرية التصرف وابتداع أي شروط يرونها لأي سلعة، وهكذا تبرز المرونة المتاحة لأطراف العقد.  
 ❖ العقود الآجلة لا تتمتع بالسيولة مقارنة بالعقود المستقبلية، فإذا رغب البائع أو المشتري في الخروج من الاتفاق الآجل فإنه يحتاج إلى أن يجد شخص آخر يحل محله ويقبل أن يتم بيع العقد له.  
 ❖ تتضمن العقود الآجلة مشكلة محتملة وهي المتعلقة بمخاطر الائتمان أو مخاطر العجز، وهي المخاطر الناشئة عن عدم قدرة احد أطراف العقد الآجل على الوفاء بالتزاماته، فالعقد لا ينفذ كما هو مخطط له إذا عجز المشتري عن تدبير النقدية التي يحتاجها لشراء الأصل أو إذا عجز البائع عن تسليم الأصل محل العقد.  
 ❖ يتحدد الربح أو الخسارة من العقد الآجل مباشرة من خلال العلاقة بين سعر السوق الفعلي للأصل محل التعاقد و سعر التنفيذ الذي تم تضمينه في العقد من خلال الاتفاق بين الطرفين.

\* standard and poors 500 Index: هو مؤشر مرجح بقياس معدل أسعار أكبر 500 شركة مسجلة في السوقين الرئيسيين: سوق نيويورك المالي (NYSE) و سوق الأسهم الأمريكي (AMEX).  
<sup>1</sup> فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص88.  
<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 116.

❖ تتحقق قيمة العقد الأجل فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد ولا توجد مدفوعات عند بداية العقد وكذلك لا توجد أي نقود يتم تحويلها من طرف إلى آخر قبل تاريخ انتهاء صلاحية العقد، فإذا ارتفع سعر السوق أعلى من سعر التنفيذ فإن المشتري يحقق مكاسب وذلك لأن الأصل سوف يباع بأقل من قيمته الجارية، ويكون العكس إذا هبط سعر الأصل أقل من سعر التنفيذ الوارد في العقد.

### المبحث الثاني: الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي.

سنتعرف من خلال هذا المبحث على ماهية الهندسة المالية الإسلامية و تاريخها، ومن ثم خصائصها وتميزها عن الهندسة المالية التقليدية، وأسباب الحاجة إليها.

#### المطلب الأول: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية وتاريخها.

##### 1- مفهوم الهندسة المالية الإسلامية :

انطلاقاً من تعاريف الهندسة المالية التي اشرنا إليها سابقاً، فإنه يمكن تعريف الهندسة المالية الإسلامية على أنها مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار توجيهات الشرع الحنيف<sup>1</sup>.

ويشير هذا التعريف إلى أن الهندسة المالية الإسلامية تتضمن العناصر التالية<sup>2</sup>:

<sup>1</sup>: عبد الكريم أحمد قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، المجلد 20، العدد 02، جدة، 2007، من الموقع: <http://eymoo.sudanforums.net/t84-topic> ، بتاريخ 11 جانفي 2011.

<sup>2</sup>: أحمد محمد نصار، "الهندسة المالية و تطوير أدوات الاقتصاد الإسلامي"، صحيفة الغد الأردنية، العدد 27، 2005، من الموقع: <http://islamfin.go-forum.net/t42-topic> ، بتاريخ 24 جانفي 2011.

- ❖ ابتكار أدوات مالية جديدة.
  - ❖ ابتكار آليات تمويلية جديدة.
  - ❖ ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع.
  - ❖ أن تكون الابتكارات المشار إليها سابقا سواء في الأدوات أو العمليات التمويلية موافقة للشرع مع الابتعاد بأكبر قدر ممكن عن الاختلافات الفقهية أي تتميز بالمصادقية الشرعية.
- ويمكن توضيح الأساس الإسلامي لمفهوم الهندسة الإسلامية من خلال حديث النبي صلى الله عليه وسلم ، حيث قال " مَنْ سَنَّ سُنَّةً حَسَنَةً، فَعَمِلَ بِهَا بَعْدَهُ، كَانَ لَهُ أَجْرُهَا وَأَجْرُ مَنْ عَمَلَ بِهَا، مِنْ غَيْرِ أَنْ يُقْصَ مِنْ أَجْرِهِمْ شَيْئًا، وَمَنْ سَنَّ سُنَّةً سَيِّئَةً، فَعَمِلَ بِهَا بَعْدَهُ، كَانَ عَلَيْهِ وَزْرُهَا وَوَزْرُ مَنْ عَمَلَ بِهَا، مِنْ غَيْرِ أَنْ يُقْصَ مِنْ أَوْزَارِهِمْ شَيْئًا " \*، ويستدل من هذا الحديث الدعوة للابتكار و إيجاد الحلول لمختلف المشكلات المالية وغير المالية طالما كانت في صالح العباد<sup>1</sup>.
- بالرغم من اشتراك الهندسة المالية الإسلامية مع نظيرتها التقليدية في الحاجة للابتكار في وجود قيود تنظيمية، لكن الابتكار في الصناعة الإسلامية لا يؤدي إلى تجاوز الأحكام الإسلامية على النحو الذي يجري في الصناعة التقليدية.

ويمكن التماس السبب في ذلك في الجوانب التالية<sup>2</sup>:

- ❖ **ضرورة الانضباط بالنظم الإسلامية:** إن حوافز الانضباط بالنظم الإسلامية اكبر من تلك المتعلقة بالنظم غير الرسمية، فحافز التدين حافز عميق لدى المسلمين، ومن شأنه أن يحد من محاولات الالتفاف على الأحكام الشرعية الصريحة، بينما نجد الهندسة التقليدية لا تملك حوافز ذاتية للالتزام بروح الأحكام واللوائح القانونية، وعليه فمجرد بروز الفرصة للربح كاف للالتفاف عليها.
- ❖ **انضباط الأحكام الشرعية:** أن الأحكام الشرعية نفسها أكثر انضباطاً و إحكاماً وتناسقاً من الأنظمة البشرية، و يترتب على ذلك أن المحافظة على الأحكام الشرعية أيسر من المحافظة على الأنظمة الوضعية، نظرا لتطرق الخلل و التناقض للأخيرة بما لا يسمح للمتعاملين بالمحافظة عليها، خلافاً للأحكام و القواعد الشرعية.
- ❖ **تحقيق مصلحة جميع المتعاملين:** أن الأحكام الشرعية تهدف إلى تحقيق مصلحة المتعاملين بها، فالالتزام يحقق هذه المصالح بما يجعل المتعاملين أكثر رضا وقناعة بها. بينما الأنظمة الوضعية لا تفرق بين المصالح الجزئية والمصالح الكلية، وبين مصالح جماعات الضغط والمصالح العامة، و تبعا لذلك ينشأ التنافر بين مصلحة المتعاملين وبين هذه الأنظمة.

## 2- تاريخ الهندسة المالية الإسلامية<sup>3</sup>:

من حيث الواقع، فالصناعة المالية الإسلامية وجدت منذ أن جاءت الشريعة الإسلامية بأحكامها المطهرة، والملاحظ أن الشريعة الإسلامية لم تأت بتفصيل الحلو التي تلبي الحاجات الاقتصادية دون إخلال بالأحكام الشرعية، وإنما جاءت بتفصيل ما لا يحل من المعاملات المالية و هذا يتفق مع القول بأن الأصل في المعاملات الحل إلا ما عارض نصاً أو حكماً شرعياً ثابتاً، و عليه فالشريعة الإسلامية لم تحجر

\* : رواه الإمام مسلم في صحيحه، ج02، ص ص704، 705.

<sup>1</sup> : فتح الرحمان علي محمد صالح، "أدوات سوق النقد: مدخل للهندسة المالية الإسلامية"، مجلة المصرفي، مجلد 26، الخرطوم، 09 جويلية 2008، من الموقع: <http://www.shatharat.net/vb/showthread.php?t=17702> ، بتاريخ 28 فيفري 2011.

<sup>2</sup> : عبد الكريم أحمد قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص36.

<sup>3</sup> : عبد الكريم أحمد قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء و تطوير السوق المالية الإسلامية و إمدادها بالأدوات المالية الشرعية"، مرجع سبق ذكره، ص 07.

دائرة الابتكار، و إنما على العكس، حجرت دائرة الممنوع، وأبقت دائرة المشروع متاحة للجهد البشري في الابتكار والتجديد.

فظاهرة الهندسة المالية بصورة من الصور، قد ظلت موجودة منذ القدم ولاشك أن المخارج الفقهية التي اقترحها رواد المذاهب الفقهية في محاولة التيسير على المسلمين في تعاقداتهم المالية وفقاً لضوابط الشرع الإسلامي لا تخرج عن دائرة الهندسة المالية الإسلامية، و يمكننا من خلال تتبع التاريخ الإسلامي الوصول إلى أنه تم استخدام الهندسة المالية في كثير من المعاملات المالية الإسلامية.

**المطلب الثاني: أسباب الحاجة للهندسة المالية الإسلامية و مبادئها.**

### 1- أسباب الحاجة للهندسة المالية الإسلامية :

تعتبر معظم الأدوات المالية الإسلامية هي تلك التي تم تطويرها منذ قرون مضت وهو ما يعني أنه تم تطويرها لتتماشى وحاجات تلك المجتمعات، و لما أصبحت الأسواق المالية أكثر تعقيداً وأكثر تنافسية، باتت الهندسة المالية و الابتكار من الضروريات بالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية.

وتبرز الحاجة إلى البحث عن حلول مالية إسلامية من عدة جوانب، هي كالآتي<sup>1</sup>:

❖ **انضباط قواعد الشريعة الإسلامية:** إن قواعد الشريعة الإسلامية الخاصة بالتبادل، و إن كانت معدودة، لكنها منضبطة ومحددة، وعليه فإن قبول التعاملات التي تلبى احتياجات الناس بصورة كفئة اقتصادياً يظل مرهوناً بعدم منافاته لهذه القواعد واستيفاء هذا الشرط قد لا يكون عسيراً، لكنه بحاجة إلى استيعاب للقواعد والمقاصد الشرعية، و في نفس الوقت إدراك وتقدير لاحتياجات الناس الاقتصادية والجمع بين هذين يتطلب قدراً من البحث والعناية حتى يمكن الوصول للهدف المنشود، فالهندسة المالية الإسلامية مطلوبة للبحث عن الحلول التي تلبى الاحتياجات الاقتصادية مع استيفاء متطلبات القواعد الشرعية.

❖ **تطور المعاملات المالية:** من المعلوم أن المعاملات في الإسلام تجمع بين الثبات و التطور أو المرونة، فالربا والغش والاحتكار من الأشياء التي حرمها الإسلام منذ أربعة عشر قرناً، و هي حرام إلى يوم القيامة، في كل زمان وكل مكان، فمهما اختلفت الصور و الأشكال فليس لأحد أن يحل صورة مستحدثة أو شكلاً جديداً ما دام في جوهره يدخل تحت ما حرمه الله سبحانه وتعالى و البيع حلال إلى يوم يبعثون، و لكن نقود اليوم ليست كنقود عصر التشريع، و من سلع اليوم ما لم يعرفه العالم من قبل، و استحدثت أشكال يتعامل بها الناس في بيوعهم، وما دام البيع يخلو من المحذور، فليس لأحد أن يقف به عند شكل تعامل به المسلمون في عصر معين.

لهذا كان لا بد لمن يدرس فقه المعاملات المعاصرة أن يميز بين الثابت والمتطور، و أن ينظر إلى التكيف الشرعي للصور المستحدثة حتى يمكن بيان الحكم الشرعي، و من ثم إيجاد البدائل إن أمكن ذلك، إذن فتطور التعاملات المالية في العصر الحاضر و تزايد عوامل المخاطر واللايقين، و تغيير الأنظمة الحاكمة للتمويل و التبادل الاقتصادي، يزيد من حاجة المؤسسات الإسلامية للبحث عن حلول ملائمة لمواجهة هذا.

❖ **المنافسة من المؤسسات المالية التقليدية:** أي وجود و نمو المؤسسات المالية الرأسمالية إلى درجة فرضت قدراً كبيراً من التحدي على الاقتصاد الإسلامي، فالحلول التي يقدمها المسلمون لا يكفي أن تكون عملية فحسب، بل يجب مع ذلك أن تحقق مزايا مكافئة لتلك التي تحقها الحلول الرأسمالية، و يترتب على

<sup>1</sup>: إبراهيم سامي السويلم، "صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي"، مركز البحوث، الكويت، 2000، ص ص 24، 25، من الموقع: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/07/d8a7d984d987d986d8afd8b3d8a9-d8a7d984d985d8a7d984d98ad8a9-d8a7d984d8a5d8b3d984d8a7d985d98ad8a9-d986d8b8d8b1d8a7d8aa-d981d98a-d8a7d984.pdf> ، بتاريخ 10 جانفي 2011.

هذه الجوانب صعوبة إيجاد حلول اقتصادية إسلامية قادرة على منافسة البدائل السائدة في الاقتصاد المعاصر و من هنا برزت الحاجة لتطوير الهندسة المالية الإسلامية و تأصيلها.

❖ **مواجهة التحديات التي تواجه المؤسسات المالية الإسلامية:** لا شك ان التحديات التي تواجه المؤسسات المالية الإسلامية كثيرة و متشعبة، و لعل غياب الهندسة المالية الإسلامية تعتبر من أهم هذه التحديات، و هو ما خلصت إليه الدراسات التطبيقية التي تبين ضرورة و أهمية وجود هندسة مالية خاصة بالمؤسسات المالية الإسلامية.

## 2- مبادئ الهندسة المالية الإسلامية :

المقصود من الهندسة المالية الإسلامية هو تلبية مصلحة حقيقية للمتعاملين في السوق المالية وليس مجرد عقد صوري من العقود الوهمية، و هذا هو ما يؤكد القيمة المضافة للابتكار، و هو ما يميز الهندسة المالية من محاولات الالتفاف على الأنظمة و القوانين والاحتيايل على الأحكام الشرعية، فالحيل الشرعية لا تنتج قيمة مضافة و لا تلبى حاجة فعلية، بل و لا تدخل تحت مفهوم الهندسة المالية المنشودة في الصناعة المالية الإسلامية.

و تحدد مبادئ الهندسة المالية الإسلامية في أربعة مبادئ، و هي<sup>1</sup>:

❖ **مبدأ التوازن:** المقصود منه هو التوازن بين مختلف الحوافز الإنسانية، سواء مما يخص بالمصالح الشخصية و ما يخص بالمصالح الاجتماعية، و ما يتعلق بتحقيق الربح، و ما يتعلق بالأعمال الخيرية، و ما يتعلق بالمنافسة و ما يتعلق بالتعاون، فالشريعة الإسلامية نجحت في تحقيق التوازن بين مختلف الحاجات و الرغبات و وضعت الكل في الإطار المناسب.

❖ **مبدأ التكامل يحكم تطوير المنتجات المالية:** و يقصد به التكامل بين المصالح الشخصية مع الاعتبارات الموضوعية، بين تفضيلات الزمن والمخاطرة وبين توليد الثروة الحقيقية.

❖ **مبدأ الحل:** هذا المبدأ ينطلق من قاعدة أن الأصل في المعاملات الحل والجواز، إلا إذا خالفت نصاباً أو قاعدة شرعية وبناء على هذا فإن قاعدة الحل هي الأساس للابتكار المالي، لكن بشرط أن يلتزم هذا الابتكار في حدود دائرة الحلال التي لها حدود واسعة، وأن يبتعد عن دائرة المحظور أو الحرام المحصور في حدود ضيقة مقارنة مع دائرة الحلال الواسعة.

❖ **مبدأ المناسبة:** المراد بالمناسبة هنا تناسب العقد مع الهدف المقصود منه، بحيث يكون القصد مناسباً وملائماً للنتيجة المطلوبة مع الهدف المقصود منه، وهذا مدلول القاعدة الفقهية "العبرة بالمقاصد والمعاني لا بالألفاظ والمباني".

**المطلب الثالث: خصائص الهندسة المالية الإسلامية و متطلبات تحقيقها.**

### 1- خصائص الهندسة المالية الإسلامية :

تهدف صناعة الهندسة المالية الإسلامية إلى إيجاد منتجات وأدوات مالية تجمع بين المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية فالمصداقية الشرعية هي الأساس في كونها إسلامية، والكفاءة الاقتصادية هي الأساس في قدرتها على تلبية احتياجات الاقتصادية ومنافسة الأدوات التقليدية، وهاتين الخاصيتين ليستا منعزلتين عن بعضهما، بل في أغلب الحالات نجد أن البحث عن الكفاءة الاقتصادية يؤدي إلى حلول أكثر مصداقية.

#### 1-1- المصداقية الشرعية<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> : محمد أحمد الجلي أبو ذر، "الهندسة المالية: الأسس العامة و الأبعاد للتمويل الإسلامي"، مجلة المقصد الفصلية صادرة عن بنك التضامن الإسلامي، عدد17، اليمن، سبتمبر2005، من الموقع: <http://www.shatharat.net/vb/showthread.php?t=13211>، بتاريخ 10 جانفي 2011.

و تعني أن تكون المنتجات الإسلامية موافقة للشرع بأكبر قدر ممكن، وهذا يتضمن الخروج من الخلاف الفقهي قدر المستطاع، إذ ليس الهدف الأساسي من الصناعة المالية الإسلامية ترجيح رأي فقهي على آخر، وإنما التوصل إلى حلول مبتكرة تكون محل اتفاق قدر الإمكان، وعليه ينبغي أن نفرق بين دائرة ما هو جائز شرعا، وبين ما تطمح إليه الصناعة الإسلامية، فالصناعة المالية الإسلامية تطمح لمنتجات وآليات نموذجية، بينما دائرة المشروع تشمل ما قد يكون نموذجا بمقياس العصر الحاضر كذلك السبب أن الشرع جاء للجميع في كل زمان، و ظروف الأفراد و المجتمعات تتفاوت و تتباين، فقد لا تكون الحلول النموذجية الآن ملائمة لعصر آخر، بينما الحلول التي تقدمها الصناعة الإسلامية ينبغي أن تكون نموذجا للاقتصاد الإسلامي، فينبغي اختيار أفضل تلك النماذج وأحسنها تعبيراً عن الإسلام.

### 1-2- الكفاءة الاقتصادية:

تتميز الهندسة المالية الإسلامية بالإضافة إلى المصادقية الشرعية بخاصية أخرى مناظرة لتلك التي تتميز بها الهندسة المالية التقليدية وهي الكفاءة الاقتصادية ويمكن لمنتجات الهندسة المالية زيادة الكفاءة الاقتصادية عن طريق توسيع الفرص الاستثمارية في مشاركة المخاطر وتخفيض تكاليف المعاملات وتخفيض تكاليف الحصول على معلومات و عمولات الوساطة والسمسرة<sup>2</sup>.

### 1-3- الابتكار الحقيقي بدل التقليد :

يعتبر التنوع المتوفر في المنتجات المالية الإسلامية تنوعاً حقيقياً وليس صورياً كما في أدوات الهندسة المالية، حيث أن كل أداة من أدوات الهندسة المالية الإسلامية لها طبيعة تعاقدية وخصائص تميزها عن غيرها من الأدوات الأخرى، سواء تعلق الأمر بالمخاطر، الضمانات أو التسعير، و هذا من منطلق أن المقصود بالهندسة المالية هو تلبية مصلحة حقيقية للمتعاملين الاقتصاديين في الأسواق و ليس مجرد عقد صوري من العقود الوهمية، وهذا ما يؤكد القيمة المضافة للابتكار<sup>3</sup>.

### 1-4- التمويل بدل الاستثمار :

تعمل الهندسة المالية الإسلامية على جذب رؤوس الأموال المتوفرة لدى فئة معينة من الأفراد الذين يرفضون التعامل بالهندسة المالية التقليدية و استخدامها في عمليات التمويل بدل الاستثمار لأنها أقل مخاطرة، بمعنى أن هدفها الرئيسي هو إدارة السيولة على عكس النوع التقليدي الذي يهدف لإيجاد أدوات مالية جديدة لغرض التحوط و المضاربة والاستثمار<sup>4</sup>.

2- متطلبات تحقيق الهندسة المالية الإسلامية: يتطلب تحقيق الهندسة المالية الإسلامية توافر العناصر التالية<sup>5</sup>:

### 1-2- الوعي (وعي بالسوق وأحواله):

و نقصد بالوعي بالسوق أن تكون الحاجات التي يتطلبها السوق معروفة لمن يقوم بالابتكار والتطوير للأدوات والأوراق المالية، بالإضافة إلى تحقيق التراضي بين جميع الأطراف، لأن الهندسة المالية تهدف أساساً إلى تلبية الاحتياجات المختلفة لجميع الأعوان الاقتصاديين مع استفادة جميع هؤلاء الأعوان.

<sup>1</sup>: إبراهيم سامي السويلم، "المنتجات المالية الإسلامية بين الإبداع و التقليد"، جريدة اقتصادية، العدد 29، 15 سبتمبر 2006، من الموقع : <http://www.palmoon.net/5/topic-3062-108.html> ، بتاريخ 11 جانفي 2011.

<sup>2</sup>: محمد كريم قروف، مرجع سبق ذكره، ص20.

<sup>3</sup>: المرجع نفسه، ص 22.

<sup>4</sup>: إبراهيم سامي السويلم، "المنتجات المالية الإسلامية بين الإبداع و التقليد"، مرجع سبق ذكره .

<sup>5</sup>: إبراهيم سامي السويلم، "صناعة الهندسة المالية : نظرات في المنهج الإسلامي"، مرجع سبق ذكره، ص20.

## 2-2- الإفصاح (بيان المعاملات وشفافيتها) :

و نقصد بالإفصاح بيان المعاملات التي يمكن أن تؤديها تلك الأدوات التي يتم ابتكارها أو حتى تطويرها، وذلك لسد الثغرات التي يمكن أن ينفذ منها المتلاعبون أو المضاربون لاستخدام تلك الأدوات لتحقيق غايات لم تكن تهدف إليها أصلاً أو التحايل على الربا أو القمار، مع الإشارة إلى أن الالتزام بالشريعة الإسلامية أو ما اصطلح على تسميته المصادقية الشرعية للهندسة المالية، يشكل بهذا الخصوص صمام أمان بسبب انضباط قواعد الشريعة الإسلامية.

## 2-3- المقدرة والالتزام (الالتزام بالشريعة الإسلامية في التعامل):

و نقصد بالمقدرة أو القدرة وجود مقدرة رأسمالية تمكن من الشراء والتعامل، أما الالتزام فهو احترام مبادئ الشريعة الإسلامية، و إذا كان من الممكن للهندسة المالية الإسلامية أن تشترك مع الهندسة التقليدية في الوعي والإفصاح والمقدرة، فإن الالتزام بالشريعة الإسلامية يعتبر أساساً خاصاً بالأولى، كما أنه ميزة لها.

## المطلب الرابع: مداخل الهندسة المالية الإسلامية:

يمكن أن يكون لصناعة الهندسة المالية عدة مداخل، وهي تتعدد تبعاً للطرق الممكن استخدامها من طرف المؤسسات الإسلامية في إقامة هذه الصناعة، لكنها في الغالب لا تخرج عن إحدى المقاربتين التاليتين:

### 1- المدخل الأول: المحاكاة

و الذي يعني أن يتم سلفاً تحديد النتيجة المطلوبة من منتج صناعة الهندسة المالية الإسلامية، وهي عادة لا تخرج عن نفس النتيجة التي يحققها منتج صناعة الهندسة المالية التقليدية، وبغض النظر عن الحكم الشرعي لهذه المنتجات حيث تثير الكثير من الجدل، فإن الأسلوب المتبع في توليد الأوراق والأدوات المالية قائم على المحاكاة والتقليد للمنتجات المالية التقليدية، و إذا كان من أبرز مزاياها السهولة والسرعة في تطوير المنتجات، إذ أنها لا تتطلب الكثير من الجهد والوقت في البحث والتطوير، بل مجرد متابعة المنتجات المتداولة في السوق وتقليدها من خلال توسيط السلع، فإن سلباتها كثيرة منها<sup>1</sup>:

❖ أن تصبح الضوابط الشرعية مجرد قيود شكلية لا حقيقة تحتها ولا قيمة اقتصادية من ورائها، وهذا ما يضعف قناعة العملاء بجدوى المنتجات الإسلامية، و يجعل التمويل الإسلامي محل شك وريبة، بل و تصبح تلك الضوابط عبئاً وعائقاً أمام المؤسسات المالية، إذ أنها لا تحقق أي قيمة مضافة، بل هي مجرد تكلفة إضافية، و من الطبيعي في هذه الحالة أن تحمل المؤسسات المالية العميل عبء هذه التكلفة، لتكون المنتجات المالية الإسلامية المقلدة أكثر كلفة من المنتجات التقليدية، مع أنها تحقق في النهاية النتيجة نفسها.

❖ أن المنتجات المالية الهادفة إلى تحقيق الفائدة الربوية تناسب الصناعة التقليدية وتحاول معالجة مشكلاتها و أمراضها، في حين أن محاكاة هذه المنتجات يستلزم التعرض لنفس المشكلات، و هذا بدوره يفرض على المؤسسات المالية الإسلامية محاكاة المزيد من المنتجات التقليدية بحيث تصبح الصناعة المالية الإسلامية في النهاية، تعاني من نفس المشكلات و الأزمات التي ترهق الصناعة المالية التقليدية.

❖ أن منتجات صناعة الهندسة المالية التقليدية هي جزء من منظومة متكاملة من الأدوات و المنتجات المالية القائمة على فلسفة ورؤية محددة، و محاولة تقليد جوهر هذه المنظومة و أساسها، يجر الصناعة

<sup>1</sup> : محمد عمر جاسر، " نحو منتجات مالية إسلامية مبتكرة"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية تحت عنوان "الواقع... والتحديات"، تنظيم نادي الأعمال اليمنيين، صنعاء، يومي 21، 20 مارس 2010، ص ص 9، 10.

المالية الإسلامية لمحاكاة سائر أدوات المنظومة و عناصرها، وهو ما يجعل الصناعة الإسلامية مهددة بأن تفقد هويتها وتصبح تابعة بالجملة للصناعة التقليدية، و بذلك فإن كل المشاكل و الأزمات التي تعاني منها الصناعة التقليدية ستنقل بدورها إلى الصناعة المالية الإسلامية، فبدلاً من أن يكون التمويل الإسلامي هو الحل للمشكلات الاقتصادية التي يعاني منها عالم الأعمال اليوم، يصبح للأسف مجرد صدى وانعكاس لهذه المشكلات .

و هذا التصور لا يعني أن جميع المنتجات التي تقدمها الصناعة المالية التقليدية غير مناسبة للتمويل الإسلامي، و لكن الهدف من هذا الطرح هو تنبيه المؤسسات المالية الإسلامية إلى ضرورة التمييز بين اقتباس ما يتلاءم مع فلسفة التمويل الإسلامي ومبادئه، وبين محاكاة الأساس الذي تقوم عليه المنظومة التقليدية.

## 2- المدخل الثاني: الأصالة والابتكار

ويقصد به البحث عن الاحتياجات الفعلية للعملاء والعمل على تصميم المنتجات المالية المناسبة لها، شرط أن تكون متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وهذا المنهج يتطلب دراسة مستمرة لاحتياجات العملاء والعمل على تطوير الأساليب التقنية والفنية اللازمة لها، وذلك لضمان الكفاءة الاقتصادية للمنتجات المالية، كما يتطلب وضع أسس واضحة لصناعة هندسة مالية إسلامية مستقلة عن الهندسة المالية التقليدية، ولا ريب أن هذا المنهج أكثر كلفة من التقليد والمحاكاة، لكنه في المقابل أكثر جدوى وأكثر إنتاجية (التكلفة غالباً تكون مرتفعة في البداية ثم تنخفض تدريجياً) هذا من جهة، ومن جهة ثانية فإن هذا المنهج يحافظ على أصالة المؤسسات المالية الإسلامية، كما يسمح لها باستفادة من منتجات الصناعة المالية التقليدية ما دامت تلبى متطلبات المصادقية الشرعية، كما يساعد ذلك على استكمال المنظومة المعرفية للصناعة المالية الإسلامية<sup>1</sup>.

## المبحث الثالث: منتجات الهندسة المالية الإسلامية:

استطاع الفقهاء الماليون تطوير مجموعة من الأدوات المالية الإسلامية التي تراعي اعتبارات إدارة السيولة والموارد في المؤسسات الاقتصادية والمالية بالابتعاد عن صيغ الديون، ومن أبرزها ما تحقق من خلال الصناعة المالية الإسلامية من صكوك كبدائل للسندات التقليدية والمؤشر الإسلامي للأسهم مع معالجة الأدوات التقليدية بحيث تكون أكثر فاعلية ومع تجنبها المحاذير الشرعية التي تحد من كفاءتها. **المطلب الأول: الحكم الشرعي للأوراق المالية التقليدية.**

حيث أن الأسواق المالية تزاوّل نشاطها بأوراق مالية ونحوها، فإن من المتعين معرفة حكم التعامل مع هذه الأنواع ليكون المسلم على بصيرة منها، فيتبع ما أحله الله، ويتجنب ما حرمه.

### 1- الحكم الشرعي للأسهم العادية :

يعرف السهم بأنه أداة ملكية ذات صفة مالية قابلة للتداول، يحق لحاملها في ذمة الجهة المصدرة له الحصول على عوائد غير ثابتة بجانب حصته في رأس مال الشركة و المثبتة بشهادة السهم، فهو أداة تمويل رئيسية للشركة و أداة ادخارية و استثمارية في آن واحد، إما بالاحتفاظ لأجل قصير (مضاربة) أو

<sup>1</sup> :احمد علي هارون، "المجلس العام للبنوك الإسلامية يضع إستراتيجية طموحة لدى الصناعة المصرفية الإسلامية"، جريدة الشرق الأوسط، العدد 10654، 29 جانفي 2008، من الموقع :

[http://usim.academia.edu/GASMIABDELGHANI/Papers/179386/lzm\\_at\\_lmly\\_at\\_w\\_strtyjy\\_at\\_tTwyr\\_lmntjt\\_1](http://usim.academia.edu/GASMIABDELGHANI/Papers/179386/lzm_at_lmly_at_w_strtyjy_at_tTwyr_lmntjt_1) بتاريخ 28 جانفي 2011، [lmly\\_at\\_lslmy\\_at](http://lmly_at_lslmy_at)

لأجل طويل (تعظيم الثروة)، وليس له تاريخ استحقاق ولا يتعارض للتقادم، إذ بقاءه مشروط بقدرة الشركة على المنافسة في السوق<sup>1</sup>.

لقد أجاز الفقهاء إصدار الأسهم العادية إذا كان الغرض الذي أنشئت من أجله مشروعاً، أي لا يكون من الأمور المحرمة مثل تصنيع الخمر، الاتجار في الخنازير أو التعامل بالربا، فإن كان غرضها غير مشروع حرم إنشاء الشركة، وحرّم تبعاً لذلك إصدار الأسهم التي تتكون منها هذه الشركة<sup>2</sup>.

أما الحكم الشرعي لتداول الأسهم فهو حسب نوعها كما يلي:

#### 1-1- الأسهم العينية:

يقصد بها الأسهم التي يكتب فيها المساهم عن طريق دفع ثمنها عيناً، عقاراً أو منقولاً فهو لا يدفع نقداً، أما عن حكمها الشرعي فقد اختلف الفقهاء في جوازها إلى ثلاثة أقوال<sup>3</sup>:

❖ ذهب المالكية إلى جواز الشركة بالعروض (أي الأسهم العينية) جوازاً مطلقاً سواء اتفقت جنساً أو اختلفت .

❖ ذهب الشافعية إلى صحتها في المثليات كالحبوب، الأدهان، و نحوهما من العروض، وبه قال محمد بن الحسن صاحب أبي حنيفة.

❖ عدم صحة الشركة بالعروض مطلقاً، سواء كانت من الطرفين، أو من طرف بحيث يعطي الآخر النقد، وهذا عند أبي حنيفة وأبي يوسف، و ظاهر مذهب.

و بناء على هذا يمكن الحكم على صحة إصدار السهم العيني والتعامل به، اختياراً لمذهب من قال به تيسيراً على المسلمين في معاملاتهم.

#### 1-2- الأسهم النقدية :

هي الأسهم التي يكتب فيها المساهم بشرط أن يدفع قيمتها نقداً، وحكمها الشرعي هو الجواز بالاتفاق، حيث اجمع الفقهاء على جواز المشاركة بالأثمان المطلقة التي لا تتعين بالتعيين في المعاوزات كالتقديين<sup>4</sup>.

#### 1-3- الأسهم الاسمية<sup>5</sup>:

هي الأسهم التي تصدر حاملة اسم صاحبها، فيكتب على السهم اسم صاحبه، وتثبت ملكيته له بقيد المساهم اسمه في سجل الشركة المعد لهذا الأمر.

و الحكم الشرعي لهذا النوع من الأسهم هو الجواز، وذلك لأنها صكوك تعطي لصاحبها الحق في أن يثبت ملكيته، وهذا هو المطلوب شرعاً حفاظاً على الحقوق و ضماناً لعدم خلط حق شخص بحق آخر.

#### 1-4- أسهم لحاملها:

1: ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي، مرجع سبق ذكره، ص30.  
2: احمد بن عبد العزيز الحداد، "الأسهم والسندات: تصور و أحكام"، ورقة مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر العلمي الخامس عشر حول "أسواق الأوراق المالية والبورصات-أفاق وتحديات-"، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، يومي 06، 08 مارس 2007، صص15،14، من الموقع: [http://slconf.uaeu.ac.ae/prev\\_conf/2007/papers/22.swf](http://slconf.uaeu.ac.ae/prev_conf/2007/papers/22.swf)، بتاريخ 30 جانفي 2011.  
3: محمد فتح الله النشار، "التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية"، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2006، صص64-90.  
4: اشرف محمود دواية، "نحو سوق مالية إسلامية"، دار السلامة، الإسكندرية، 2006، صص32-35.  
5: محمد صبري هارون، «أحكام الأسواق المالية»، دار النفائس، عمان، ط 02، 2009، صص199-201.

هي الأسهم التي تصدر من دون أن يذكر فيها أسهم صاحبها وإنما يذكر أنها لحاملها، وحكم هذه الأسهم الشرعي هو عدم الجواز، هذا اعتمادا على حجة أن عدم تسجيل اسم المساهم قد يؤدي إلى عدم معرف الشريك وبالتالي إلى النزاع أو الخصومة، أيضا لو ضاعت أو سرقت أو استولى عليها مغتصب يصبح هو الشريك من غير وجه حق<sup>1</sup>.

### 5-1- أسهم لأمر<sup>2</sup>:

هي الأسهم التي تضاف عبارة لأمر أو لإذن بجانب اسم صاحبها، ففيها إمكانية نقل ملكية السهم لشخص آخر مكتوب اسمه بعد كلمة لأمر أو لإذن .

و حكم هذا النوع من الأسهم هو الجواز، حيث لا مانع من إصدارها و تداولها، فهذا التداول هو نوع من انتقال الحصة من شريك لآخر سواء أكان بغرض البيع أو التنازل، حيث أن الجهالة هنا منتفية بمعرفة الشريك.

### 2- الحكم الشرعي للأسهم الممتازة:

يختلف السهم الممتاز عن السهم العادي في انه يعطي لحامله بعض الامتيازات، منها على سبيل المثال ما يلي<sup>3</sup>:

❖ امتيازات مالية: يكون الامتياز في ضمان رأس المال عند الاسترداد، وفي ضمان نسبة ثابتة من الأرباح و في أولوية صرف الأرباح المقررة.

❖ امتيازات إدارية: تكون في التصويت في الجمعية العامة للمساهمين، وفي الترشيح لمجلس الإدارة. والتعامل مع الأسهم الممتازة جائز في ضوء الضوابط الشرعية الآتية :

❖ أن لا يكون هناك ضمان لرأس المال لأن ذلك يلغي المخاطرة و إلغاء تطبيق مبدأ الغنم بالغرم.

❖ أن لا يكون هناك ضمان لنسبة ثابتة من الربح منسوبة إلى قيمة السهم لأنه يلغي شرط الغنم بالغرم والكسب بالخسارة و الأخذ بالعطاء.

وباختصار فانه يمكن القول أن الأسهم الممتازة امتيازاً مالياً لا يجوز التعامل فيها بيعاً أو شراءً أو تداولاً.

### 3- الحكم الشرعي للسندات :

تعرف السندات على أنها صكوك تصدرها الجهة المقترضة، سواء كانت الدولة أم الشركات، وتعطي الجهة المصدرة لها دخلاً ثابتاً للجهة المستفيدة أو لمن حازها، ويمكن تسمية هذا الدخل فائدة أو ريعاً، و بالتالي السندات تمثل قروضا قصيرة أو طويلة الأجل<sup>4</sup>.

و السندات بهذا التعريف أضحت واضحة الدلالة أنها قرض بفائدة يتقاضاها حاملها من مصدرها، و قد اتفق الفقهاء على أن القرض المنوط بفائدة مشروطة يحصل عليها المقرض، انه ربا صريح لما جاء عن علي رضي الله عنه أن "كل قرض جر نفعاً هو ربا"، و بالتالي فالسندات إذا محرمة شرعاً باتفاق الفقهاء، وقد صدر في هذا قرارات مجمعة وفتاوى فردية<sup>5</sup>.

1 : اشرف محمود دوابة، مرجع سبق ذكره، ص 36-38.

2 : محمد صبري هارون، مرجع سبق ذكره، ص 201.

3 : وائل مراد، "تساؤلات معاصرة حول شرعية التعامل في الأسهم و السندات و الصكوك"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية تحت عنوان "الواقع... والتحديات"، تنظيم نادي الأعمال اليمنيين، صنعاء، يومي 21، 20 مارس 2010، ص 12.

4 : علي إبراهيم الشديقات، محمد عوض عبد الجواد، "الاستثمار في البورصة"، دار الحامد، عمان، 2006، ص 104.

5 : عبد الله بن محمد العمراني، "السندات: من منظور شرعي"، ورقة مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر العلمي الخامس عشر "أسواق الأوراق المالية والبورصات-آفاق و تحديات"، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، يومي 06، 08 مارس 2007، ص 15، من الموقع:

[http://slconf.uaeu.ac.ae/prev\\_conf/2007/papers/25.swf](http://slconf.uaeu.ac.ae/prev_conf/2007/papers/25.swf)، بتاريخ 30 جانفي 2011.

- وفي هذا الشأن، اصدر مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي قرارات منها<sup>1</sup>:
- ❖ إن السندات التي تمثل التزاما بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إلى قيمتها الاسمية نفع مشروط، محرمة شرعا من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول، لأنها قروض ربوية سواء أكانت الجهة المصدرة لهذه السندات الخاصة أو عامة ترتبط بالدولة.
  - ❖ تحرم أيضا السندات ذات الكوبون الصفري باعتبارها قروضا يجري بيعها بأقل من قيمتها الاسمية، ويستفيد أصحابها من الفروق باعتبارها خصما لهذه السندات.
  - ❖ تحرم السندات ذات الجوائز باعتبارها قروضا اشترك فيها نفع أو زيادة بالنسبة لمجموع المقرضين أو بعضهم لا على التعيين، فضلا عن شبهة القمار.

### المطلب الثاني: الصكوك الاستثمارية الإسلامية.

تعتبر الصكوك الإسلامية هي البديل الإسلامي للسندات في النظام المالي التقليدي، وهي تصدر مقابل أصول غالبا ما تكون عقارية أو أوراق مالية ذات عائد، والصكوك تكون على مدى متوسط أو طويل الأجل (خمس سنوات وأكثر).

وقد عرفت الصكوك الاستثمارية الإسلامية من قبل هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأنها "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك و قفل باب الاكتتاب و بدء استخدامها فيما أصدرت من اجله"<sup>2</sup>.

وتتميز الصكوك الإسلامية بالميزات التالية<sup>3</sup>:

- ❖ الصك وثيقة تثبت الحق لصاحبها في الملكية بالاشتراك مع الغير.
- ❖ لكل صك قيمة مالية محددة مسجلة عليه.
- ❖ تتضمن الحصة التي يمثلها الصك ملكية شائعة في المشروع أو الاستثمار الذي تم تمويله بأموال الصكوك ولهذا يخضع التصرف في الصك لأحكام التصرف في المشاع في الفقه الإسلامي.
- ❖ يمثل الصك نصيبا شائعا في موجودات وحقوق المشروع وديونه التي عليه للغير، ولهذا فان انتقال حق الملكية لا يرد على الصك بل على ما يدل عليه من صافي قيمة الأعيان والحقوق.
- ❖ صاحب الصك يستحق المشاركة في ناتج المشروع الممول من أموال الصك، فيحصل على نصيبه من العائد ويتحمل نصيبه من الخسارة في حدود ما يمثل الصك، باعتباره رب مال في اختصاصه وما يطرأ عليه من عوارض.
- ❖ شروط التعاقد تحدد وثيقة إصدار الصك وهي تشمل على البيانات والمعلومات المطلوبة شرعا في التعاقد.

<sup>1</sup> : عبد اللطيف عبد الرحيم جناحي، «الصكوك الإسلامية بدائل للسندات التقليدية»، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر، جدة، يومي 5، 6 مارس 2005، ص ص 5، 6، من الموقع: [http://slconf.uaeu.ac.ae/prev\\_conf/2007/papers/28.swf](http://slconf.uaeu.ac.ae/prev_conf/2007/papers/28.swf)، بتاريخ 30 جانفي 2011.

<sup>2</sup> : كمال توفيق الحطاب، «الصكوك الاستثمارية الإسلامية و التحديات المعاصرة»، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول، دار الشؤون الإسلامية و العمل الخيري، دبي، أيام 31 ماي -3 جوان 2009، ص 7.

<sup>3</sup> : عبد الملك منصور، «العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي و الحاجة إلى تشريعات جديدة»، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول، دار الشؤون الإسلامية و العمل الخيري، دبي، أيام 31 ماي -3 جوان 2009، ص ص 10، 11.

❖ هناك علاقات تنشأ بالتعامل بالصكوك بين الأطراف، فتوجد علاقة بين حامل الصك وغيره من حملة الصكوك، وهذه علاقة بين الشركاء في ملك واحد، وعلاقة بين حملة الصكوك و الجهة المصدرة له وهي علاقة رب مال بمضارب وليست علاقة دائن بمدين.

❖ الصكوك المالية الإسلامية متوافقة مع أحكام الشريعة من حيث الأنشطة و الاستثمارات التي تعمل فيها أو من حيث طبيعة العلاقة بين أطرافها، فلا تتضمن دفع فائدة محددة مقابل التمويل أو غير ذلك من المحظورات الشرعية في المعاملات.

وتصدر الصكوك الإسلامية لأحد الهدفين<sup>1</sup>:

❖ **الأول:** الحصول على السيولة اللازمة لتوسيع قاعدة المشروع وتطويره، من خلال "التصكيك" وهو الإجراء الذي يتم بموجبه تحويل الأصول المادية والمعنوية للحكومات أو الشركات إلى وحدات تتمثل في الصكوك وعرضها في السوق لجذب مدخرات لتمويل مشروعات طويلة الأجل .

❖ **الثاني:** جمع رأس مال تمويل إنشاء مشروع استثماري كتمويل بناء و تطوير مشروعات إستراتيجية ومشروعات البنى التحتية و المرافق العامة، من خلال تعبئة موارد من المستثمرين، ويتم ذلك بطرح صكوك وفق مختلف صيغ التمويل الإسلامية في أسواق المال لتكون حصيلة الاكتتاب فيها رأس مال المشروع.

وتتنوع الصكوك الإسلامية إلى أنواع عديدة، نذكر منها ما يلي<sup>2</sup>:

❖ **صكوك الإجارة:** وتمثل حصة مشاعة في ملكية أصول متاحة للاستثمار سواء كانت أصول حقيقية أو منافع أو خدمات أو مزيج من ذلك كله، وهي أشهر أنواع الصكوك على الإطلاق، وهي كما يلي:

✓ صكوك ملكية الأصول: هي الأكثر انتشارا، وهي مالك موعود باستئجار أصول ما بغرض بيعها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها و تصبح مملوكة لحملة الصكوك.

✓ صكوك ملكية المنافع: هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة بغرض إجارة منافعها و استيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب و تصبح منفعة مملوكة لحملة الصكوك.

✓ صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة أو الموصوفة في الذمة: هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة موجودة (مستأجر) بغرض إعادة إيجارها و استيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة مملوكة لحملة الصكوك.

✓ صكوك ملكية الخدمات من طرف معين أو من طرف موصوف في الذمة: هي وثائق متساوية القيمة تصدر بغرض تقديم الخدمة من طرف معين و استيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمة مملوكة لحملة الصكوك.

❖ **صكوك المضاربة:** هي أوراق مالية تعرض للاكتتاب على أساس قيام الشركة المصدرة بإدارة العمل على أساس المضاربة فتمثل عامل المضاربة (المستثمر) ويمثل مالكو الصكوك في أصحاب رأس المال، و لها عدة أنواع منها صكوك المضاربة التجارية، و صكوك المضاربة الصناعية، و صكوك المضاربة الزراعية.

وتعتبر هذه الصكوك والتي اشتهرت باسم سندات المقارضة من أقدم وأشهر الصكوك الإسلامية في العصر الحديث.

<sup>1</sup> : احمد إسحاق الأمين حامد، مرجع سبق ذكره ،ص ص 26،27.

<sup>2</sup> : عدة مراجع :

- صفية احمد أبو بكر، «الصكوك الإسلامية»، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول، دار الشؤون الإسلامية و العمل الخيري ،بدي ،أيام 31 ماي -3 جوان 2009، ص ص 8-12.

- عبد الملك منصور، مرجع سبق ذكره، ص ص 13، 14.

- كمال توفيق الخطاب، مرجع سبق ذكره، ص ص 11-15.

❖ **صكوك السلم:** هي صكوك تمثل ملكية شائعة في رأس المال لتمويل شراء سلع يتم استلامها في المستقبل ثم تسوق على العملاء، و يكون العائد على الصكوك هو الربح الناتج عن البيع، ولا يتم تداول هذه الصكوك إلا بعد أن يتحول رأس المال إلى سلع وذلك بعد استيلائها و قبل بيعها و تمثل الصكوك حينها ملكية شائعة في هذه السلع.

❖ **صكوك الاستصناع:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة و يصبح المصنوع مملوكا لحاملي الصكوك.

❖ **صكوك المرابحة:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر لتمويل شراء سلعة مرابحة، و تصبح سلعة المرابحة مملوكة لحاملي الصكوك.

❖ **صكوك المشاركة:** تعرف بأنها وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تمويل نشاط على أساس المشاركة، و يصبح المشروع ملكا لحاملي الصكوك، و تدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة.

❖ **صكوك الوكالة بالاستثمار:** هي وثائق المشاركة تمثل مشروعات تدار على أساس الوكالة بالاستثمار و يعين وكيل من حملة الصكوك لإدارتها.

❖ **صكوك القرض الحسن:** لا يكون الغرض من إصدارها تحقيق عائد، وإنما تستخدم لتمويل حاجات عامة، و تصدر عن الحكومة أو البنك المركزي لدعوة الأفراد القادرين للقيام بدورهم الاجتماعي كما يمكن أن يبيعها البنك المركزي لبعض البنوك، كما يمكن أيضا أن تصدرها بعض البنوك و تخصص مواردها للقرض الحسن، و هي صكوك لا تستحق عائد لان الزيادة عن القرض ربا محرم، و يضمن مصدر صكوك القرض الحسن -سواء كان الحكومة أو البنك المركزي أو البنوك- قيمتها عند انتهاء الأجل و يلاحظ أن لها دورا مهما في توفير بعض الاحتياجات التمويلية الحكومية.

❖ **صكوك المزارعة:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع للمزارعة و يصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول.

❖ **صكوك المساقاة:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في سقي أشجار مثمرة و رعايتها على أساس عقد المساقاة، و يصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة.

❖ **صكوك المغارسة:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في غرس أشجار على أساس عقد المغارسة، و يصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض و الغرس.

**المطلب الثالث: الحكم الشرعي للمشتقات المالية.**

#### 1- الحكم الشرعي للخيارات :

للعلماء في عقود الخيارات آرايان :

#### 1-1- المانعون وأدلتهم :

لقد قرر مجمع الفقه الإسلامي\* في دورته السابعة في مدينة جدة عام 1992م إلى عدم جواز عقود الخيارات، حيث جاء في القرار رقم 63 أن عقود الخيارات -كما تجري اليوم في الأسواق المالية العالمية- هي عقود مستحدثة لا تنطوي تحت أي عقد من العقود الشرعية المسماة، وبما أن المعقود عليه ليس مالا ولا منفعة ولا حقا ماليا يجوز الاعتياض عنه، فإنه غير جائز شرعا. ومن أبرز الأدلة التي يستشهدون بها على التحريم ما يلي<sup>1</sup>:

\*: هو مجمع مقره جدة ، تأسس عام 1981 يتكون من أفضل فقهاء و علماء و مفكري العالم الإسلامي ، يعملون على دراسة مشكلات الحياة المعاصرة و الاجتهاد فيها بهدف تقديم الحلول النابعة من التراث الإسلامي.

<sup>1</sup> :عدة مراجع:

❖ **تعاقد عقود الخيار مع قصد الشارع لتحقيق العدل:** أن قواعد الشريعة التي تقوم على العدل لا يمكن أن تبيح عقدا من اجل انه يحقق الحماية لأحد طرفي العقد في الوقت الذي يعرض الطرف الآخر للخطر، لأن ذلك ظلم جاءت الشريعة بمنعه وتحريمه، ثم أن مجرد وجود منفعة في عقد من العقود لا يستلزم إباحته، ولهذا حرم الله الميسر مع ما فيه من منافع ، حيث قال الله تعالى: " يَسْأَلُونَكَ عَنِ الْخَمْرِ وَالْمَيْسِرِ قُلْ فِيهِمَا إِثْمٌ كَبِيرٌ وَمَنَافِعُ لِلنَّاسِ وَإِثْمُهُمَا أَكْبَرُ مِنْ نَفْعِهِمَا"\*.

❖ **انطواء الخيار على بيع الإنسان ما ليس عنده:** فالذي يشتري حق خيار شراء الأسهم لن يكون بحاجة إلى امتلاك الأسهم، وكل ما يحتاجه هو أن يكون له رصيد معين في حسابه لدى السمسار، فقد نهى الشرع عن بيع الإنسان ما لا يملك لما في ذلك من غرر، قال ابن أبي زيد القيرواني: (لا يجوز بيع ما ليس عندك على أن يكون عليك حالاً).

❖ **اغلب البيوع الخيرية الشرعية صورية:** ولا يجري تنفيذها بالتالي لا يترتب عليها تمليك ولا تملك، ولما كانت عقود البيع إنما وضعت شرعا لإفادة التمليك، و عقود الخيار غير مؤدية لهذا الغرض، كانت غير محققة لهذا المقترضى وما خالف مقتضى العقد فهو باطل، كما ذهب المشرعون إلى أن البيع لا ينعقد بمجرد التعبير عن الرضا إلا إذا كانت هناك نية البيع ونية الشراء، قال صلى الله عليه و سلم: ( إِنَّمَا الْأَعْمَالُ بِالنِّيَّاتِ وَإِنَّمَا لِكُلِّ امْرِئٍ مَّا نَوَى) \*\*.

❖ **الغرر في عقود الخيارات:** فهذه العقود تتوافق مع غرر كبير يتمثل في الجهالة و الترقب، وانتظار تقلبات الأسواق وما تأتي به من ارتفاع أو انخفاض في أسعار الأوراق المالية، وما ينجم عن كل ذلك من خسائر للبعض و مكاسب لآخرين.

❖ **اقتران هذه العقود ببعض الشروط الفاسدة:** فالشروط الفاسدة تضم كل شرط لا يقتضيه العقد أو يكون فيه منفعة لأحد المتعاقدين لا يوجبها العقد: ...فيه شروط ليست من مقتضى العقد، أو تنافي في مقتضى العقد، أو تشتمل على غرض يورث التنازع.

### 1-2- المجيزون وأدلتهم<sup>1</sup> :

تصدرت الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية إلى جواز عقود الخيارات الشرعية، حيث يقول بأن الشرط الذي اتفق العاقدان عليه في البورصة شرط صحيح، وان المال الذي يأخذه البائع من المشتري هو حق له فلا يرد إلى دافعه، وقد استدلوا بعدد من الحجج كحجة أن المصلحة اكبر من المفسدة و بضرورة وجود سوق مالية إسلامية، و ببعض الأدلة التي منها قول الله تعالى: " يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ" ، وقوله صلى الله عليه وسلم ( وَالْمُسْلِمُونَ عَلَىٰ شُرُوطِهِمْ إِلَّا شَرَطًا أَحَلَّ حَرَامًا أَوْ حَرَّمَ حَلَالًا) \*\*.

### 1-3- الترجيح:

من خلال ما سبق يظهر بوضوح ضعف الأدلة التي استدل بها المجيزون لعقود الخيارات وذلك لأنها أدلة عامة لا تفيد وجه الاستدلال الذي ذهبوا إليه، ولا شك أن عقود الخيارات كما يجري التعامل بها

-مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، ج 02، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، 2005، ص 1064-1068.

-زكرياء سلامة عيسى شنطاوي، "الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، دار النفائس، عمان، 2009، ص 156، 155.

-سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 531-534.

\*: سورة البقرة، الآية 219.

\*\* : ابن القيم، "إعلام الموقعين"، ج 03، ص 96، انظر البخاري بشرح السندي، ج 04، ص 158، ومسلم باب الإيمان، بيان من قال مطرنا بالنوء.

1 : سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 527.

\*: سورة المائدة، الآية رقم 01.

\*\* :رواه الترمذي و صححه، "كتاب بلوغ المرام"، باب الصلح، حديث 821.

في أسواق الأوراق المالية تنطوي على الكثير من المخالفات الشرعية، وهذا يتطلب البحث في محاولة إزالة هذه المخالفات الشرعية بتطوير هذه العقود لكي تتفق مع الشريعة الإسلامية<sup>1</sup>.

**2- الحكم الشرعي للمستقبليات: للعلماء في حكم العقود المستقبلية رأيان:**

**1-2- المانعون وأدلتهم :**

لقد نص على تحريم العقود المستقبلية على السلع قرار مجمع الفقه الإسلامي في دورة مؤتمره السابع المنعقد بجدة من 7 إلى 12 ذي القعدة سنة 1412هـ الموافق لـ 2 إلى 7 جويلية 1991م، فقد جاء فيه "لا يجوز شرعا التعامل بعقود المستقبلية في السلع سواء بانشاءها أو بتداولها، لأنها مواعدة ملزمة تنقلب إلى عقد بيع في المستقبل دون إيجاب أو قبول"، وقد استدلووا على رأيهم هذا بما يلي<sup>2</sup>:

❖ في العقود المستقبلية يتم تأجيل الثمن والمثمن، وهذا لا يجوز شرعا، لأنه من باب بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه.

❖ ما في هذه العقود من الربا المجمع على تحريمه.

❖ معظم المتعاملين بهذه العقود لا يقصدون من معاملاتهم سوى المقامرة، وحتى الأرباح من خلال المضاربات والتوقعات والحظوظ.

❖ انطواء هذه العقود على بيع الإنسان مالا يملكه، وهو منهي عنه بدلالة حديث حكيم ابن خرام: "لا تبع ما ليس عندك".

❖ تترافق هذه العقود مع غرر كبير يتمثل في الجهالة والترقب، وما ينجم عن ذلك من خسائر للبعض و مكاسب للبعض الآخر.

❖ انطواء هذه العقود على بيع ما لم يقبض، حيث لا يوجد استلام أو تسليم في العقود سوى للفروق الحاصلة في التغيرات السعرية اليومية و المستقبلية.

❖ تعارض هذه العقود مع المقاصد الشرعية لتحقيق العدل، حيث يتم إعطاء أحد المتعاقدين فرصة واسعة لتحقيق أرباح على حساب المتعاقد الآخر.

**2-2- المجيزون وأدلتهم<sup>3</sup>:**

يرى علماء الفقه أن المستقبلية يمكن أن تكون نافعة في مجال الصناعة المالية الإسلامية إذا جرى تعديلها لكي تصبح موافقة للشريعة، فالكفاءة الاقتصادية هي الهدف الأول للمستقبليات المتوافقة مع الشريعة، حيث أن أسواق المستقبلية تعيد تخصيص المخاطر بين الذين يختارونها، فإنها تقوم بتجميع و توزيع المعلومات حول المسار المستقبلي للأسعار في السوق الفورية، وتحقيق استقرار الأسعار الفورية المستقبلية.

**2-3- الترجيح:**

إن الشريعة كما جاءت برعاية المصالح فقد جاءت برد المفساد أيضا، وهذه العقود وإن كانت تتضمن هذه المصلحة فإنها تتضمن مفساد أعظم منها، وبناء على ما سبق يتبين أن عقود المستقبلية كما تجري في الوقت الحالي في البورصة، هي عقود غير جائزة شرعا<sup>4</sup>.

**3- الحكم الشرعي للمبادلات :**

لقد ذهب معظم العلماء المعاصرين إلى القول بتحريم هذه العقود<sup>5</sup>:

<sup>1</sup> : زكرياء سلامة عيسى شنطاوي ،مرجع سبق ذكره ،ص 157.

<sup>2</sup> : مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان ،مرجع سبق ذكره ،ص 959-962.

<sup>3</sup> : زكرياء سلامة عيسى شنطاوي ، مرجع سبق ذكره، ص 146.

<sup>4</sup> : المرجع نفسه ،ص ص 148 ، 149.

<sup>5</sup> : مرجعين:

- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص 1104-1120.

### 3-1- الحكم الشرعي لعقد مبادلة عوائد الأسهم :

عقد مبادلة عوائد الأسهم هو في حقيقته عقد لمبادلة نقود بنقود مع التأجيل، وجهالة مقدار النقود عند التعاقد، حيث لا يعلم قدرها إلا في الوقت المحدد لإجراء المبادلة بناء على ما يكون عليه معدل العائد على الأسهم في ذلك الوقت، و هذا العقد وفقا لهذا التكليف يتضمن المحاذير الشرعية الآتية: الربا بنوعيه (ربا الفضل و ربا النسبية)، بيع الدين بالدين، الغرر، القمار، و كل واحد من هذه المحاذير كاف وحده لتحريم هذا النوع من العقود، فكيف بها مجتمعة؟.

### 3-2- الحكم الشرعي لعقد مبادلة أسعار الفائدة:

عقد مبادلة أسعار الفائدة هو عقد لمبادلة فائدة ثابتة على مبلغ محدد بفائدة متغيرة على ذات المبلغ، والحقيقة أن المبادلة ليست بين فوائد القروض كما قد يوهمه التعبير السابق، وإنما بين مقدار معلوم من النقود يقدر بمعدل الفائدة على مبلغ محدد بمقدار آخر غير معلوم وقت التعاقد، وإنما يتم تحديده بالنظر إلى أسعار الفائدة السائدة في الوقت المحدد لإجراء المبادلة، وإذا كان الأمر كذلك، كان في ذلك حقيقته الشرعية بيع نقود بنقود، مع التفاضل و التأجيل، فدخل في ذلك الربا بنوعيه (ربا الفضل و ربا النسبية) إذا كانت النقود من جنس واحد، أو ربا النسبية فقط إذا كانت من جنسين مختلفين (أي من عملتين)، وهذا ظاهر في تحريم هذا النوع من عقود المبادلات لوجود أدلة على تحريم الربا، لقوله تعالى: "يَمْحَقُ اللَّهُ الرِّبَا وَيُرْبِي الصَّدَقَاتِ"<sup>\*</sup>، وان الواجب في بيع النقود بالنقود التماثل، والحلول و التقايض فقط إذا كانت من جنسين.

وأمر آخر يقتضي بتحريم هذا النوع من العقود، وهو اشتماله على القمار، وذلك لدخول الطرفين في العقد على أن يدفع احدهما للآخر الفرق بين المبلغين في الأجل المحدد، بحسب ما تكون عليه أسعار الفائدة في ذلك الأجل، فكان كل واحد من المتعاقدين إما غانما أو غارما، وهذا حقيقة القمار، فقد حرم القمار شرعا، لقول الله تعالى: "يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِنَّمَا الْخَمْرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْلَامُ رِجْسٌ مِّنْ عَمَلِ الشَّيْطَانِ فَاجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ"<sup>\*\*</sup>.

مما سبق نجد انه هناك من الأدلة ما يكفي للدلالة على تحريم عقود مبادلة أسعار الفائدة.

### 4- الحكم الشرعي للعقود الآجلة:

تعددت الآراء حول مدى شرعية العقود الآجلة إلى:

#### 4-1- المانعون وأدلتهم<sup>1</sup>:

لقد نص قرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي على تحريم المعاملات الآجلة، فقد جاء قرار المجمع في دورة مجلسه المنعقدة في الفترة من 11 إلى 16 ربيع الأول سنة 1404 هـ الموافقة لـ 2 إلى 7 جانفي 1984 بمكة المكرمة، أن العقود الآجلة بأنواعها التي تجري على المكشوف، أي على الأسهم و السلع التي ليست في ملك البائع بالكيفية التي تجري في البورصة غير جائزة شرعا، لأنها تشتمل على بيع الشخص مالا يملك، اعتمادا على انه سيشتريه فيما بعد و يسلمه في الموعد المحدد، وهذا منهي عنه شرعا، لما صح عن رسول الله صلى الله عليه وسلم" ( لَا تَبِعَ مَا لَيْسَ عِنْدَكَ )<sup>\*</sup>.

#### 4-2- المجيزون وأدلتهم :

- سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 561-570.

\*: سورة البقرة ، الآية 276.

\*\* :سورة المائدة، الآية 90.

<sup>1</sup> : زكرياء سلامة عيسى شنطاوي ، مرجع سبق ذكره، ص 137، 136.

\*: رواه أبو داود، انظر سنن أبي داود، ج 02، ص 305.

لقد بنى أصحاب هذا الرأي مذهبهم على أمرين<sup>1</sup>:

❖ أولهما: ما جاء في الموسوعة الفقهية من انه لا يمنع من انتقال الملك في المبيع أو الثمن كونهما ديونا ثابتة في الذمة إذا لم يكونا من الأعيان، وعليه فان التعامل في هذه الأوراق جائز، ويملك المشتري المبيع والبائع الثمن، حيث يكون ملك المشتري للمبيع بمجرد عقد البيع الصحيح ولا يتوقف على التقابض، وان كان للتقابض أثره في الضمان.

❖ ثانيهما: ما أجازته فقهاء المالكية، والحنابلة، في جواز اشتراط تأجيل الحق إلى مدة، اعتمادا على حديث جابر.

#### 4-3- الترجيح<sup>2</sup>:

من خلال تأمل أدلة الفريقين، الرأي الراجح هنا هو القائل بالتحريم، لقوة الأدلة التي استدلت بها المانعون للعقود الآجلة، حيث يمكن تلخيص تلك الأدلة فيما يلي:

- ❖ ما فيها من تأجيل الثمن و المثمن، وهو بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه.
  - ❖ ما فيها من اشتراط تأجيل المبيع المعين، وهو محرم.
  - ❖ كما أن البيع غير مقصود للمتعاملين بهذا النوع من المعاملات غالبا، ولذلك تنتهي هذه المعاملات في الغالب بالمحاسبة بين البائع والمشتري على فروق الأسعار، دون تسليم أو تسلّم.
- المطلب الرابع: التوريق الإسلامي والمؤشر الإسلامي.

#### 1- التوريق الإسلامي<sup>3</sup>:

إن الناظر في التوريق التقليدي يرى عمليات محظورة وأخرى توافق القواعد المالية الإسلامية، لذا فلا بد من إعادة صياغة مفهوم التوريق وفق المنظور الشرعي، و التوريق وفق القواعد الإسلامية لا يختلف كثيرا عن المفهوم التقليدي من الناحية الفنية، لكنه يخضع لمجموعة ضوابط شرعية لا بد أن يدور في إطارها، فلا يجوز في الشرع توريق الديون لتداولها بعائدات لاشتمالها على الربا الصريح، و قد صدر قرار مجمع الفقه الإسلامي بتحريم التوريق الذي يحول إلى سندات ربوية لأنها تمثل قروضا ربوية سواء سمي العائد فائدة أو ريع أو عمولة أو ربح، أما إذا طرحت سندات لا تدر عائدات فلا بأس لأنها تعتبر قرضا حسنا فيجوز إصدارها و تداولها وفق الضوابط الشرعية للتصرف في الديون.

وبناء على هذا يمكن تعريف التوريق من وجهة نظر شرعية بأنه عملية تقسيم ملكية الأصول و الموجودات المالية إلى أجزاء، يمثل كل جزء منها صكا قابلا للتداول لأغراض الاستثمار في سوق الأوراق المالية وفق الضوابط والمعايير الشرعية، و يعد مالك الصك مالكا للحصة التي يمثلها الصك في هذه الأصول المالية أو حصة في رأس مال المشروع الذي ينشأ أو يطور بحصيلة هذه الصكوك الاستثمارية.

#### 2- المؤشر الإسلامي:

يعطي داو جونز لأسواق الأوراق المالية مثلا رائعا لصناعة مالية متقدمة، لكن التعامل بالمؤشر بشكله الحالي صورة من صور القمار، لذا أعطت الصناعة المالية الإسلامية بديلا مناسبيا بإنشائها مؤشرات السوق الإسلامي للأشخاص الراغبين في الاستثمار وفقا للشريعة الإسلامية في كل أنحاء العالم،

<sup>1</sup>: المرجع نفسه ، ص 137.

<sup>2</sup>: مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان ،مرجع سبق ذكره، ص 800.

<sup>3</sup>: احمد إسحاق الأمين حامد، مرجع سبق ذكره، ص ص 25،24.

و بالتالي فهي تتيح للمستثمرين الإسلاميين أدوات شاملة مبنية على منظور استثمار عالمي حقيقي، و هناك نوعين من المؤشر الإسلامي هما<sup>1</sup>:

❖ **مؤشر داو جونز للسوق الإسلامي:** يتكون من 600 شركة عالمية تستجيب لمعتقدات المسلمين من 30 دولة حول العالم بما فيها الولايات المتحدة الأمريكية و تم اختيار هذه الشركات على أساس 2700 سهم للشركات التي تدخل في مؤشر داو جونز العالمي مع استبعاد الشركات التي لا تتفق مع قوانين الشريعة الإسلامية.

❖ **مؤشر بورصة فاينشيال تايمز الإسلامية العالمية:** صممت بورصة فاينشيال تايمز الإيطالية في 13 جويلية 2000 مؤشرها الإسلامي العالمي لتتبع أداء شركائها التي تتوافق أنشطتها مع مبادئ الشريعة الإسلامية في التداول في الأسواق المالية العالمية، و يغطي هذا المؤشر 29 دولة من الأسواق العالمية.

#### الخلاصة:

نخلص مما تقدم ذكره أن ظهور الهندسة المالية أعطى وسوف يعطي مجالات ابتكار متعددة و متطورة في المستقبل المنظور و البعيد، وهذا الاتجاه أحوج من يحتاج له علماء المالية أو التمويل

<sup>1</sup>: حنان إبراهيم النجار، "آلية بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي ومتطلباته في أسواق المال العالمية"، المؤتمر العلمي الرابع عشر حول "المؤسسات المالية الإسلامية"، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي ، يومي 7 ، 8 مارس 2007، ص76، من الموقع: <http://iefpedia.com/arab/?p=1435> ، بتاريخ 3 مارس 2011.

الإسلامي في سعيهم للتخلص من الأوراق المالية الربوية و استبدالها بأخرى توافق الشرع الإسلامي من حيث المنشأ والاستمرارية و الانتهاء.

أما عن الهندسة المالية الإسلامية فهي ابتكار وسائل تمويل جديدة تستفيد منها المؤسسات المالية الإسلامية التي يجب أن تنشط في سوق إسلامية للأوراق المالية يكون للهندسة المالية الإسلامية دورا كبيرا في إقامتها، حيث تضمن لها عملا وأدوات مالية مطابقين للشرع الحنيف وبعيدين عن أي شبهة تحرمها.

وقد تبين لنا أيضا أن منتجات الهندسة المالية الإسلامية متنوعة لتشمل كل الأدوات التي تتوافق و موجهات الشرع الإسلامي، و بمقارنها بمنتجات الهندسة المالية التقليدية يتضح أن هناك أدوات حرمت كالمشتقات المالية، و أخرى استبدلت كالسندات و أخرى ادخل عليها شروط كالأسهم و هذا لتصبح أكثر ايفاء بقوانين الشريعة الإسلامية و تحقيقا للمصلحة العامة للمستثمرين المسلمين.

## تمهيد:

تختلف الصناعة المالية الإسلامية عن الصناعة المالية التقليدية في جوهرها، فكلاهما تعمل وفق مبادئ وأسس وآليات مختلفة تماماً ولكن تبقى مشكلة المحاكاة، أي يتم سلفاً تحديد النتيجة المطلوبة من منتج الصناعة المالية الإسلامية، وهي عادة النتيجة نفسها التي يحققها المنتج التقليدي، لذا يسعى الاقتصاد الإسلامي لإيجاد طريقة تتناسب مع ما جاء في الشريعة الإسلامية.

وكما هو معروف فالأسواق المالية بما تتوفر عليه من مصادر مختلفة للتمويل أصبحت قاعدة أساسية لاقتصاد أي دولة، لذا يعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامي فرصة هامة جداً لكل مستثمر مسلم، حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته وذلك من خلال تنويع محفظته المالية واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحاً ومشروعية.

## المبحث الأول: عموميات حول سوق الأوراق المالية:

تحظى سوق الأوراق المالية باهتمام كبير لما تقوم به من أدوار هامة في النشاط الإقتصادي من خلال ما يصدر فيها من أدوات مالية يتعامل بها أعضاء مسجلون فيها.

### المطلب الأول: مفهوم ونشأة سوق الأوراق المالية:

#### 1- مفهوم سوق الأوراق المالية:

تعتبر بورصات الأوراق المالية من أجهزة الادخار والاستثمار الهامة في الدولة ذات الحرية الاقتصادية أو التي تتمتع باقتصاد مختلط حيث يلعب كل من القطاع العام والخاص دوره في هذا الشأن. وقد تعددت المفاهيم التي تعالج سوق الأوراق المالية، إلا أنها تصب في نطاق واحد حيث يمكن القول أن هذا الاختلاف يرتكز على الخوض في مدلوله اللغوي ووضعه القانوني ومحتواه الاقتصادي.

فمن الناحية اللغوية نجد أن البورصة ترجمة لمصطلح stock Exchange، كلمة stock تعني مخزون، و يمكن أن يكون المخزون من أي سلعة، والمصطلح stocks يعني مخزون الأموال المتمثل في الأسهم، و كلمة Exchange تشير إلى مكان عام حيث يتم شراء و بيع الأشياء، إذن فالبورصة لغويا تعني تجارة شراء وبيع الأموال أو الأوراق المالية<sup>1</sup>.

و من الناحية الإقتصادية يعرفها صلاح الدين حسن السيبي بقوله: "هي سوق مستمرة ثابتة في المكان تقام في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال و السماسرة للتعامل في الأوراق المالية وفقا لنظم ثابتة و لوائح محددة، وتتسم سوق الأوراق المالية بحساسيتها الشديدة، فهي أول من يتأثر بالكساد أو الرواج، و في جميع الأحوال العادية يتحدد سعر الأوراق المالية بعوامل العرض والطلب شأنها في ذلك شأن أية سلعة أخرى"<sup>2</sup>.

وبناء على ما سبق يمكن القول أن سوق الأوراق المالية هو ذلك المكان العمومي الذي يجمع بين المحتاجين لرؤوس الأموال سواء كانوا أصحاب مؤسسات أو جماعات محلية ودولية وبين المستثمرين الذين جمعوا أموالا ووظفوها في شراء أسهم وسندات وغيرها من الأوراق المالية، ويحدد سعر تلك القيم المتداولة قوى العرض والطلب وبمساعدة وسطاء، وعادة ما تفرض السلطات العمومية رقابة صارمة على سوق الأوراق المالية في كافة العمليات التي تتم داخله.

## 2- نشأة سوق الأوراق المالية:

ارتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخياً بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم ولاسيما الدول الرأسمالية، وقد جاء انتشار الشركات المساهمة و إقبال الحكومات على الإقتراض ليخلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية و التي كان التعامل بها يتم في بادئ الأمر على قارعة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا و إنجلترا و أمريكا، ثم استقر التعامل في أعقاب ذلك في أبنية خاصة والتي أصبحت تعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية أو Bourse بالفرنسية والتي يرجع أصلها إلى مصدرين<sup>3</sup>:

الأول: اسم أحد كبار الأغنياء واسمه Van Der Bourse وكان يقيم في مدينة بروج في بلجيكا، وكان يجتمع عنده عدد كبير من التجار ولذلك أطلق اسم بورصة على المكان الذي يجتمع فيه التجار وتتم فيه عمليات الشراء والبيع.

أما الثاني: فندق في مدينة بروج كانت تزين واجهته شعار عملة على ثلاث أكياس Trois Bourse أين كان يجتمع عملاء مصرفيين ووسطاء ماليين وذلك لإتمام عمليات البيع والشراء. ونجد أول بورصة أنشأت كانت في مدينة أنفرس عام 1536م، ثم في أمستردام عام 1608م، ثم في لندن عام 1666م، ثم في باريس عام 1808م، لتنتشر بعد ذلك في باقي دول العالم.

## المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية: وظائفه، أهميته:

### 1- وظائف سوق الأوراق المالية:

تتمثل الوظيفة الأساسية لسوق الأوراق المالية في نقل الأموال من الأطراف التي تتوفر لديها أموالا فائضة إلى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال، لذا وجدت البورصة في الأساس لتشبع رغبات وحاجات المتعاملين ومن ثمة أضحت ضرورة حتمية استلزمها المعاملات الاقتصادية بين الأفراد و المؤسسات و الشركات.

1 : عديلة مريم، "محاولة قياس أثر البورصة على التنمية الاقتصادية -دراسة حالة الجمهورية التونسية (1991 - 2002)-"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية و نقد، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، دفعة 2004، ص 02.

2 : صلاح الدين حسن السيبي، "بورصات الأوراق المالية"، عالم الكتب، القاهرة، 2003، ص 12.

3 : المرجع نفسه، ص 05.

- ❖ إلا أن هناك وظائف أخرى لا تقل أهمية عن الوظيفة الأساسية يمكن إدراجها في ما يلي<sup>1</sup>:
- ❖ إيجاد حلقة فعالة بين البائعين و المشترين الأمر الذي ييسر سبل الاستثمار و التمويل و الإقراض.
- ❖ تشجيع الادخار و ذلك بفتح مجالات واسعة أمام صغار المدخرين لإيجاد فرص استثمارية ملائمة، و تشجيع المدخرين على توظيف مدخراتهم في مجالات يصاحبها أقل درجة من مخاطرة و في أوراق مالية متوسطة و طويلة الأجل يمكن تحويلها لسيولة مالية في أي وقت.
- ❖ وجود السوق يساعد السياسة النقدية و المالية على تحقيق أهداف تلك السياسات في العملة الاقتصادية.
- ❖ توفير المعلومات و البيانات التي تمكن المستثمر من حسن اختيار الوسائل الاستثمارية و تمكنه من إعادة النظر في استثماراته بما يعود عليه بالنفع.
- ❖ إتاحة الفرصة أمام الشركات التي تتداول أوراقها المالية في السوق المالي، من بيع و شراء هذه الأوراق المالية و انتقال ملكيتها من مشتري لآخر، دون الحاجة لبيع حق الملكية.
- ❖ يمثل السوق و سيطر مالي بين الأفراد و المؤسسات المالية و شركات الأعمال و الخدمات، و لذلك يمثل مرحلة من مراحل نمو النظام المصرفي، يحقق التكامل بين النمو المالي في الدخل الوطني، لأنه مع نمو دخول الأفراد يزداد معدل التطور و النمو في المجال النقدي و المالي بالاقتصاد الوطني.
- ❖ تشجيع تدفق الأموال و الاستثمارات الخارجية، إذا ما تحول السوق إلى سوق إقليمي دولي.
- ❖ تقادي التقلبات العنيفة في أسعار الأسهم و السندات صعودا أو هبوطا، بقيام العاملين في السوق بتنظيم عمليات الشراء و البيع بحكم خبرتهم و تخصصهم في هذا المجال لصالح كل من المشتري و البائع.
- ❖ يعتبر سوق الأوراق المالية مؤشرا للحالة الاقتصادية.
- ❖ تعتبر الأوراق المالية المتداولة في السوق من الضمانات الجيدة و المقبولة لدى البنوك عند منح القروض لحاملها.
- ❖ تعتبر وظيفتي تحويل الخطر و تحويل الانتظار من أكثر الوظائف الاقتصادية للبورصة من حيث الأهمية، حيث تساهم وظيفة تحول الخطر في تنمية الاستثمارات المادية التي تقوم بها الشركات المساهمة، أما وظيفة تحويل الانتظار فتستمد أهميتها من إتاحة الفرصة أمام المستثمر لتحويل استثماراته المالية إلى نقود عند الحاجة إليها.

## 2- أهمية سوق الأوراق المالية:

- تعتبر أسواق الأوراق المالية بحكم وظيفتها الاقتصادية صلة الوصل بين المشاريع و مدخرات الأفراد و بالتالي فهي تلعب دورا هاما في توزيع مدخرات الأفراد على مختلف المشاريع الاقتصادية و تنشيط كافة قطاعات النشاط الاقتصادي بما ينعكس أثره في النهاية على معدل التنمية الاقتصادية للبلاد في أوقات الرواج و الكساد، و فيما يلي عرض لأهم المزايا التي تحققها سوق الأوراق المالية<sup>2</sup>:

1 : عدة مراجع:

- جمال جويدان الجمال، "الأسواق المالية و النقدية"، دار الصفاء، عمان، 2002، ص 38.  
- محمد عثمان اسماعيل حميد، "أسواق رأس المال و بورصة الأوراق المالية و مصادر تمويل مشروعات الأعمال"، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993، ص ص 41، 42.  
- رسمية قرياقص، "أسواق المال"، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط1، 1999، ص ص 43، 44.

2 : عدة مراجع:

- صلاح الدين حسن السبسي، مرجع سبق ذكره، ص 21.  
- محسن أحمد الخضيرى، "كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة"، إيتراك للنشر و التوزيع، مصر الجديدة، ط1، 1996، ص ص 19، 20.  
- ضياء مجيد، "البورصات: أسواق رأس المال و أدواتها الأسهم و السندات"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، ط1، 2003، ص ص 7، 8.

❖ سوق الأوراق المالية توفر قنوات ومداخل سليمة للاستثمار أمام الأفراد، كما أنها أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية وتحقيق جملة من المنافع الاقتصادية أهمها منافع الحيازة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب.

❖ أداة فعل غير محدودة في الاقتصاد الوطني، تؤثر في كل جوانب الاقتصاد، كما تؤثر في كافة مجالات النشاط الاقتصادي، و في الوقت ذاته تتأثر بهذا كله، و من خلال هذا التأثير والتأثير تحدث آثار جديدة.

❖ تعتبر سوق الأوراق المالية أداة إشباع للمستثمر الصغير الذي لا يقدر على إنشاء المشروعات لصغر ما يملكه من رأس مال وفي الوقت نفسه للمستثمر الكبير بإتاحة فرص الاستثمار لكليهما، لشراء الأسهم والسندات المطروحة للتداول.

❖ تمكين أصحاب المشاريع الاقتصادية من الحصول على رأس المال اللازم لإنشاء مشاريع اقتصادية جديدة أو توسيع الطاقة الإنتاجية في مشاريع قائمة.

❖ تجنب الآثار التضخمية لحد بعيد، إذ لو قامت المصارف المحلية بعمليات التمويل لأدى ذلك إلى زيادة مفرطة في حجم الائتمان المحلي، وبالتالي إحداث موجات تضخمية خاصة وأن هذه القروض تأخذ طابع القروض طويلة الأجل مما يتطلب فترة طويلة قبل تحقيق النتائج.

❖ مراقبة الاستثمارات من خلال التعرف على سير العمل في المشاريع الاقتصادية عن طريق معرفة التغيرات في أسعار الأوراق المالية، أي أن أسعار هذه الأوراق مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية، بمعنى أنها بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة لاتخاذ الإجراءات التصحيحية عندما يلزم الأمر، فعندما تنخفض الأسعار- وهو ما يعد مؤشرا لاحتمال تعرض البلاد لموجة من الكساد- يهب المسؤولون إلى اتخاذ الترتيبات الملائمة لتصحيح الأوضاع كما يبدي المحللين الاقتصاديين وجهات نظرهم بشأن الحالة وشأن الترتيبات المقترحة لمواجهتها.

❖ حماية الوحدات الاقتصادية من التقلبات في أسعار السندات، إذ يتم التخلص منها عند توقع انخفاض كبير في أسعارها حتى لا تلحق الخسارة بأصحابها.

❖ عمليات متابعة أسعار الأسهم في البورصات تحت إدارة الشركات على تحسين كفاءتها و على زيادة فعاليتها حتى لا تهبط أسعار أسهم هذه الشركات.

❖ تعمل البورصة على تحذير وتنبيه الأفراد العاديين والمحترفين إلى مخاطر الاستثمار وإلى عدم الدخول إلى المجالات الاستثمارية غير المناسبة.

### المطلب الثالث: تقسيمات سوق الأوراق المالية:

إن تقسيمات سوق الأوراق المالية عديدة ومتشعبة، ولعل ذلك يرجع إلى حد كبير إلى التعقيدات التي ترافق طبيعة عمل هذه الأسواق، ويمكن التطرق إلى أهم هذه التقسيمات كما يلي:

#### 1- أسواق حاضرة ( فورية ):

##### 1-1- السوق الأولي "سوق الإصدار":

يمكن تعريفه على أنه ذلك السوق الذي يتم فيه بيع الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية، حيث تطرح الحكومة السندات وأذونات الخزينة لتمويل الإنفاق العام، بينما تطرح الشركات ومؤسسات الأعمال السندات والأسهم للحصول على احتياجاتها التمويلية لتنفيذ خططها الإستثمارية، فقد يكون المصدر شركة جديدة أو شركة قائمة في السوق من سنوات عدة، وقد تمثل الأوراق المالية المصدرة نوعا جديدا للمصدر

أو تمثل كميات إضافية لورقة مالية سبق أن طرح لها إصدارات عدة في الماضي، والجدير بالذكر أنه يوجد نوعان من الطرح للأوراق المالية للإكتتاب العام في السوق الأولية هما<sup>1</sup>:

❖ **الطرح العام للتداول:** حيث يتم طرح الأوراق المالية للمستثمرين والجمهور بصفة عامة في السوق.

❖ **الطرح الخاص للتداول:** الذي تطرح فيه الأوراق المالية لعدد محدود من المستثمرين، وغالبا ما يكونوا الملاك الحاليين للشركة بالإضافة إلى عدد قليل من المستثمرين المحتملين.

### 1-2-2- السوق الثانوي "سوق التداول":

يعرف بأنه ذلك السوق الذي يجري التعامل فيه بالأوراق المالية التي سبق إصدارها، و تم الإكتتاب فيها، و بعبارة أخرى هو ذلك السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية لشركات قائمة بالفعل، وتقوم هذه السوق بدور لا يمكن الإستغناء عنه لأي اقتصاد متقدم أو حتى في طريقه للتقدم، إذ أنها تجعل من وجود السوق الأولية أمراً ممكناً، بمعنى أنه بدون السوق الثانوي قد لا تنشأ أصلاً سوق أولية للأوراق المالية، ففي السوق الثانوية يمكن تسهيل الأوراق المالية أي تحويلها بسهولة إلى نقود عن طريق البيع وبدون خسائر<sup>2</sup>.

ويمكن التمييز في هذا الصدد بين الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة:

### 1-2-2-1- الأسواق المنظمة "البورصات":

تتميز هذه الأسواق بأن لها مكان محدد يلتقي فيه المتعاملين بالبيع أو الشراء لورقة مالية مسجلة بتلك السوق، كما أنه يدار بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق<sup>3</sup>، ويمكن تقسيم السوق المنظمة إلى أسواق مركزية وأسواق المناطق كالاتي:

أ. **السوق المركزي:** ويقصد به ذلك السوق الذي يتعامل في الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للمنشأة أو المنظمة المصدرة لتلك الورقة، ومن أمثلة تلك الأسواق: بورصة لندن وبورصة طوكيو وبورصة نيويورك للأسهم<sup>4</sup>.

ب. **بورصة المناطق أو البورصات المحلية:** في الولايات المتحدة الأمريكية، وتتعامل في حوالي 10% من الأوراق المالية المسجلة، وهي عادة أوراق مالية لمنشآت صغيرة تهتم جمهور المستثمرين في النطاق الجغرافي للمنشأة أو في المناطق القريبة منه، إلى جانب الخدمة التي تؤديها هذه البورصات إلى صغار المستثمرين في المنطقة التي تقع فيها، وتتيح البورصة المحلية للسماسرة من غير القادرين على الحصول على مقعد في إحدى البورصات المركزية، فرصة التعامل في الأوراق المالية المتداولة في تلك البورصات<sup>5</sup>.

### 1-2-2-2- الأسواق غير المنظمة:

يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج البورصات، والتي يطلق عليها المعاملات على المنضدة التي تتولاها بيوت السمسرة المنتشرة في جميع أنحاء الدولة، ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات، إذ تتم من خلال شبكة اتصالات قوية تتمثل في خطوط تليفونية أو أطراف للحاسب الآلي أو غيرها من وسائل الإتصال السريعة التي تربط بين السماسرة و التجار و المستثمرين، وتتعامل الأسواق غير المنظمة أساسا في الأوراق المالية غير المسجلة في البورصات و

1 : عاطف وليام أندراوس، "أسواق الأوراق المالية"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2007، ص 22- 25.

2 : حسين بني هاني، مرجع سبق ذكره، ص ص 16، 17.

3 : منير ابراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997، ص 96- 106.

4 : زكريا سلامة عيسى شنطاوي، مرجع سبق ذكره، ص 45.

5 : المرجع نفسه، ص 45.

على الأخص السندات، غير أن ذلك لا يمنع تلك الأسواق من التعامل في الأوراق المسجلة في الأسواق المنظمة، و في مقدمتها السندات الحكومية وسندات بعض منشآت الأعمال<sup>1</sup>.  
و تتضمن السوق غير المنظمة أسواق أخرى فرعية هي السوق الثالث والسوق الرابع ونوضحها كما يلي:

أ. **السوق الثالث:** عبارة عن بيوت سمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، و إن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، و هذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت، فهي بهذا الشكل تعتبر منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة، و العملاء لهذه السوق هم المؤسسات الإستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات، وحسابات الأموال المؤتمن عليها التي تديرها البنوك التجارية<sup>2</sup>.

ب. **السوق الرابع:** يتم التعامل فيها مباشرة و بدون وساطة بين المؤسسات الكبرى والهدف منها استبعاد شركات التجارة و السمسرة في الأوراق المالية بهدف تخفيض النفقات خاصة في حالة الصفقات الكبيرة، و عليها أن تبحث بنفسها عن بائع أو مشتري، و يتم التعامل فيما بينها من خلال شبكة اتصال الكترونية و تسمى Instant، حيث يمكن عن طريق هذه الشبكة معرفة الأسعار وفقا لحجم التعامل<sup>3</sup>.

## 2- أسواق آجلة:

عبارة عن أسواق تتعامل بالأوراق المالية و الأصول المالية الأخرى من خلال عقود و اتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق لتاريخ إبرام العقد، يحدد سعرها وقت إنشاء العقد في سوق مالي منظم لهذه الغاية على أن يلتزم كل من طرفي العقد بإيداع نسبة معينة (هامش) من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه، إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية لحماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته تجاهه، وفي هذه السوق يتم تداول العقود المستقبلية للسلع الزراعية، سندات الخزينة المستقبلية، أسعار الفائدة المستقبلية وعقود العملات الأجنبية المستقبلية وغيرها من العقود<sup>4</sup>.

## المطلب الرابع: المتعاملون في سوق الأوراق المالية:

لا شك أن سوق الأوراق المالية هي محل تداول الأوراق المالية (بيعها وشراؤها) التي تصدرها الشركات من خلال مجموعة من المتعاملين و هم:

### 1- الأعضاء العاملين:

هم الذين يحصلون على عضوية الإنضمام إلى البورصة و يشار إليها بالمقاعد و العضوية غير المجانية إذ ينبغي دفع مبلغ كبير للحصول على عليها ، هذا بالإضافة إلى توافر شروط في العضو المترشح التي تحدها الجهات الرقابية إلى جانب قيامه باجتياز إمتحانات معينة، و يمكن تلخيص فئات الأعضاء العاملين في البورصات كالآتي:

### 1-1- السمسرة بالعمولة :

هم الذين يقومون بالتعامل مع الجمهور الذين يرغبون في شراء أو بيع الأوراق المالية التي يمتلكها مقابل حصول السمسار على عمولة تحدها لائحة البورصة، أي أنهم هم الذين يتوسطون بين البائع و المشتري و تمثل هذه الفئة الجزء الأكبر من أعضاء البورصة<sup>5</sup>.

1 : عبد الغفار حنفي، رسمية فرياقص، "مذكرات في الأسواق والمؤسسات المالية"، الناشر: قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 1995، ص 442.

2 : علي إبراهيم الشديقات، محمد عوض عبد الجواد، مرجع سبق ذكره، ص 68.

3 : حسين بني هاني، مرجع سبق ذكره، ص 18.

4 : رسمية أحمد أبو موسى، "الأسواق المالية والنقدية"، دار المعتز، عمان، ط1، 2005، ص 23.

5 : منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 476.

### 1-2- تجار الأوراق المالية :

هم فئة من التجار الذين يستغلون الفرص، حيث يقومون بشراء وبيع الأوراق المالية لحسابهم الخاص من أجل تحقيق أرباح من فرق السعر، وعادة ما يقومون بتخزين عدد من الأوراق المالية ليعيدوا استخراجها في الوقت المناسب<sup>1</sup>.

### 1-3- سماسرة الصالة أو المقصورة :

هم الذين ينفذون طلبات البيع والشراء للأوراق المالية التي يتعهد بها سماسرة آخريين مقابل عمولة، وهم لا ينتمون إلى شركات السمسرة ومن ثم فإن عليهم دفع رسم العضوية من أموالهم الخاصة، و إنما ينفذون الأوامر لصالح هذه الشركات، ويطلق عليهم اسم سماسرة السمسرة<sup>2</sup>.

### 1-4- تجار الصالة :

وهم تجار مسجلين بالبورصة يقومون بدفع رسم العضوية من أموالهم الخاصة ويتعاملون في شراء وبيع الأوراق المالية لصالحهم الخاص لتحقيق أرباح من وراء ذلك دون الإحتفاظ بهذه الأوراق لذا يطلق على هذه الفئة اسم المضاربين<sup>3</sup>.

### 1-5- تجار الطلبيات الصغيرة :

وهم الذين يقومون بشراء الأوراق المالية في طلبيات بكميات كبيرة- 100 سهم أو مضاعفاتها- ثم البيع لمن يريد الشراء بكميات صغيرة ( أقل من 100 سهم ) مقابل عمولة تتمثل في الفرق بين سعر البيع و سعر الشراء، وهي عمولة أكبر نسبيا بالقياس مع غيرهم من التجار الذين يبيعون بكميات أكبر في الطلبية الواحدة<sup>4</sup>.

### 1-6- وكلاء بيوت السمسرة:

هم أعضاء يعملون لحساب بيوت السمسرة الكبيرة، لتنفيذ عملياتهم الضخمة المتعلقة بشراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في البورصة، ويساعد أعضاء البورصة فئتين هما: المندوب الرئيسي والوسطاء، حيث يعمل الأول كموظف لدى السمسار لمساعدته على تطبيق أوامر الشراء و البيع في المقصورة لحساب السمسار ، أما الثاني فيعمل كحلقة تربط بين السمسار و العملاء يتلقون منهم أوامر الشراء و البيع و يبلغونها للسمسار و تنفذ الصفقات في المقصورة تحت مسؤولياته و ذلك نيابة عن السمسار<sup>5</sup>.

### 1-7- المتخصصون :

هم مجموعة من السماسرة الذين يختصون في التعامل في ورقة مالية معينة واحتكارها، حيث تصبح لهم الصلاحية في الإطلاع على الأوامر المتعلقة بتلك الورقة ، وعادة ما يجمع المتخصصون بين نشاط السمسرة ونشاط التجارة ، لكن لا يحق لهم التعامل مع الجمهور مثل السماسرة بالعمولة<sup>6</sup>.

### 2- الأعضاء غير العاملين :

يعتبرون أكبر المتعاملين في البورصة بيعا وشراء للأوراق المالية ، لا يحق لهم التعامل بالمقصورة أو الصالة و يقومون بتنفيذ طلبياتهم مقابل عمولة منخفضة ، و يمكن أن نلخصهم فيما يلي<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> : المرجع نفسه، ص 477.

<sup>2</sup> : محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 58.

<sup>3</sup> : منير ابراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، ط1، 1999، ص 74.

<sup>4</sup> : المرجع نفسه، ص 75.

<sup>5</sup> : المرجع نفسه، ص 76.

<sup>6</sup> : منير ابراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص ص 74، 75.

## 2-1- الأعضاء المنضمين :

وهم البنوك وشركات التأمين وسندات الاستثمار وكل الشركات التي يقتصر عملها في تسويق الأوراق المالية لحساب عملائهم أو لحسابهم الخاص عن طريق الأعضاء العاملين في البورصة.

## 2-2- الأعضاء المرسلين :

هم أعضاء عاملين في بورصة أجنبية يمارسون أعمالهم في بورصة دولة أخرى عن طريق سمسار محلل مقيد في بورصة تلك الدولة.

## 2-3- سمسرة الخصم :

هم الذين يقدمون خدماتهم الإدارية الكتابية الخاصة بإتمام عمليات البيع والشراء من خلال بيوت السمسرة التي تقوم بالحفاظ على الأوراق المملوكة لعملائها في خزائنها وتحصل عوائدها بدلاً من العملاء، و ذلك عند اقتراب تواريخ استحقاقها، فضلاً عن اتخاذ قرار البيع أو الشراء المناسب له.

## 2-4- مكاتب الخدمات الاستشارية :

تساعد في تدعيم كفاءة السوق من خلال الدراسات و الأبحاث التي تنجزها البورصة سواءاً لحساب بعض العملاء أو بيوت السمسرة مقابل مبلغ متفق عليه، وهذه المكاتب لا تمارس نشاط السمسرة و تسويق الأوراق المالية.

## 3- الطالبون والعارضون:

### 3-1- الطالبون:

هم الذين يقومون بطلب الأوراق المالية من الأسواق المالية عن طريق شراءهم لها من هذه الأسواق، وهؤلاء المشترون يمثلهم أساساً مستثمرون وبالذات الأفراد والمؤسسات والجهات المختلفة في الاقتصاد والتي يتوفر لها فائض من الموارد المالية يزيد عن احتياجاتها التمويلية لنشاطاتها، وبالتالي فإنها بدلاً من تجميد هذه الموارد بعد استخدامها خلال فترة تحقق الفائض، هذا وعدم الحصول على عائد منه بسبب ذلك تتجه إلى طلب شراء الأوراق المالية من السوق من أجل الانتفاع من هذه الموارد المالية الفائضة مؤقتاً<sup>2</sup>.

### 3-2- العارضون:

تكون مهمة البائعين في هذه الأسواق هي عرض الأوراق المالية من أجل بيعها، ويمثل هؤلاء بدرجة أساسية الشركات أو المشروعات التي تعاني من عجز في مواردها المالية الذاتية عن تلبية احتياجاتها لممارسة عملها ونشاطاتها وتوسيع وتطوير هذه النشاطات، ولذلك تقوم بإصدار الأسهم من أجل بيعها للجهات المختلفة حتى يتوفر لديها التمويل الذي تحتاجه، وكذلك تقوم بإصدار سندات تسهم في توفير هذا التمويل عندما لا تستطيع توفيره بالإعتماد على الأسهم التي تصدرها<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> : محسن أحمد الخضيرى، مرجع سبق ذكره، ص 11- 20 .

<sup>2</sup> : فليح حسن خلف، "الأسواق المالية النقدية"، عالم الكتب الحديث، أريد، ط1، 2006، ص 93.

<sup>3</sup> : نفس المرجع، ص 91.

## المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية الإسلامي:

يمثل سوق الأوراق المالية الإسلامي أداة أساسية من أدوات النمو الاقتصادي الإسلامي خلال الربط بين أصحاب العجز والفائض في الأموال، وتمارس هذه الوظيفة من خلال مؤسساتها وأدواتها. **المطلب الأول: سوق الأوراق المالية الإسلامي: تعريفه، نشأته، خصائصه:**

### 1- تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامي:

تعريف سوق الأوراق المالية يعكس بيان مدى التزام سوق الأوراق المالية في اقتصاد إسلامي بالمنهج الإسلامي للاستثمار، وإبراز الدور الإنمائي لسوق الأوراق المالية، فيعرف السوق الإسلامي للأوراق المالية بأنه: "سوق منظمة تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية للتعامل الشرعي ببيعاً وشراءً لمختلف الأوراق المالية، وتهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة".<sup>1</sup> ويقصد بالقول "سوق منظمة" أنها تخضع لقوانين ولوائح وقواعد تنظم إدارتها وتحكم عملياتها، و"التعامل الشرعي" يعني أنه يجري التداول على أوراق مالية يصح إصدارها شرعاً وبصيغ مشروعة، وأن تنفيذ كافة عملياتها بالإطار الشرعي للمعاملات.<sup>1</sup> كما يمكن تعريف سوق الأوراق المالية بأنه: "ذلك الإطار أو المجال الشرعي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية المتوافقة والشريعة الإسلامية من طرف أصحاب العجز ثم اقتنائها وتداولها عبر قنوات إتصال فعالة بين أصحاب الفائض بصورة منظمة ومراقبة على أسس شرعية من طرف الهيئة الشرعية للسوق وذلك من أجل استثمار الأموال في إطار شرعي"<sup>2</sup>.

### 2- نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامي<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> : زكريا سلامة عيسى شنطاوي، مرجع سبق ذكره، ص 30، 31.  
<sup>2</sup> : محمد عدنان بن الضيف، "الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة في المقومات من وجهة نظر إسلامية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير ( غير منشورة ) في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، جامعة بسكرة، دفعة 2007/2008، ص 174.  
<sup>3</sup> : عدة مراجع:  
- رايس حدة، "دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية"، إيتراك للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2009، ص 47، 48.  
- سليمان ناصر، "تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية"، جمعية التراث، غرداية، 2002، ص 348، 349.

لقد عرفت الدول الإسلامية أسواق مالية في البداية من خلال الدول الإستعمارية، حيث أنشأت العديد من البنوك والبورصات تطبيقاً لنظمها الإقتصادية ولضمان تصدير المواد الخام إليها وتسويق منتجاتها بهذه الدول، وفي هذا الإطار بدأت تظهر فكرة إنشاء سوق للأوراق المالية الإسلامية، وطرح هذه الفكرة الدكتور سامي حمودة في ندوة البركة الثانية في تونس سنة 1984م، وفي البحرين تم ذلك فعلاً سنة 1986م، بتأسيس شركات مساهمة إسلامية وعدة منشآت استثمارية للأوراق المالية.

وتواصلت التجارب بعد ذلك في إنشاء سوق للأوراق المالية الإسلامي والتي بدأت تظهر بوادرها في إصدار عدد من المصارف الإسلامية لبعض أنواع الصكوك والشهادات، وبدأت المؤسسات المالية بالتعاون لإيجاد أدوات مالية مستمدة من الشريعة الإسلامية تشكل أساساً لسوق الأوراق المالية الإسلامي، ثم طرحت الفكرة أيضاً في المؤتمر الدولي الأول للمصارف الإسلامية الذي عقد في اسطنبول سنة 1986م، وذلك في إطار إنشاء صندوق استثمار مشترك بين المصارف الإسلامية، ثم في عمان سنة 1987م خلال ندوة "خطة الاستثمار في البنوك الإسلامية" من طرف الدكتور سامي محمود.

كما طرح نفس الفكرة المرحوم الدكتور محمد سيد مناعي في بحث مقدم إلى ندوة عقدت بألمانيا في أوت 1988م حيث قال: "من الواضح أن المطلوب ليس هو بذل الجهود من أجل استعمال الطرق التقليدية في تحريك الأموال أو إدخال تغيير هامشي عليها بل تطوير أدوات مالية إسلامية جديدة وتأسيس سوق ثانوية لهذه الأدوات، ثم تكرر النداء بعد أيام قليلة في ندوة إسهام "الفكر الإسلامي في الاقتصاد المعاصر" و التي عقدت في القاهرة في سبتمبر 1988م، حيث طالبت الندوة في توصياتها بتطوير أدوات سوق رأس المال الإسلامي وإنشاء سوق مالي إسلامي لتسهيل انتقال واستثمار الأموال الإسلامية في البلاد الإسلامية.

وبالرغم من وجود هذه النداءات المتكررة، ورغم وجود بعض التجارب في ابتكار أدوات مالية إسلامية يمكن التعامل بها في سوق للأوراق المالية الإسلامي، إلا أن هذا السوق لا يزال ينشد التحقيق، ومشروعاً تطالب به المصارف الإسلامية بإلحاح نظراً للدور الذي يمكن أن تقوم به في تدعيم مسيرة هذه المصارف وتطوير العمل المصرفي الإسلامي بشكل عام.

و من المحاولات الجادة لإنشاء سوق أوراق مالية إسلامي التي تقوم بها السودان، فهي تعتبر أول دولة عربية تقوم بإنشاء سوق أوراق مالية للأسهم في عام 1995م، وسميت سوق الخرطوم للأسهم، وتتم فيها المعاملات وفق أحكام الشريعة الإسلامية، حيث يتم التعامل فيها بالأسهم و الصكوك و عقود التأجير و الأوراق المالية التي تعتبر عائداتها مقبولة إسلامياً أي خالية من الربا.

### 3- خصائص سوق الأوراق المالية الإسلامي:

يمكن تحديد الخصائص المميزة للتصور الإسلامي لأسواق الأوراق المالية في ما يلي<sup>1</sup>:

❖ أنها سوق تقل فيها المضاربة على أسعار الأوراق المالية بدرجة كبيرة جراء حظر الشريعة لكثير من المعاملات التي تعتبر محلاً لعمليات المضاربة، وبسبب الساسة المالية المعتمدة التي تفرض عبئاً مرتفعاً على المتاجرة بالأدوات المالية والعملات بينما تفرض عبئاً بسيطاً على الإمتلاك الطويل الأجل للأدوات المالية بدافع الإستثمار.

- قيصر عبد الكريم الهيتي، "أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية"، دار رسلان للطباعة والنشر، دمشق، ط1، 2006، ص 244-246.

<sup>1</sup> : أحمد سفر، "المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية"، المؤسسة الحديثة للكتاب، بيروت، ط1، 2006، ص ص 151، 152.

- ❖ أنها سوق تعنى بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ على أساس أن معيار كفاءة الأسواق المالية هو مدة تمويلها للمشروعات المنتجة الجديدة، ولا تركز على حجم تداول الأدوات المالية باعتباره مؤشراً هاماً لتقدير مدى كفاءة السوق المالي.
- ❖ أنها سوق لا تشكل أدوات الدين السمة الغالبة في تعاملاتها وإنما تشجع على تداول أدوات الملكية بشكل واسع، وتستحدث من الصيغ الاستثمارية كل ما يخدم عمليات التبادل الحقيقي للسلع والخدمات.
- ❖ أنها سوق لا تتحكم بها الاحتكارات والرشاوي ولا المعلومات المضللة والهامشية في تحديد أسعار الأوراق المالية فيها.
- ❖ أن تكون الأوراق المالية المتداولة هي الأوراق المالية التي تجيز الشريعة الإسلامية إصدارها وتداولها.
- ❖ أن تجري عمليات سوق الأوراق المالية خالية من أي محظور شرعي.
- ❖ أن تجري أحكام وعمليات سوق الأوراق المالية بما يحقق المصالح المرجوة منها وبدرجة عالية من الكفاءة.

### المطلب الثاني: مبادئ، أهمية ووظائف سوق الأوراق المالية الإسلامي:

#### 1- مبادئ سوق الأوراق المالية الإسلامي:

يقوم سوق الأوراق المالية الإسلامي على عدة مبادئ منها<sup>1</sup>:

##### 1-1- الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية:

بشكل عام تدخل الإسلام بهيكل السوق، حيث حرم كل عقد يؤدي إلى الربا والظلم والغرر والغبن والتدنيس، وفلسفة الإسلام في ذلك أنها شروط أساسية للمنافسة الكفوة الشريفة، وبطبيعة الحال ينطبق هذا المبدأ على سوق الأوراق المالية الإسلامي، أي السوق المنضبطة بالضوابط الشرعية، ولم يتدخل الإسلام بآلية السوق (العرض و الطلب) لأنها من الحريات الطبيعية التي أقرتها الشريعة الإسلامية كشرط مكمل وكافي لأداء السوق بكفاءة.

##### 1-2- الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي:

في الأسواق المعاصرة تكثر المضاربات غير الأخلاقية من بعض المتعاملين بالسوق، فيقومون بشراء الأوراق المالية وبيعها ليس بغرض الاستثمار أو الاسترباح، و لكن بغرض التأثير على الأسعار لصالحهم، وهذا ما يؤدي إلى ظهور ميول احتكارية في هذه الأسواق، لكن في سوق الأوراق المالية الإسلامي لا توجد مثل هذه المضاربات لأن الناظر في العقود الإسلامية يرى أنها عقود تهدف إلى الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي، مثل المشاركات والبيوع والإجازات وغيرها من العقود، بالإضافة إلى ذلك فقد حرم الإسلام الإحتكار.

##### 1-3- المساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية:

إن من شروط تحقيق قيمة مضافة في الإقتصاد أن تكون الإستثمارات فيه حقيقية، وهذا ما تتميز به أسواق الأوراق المالية الإسلامية، و هذا مبدأ مهم من مبادئ الإقتصاد الإسلامي، حيث أنه لا يوجد تناقض بين الأهداف الكلية للمجتمع في التنمية الاقتصادية، وآلية تعامل الأفراد في السوق الإسلامية. و بالتالي فسوق الأوراق المالية الإسلامي مبني على مبادئ سليمة والسلوك أيضا يجب أن يكون مبني على أسس إسلامية، حيث يجب أن يحكمه ما يلي:

<sup>1</sup>: أحمد محمد محمود نصار، "الأسواق المالية الإسلامية: مبادئها وأدواتها"، من الموقع:

<http://www.philadelphia.edu.jo/courses/Markets/Files/Markets/135.doc>، بتاريخ 3 فيفري 2011.

- ❖ وجوب إتفاق قصد المكلف بالعمل وقصد المشرع، وتطبيق ذلك أن مشتري الأداة المالية يجب أن يلتزم بالمقصود من وراء إصدارها وبيعها أساساً، وهكذا لا بد من القصد الأساسي من وراء إصدار الأوراق المالية، للتعرف على ما لمشتريها من التزامات وما له من حقوق.
- ❖ الأدوات المالية ماهي إلا صكوك لحقوق في أصول عينية ونقدية ومعنوية، وهي لا تشتري لذاتها ولكنها تشتري لما لتلك الأصول من عوائد متوقعة، ولهذا فلا بد من أن ترتبط أسعار الأدوات المالية بعوائد المؤسسات والمشاريع التي تقوم من ورائها.
- ❖ أن أسواق الأوراق المالية تشترك مع الأسواق الأخرى في قواعد التعامل الأساسي خاصة منع بيع ما ليس عندك، وتحريم المجازفة القمارية، وتحريم الغش والإحتكار.

## 2- أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامي:

تتجلى أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامي في ما يمكن أن يقدمه من خدمات والتي تتمثل خاصة في مايلي<sup>1</sup>:

- ❖ نجاح البنوك الإسلامية في تعبئة الموارد وجذب الأموال عن طريق ابتكار بعض الأدوات المالية الإسلامية (أي تحقيق السوق الأولية)، يتطلب إيجاد سوق ثانوية لتتكامل مع هذه السوق، حيث تستخدم الفائض من السيولة لديها في هذه السوق وتمتص ما تحتاج إليه من هذه السيولة عند الضرورة.
- ❖ وجود سوق مالية تعمل بأدوات وقواعد إسلامية من شأنه أن يساهم في جذب المدخرات وإعادة توطين الأموال المهاجرة إلى الغرب، حيث تشير الأرقام إلى تناقضات صارخة واختلالات رهيبية في هذا المجال. ومن هنا فإن إعادة توطين هذه الأموال المهاجرة إلى خارج البلاد الإسلامية تتطلب تعاون الحكومات والبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية لإيجاد سوق أوراق مالية إسلامي وتدويره وتسخيرها لخدمة التنمية في البلدان الإسلامية.
- ❖ الدخول في استثمارات متوسطة أو طويلة الأجل يعني تجميد الأموال لمدة طويلة وعدم القدرة على تحويلها إلى سيولة عند الضرورة وذلك في غياب سوق مالية إسلامي، وهذا ما يمنع من الدخول في مثل هذه الاستثمارات التي تعتبر ضرورية لأي عملية تنموية لذلك يعتبر كحل لهذه المشكلة تحويل أكبر قدر ممكن من أصول المؤسسات والبنوك الإسلامية إلى عناصر قابلة للتسييل، ولا يتم هذا إلا بإصدار شهادات قابلة للتداول وإيجاد سوق ثانوية لتداول هذه الشهادات.
- ❖ استثمار فائض السيولة في السوق المالية الإسلامية يعتبر استثماراً قصير الأجل ولو كان ذلك بالدخول في مشاريع طويلة الأجل، وذلك بحكم قابلية تحويل هذه الأصول إلى سيولة في أي وقت ممكن.
- ❖ وجود السوق المالية الإسلامية بأدواتها ووسائلها يجعل المقارنة الكاملة بين وسائل الاستثمار الإسلامية والوسائل المتاحة للبنوك التقليدية ممكنة وموضوعية، أما قبل وجود هذه السوق فإن المقارنة لا تكون منصفة ولا عادلة نظراً لعدم التكافؤ في الظروف والإمكانيات.

## 3- وظائف سوق الأوراق المالية الإسلامي:

يمكن لسوق الأوراق المالية الإسلامي أن يؤدي الوظائف التالية<sup>2</sup>:

- ❖ تدعيم الاستثمار طويل الأجل في البنوك الإسلامية عن طريق تطوير أساليب الاستثمار في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية من خلال الاعتماد على سوق الإصدار وسوق التداول.

<sup>1</sup> : سليمان ناصر، مرجع سبق ذكره، ص 349- 351.

<sup>2</sup> : حسن حسين شحاته، "المنهج الإسلامي لتشخيص ومعالجة أزمات سوق الأوراق المالية"، مجلة الإقتصاد الإسلامي، العدد 216، الإمارات العربية المتحدة، 1999، ص 13، من الموقع: <http://isegs.com/forum/showthread.php?t=2801>، بتاريخ: 28 جانفي 2011.

- ❖ من خلال سوق الإصدار تسعى سوق الأوراق المالية الى الإستثمار المالي بطرح العديد من الأدوات المالية للاكتتاب العام، والتي منها: شهادات الإستثمار القابلة للتداول، وثائق صناديق الإستثمار...
- ❖ من خلال سوق التداول تسعى سوق الأوراق المالية الى الإستثمار المالي من خلال إنشاء صناديق الإستثمار للقيم المنقولة، وإدارة وتكوين محفظة الأوراق المالية.
- ❖ تنوع الخيارات الإستثمارية أمام المدخرين للإستثمار الشرعي الخالي من شبهة الربا، ولما يتناسب مع حاجاتهم.

- ❖ زيادة الادخار الحقيقي وتعبئة المدخرات في المجتمع من خلال نشر الوعي الإذخاري الإسلامي.
- ❖ استقطاب الأموال المكتنزة لأسباب شرعية، والتوفيق بين الربحية والسيولة والأمان.
- ❖ المساهمة في تدعيم وزيادة حجم الإستثمار القومي عن طريق ترشيد استخدام الموارد التمويلية و توجيهها للمجالات والمشروعات الإستثمارية الأكثر فائدة للمجتمع.
- ❖ المساهمة في تحقيق العدالة في توزيع الدخل عن طريق الإعتماد على مبدأ المشاركة في الربح و الخسارة و الإهتمام بالصناعات الصغيرة.

مع الإشارة أخيراً إلى أن سوق الأوراق المالية الإسلامي بما يمكن أن تشتمل عليه من أدوات مالية إسلامية ستبقى دوماً بحاجة الى الإبتكار والإبداع من أجل أن تقوم بالدور الإقتصادي المأمول منها، وهذا يعني ضمناً أن يبقى الدور الأساسي للهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي والذي يمكن أن تسهم في ضمان فعالية الأسواق الإسلامية للأوراق المالية ومنافستها لأسواق الأوراق المالية في الدول الغربية.

#### المطلب الثالث: الأسباب الداعية لإقامة سوق أوراق مالية إسلامي ومقومات إنشائه:

##### 1- الأسباب الداعية لإقامة سوق أوراق مالية إسلامي:

قيام الأسواق المالية صار من الضروريات التي لا بد من قيامها لأجل إقامة اقتصاد حر متمكن من قدراته وإنجازاته، وهذا يعزز ويؤكد القول بأهمية السوق المالية. وبالتالي فإنه من الممكن أن نخلص إلى إيجاز أهم الأسباب الداعية لإقامة السوق المالية الإسلامية بالنقاط التالية<sup>1</sup>:

- ❖ تمثل الأسواق المالية الإسلامية الحل الأفضل والبدل الأمثل لتبادل السلع و المنتجات و الأوراق المالية التي تقرها الشريعة الإسلامية.
- ❖ من أهم عوامل نجاح الأسواق المالية الإسلامية في تحقيق أهدافها هو أن محتويات هذه السوق ومعاملاتها تنسجم مع معطيات الشريعة الإسلامية العقائدية والإقتصادية.
- ❖ إقامة خلايا التكامل الإقتصادي بين الدول الإسلامية من خلال التعاون والتكافل والتراحم بين المستثمرين المسلمين الذين لم يجدوا فرصة الإستثمار في الأسواق المالية الغربية لما فيها من بيوع مخالفة للشريعة.
- ❖ من أهم العوامل التي تسهم في إنجاح هذه الخطوة إتحاد الدين والمصالح المشتركة، أضف إلى ذلك تباين الإمكانيات الإقتصادية للدول الإسلامية، و كذلك إختلاف هيكله إمكانيات الإنتاجية الصناعية بين هذه الدول و تباين رأس المال البشري أيضاً.
- ❖ تفعيل أساليب الإستثمار الإسلامي في السوق المالية الإسلامية أكثر فاعلية مقارنة مع تفعيلها في السوق المالية التقليدية، وهي بذلك تسهم في إنجاح العملية الإستثمارية في السوق المالية الإسلامية.

<sup>1</sup> : مرجعين:

- قيصر عبد الكريم الهبتي، مرجع سبق ذكره، ص ص 245، 246.  
- محمد صالح الحناوي، "أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997، ص ص 448، 449.

- ❖ التخلص من السيطرة والتبعية الاقتصادية للدول الرأسمالية الكبرى، علماً أن آثار ظاهرة العولمة بدت واضحة المعالم على أسواق الدول الإسلامية في محاولة منها للإستقلال المنهجي في توجهاتها الإنمائية الحاضرة والمستقبلية.
- ❖ نجد الكثير من الأموال والمواد الخام الموجودة في الدول الإسلامية غير مسخرة لخدمتها بل في خدمة الدول الرأسمالية الكبرى وذلك لكونها تملك زمام المديونية الخارجية.
- ❖ تقليل خطر الإستثمار نتيجة حتمية لتنوع أساليب الإستثمار الإسلامي ولاسيما أسلوب المشاركة الذي يقتضي توزيع الأرباح والمخاطر بين المشاركين في العملية الإستثمارية، وأفضل تنوع لأساليب الإستثمار الإسلامي لا يتم إلا في إطار وجود السوق المالية الإسلامية.
- ❖ إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية يؤدي إلى تحقيق هدفين قد يظهر من النظرة المبدئية تعارضهما ألا وهما التعاون والمنافسة، تعاون بين جميع المتعاملين في السوق المالية الإسلامية على الإلتزام بالعدل والمفاهيم الإسلامية السمحة، وتنافس بين جميع المتعاملين في السوق على تنفيذ أحكام الشريعة الإسلامية في الإستثمار بدون اللجوء إلى وسائل الإحتكار أو تطويع المواقف بصورة غير أخلاقية، ولاشك أن هذه "المنافسة والتعاونية" ستحقق "الإستقرار" في قيمة الحصص.
- ❖ إنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامية لن يؤدي إلى زيادة الأموال الموجهة الى المشاركات في رؤوس أموال المؤسسات فحسب بل أيضا إلى زيادة حجم التمويل عن طريق الإقراض (بدون فوائد).
- ❖ وجود سوق أوراق مالية إسلامية يحقق للمستثمر المرتقب ميزة المقارنة بين الفرص الإستثمارية المتاحة، فالسوق عادة توفر معلومات عن أنواع متعددة من الحصص، ويمكن للسوق أن تتولى أيضا توفير المعلومات المقارنة عن السياسات النقدية والمالية للدول الإسلامية الأعضاء.

## 2- مقومات إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية:

- بالرغم من أن أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية نشأت اعتماداً على المنهج الرأسمالي الربوي، وبقيت ضيقة في حجم معاملاتها ومؤسساتها، إلا أنه يتوفر لها كل مقومات قيام أوراق مالية إسلامية، نذكر منها<sup>1</sup>:
- ❖ المال: وهو متوفر إذا تم استثماره داخل البلاد الإسلامية.
  - ❖ الأدوات المالية الإسلامية: تمكن رجال الفقه والاقتصاد الإسلامي من صياغة أوراق مالية خالية من المعاملات الربوية تكون بديلة لمثيلاتها في السوق المالي الإسلامي.
  - ❖ المؤسسات المالية المصدرة للأوراق المالية: فهي في حاجة إلى تمويل إسلامي لحمايتها من تلاعب المضاربين والمقامرين في استثمارها لمخدراتها.
  - ❖ توفر المتخصصين من علماء الفقه الإسلامي وخبراء المال والأسواق والاقتصاد الإسلامي الذين يعملون على توجيه المعاملات المالية وفق الضوابط الشرعية.

<sup>1</sup> : جمال لعمارة، رابيس حدة، "تحديات السوق المالي الإسلامي"، ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات – دراسة حالة الجزائر والدول النامية -، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، يومي 21، 22 نوفمبر 2006، ص 8، من الموقع: <http://iefpedia.com/arab/?p=15459>... ، بتاريخ: 22 جانفي 2011.

- ❖ وحتى يتم إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية بمقوماته السابقة يتطلب الأمر مايلي<sup>1</sup>:
- ❖ إعادة صياغة القوانين التي تحكم أسواق الأوراق المالية القائمة في البلاد الإسلامية لتنقق قواعد ومبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية.
- ❖ إصدار أوراق مالية إسلامية كبديل للأوراق المالية الحالية والتي تبين أنها مخالفة للشريعة الإسلامية، وفي الفقه الإسلامي متسع لذلك.
- ❖ وضع ميثاق لقيم المتعاملين بأسواق الأوراق المالية الإسلامية يتضمن الدوافع والزواجر (الثواب والعقاب)، حتى يضمن عدم انحرافهم عن الشرع.
- ❖ التوسيع في إنشاء المؤسسات المالية الإسلامية من بنوك إسلامية، شركات استثمار إسلامية، شركات سمرة إسلامية... لدعم التعامل في أسواق الأوراق المالية الإسلامية.

### المطلب الرابع: المتعاملون في سوق الأوراق المالية الإسلامي وضوابطه الشرعية:

#### 1- المتعاملون في سوق الأوراق المالية الإسلامي:

يوجد في سوق الأوراق المالية الإسلامي:

- ❖ السماسرة: وهم الدالون المحترفون، والدال شخص اختصاصي في الشؤون المالية يتمتع بخبرة وكفاءة خاصة في الأوراق المالية وأسلوب تداولها ولا يجوز له أن يشتري أو يبيع أو يتداول باسمه.
- فالسمسار هو وسيط حر لا يقدم أي ضمان بالوفاء ويقتصر دوره في توضيح وتقديم المعلومات الكافية حول موضوع الصفقة على أن يتقاضى عمولة مقابل عمله، والسمسار هنا يقوم بدور الوكيل فقط في عملية إبرام الصفقة فلا يظهر إسمه في هذه الأخيرة بينما يظهر فقط اسم وامضاء المتعاقدين<sup>2</sup>.
- ويضطلع الوسيط بدور حيوي في نشاط سوق الأوراق المالية الإسلامي وتطويره من خلال وساطة مالية كفأة وقادرة على المنافسة والإبتكار، ولذلك فإن وجود مؤسسات وساطة متنوعة في إطار تنافسي يساعد على تحسين الخدمات المالية وتخفيض تكاليف الوساطة ما ينعكس ايجابياً على نشاط السوق الذي يحتاج إلى مثل هذه الشركات<sup>3</sup>.
- والمصارف الإسلامية هي الوسيط المناسب في سوق الأوراق المالية الإسلامي حيث تتولى توزيع الإصدارات من خلال الخبرات التي تملكها حول وضع السوق وحاجته، من هنا نشأت مصارف الاستثمار التي لها دور الوسيط في سوق الأوراق المالية الإسلامي، وأصبح دورها يتمثل بالتجارة بالإصدارات للأوراق المالية الإسلامي وتحقيق ربح أو خسارة وفق الشريعة الإسلامية، وقد جرت تجارب عديدة في مجال إنشاء صناديق استثمار إسلامية يتم إدارتها من قبل مصارف إسلامية تهدف إلى استثمار أموال عملائها بالطرق التي تتفق مع الشريعة الإسلامية للحصول على الرزق الحلال، إضافة إلى أن مثل هذه الصناديق تقوم بتوزيع الأوراق المالية الموجودة في محافظها المالية وبالتالي يؤدي إلى توزيع المخاطر إلى عدد أكبر من الأوراق وتخفيض الخطر على المحفظة المالية إلى أدنى حد ممكن<sup>4</sup>.
- ❖ كذلك توجد في السوق شركات الاكتتاب والتغطية والمقاصة وغيرها، ومن جانب آخر فإن التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامي ليس مقصوراً فقط على المؤسسات المالية الإسلامية، ولكن يتعامل

1 : المرجع نفسه، ص 9.

2 : أحمد سفر، مرجع سبق ذكره، ص 90.

3 : المرجع نفسه، ص 90.

4 : حازم بدر الخطيب، "السوق المالي الإسلامي"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد 11، ماي 2007، ص 181.

فيها أيضا المؤسسات الأخرى التقليدية، فعلى سبيل المثال فإن البنك الإسلامي للتنمية أصدر صكوك إجارة عام 2003م مبلغ 400 مليون دولار وطرحها للإكتتاب العام ومع أن العملية تمثل إصداراً إسلامياً إلا أنها جذبت مشترين من مؤسسات تقليدية وبنوك مركزية من دول عديدة<sup>1</sup>.

## 2- الضوابط الشرعية لسوق أوراق مالية إسلامي:

وضع الإسلام لسوق الأوراق المالية من الموازين ما يحقق لها الاستقرار والنماء من خلال ضوابط شرعية تتمثل في مايلي:

### 2-1- حرية المنافسة:

وتظهر هذه الحرية في أسواق الأوراق المالية من خلال التقاء قوى العرض والطلب، لتحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة بها، والتنافس المشروع بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية، فالأصل في الإسلام عدم التدخل بفرض سعر معين للسلع المتداولة في الأسواق، حيث أن التعامل في شريعة الإسلام مبناه الحرية وصحة ما يترضى عليه المتعاقدان، وفي هذا منع للضرر الذي يعوق حركة التعامل في الأسواق، إضافة إلى الضرر الذي يتعرض له أصحاب السلع والمنتجات<sup>2</sup>. قال تعالى: (يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ)\*.

### 2-2- الإفصاح:

نظراً لإتساع نطاق الشركات وانفصال ملكيتها عن إدارتها، أصبح الإفصاح الدوري عن مركزها المالي ضرورة من ضروريات العصر في العلاقات المالية، و من وسائل الإفصاح: نشر القوائم المالية للشركة و إرسالها للمساهمين، و الرقابة الخارجية عليها من خلال مكاتب المحاسبة و بيان حجم المبيعات و الطلب الكلي، و دراسة توقعات السوق و مشاكل التسويق، و كذلك بيان هياكل الإدارة و صلاحيتها و أساليب اتخاذ القرار و ملائمة المشروع، و نسب ربحيته أو خسارته إلى رأس المال الحقيقي، إضافة إلى تحديد المسؤولية و الجزاء على إخفاء أو تحريف المعلومات و البيانات الواجب الإفصاح عنها، مع حماية أصحاب الأموال واسترداد حقوقهم عند ظهور التقصير أو التعدي، و قد حرص الإسلام حرصاً بالغاً على الإفصاح<sup>3</sup>، فقال- صلى الله عليه وسلم-: " أَلْبَيْعَانِ بِالْخِيَارِ مَا لَمْ يَنْفَرَقَا ، فَإِنْ صَدَقَا وَبَيَّنَّا بُورِكَ لَهُمَا فِي بَيْعِهِمَا ، وَإِنْ كَذَبَا وَكَتَمَا مُحِقَّتْ بَرَكَةُ بَيْعِهِمَا "\*.

### 3-2- تحريم القمار (الميسر):

فالنشاط الرئيسي لسوق الأوراق المالية يتحول بفعل سلوك المقامرين من الاستثمار الحقيقي إلى عمليات صورية يؤجل فيها كلا طرفي المعايضة وهي الثمن والسلعة، سعياً وراء انتهاز الفرص الناشئة عن تغيرات الأسعار، فإن صحت توقعاتهم ربحوا وإن لم تصح انتكسوا، وبالتالي فقد قامت المقامرة إلى سلوكيات ضارة لكسب فروق الأسعار من خلال الإشاعات الكاذبة، اعتماداً على حساسية السوق اتجاه هذه الإشاعات، فمن أجل هذا جعل الإسلام المقامرة من حبائل الشيطان ومكائده للصد عن ذكر الله تعالى وإقامة الصلاة<sup>4</sup>، قال تعالى: (يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِنَّمَا الْخَمْرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْلَامُ رِجْسٌ مِّنْ عَمَلِ الشَّيْطَانِ فَاجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ)\*\*.

### 4-2- تحريم الربا:

<sup>1</sup> : رابيس حدة، مرجع سبق ذكره، ص 90.

<sup>2</sup> : زكريا سلامة عيسى شنطاوي، مرجع سبق ذكره، ص 230.

\*: الآية رقم 29 من سورة النساء.

<sup>3</sup> : المرجع نفسه، ص 231.

\* : رواه البخاري، "الجامع الصحيح المختصر"، ج2، حديث رقم 1973، ص732.

<sup>4</sup> : المرجع نفسه، ص 231.

\*\* : سورة المائدة، الآية رقم 90.

يظهر الربا واضحا في سوق القطع (العملات والمعادن النفيسة)، حيث يعتمد تجار الصرف إلى تأمين أنفسهم ضد خطر تقلبات سعر الصرف، فهم يشترون العملة المطلوبة تسليماً آجلاً، ويودعونها في المصرف إلى هذا الأجل نظير ربا. كما يظهر الربا في سوق الأوراق المالية عن طريق الشراء من هذه السوق عن طريق الإقتراض من المصارف، وعادة ما يكون القرض نسبة من قيمة الأوراق المالية، وهو ما يسمى بالشراء الهامشي أو الحدي، فإذا كان الهامش المطلوب للإقتراض على الأوراق المالية 70%، فإن المصارف التي تمول شراء الأوراق المالية تقرر 30% من سعر الشراء والمشتري يدفع نقدا 70% من هذا السعر، والمستثمر هنا يتوقع أن يرتفع سعر الأوراق المالية حتى يقوم ببيع الأوراق المالية التي اشتراها محققا من وراء ذلك ربحاً، وإذا لم تصدق توقعاته سيتحمل خسائر فادحة<sup>1</sup>، ولذلك حرم الله عز وجل الربا، فقال: (يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ)\*\*\*.

## 2-5- تحريم النجش:

يظهر النجش في سوق الأوراق المالية عن طريق الإشاعات الكاذبة، والأوامر المتقابلة التي تهدف إلى إيجاد حركة مصطنعة في الطلب والعرض على الأوراق المالية في السوق، واستغلال الظواهر النفسية لجماهير المتعاملين في السوق الذين لا يتحركون إلا بغريزة الخوف لا بدافع العقل والإسلام يرفض هذا الخداع<sup>2</sup>، فعن ابن عمر أن النبي صلى الله عليه وسلم: " نَهَى عَنِ النَّجْشِ ".\*

## 2-6- تحريم الإحتكار:

فالإحتكار في سوق الأوراق المالية يظهر بما يسمى عمليات الإحراج، والتي يسعى من خلالها المضاربون لجمع وحبس الصكوك ذات النوع الواحد في يد واحدة ثم التحكم في السوق، واستغلال حاجة المتعاملين بالسوق تعاملاً آجلاً للوفاء بالتزامهم عن طريق فرض سعر معين عليهم بالنسبة لهذه الصكوك، وقد حارب الإسلام الإحتكار وجعله محرماً<sup>3</sup>، عن معمر بن عبد الله أن النبي صلى الله عليه وسلم قال: (لَا يَحْتَكِرُ إِلَّا خَاطِيٌّ)\*\*\*.

## 2-7- تحريم الغرر:

فالغرر يطلق على البيوع التي تحتوي على جهالة وخداع والتي لا يوثق بتسليمها وتؤدي للغبن، وقد حرمه الإسلام فقد نهى النبي عن بيع الحصة وبيع الغرر، ويظهر الغرر في سوق الأوراق المالية في العمليات التي بالبورصة دون إحضار الأوراق المالية موضوع التعامل، ويتم التعامل بغرض فروق الأسعار، فلا البائع يسلم ما باعه ولا المشتري يسلم ما اشتراه، كما أن الثمن في العقود الأصلية يؤجل إلى موعد التصفية ولا يدفع في مجلس العقد<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> : قيصر عبد الكريم الهيتي، مرجع سبق ذكره، ص 43-46. \*\*\*: سورة البقرة، الآية رقم 278.

<sup>2</sup> : المرجع نفسه، ص ص 51، 52.

\*: رواه البخاري، "الجامع الصحيح المختصر"، ج 06، حديث رقم 6562، ص 2554.

<sup>3</sup> : زكريا سلامة عيسى شنتاوي، مرجع سبق ذكره، ص 232.

\*\* : رواه أبو داود، "سنن أبي داود"، ج 02، حديث رقم 3447، ص 292.

<sup>4</sup> : قيصر عبد الكريم الهيتي، مرجع سبق ذكره، ص ص 50، 51.

المطلب الخامس: مشاكل وتحديات عمل سوق الأوراق المالية الإسلامي:

1- المشاكل التي تواجه إقامة سوق أوراق مالية إسلامي:

نذكر منها الآتي<sup>1</sup>:

- ❖ ضآلة عرض الأدوات الإستثمارية الحالية في الدول الإسلامية، لأن النظام التقليدي الرأسمالي هو السائد إلى حد كبير في معظم الدول الإسلامية.
- ❖ سيادة النمط العائلي للشركات المساهمة، وهذا النمط من الشركات يتوقف عليه الاحتفاظ بأسهم هذه الشركة أو تلك في يد أفراد العائلة أو عدد محدد من الناس.
- ❖ ومن المشاكل أيضاً تملك الحكومة نسبة كبيرة من أسهم الشركات المساهمة، وقد تصل إلى أكثر من 50% ولا تسمح هذه الأنظمة بطرحها للاكتتاب العام.
- ❖ وقد تكون من أهم المشكلات انخفاض معدل الدخل النقدي في معظم الدول الإسلامية، وهذا يؤثر في الإدخار الفردي، حيث ينفق الدخل على الإستهلاك ولا توجد زيادة للإدخار.
- ❖ كذلك انخفاض العائد الصافي على الأوراق المالية يعتبر شكلاً من أشكال الإعاقة أمام الاستثمار في الأوراق المالية.

2- التحديات التي تواجه عمل سوق الأوراق المالية الإسلامي:

- السوق المالية الإسلامية رغم ميلادها قوية إلا أنها لا تزال في مهدها، ولا غرر إذاً أن تواجهها تحديات كبيرة من أهمها<sup>2</sup>:
- ❖ ضعف التعاون بين المؤسسات المالية الإسلامية والتنسيق فيما بين المؤسسات الداعمة للصناعة المالية الإسلامية.
- ❖ عدم إطلاق برنامج ونظم إدارة الجودة للمؤسسات والمنتجات المالية الإسلامية من خلال إقرار معايير معترف بها دولياً في مجالي الجودة وتطوير المنتجات.
- ❖ انعدام الاندماج لتشكيل كيان مصرفي قادر على المنافسة وتقليل تكلفة الخدمات، فقد لاحظ بعض الخبراء المصرفيين أن نحو ثلثي المؤسسات المالية الإسلامية تقع ما دون معايير الحد الأدنى الحرج، أي أقل من 500 مليون دولار من الأصول.
- ❖ محدودية المنتجات الإسلامية المبتكرة والمجازة شرعاً، وعدم تغيير الأنظمة الضريبية وقوانين الاستثمار غير المناسبة، وعدم معالجة التفاوت في هذه الأنظمة والقوانين من بلد لآخر.
- ❖ ضعف الروابط القانونية والفنية والتكنولوجية بين أسواق المال المحلية والأسواق العالمية.
- ❖ العقوبات التي تؤثر سلباً على عمل البنوك الإسلامية العالمية في دولها، وتزيد من تكاليف منتجاتها ومقدرتها التنافسية عالمياً.

1 : المرجع نفسه، ص ص 233، 234.

2 : جمال لعمارة، رابح حدة، مرجع سبق ذكره، ص 17.

### المبحث الثالث: دور الهندسة المالية الإسلامية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية وإمداده بالأدوات الإستثمارية الشرعية:

إن وجود سوق أوراق مالية إسلامية يتمتع بكافة العناصر والأدوات الإستثمارية التي يمكن تسهيلها بشكل سريع يعد ضرورة حيوية هامة في الحديث عن الآفاق المستقبلية للعمل المالي والمصرفي الإسلامي، حيث أن توافر أدوات إستثمارية شرعية لاستثمار فوائض الأموال وسد الفجوات في السوق المالي الإسلامي قد أصبح ضرورة ملحة.

#### المطلب الأول: دور الهندسة المالية الإسلامية في إقامة سوق أوراق مالية إسلامية:

تبين لنا مما سبق أنه لن توجد أسواق أوراق مالية إسلامية مالم توجد أوراق مالية إسلامية، ولن توجد هذه الأوراق مالم توجد مؤسسات مالية إسلامية تصدرها وبنك مركزي إسلامي يمنح ترخيصا بإصدارها، ومن هنا يمكن أن نبين مكانة الهندسة المالية في إقامة السوق المالية الإسلامية وتطويرها، وذلك من خلال الجوانب التالية:

❖ تحتاج السوق المالية إلى تنوع في الأوراق المالية المتداولة وتنوعها، ودور الهندسة المالية هنا هو ابتكار الأدوات التي تسهل التعاملات من جهة، وتطور وتبتكر أوراق مالية تحقق الكفاءة الاقتصادية وتتوافق مع الشريعة الإسلامية من جهة أخرى<sup>1</sup>.

❖ تحتاج السوق المالية إلى مؤسسات مالية متطورة، ودور الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي سيكون في إبداع وابتكار الطرق والعمليات التمويلية التي تضمن لهذه المؤسسات المالية القدرة التنافسية من جهة ومن جهة أخرى ضمان تدخل فعال لهذه المؤسسات في هذه الأسواق، سواء من خلال التحوط أو إدارة المخاطر<sup>2</sup>.

❖ تطوير مؤشر إسلامي من شأنه أن يساعد المؤسسات المالية الإسلامية على الاستجابة لطلبات العملاء على الإستثمارات الإسلامية وتنشيطها، كما يستطيع المستثمر من خلاله تكوين محفظة تتمتع

<sup>1</sup> : عبد الكريم أحمد قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية ودورها في إنشاء وتطوير سوق مالية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية"، مرجع سبق ذكره، ص ص 18، 19.

<sup>2</sup> : المرجع نفسه، ص 19.

بالسيولة وتوفر عائدات مجزية مقابل رسوم إدارة منخفضة وبالتالي يلبي متطلبات الأدوات المالية الإستثمارية<sup>1</sup>.

**المطلب الثاني: دور الهندسة المالية الإسلامية في إمداد سوق الأوراق المالية الإسلامي بالأدوات الإستثمارية الشرعية:**

تحتاج سوق الأوراق المالية الإسلامية إلى مؤسسات مالية متطورة تستفيد من نتائج الهندسة المالية الإسلامية في إبداع وابتكار الطرق والعمليات التمويلية التي تضمن لهذه المؤسسات المالية التميز في تقديم منتجاتها المالية، وتحقق لها التفوق والأسبقية على المؤسسات المالية التقليدية هذا من جهة، وضمان تدخل فعال لهذه المؤسسات في الأسواق من جهة أخرى.

ولهذا فالهندسة المالية الإسلامية مطالبة الآن وأكثر من أي وقت مضى بوضع استراتيجية فعالة وواضحة تقوم على منهج علمي وعملي مستمد من ثوابتها ويتلاءم مع طبيعتها الإستثمارية القائمة على تحمل المخاطر، وهذه الاستراتيجية تتطلب دراسة مستمرة لاحتياجات السوق والعمل على تطوير الأساليب التقنية والفنية اللازمة لها، وذلك لضمان الكفاءة الاقتصادية للمنتجات المالية، كما تتطلب وضع أسس واضحة لصناعة مالية إسلامية مستقلة عن نظيرتها التقليدية. وعلى الرغم من أن ذلك سيكون أكثر كلفة من التقليد والمحاكاة، لكنه في المقابل أكثر جدوى وأكثر إنتاجية، هذا من جهة، ومن جهة ثانية فإن هذا من شأنه أن يحافظ على أصالة المؤسسات المالية الإسلامية، كما يسمح لها بالاستفادة من منتجات الصناعة المالية التقليدية مادامت تفي بمتطلبات المصادقية الشرعية، كما يساعد ذلك على استكمال المنظومة المعرفية للصناعة المالية الإسلامية<sup>2</sup>.

وتجدر الإشارة إلى أنه لا يمكن اعتبار المنتجات التي تستخدمها المؤسسات المالية الإسلامية والتي يتم ابتكارها أو تطويرها من خلال الهندسة المالية الإسلامية ذات طبيعة إسلامية إلا إذا كانت تخضع للمحددات الثلاث التالية<sup>3</sup>:

**المحدد الأول:** الإلتزام بشرط المشاركة في الربح أو الخسارة في نص واضح كامل لا يقبل التأويل وذلك على أساس القواعد الشرعية المعمول بها في عقود المشاركات والمضاربة، وهذا الشرط يعتبر ضرورياً ولكن غير كاف، بمعنى أن الإلتزام به ضرورة إسلامية لا تقبل الجدل، ولكنه لا يكفي في حد ذاته لكي تصبح الورقة أو الأداة المالية المبتكرة إسلامية فعلاً في مجال التطبيق.

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

**المحدد الثالث:** ضرورة إستثمار الموارد التمويلية للأوراق في مشروعات لها أولويات واضحة في مجال المصلحة العامة للمجتمع الإسلامي.

**المطلب الثالث: التحديات التي تواجه الهندسة المالية الإسلامية في تطوير سوق أوراق مالية إسلامية:**

<sup>1</sup>: هشام جبر، "صناديق الإستثمار الإسلامية"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول للإستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة في الجامعة الإسلامية، نابلس، 8، 9 ماي 2005، من الموقع: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/10/ggg2.pdf> ، بتاريخ 12 فيفري 2011.

<sup>2</sup>: محمد عمر جاسر، مرجع سبق ذكره، ص 10، 11.

<sup>3</sup>: عبد السلام زايد، "الهندسة المالية: مدخل لتطوير الصناعة المالية الإسلامية"، المجلة الفصلية للعلوم الإنسانية، من تنظيم نخبة من الأكاديميين العرب في المهجر، العدد 38، صيف 2008، من الموقع: <http://www.ulum.nl/d94.html> ، بتاريخ: 28 فيفري 2011.

فرضت التغيرات الجذرية والسريعة التي شهدها العالم الاقتصادي في الفترة الأخيرة ضغوطاً تنافسية حادة وغير متكافئة خاصة على المؤسسات المالية الإسلامية التي أصبحت تبحث عن وسيلة تضمن بها البقاء والاستمرار إلى جانب مؤسسات مالية تفوقها خبرة وحجماً، وقد انتهت إلى أنه لا يمكن ذلك دون تقديم منتجات مالية إسلامية قادرة على منافسة المنتجات التقليدية من جهة، وعلى تلبية احتياجات البيئة التي تعمل فيها سواء كانت إسلامية أو غير إسلامية من جهة أخرى. لذا فبالرغم من التطور الذي عرفته الهندسة المالية الإسلامية، إلا أنها لازالت دون المستوى المطلوب، ويرجع ذلك إلى مجموعة من التحديات والعقبات التي تعقبها، ومنها مايلي:

❖ **الإفتقار إلى الكفاءات والإطارات المؤهلة:** حيث يتطلب العمل المالي الإسلامي تأهيلاً خاصاً وكفاءات إدارية مدربة تكون على إلمام بطبيعة عمل المؤسسات المالية الإسلامية على اعتبار أنها تختلف عن المؤسسات المالية التقليدية. ومما لا شك فيه أن القوة العاملة الضعيفة ستفرض تهديداً من حيث المخاطر التشغيلية<sup>1</sup>.

❖ **الإفتقار إلى البحث والتطوير:** تفتقر بعض المؤسسات المالية الإسلامية إلى الإهتمام بمفهوم الهندسة المالية الإسلامية، حيث تعاني من غياب ثقافة الإبداع والتطوير، فقد أثبتت التقارير السنوية لأكثر من 12 مؤسسة مالية إسلامية في منطقة الخليج العربي غياب شبه تام لمخصصات مالية خاصة بالبحث والتطوير للمنتجات المالية الإسلامية، في الوقت الذي أنفقت فيه 9 مؤسسات أوروبية ما يزيد عن مليار دولار على عمليات البحث والتطوير<sup>2</sup>.

❖ **غياب حقوق الملكية لصاحب فكرة منتج مالي مطور أو جديد:** تقوم المؤسسات المالية من خلال عملية خلق منتج مالي جديد بتحمل تكاليف التطوير الباهضة ومخاطر تطبيق المنتج للتحقق من جدواه، وبعد نجاح هذا المنتج المطور أو المبتكر نجد أن المؤسسات المالية الأخرى تسارع إلى تطبيقه والاستفادة منه دون أي مخاطر أو تكاليف، وهذا ما يثبط عزائم المؤسسات المالية عن محاولة التطوير والابتكار<sup>3</sup>.

❖ **الخطأ في تحديد الهدف من الهندسة المالية الإسلامية:** تركز الهدف الأساسي من الهندسة المالية الإسلامية في إشباع احتياجات المسلمين أهمل بطريقة أو بأخرى الهدف الجوهرى للمنتج المالي والمتمثل في خلق القيمة المضافة، لذا يجب العمل على تصحيح ذلك من خلال الجمع بين الوجهة الدينية والإقتصادية وإشباع احتياجات المسلمين وغير المسلمين<sup>4</sup>.

❖ **التسويق:** يعتبر تسويق المنتجات المالية الإسلامية تحدياً آخر خاصة بالنسبة لنمو قاعدة عملاء البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، ومن غير المستغرب أن نجد إقبال المسلمين على المنتجات المالية الإسلامية ضئيلاً بسبب عدم فهم الصناعة و الإفتقار لمعرفة المنتجات، ومن دون تثقيف وتعليم العملاء بمبادئ وآلية عمل التمويل الإسلامي، سيبقى العملاء بعيداً عن تناول المنتجات الإسلامية<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> : رزان عدنان، "سبعة تحديات للتمويل الإسلامي"، مجلة القيس الإقتصادي، العدد 12664، السنة 37، 30 أوت 2008، ص 08، من الموقع: [http://www.alqabas.com.kw/Temp/Pages/2008/08/30/28\\_page.pdf](http://www.alqabas.com.kw/Temp/Pages/2008/08/30/28_page.pdf) ، بتاريخ 28 فيفري 2011.

<sup>2</sup> : فتح الرحمن علي محمد الصالح، مرجع سبق ذكره.

<sup>3</sup> : سامي ابراهيم السويلم، "صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي"، مرجع سبق ذكره، ص 14.

<sup>4</sup> : المرجع نفسه، ص 14.

<sup>5</sup> : رزان عدنان مرجع سبق ذكره، ص 08.

### الخلاصة:

لقد أصبح وجود سوق الأوراق المالية ضرورة حتمية في أي اقتصاد كان لما يوفره من بدائل تمويلية للطالبيين على رؤوس الأموال من المؤسسات الإقتصادية بمختلف أشكالها والهيئات الحكومية، إضافة إلى عروض استثمارية لذوي الفوائض المالية من خلال استثماراتهم في مختلف أدوات هذه السوق حسب طموحاتهم ودرجة تحملهم للمخاطرة.

أما عن سوق الأوراق المالية الإسلامي، فمن خلال التزامها بمبادئ الشريعة الإسلامية عند قيامها بالمعاملات، ووجود هيئة شرعية تقوم بتوجيه ووضع ما يلزم من ضوابط للتعامل داخلها، بالإضافة إلى الأدوات المالية الإسلامية المقبولة شرعاً، يتضح أنها إذا لم تنتهج نهجاً واضح الرؤية والمعالم في سبيل تطوير وصناعة خدمات تراعي المقاصد الشرعية، وإذا ما سعت إلى تحقيق المعادلة الصعبة في الجمع بين المصدقية الشرعية والكفاءة الإقتصادية، فإنها ستبقى أسيرة التقليد والمحاكاة للمنتجات المالية التقليدية، وهو ما قد يؤدي إلى أن تنحرف السوق المالية الإسلامية عن الطريق القويم.

## تمهيد :

أضحى النظام المالي الإسلامي في ماليزيا النموذج الأمثل للاقتصاد الإسلامي المتطور وساعده على هذا التنامي الاقتصادي الكبير وجوده في بيئة تتصف بالمزيد من الحرية و التنافس، وذلك تماشيا مع الاندماج المتزايد بين النظام المالي الإسلامي الماليزي و الساحة المالية الإسلامية العالمية . إن التجربة الماليزية الخاصة بسوق الأوراق المالية الإسلامي و الأدوات الإسلامية التقليدية و المستحدثة فيه في تطور مستمر من حيث الهياكل التنظيمية نجدها في ماليزيا مكتملة تقريبا مقارنة بالدول الأخرى، و كل ذلك قد تحقق عبر الخبرات و المهارات التي اكتسبها الماليزيون في مجال أسواق المال الإسلامية، و يظهر ذلك بشكل واضح خلال السنوات الأخيرة ... و لعل ما يميز سوق ماليزيا للأوراق المالية أكثر هو ما يحتويه من منتجات للصناعة المالية الإسلامية كثيرة و متنوعة مقارنة بنظيرتها في الأسواق الأخرى سواء كانت المنتجات التقليدية أو المستحدثة.

## المبحث الأول: سوق الأوراق المالية في ماليزيا:

أصبح سوق الأوراق المالية الماليزي القطاع الذي يشارك فيه العديد من المستثمرين وحجم الأموال المتداولة فيه كبير جدا، وهذا السوق بحاجة إلى رقابة و إشراف من الجهات المحددة للتأكد من أن كافة المعاملات والأنشطة في هذا السوق تعمل بكفاءة وفاعلية.

### المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية الماليزي.

#### 1- مفهوم سوق الأوراق المالية الماليزي :

مفهوم سوق الأوراق المالية الماليزي متقارب مع مفهوم سوق الأوراق المالية بصورة عامة، و سوق الأوراق المالية في ماليزيا يتكون من سوق أوراق مالية تقليدي و سوق أوراق مالية إسلامي للأصول المالية متوسطة و طويلة الأجل.

لم يخصص سوق الأوراق المالية في ماليزيا بالسوق المنظم فحسب، بل يركز على السوق غير المنظم لاسيما سوق السندات، ويعد سوق الأوراق المالية في ماليزيا احد الروافد الماليزية في العصر

الحديث، ومكان المنافسة للشركات المتطورة في ماليزيا للحصول على رؤوس الأموال بهدف التطوير للأفضل<sup>1</sup>.

## 2- نشأة سوق الأوراق المالية الماليزي:

نشأ النظام المالي الماليزي المنظم بتأسيس البنك المركزي الماليزي في تاريخ 24 جانفي 1959م، وبدأت صناعة الأوراق المالية في ماليزيا في أواخر القرن التاسع عشر بظهور الشركات البريطانية في الصناعات المطاطية و القصديرية، وفي عام 1930م أسست جمعية سماسرة بورصة سنغافورة كجمعية منظمة رسمية أولى في إجراءات التعامل بالأوراق المالية. وقد ظهر سوق الأوراق المالية في ماليزيا في أوائل الستينيات، إذ أنه قبل منتصف الخمسينيات كانت ديون الحكومة الماليزية قليلة وهو ما أدى إلى عدم الاهتمام بالاقتراض من أي جهة بسبب الميزانية الحكومية المتوازنة بصورة عامة<sup>2</sup>.

إن عملية تطوير سوق الأوراق المالية الماليزي قد تمت من خلال عملية تدريجية، ويعتبر هذا السوق قطاعا جديدا مقابل قطاع العمل المصرفي في تمويل الأنشطة الاقتصادية في أوائل الستينيات والسبعينيات، إلا أن هذا السوق قد تطور تطورا ملحوظا في فترة الثمانينات والتسعينات، وكانت بداية نمو سوق الأوراق المالية الماليزي في أوائل الثمانينات بهدف رئيسي لسد احتياجات القطاع العام من خلال إصدار الأوراق المالية الحكومية الماليزية (Malaysian Government Securities – MGS)، في ذلك الحين أصبح القطاع العام قطاعا أساسيا لتطوير الاقتصاد القومي<sup>3</sup>.

بعد ظهور مبدأ الخصخصة تغير تركيز الحكومة الماليزية على القطاع العام فحسب، وإنما يعد القطاع الخاص داعما لسوق الأوراق المالية في ماليزيا في نمو الاقتصاد القومي، ولكن التعاون بين القطاعين العام والخاص مهم للتأكد من أن سوق الأوراق المالية الماليزي يستطيع إيجاد المنافسة مع سوق الأوراق المالية الغربي بكفاءة وفعالية، وتعتبر شركة Arabe Malaysian Finance Bond (AMFB) الشركة التي أصدرت أول السندات عام 1980م وهي من الشركات الخاصة في ماليزيا، وبعد هذا العام أصبحت إصدارات الشركات الخاصة لهذه السندات أكثر مقابل إصداراتها في القطاع العام<sup>4</sup>.

وتطور سوق الأوراق المالية في ماليزيا تطورا ملحوظا بعد عام 1993م بتأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية، وبورصة كوالالمبور للأسهم (KUALA LUMPER Stock Exchange) التي تأسست عام 1994م، و سوق المشتقات و سوق السندات، بجانب تقديم المنتجات المالية الجديدة، فأصبح هذا السوق مصدرا رئيسيا للموارد المالية لتمويل التكوين الرأسمالي الذي كان يحصل عليه من القطاعين العام والخاص<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> : سحاسورياني صفر الدين جعفر، "سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته"، رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، أربد، 2006/2007، ص 12.

<sup>2</sup> : نبيل خليل طه سمور، "أسواق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق – دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير، قسم إدارة أعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007، ص 84.

<sup>3</sup> : نشأة بورصة ماليزيا، من الموقع: [http://en.wikipedia.org/wiki/Bursa\\_Malaysia](http://en.wikipedia.org/wiki/Bursa_Malaysia)، بتاريخ 19 أفريل 2011.

<sup>4</sup> : محمد عدنان بن الضيف، مرجع سبق ذكره، ص 173.

<sup>5</sup> : المرجع نفسه، ص 174.

## المطلب الثاني: أقسام سوق رأس المال الماليزي:

يقسم سوق الأوراق المالية الماليزي إلى ثلاث أقسام، وهي:

### 1- سوق الملكية:

في الإطار العام لماليزيا، كان سوق الملكية عبارة عن السوق الذي يوفر المنتجات والخدمات المتعلقة بتداول أدوات الملكية مثل الأسهم، وشهادات صناديق الاستثمار، وخدمات السمسرة سواء كانت تقليدية أو إسلامية<sup>1</sup>، وتتمثل أدواته في:

#### 1-1- الأسهم العادية (Ordinary shares):

السهم العادي هو وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة بقيمة اسمية محددة، تضمن حقوقاً وواجبات متساوية لمالكيها وتطرح للجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، فتخضع قيمها السوقية لتغييرات مستمرة تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة<sup>2</sup>.

#### 2-1 - الأسهم الممتازة:

وهي الأسهم التي تلجأ إليها الشركات عند محاولتها تحفيز المستثمرين للاكتتاب بالمساهمة في توزيع رأسمالها وتمويل مشروعاتها الجديدة أو في مواجهة بعض صعوباتها المالية، وتعتبر الأسهم الممتازة خليطاً من الأسهم العادية والسندات<sup>3</sup>.

#### 3-1- شهادات حق الشراء من الأسهم الموجودة:

هي حق يسمح لأصحابها بشراء كمية من أسهم الشركة المعنية القائمة في البورصة في فترة محددة و بسعر معين مسبقاً وليس التزاماً<sup>4</sup>.

#### 4-1- شهادات حق الشراء من الأسهم الجديدة:

وهي تعطي لحاملها الحق وليس الالتزام في شراء كمية محددة من الأسهم العادية الجديدة التي ستصدرها الشركات المدرجة في البورصة الماليزية بثمن معين في فترة محددة مسبقاً ولها مدة استحقاق محددة (عشر سنوات) فإذا لم ينفذ حامل الحق خلال فترة الاستحقاق، يفقد حقه في الاكتتاب للأسهم الجديدة، و فيس وقت التنفيذ لهذه الشهادات، ستصدر الشركة أسهماً إضافية لتنفيذ التزامها للحصول على سيولة من الأسهم<sup>5</sup>.

### 2- سوق السندات:

سوق السندات في ماليزيا عبارة عن السوق غير المنظمة الذي يتم فيها تداول السندات الصادرة عن الحكومة الماليزية أو الشركات الخاصة في ماليزيا، والسندات المتداولة في هذا السوق تمثل قروضاً طويلة الأجل لفترة استحقاق تزيد عن سنة واحدة<sup>6</sup>، ومن بين السندات المتداولة في ماليزيا ما يلي<sup>7</sup>:

#### 1-2- سندات حكومية:

وكان أول إصدار الحكومة الماليزية السندات الحكومية لأول مرة في أواخر السبعينات للاكتتاب العام، وكانت تعرف بالأوراق المالية الحكومية الماليزية، ولقد أصدرت هذه السندات من أجل تمويل المشاريع التنموية الحكومية.

1 : سحاسورياني صفر الدين جعفر، مرجع سبق ذكره، ص 17.

2 : أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 34

3 : علي إبراهيم الشديقات، محمد عوض عبد الجواد، مرجع سبق ذكره، ص 99.

4 : نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص 19.

5 : المرجع نفسه، ص 19.

6 : الموقع الرسمي لهيئة تنمية الصناعة الماليزية : <http://www.mida.gov.my/arabic/index.php?page=securities-market>، بتاريخ

18 أبريل 2011.

7 : السندات المتداولة في السوق الماليزي، من الموقع: [http://asianbondsonline.adb.org/malaysia/market\\_summary.php](http://asianbondsonline.adb.org/malaysia/market_summary.php)، بتاريخ

20 أبريل 2011.

## 2-2- سندات الشركات:

يتم إصدارها في ماليزيا من طرف القطاع الخاص لتمويل مشاريعها، ويمكن ان تصدر على أسس المبادئ التقليدية أو الإسلامية.

## 3- سوق المشتقات :

سوق المشتقات في ماليزيا عبارة عن البورصة التي يتم فيها تداول منتجات المشتقات، وبدأت سوق المشتقات في ماليزيا بتأسيس بورصة كوالالمبور للسلع في جويلية 1980م، وأول عقود للمستقبليات المتداولة في هذه البورصة في ذلك الوقت هي عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام، و بعد ذلك تم تداول عقود المستقبليات للمطاط في عام 1986م، و عقود المستقبليات للتصدير، وفي عام 1987م تم تداول عقود المستقبليات للكاكاو<sup>1</sup>.

تم إنشاء بورصة المشتقات المالية في ماليزيا لأول مرة وهي التي تسمى بورصة كوالالمبور للخيارات و المستقبليات المالية، و اعتبرت هذه البورصة كبورصة للخيارات و المستقبليات في 11 ديسمبر 1995م، وفي 11 جويلية 2001 أصبحت تسمى البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة، وفي تاريخ 5 جانفي 2004م، أصبحت بورصة كوالالمبور للأسهم الشركة المسيطرة على البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة<sup>2</sup>، وعن العقود المتداولة في بورصة المشتقات الماليزية المحدودة فهي تنقسم إلى قسمين وهما<sup>3</sup>:

## 3-1- عقود المستقبليات:

تنقسم هذه العقود في ماليزيا إلى ثلاثة أقسام:

❖ **عقود المستقبليات للسلع** : وتنقسم إلى عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام والتي طرحت في أكتوبر 1980م، وعقود المستقبليات لنواة النخيل الخام التي طرحت في فيفري 2004م.

❖ **عقود مستقبليات الملكية** : وتتمثل في عقود المستقبليات لمؤشر كوالالمبور المركب، طرحت في ديسمبر 1995م.

❖ **عقود المستقبليات المالية** : تتكون عقود المستقبليات المالية في ماليزيا من:

- ✓ عقود المستقبليات لمعدل الاقتراض بين بنوك كوالالمبور لمدة ثلاثة أشهر طرحت في ماي 2004م.
- ✓ عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة ثلاثة سنوات طرحت في سبتمبر 2003م.
- ✓ عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة خمس سنوات طرحت في مارس 2002م.
- ✓ عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة عشر سنوات طرحت في سبتمبر 2003م.

## 3-2- عقود الخيار :

هناك نوع واحد لعقود الخيارات المتداولة في بورصة المشتقات الماليزية المحدودة و هي عقود الخيارات لمؤشر كوالالمبور المركب التي طرحت في ديسمبر 2000م.

ومن جهة أخرى تتم التعاملات في أسواق الأوراق المالية في ماليزيا من خلال سوقين أساسيين

هما<sup>4</sup>:

1 : نوراليامت سعيد جعفر، "سوق المشتقات الماليزية (تقدير اقتصادي وشرعي)"، رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، أربد، 2007/2006، ص51.

2: Kuala Lumpur stock exchange, p 323,

from: [http://www.adb.org/documents/books/demutualization\\_stock\\_exchanges/chapter\\_19.pdf](http://www.adb.org/documents/books/demutualization_stock_exchanges/chapter_19.pdf), 20 april 2011.

3: بورصة ماليزيا للمشتقات المحدودة، من الموقع:

[http://www.bursamalaysia.com/website/bm/regulation/rules/bursa\\_rules/bm\\_derivatives\\_clearing.html](http://www.bursamalaysia.com/website/bm/regulation/rules/bursa_rules/bm_derivatives_clearing.html) بتاريخ

20 أبريل 2011.

4: موقع بورصة ماليزيا للأوراق المالية:

[http://www.bursamalaysia.com/website/bm/products\\_and\\_services/islamic\\_capital\\_market](http://www.bursamalaysia.com/website/bm/products_and_services/islamic_capital_market) بتاريخ 22 أبريل 2011.

❖ **السوق الأولية أو سوق الإصدارات:** هي عبارة عن السوق الذي يشهد الإصدارات الأولية للأوراق المالية (سواء كانت من قبل الحكومة الماليزية أو الشركات الخاصة) المعروضة للجمهور، وهي الإصدارات التي تتم بهدف الحصول على رأس المال الأساسي للشركات تحت التأسيس أو بهدف زيادة رأس المال للشركات القائمة بالفعل.

❖ **السوق الثانوية أو سوق التداول:** هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية للشركات القائمة أو للحكومة الماليزية، المكتتب بها في السوق الأولية.

### المطلب الثالث : الجهات الرقابية لسوق الأوراق المالية الماليزي .

يتم خضوع سوق الأوراق المالية الماليزي سواء كان السوق الإسلامي أو التقليدي للجهات الرقابية المحددة، حيث يخضع للجنة العليا المتمثلة في هيئة الأوراق المالية الماليزية، وللجهات الفرعية ذات الصلة به، ووجود هذه الجهات هو لضمان التزام مشاركي السوق\* بالقوانين و التشريعات و حماية حقوق المستثمرين، وتتمثل هذه الجهات في :

#### 1-الجهة العليا لسوق الأوراق المالية في ماليزيا :

أصبحت هيئة الأوراق المالية الماليزية جهة عليا لسوق الأوراق المالية في ماليزيا وهي جهة رقابية وحيدة لسوق الأوراق المالية الماليزية و التي ترتبط بوزارة المالية الماليزية مباشرة، حيث أنشأت الحكومة الماليزية هذه الهيئة في 1 مارس 1993م تحت قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية لعام 1993م وهذا بصفتها جهة عليا في إدارة سوق الأوراق المالية في ماليزيا<sup>1</sup>، واعتبرت وظيفتها الرئيسية هي الرقابة على أنشطة سوق الأوراق المالية الماليزي و تدعيمه من خلال<sup>2</sup>:

❖ تسجيل نشرة الاكتتاب لكافة الشركات المدرجة في قائمة البورصة الماليزية للأوراق المالية.

❖ السماح بإصدار سندات الشركات.

❖ الرقابة والإشراف على كافة الأمور المتعلقة بالأوراق المالية وعقود المستقبلات والخيارات و غيرها.

❖ الرقابة على الشؤون المتعلقة بمجال الحيازات و الاندماجات للشركات في ماليزيا.

❖ الرقابة على كل ما يتعلق بنظام صناديق الاستثمار.

❖ مراقبة أنشطة البورصات، وبيت المقاصة، والإيداع المركزي.

تعد هيئة الأوراق المالية الماليزية مسؤولة مسؤولية كاملة عن توفير المعلومات المتعلقة بسوق الأوراق المالية مع نشر الوعي الاستثماري للمستثمرين، وحماية حقوق المتعاملين في السوق من خلال تشكيل سلطة القوانين، وتحديد التوجيهات والتشريعات والأنظمة المتعددة، هذا بالإضافة إلى مسؤوليتها عن إبداء النصيحة إلى وزراء المالية الماليزية فيما يتعلق بقطاع سوق رأس المال الماليزي، وترويج تطوير أسواق الأوراق المالية المحلية على المستوى العالمي<sup>3</sup>.

\*: يتكون مشاركو السوق في سوق الأوراق المالية في ماليزيا من:

- الجهة الرقابية العليا - هيئة الأوراق المالية الماليزية.

- مؤسسات السوق - البورصة وبيت المقاصة ومركز الإيداع وبيت الإصدار .

- وسطاء السوق - شركات السمسرة .

- شركات الإدارة لصناديق وحدات الاستثمار .

- المستثمرون المحليون والأجانب.

<sup>1</sup>:الجهة العليا لسوق الأوراق المالية الماليزي، من الموقع:

<http://www.sc.com.my/main.asp?pageid=219&menuid=188&newsid=&linkid=&type> ، بتاريخ 2 ماي 2011.

<sup>2</sup>: أهم وظائف هيئة الأوراق المالية الماليزية، من الموقع: <http://www.min.com.my/bm/html/penerbitan.html> ، بتاريخ 2 ماي

2011.

<sup>3</sup> : سحا سورياني صفر الدين جعفر، مرجع سبق ذكره، ص ص29، 30.

و يخضع سوق الأوراق المالية الإسلامي لسلطة هيئة الأوراق المالية الماليزية المسؤولة عن رقابة أنشطته و التأكد من التزامه بمبادئ الشريعة الإسلامية، إلى جانب التزامه بالتنظيمات والتوجيهات الرسمية من الهيئة التي لا تتعارض مع أحكام الشريعة<sup>1</sup>.

## 2- الجهات الفرعية لسوق الأوراق المالية في ماليزيا :

هي مجموعة من اللجان المساعدة لهيئة الأوراق المالية الماليزية في تأدية وظائفها، والمسائل المتعلقة بعمليات سوق الأوراق المالية في ماليزيا، ومن بين هذه اللجان نجد:

### 2-1- البورصة الماليزية للأوراق المالية المحدودة :

وهي مؤسسة منظمة، يتم فيها تداول الأوراق المالية، وهي مسؤولة عن كافة الأمور الرقابية المتعلقة بسوق الأوراق المالية وكذلك تطبيق القوانين المنظمة للشركات المدرجة فيه، وتنفيذ السيطرة بنفسها من خلال القانون المسمى \*وثيقة و بندا تأسيس الشركة\*، وتمثل البورصة الماليزية للأوراق المالية سلطة رقابية على العمليات السيئة المفضية إلى عدم استقرار السوق، وذلك بإصدار القوانين والنظم الخاصة بالرقابة على الأنشطة داخل البورصة وخارجها. وأصبحت وزارة المالية الماليزية هيئة مسؤولة مسؤولية غير مباشرة عن السماح بالتعاملات في كافة الأنشطة في البورصة الماليزية، أما هيئة الأوراق المالية الماليزية فهي مسؤولة مسؤولية مباشرة عن الرقابة على كافة أنشطتها اليومية<sup>2</sup>.

### 2-2- البورصة الماليزية المقاصة للأوراق المالية الخاصة المحدودة :

وتمثل بيت المقاصة المركزية للأسهم المتداولة في البورصة الماليزية للأوراق المالية، والبورصة الماليزية لعرض الأسعار الأوتوماتيكية و التعاملات للأوراق المالية المحدودة، وهي توفر خدمات المقاصة لأعضاء البورصة من خلال قانون صناعة الأوراق المالية لعام 1983م، ومن وظائفها الرئيسية اعتبارها لجنة المقاصة و المعالجة للعقود المحلية لكل الأوراق المالية المدرجة في قائمة البورصة من جهة، وهي مسؤولة عن رقابة الشؤون فيما يتعلق بمقاصة الأوراق المالية تحت قواعد خدمات الشبكة الآلية المقاصة للأوراق المالية المحدودة من جهة أخرى<sup>3</sup>.

### 2-3- البورصة الماليزية للإيداع الخاصة المحدودة:

و هي الجهة التي ينفذ من خلالها نظام التعاملات للأوراق المالية بدون تبادل الشهادة بين المشتري و البائع في التعامل بالأسهم، وهذا النظام لتسوية أسعار الأسهم في البورصة الماليزية للأوراق المالية بدون إصدار الشهادة، وهذا لان تسوية الأسعار يتم من خلال الأجهزة الالكترونية، و يسجل هذا التعامل في حساب المستثمرين من خلال نظام الإيداع المركزي المعروف باسم \* central depository system account\*، و يشبه هذا الحساب بنظام الدفتر المسجل كما في نظام الإقراض و الاقتراض في حساب التوفير، وهذه البورصة مسؤولة عن إدارة كافة الحسابات، و رقابة الأمور المتعلقة بشؤون المعاملات للأوراق المالية بدون تبادل الشهادة من خلال تشكيل القوانين و التنظيمات المعنية<sup>4</sup>.

### 2-4- البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة :

وهي بورصة تتداول فيها منتجات المشتقات (عقود المستقبلات، والخيارات، والمبادلات، والعقود الآجلة)، وتخضع هذه البورصة للرقابة المتكاملة بين هيئة الأوراق المالية الماليزية والبورصة

<sup>1</sup> : نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص 47.

<sup>2</sup> : بورصة ماليزيا المحدودة، من الموقع: <http://companydatabase.org/c/settlement-houses/exchange-holding/bursa-malaysia-berhad.html>، بتاريخ 21 أبريل 2011.

<sup>3</sup> :البورصة الماليزية لعرض الأسعار الأوتوماتيكية والتعاملات للأوراق المالية المحدودة، من الموقع: [http://en.wikipedia.org/wiki/Bursa\\_Malaysia](http://en.wikipedia.org/wiki/Bursa_Malaysia) ، بتاريخ 21 أبريل 2011.

<sup>4</sup> : سحا سورياني صفر الدين جعفر، مرجع سبق ذكره، ص ص 32، 33.

بذاتها، و قد كانت هيئة الأوراق المالية الماليزية تطبق قانون صناعة المستقبلات لعام 1993م، وتقوم بورصة المشتقات بتطبيق قواعد الأعمال كمنظمة رقابية ذاتية، وهي مسؤولة بصورة كاملة عن كل ما يتعلق بأمور تداول منتجات المشتقات في البورصة<sup>1</sup>.

## 2-5- البورصة الماليزية المقاصة للمشتقات المحدودة :

وتتمثل في بيت المقاصة للبورصة الماليزية للمشتقات، وهي مسؤولة عن كافة الأمور المتعلقة بإجراءات المقاصة والتسوية عن تداول عقود المستقبلات والخيارات، وتمتلك هذه البورصة شركة تابعة كاملة للبورصة الماليزية المقاصة للأوراق المالية المحدودة<sup>2</sup>.

## المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

إن التكلم عن سوق الأوراق المالية الإسلامية بصورة عامة يستدعي بنا الأمر إلى التطرق إلى مفهومه ونشأته وما يقوم به من وظائف وبما يمتاز به، وهذا ما سنحاول إسقاطه على الواقع الماليزي.

### المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي:

#### 1- مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي:

جاء تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية بأنه " السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل، والمنتجات والخدمات المتوفرة فيه تلتزم التزاما تاما بأحكام الشريعة الإسلامية، حيث يجب أن تكون خالية من الأنشطة المحرمة شرعا مثل التعامل بالربا والمقامرة والغرر وما إلى ذلك"<sup>3</sup>.

#### 2- نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي:

تعود بداية أنشطة الاستثمار الإسلامي إلى أوائل الستينات بتأسيس هيئة صندوق الحجاج في نوفمبر 1962م، حيث يدير هذا الصندوق أموال الحجاج بشكل متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وأما أول بداية حقيقية لتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية فتعود إلى أوائل التسعينات من القرن الماضي، حيث أصدرت الشركة ( شيل.أم.دي.أس ) الخاصة المحدودة ( Shell Mds Sdn Bhd ) الصكوك الإسلامية الأولى في السوق المحلية في عام 1990م، وقد أدى ذلك إلى إصدار العديد من الأدوات المالية

<sup>1</sup> : نوراليامت سعيد جعفر، مرجع سبق ذكره، ص 94.

<sup>2</sup>: البورصة الماليزية المقاصة للمشتقات، من الموقع: [http://asianbondsonline.adb.org/malaysia/market\\_summary.php](http://asianbondsonline.adb.org/malaysia/market_summary.php)، بتاريخ 2 ماي 2011.

<sup>3</sup>: موقع هيئة الأوراق المالية الماليزية: <http://www.sc.com.my/sub.asp?pageid=&menuid=267&newsid=&linkid=&type> بتاريخ 5 ماي 2011.

الإسلامية الأخرى مما أدى إلى تعميق سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واتساعها، حيث بلغت نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في نهاية 2006م، 86,1% من إجمالي الأسهم المسجلة في السوق، وبلغت نسبة رسملة السوق الإسلامية إلى الإجمالية في نفس الفترة 64,6%، ولقيام السوق بضوابطه الشرعية كان لابد من وجود رقابة ومتابعة تهتم بالمصدرين و الإصدارات ومن بينها هيئة الأوراق المالية الماليزية واللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الشرعية<sup>2</sup>.

ويمكن إرجاع تطور سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا إلى الأسباب التالية<sup>3</sup>:

❖ تأسيس أول صندوق استثمار مالي إسلامي في 1993م تحت اسم Ittikal Arabe Malaysia Tabung.

❖ إنشاء أول شركة سمسة إسلامية تحت اسم Bank Islam ) BIMB Securities Sdn.Bhd (Malaysia Berhad سنة 1994م.

❖ تكوين قسم سوق المال الإسلامي سنة 1994م.

❖ إنشاء أول إصدار عالمي للصكوك الماليزية سنة 2001م، وهو إصدار الصكوك العالمية للإجارة، ناهيك عن الإصدارات المحلية.

### 3- مميزات سوق الأوراق المالية الإسلامي الماليزي:

يختلف سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا عن نظيره الربوي في نقاط عديدة أهمها ما يلي:

يلي:

#### 3-1- الخضوع للرقابة الشرعية:

يخضع سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية<sup>\*</sup>، وهذا للتأكد من التزام أنشطته بأحكام الشريعة وضوابطها التزاما تاما، ولكن هذه اللجنة لا تتدخل مباشرة في أعمال هذا السوق لأنها تحصل على المعلومات المتعلقة بالسوق من جهة الإدارة للهيئة (قسم سوق رأس المال الإسلامي Islamic capital Market Département- ICMD) بشكل مباشر، وتعتبر هذه " جهة الإدارة " جهة مسؤولة عن دراسة وتحليل أنشطة هذا السوق<sup>4</sup>.

#### 3-2- عمليات هذا السوق خالية من أي محظور شرعي:

وتعد هذه الخاصية الميزة الرئيسية التي يتميز بها سوق الأوراق المالية الإسلامي عن السوق التقليدي، وأهم معالمها هو "إسقاط الفائدة الربوية من كل عملياته أخذا أو إعطاءا " لاسيما تعاملات الأوراق المالية بالفائدة إلى جانب عناصر محرمة أخرى مثل الغرر والميسر وغيرها، وعلى المستثمرين المسلمين أن يتأكدوا من أن الشركات المساهمة المدرجة في البورصة الماليزية لا تتعامل بالعناصر المحرمة شرعا، بل تقوم على دائرة الحلال، وهذا لأن بعض هذه الشركات تنطوي على عناصر محرمة

<sup>1</sup> : عبد القادر لحول، "دور الصيرفة الإسلامية والسوق المالية الإسلامية في الحد من أثر تدويل الخطر المالي على الأنظمة المالية العربية"، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي الأول حول "الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل"، المركز الجامعي غرداية، يومي 23، 24 فيفري 2011، ص21.

<sup>2</sup> : Development and Regulation of the Islamic Capital Market : Issues and Challenges, The quarterly Bulletin of the Securities Industry Development Centre (SIDC), August 2004, from :

[http://www.sc.com.my/ENG/HTML/resources/speech/sp\\_20040707.html](http://www.sc.com.my/ENG/HTML/resources/speech/sp_20040707.html), 20 may 2011.

<sup>3</sup> : تطور السوق الإسلامي الماليزي ، من الموقع: [http://staf.uum.edu.my/shahrul/kuim%20paper-30-1-04\(nha\).pdf](http://staf.uum.edu.my/shahrul/kuim%20paper-30-1-04(nha).pdf)، بتاريخ 28 أبريل 2011.

<sup>\*</sup> : هي لجنة رقابة شرعية وطنية رئيسية فيما يتعلق بأنشطة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا، حلت محل اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية ( IISG ) في 16 ماي 1996. ( Islamic Instrument Study Group ).

<sup>4</sup> : الرقابة الشرعية في بورصة ماليزيا، من الموقع:

<http://www.law.harvard.edu/programs/ilsp/events/Harmonization%20of%20Common%20Law%20and%20the%20Shari%20in%20Malaysia.pdf>، بتاريخ 6 ماي 2011.

شرعا كالمصارف الربوية، وشركات الخمور ونحوها، وأن تكون الجهات المصدرة تصدر الصكوك الإسلامية وفقا لأسس وضوابط الشريعة المقررة من اللجنة الشرعية<sup>1</sup>.

### 3-3- التعامل بالأدوات المالية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية:

و لقبول الأدوات المالية يجب أن تتضمن عدة خطوات والمتمثلة في<sup>2</sup>:

- ❖ فحص التقارير الرسمية للحسابات المالية واستخلاص المعلومات المالية المناسبة.
- ❖ مراجعة نشاطات الشركة وهذا يسمح بمعرفة ما إذا كانت نشاطاتها موافقة للشريعة.
- ❖ جدولة نتائج المجلس الاستشاري الشرعي.
- ❖ جمع النتائج ووضع قائمة الإصدارات المصادق عليها شرعا.

### 3-4- الخضوع للقوانين والتشريعات المختلفة الصادرة عن الجهة المعنية:

وهي تصدر من الجهات المعنية لهذا السوق لاسيما هيئة الأوراق المالية الماليزية والبورصة الماليزية وغيرها، طالما لم تخالف الشريعة الإسلامية، وأصبح قسم سوق رأس المال الإسلامي في الهيئة المسؤول عن إصدار القوانين ودراسة الأدوات المالية في هذا السوق، ولقد جاءت مجموعة من التوجيهات والتعليمات لإصدار وعرض الصكوك الإسلامية وعمل السماسرة وشركات الوساطة في السوق<sup>3</sup>.

### 4- وظائف سوق الأوراق المالية الإسلامي الماليزي:

يقوم سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا بوظائف عديدة تتمثل في ما يلي:

❖ **تلبية حاجة المستثمرين المسلمين:** تتيح سوق الأوراق المالية الإسلامية فرصة الاستثمارات الممتازة للمستثمرين المسلمين في القطاعات التي لا تتعامل بالمحرمات الشرعية، وبإيجاد جهة رقابية شرعية لضمان التزام أنشطة هذه السوق بأحكام الشريعة الإسلامية يمكن أن تزيد ثقتهم بهذه السوق، إلى جانب حماية حقوقهم من خلال إعداد التشريعات والقوانين التي لا تتعارض مع أحكام الشريعة من طرف الجهات الرقابية<sup>4</sup>.

❖ **تلبية حاجة الجهات المصدرة:** يتيح السوق فرصة للجهات المصدرة لإصدار الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية لاسيما الأسهم العادية والصكوك الإسلامية القابلة للتداول في هذا السوق، وقد تم إصدار هذه الأدوات المالية والتداول بها بناء على القرارات الصادرة عن اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، والتعليمات على عرض الصكوك الإسلامية الصادرة عن هذه الهيئة وذلك كله لأجل زيادة الثقة بين الجهات المصدرة للأدوات المالية الشرعية وحماية حقوقها في كافة الأمور المتعلقة بإصدار الأدوات المالية الشرعية والتداول بها في السوق<sup>5</sup>.

❖ **عمل الجهة الرقابية العليا:** أصبحت هيئة الأوراق المالية الماليزية جهة رقابية رئيسية، وهي مسؤولة عن تطوير وتدعيم سوق الأوراق المالية الإسلامي على المستوى المحلي والعالمي، وبذلك طرحت الهيئة هدفا في الخطط الرئيسية لسوق الأوراق المالية الماليزي لكون ماليزيا مركزا دوليا لسوق المال الإسلامي، ولتحقيق هذا الهدف قامت بالترويج للأدوات المالية الإسلامية المتداولة في

<sup>1</sup> : عثمان ظهير، سعد السهيمي، "السوق المالية الإسلامية في ماليزيا التجربة والنجاح"، جريدة الاقتصادية، الرياض، 22 صفر 1428 هـ الموافق ل12 مارس 2007م، ص7، من الموقع: <http://www.malaysiaarab.com/forums/showthread.php?t=843> ، بتاريخ: 5 ماي 2011.

<sup>2</sup> : من الموقع: <http://www.klse.com.my> ، بتاريخ 5 ماي 2011.

<sup>3</sup> : عثمان ظهير، سعد السهيمي، مرجع سبق ذكره، ص8.

<sup>4</sup> : محمد عدنان بن الضيف، مرجع سبق ذكره، ص 180.

<sup>5</sup> : المرجع نفسه، ص 180.

السوق المحلية على المستوى العالمي من خلال الندوات والدورات وغيرها، ويمكن لهذا أن يجذب المستثمرين الأجانب لتوظيف أموالهم في المشاريع المحلية<sup>1</sup>.

❖ **تدعيم الاقتصاد الماليزي ونموه:** يساهم سوق الأوراق المالية الإسلامي في التنمية الاقتصادية الماليزية لا سيما المشاريع التنموية للقطاعين العام والخاص، وهذا من خلال تعبئة الأموال الفائضة لأصحاب الأموال، وتوجيهها إلى استثمارات نافعة ومتوافقة مع أحكام الشريعة، و إن رغبة المستثمرين في توظيف أموالهم في المشاريع الاستثمارية الإسلامية هو الحصول على العوائد و الأرباح المشروعة في الإسلام، وليس على عنصر الفائدة المحرمة شرعا<sup>2</sup>.

### المطلب الثاني: ضوابط سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا:

وفي هذه النقطة سنتكلم عن ضوابط الإصدار وضوابط المعاملات التي يقوم عليها السوق.

#### 1- ضوابط إصدار الأوراق المالية:

في اجتماع اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية ( I. I. S. G ) الإسلامية الخامس في 23 أوت 1995م، قررت أربع معايير أساسية لتحليل وتقييم الأوراق المالية المدرجة في البورصة الماليزية بعد الرجوع إلى القرآن الكريم والسنة النبوية الشريفة، وعموم الشريعة ومبادئها<sup>3</sup>، ومن المعايير ما يلي:

#### 1-1- معايير تقييم الأوراق المالية المدرجة في البورصة الماليزية: ومنها<sup>4</sup>:

❖ **المعيار الأول:** أن يكون النشاط الأساسي للشركة خاليا من المعاملات الربوية كما في المؤسسات المالية التقليدية، وتشتمل على البنوك التجارية، وبنوك الاستثمار أو البنوك التجارية غير الإسلامية وشركات التمويل وغيرها، فلا يجوز للمسلمين شراء أسهمها واعتبارها خارجة عن القائمة.

❖ **المعيار الثاني:** إذا كان النشاط الرئيسي للشركة هو التعامل بالقمار أو الميسر وما شابه ذلك مثل الكازينوات ( casinos )، فيحرم للمستثمرين المسلمين شراء أسهمها.

❖ **المعيار الثالث:** إذا كانت الشركة التي تتكون عملياتها من الغرر كشركة التأمين التقليدية ( التأمين التجاري أو التأمين ذو القسط الثابت )، فيحرم للمستثمرين المسلمين شراء أسهمها.

❖ **المعيار الرابع:** إذا كانت الشركة تتضمن أنشطتها إنتاج سلع وخدمات وتوزيعها من خلال طرق محرمة شرعا، فلا يجوز للمستثمرين المسلمين الاستثمار فيها، وهي تتضمن:

✓ المشاركة في صنع المشروبات الكحولية، وإنتاجها وتسويقها.

✓ تجهيز لحوم الخنزير في الأسواق.

✓ توفير الخدمات للأخلاقية، والحانات والخمرات وغيرها.

فيحرم على المستثمرين المسلمين شراء أسهمها، وهناك أيضا الشركات التي تتعامل بالمعاملات غير المشروعة كشركة المباني القائمة مثل بناء محل للقمار، والخمارة وغيرها، فتشطب مثل هذه الشركات من قائمة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة.

#### 1-2- خطوات استخلاص الأوراق المالية الشرعية:

يمكن توضيحها كما يلي<sup>1</sup>:

<sup>1</sup>: الجهة العليا لسوق الأوراق المالية الماليزي، من الموقع:

<sup>2</sup>: محمد باكار، الاقتصاد الماليزي، ص46، من الموقع: <http://www.humayondar.com/asiaislamicconference.pdf> ، بتاريخ 5 ماي

2011.

<sup>3</sup>: موقع هيئة الأوراق المالية الماليزية، <http://www.sc.com.my/sub.asp?pageid=&menuid=267&newsid=&linkid=&type> ،

بتاريخ 5 ماي 2011.

<sup>4</sup>: المرجع نفسه.

❖ **الخطوة الأولى: استخلاص المعلومات المالية:**

وهي خطوة تتضمن تعريف مصدر الدخل ونشاطات الشركة، حيث تقوم اللجنة الاستشارية الشرعية بجمع المعلومات على الشركات من عدة مصادر مثل التقارير المالية السنوية للشركات من خلال تحقيقها حول التسيير.

❖ **الخطوة الثانية: النظر إلى نشاط الشركة:**

طبقت اللجنة الاستشارية الشرعية معايير عامة في التركيز على نشاطات الشركة المدرجة في البورصة الماليزية، إذ عرضت عدة شروط على نشاطات الشركة بأن تكون مطاوعة للشريعة وذلك من أجل إدراج أوراقها المالية، وتكون غير مطاوعة للشريعة إذا كانت تدرج تحت إحدى النشاطات التالية:

- ✓ الخدمات المالية القائمة على الربا.
- ✓ القمار والميسر.
- ✓ صناعة أو بيع المنتجات غير الحلال.
- ✓ صناعة التأمين التقليدي.
- ✓ نشاطات التسلية غير المسموحة شرعا.
- ✓ صناعة أو بيع منتجات تعتمد على التبغ.
- ✓ سمسة أو تجارة أسهم لمؤسسات غير مطاوعة شرعا.

❖ **الخطوة الثالثة:**

وضع مؤشرات أو معايير اجتهادية للشركات التي أصل عملها في الحلال، ولكن لها معاملات حرام، وتتضمن هذه المؤشرات ما يلي:

✓ **المعيار أو مؤشر 5%:** وهذا المؤشر أو المعيار يستخدم لقياس المستوى المختلط بين مساهمة المستثمرين في أنشطة مشروعة وأخرى محرمة شرعا، مثل تعامل الشركات بالربا والقمار والخمر ولحم الخنزير.

✓ **المعيار أو مؤشر 10%:** هذا المؤشر أو المعيار يستخدم لقياس المستوى المختلط بين مساهمة المستثمرين في الأنشطة المشروعة والأنشطة التي تتضمن عنصر عموم البلوى مثل المساهمة في أسعار الفائدة في حساب الإيداع الثابت من المصارف التقليدية والنشاطات المتعلقة بالتبغ.

✓ **المعيار أو مؤشر 25%:** يستخدم هذا المؤشر أو المعيار لقياس المستوى المختلط لمساهمة المستثمرين في الأنشطة الموافقة مع أحكام الشريعة بصورة عامة ولتحقيق المصلحة العامة، وهي التي تحتوي على عنصر المصلحة للشعب بالرغم من أنه يوجد فيها عنصر مخالف للشريعة، أي هناك عناصر أخرى تؤثر على منزلة الشريعة في هذه الأنشطة، ومنها أنشطة وعمليات الفنادق والمصارف وغيرها لأن هذه الأنشطة قد تتضمن أنشطة أخرى غير مشروعة.

وبذلك فإن كل المشاركات ذات النشاطات غير المسموحة في الشركات المعينة سوف تقارن مع المؤشرات السابقة، فإذا كانت النشاطات والمداخل تدرج تحت ما هو محرم مثل الربا والميسر والخمر يجب أن لا تتجاوز 5% من المداخل العامة وكذلك بالنسبة إلى مؤشر 10% و 25%.

<sup>1</sup> عدة مراجع:

- موقع بورصة ماليزيا: [http://www.bursamalaysia.com/website/bm/products\\_and\\_services/islamic\\_capital\\_market](http://www.bursamalaysia.com/website/bm/products_and_services/islamic_capital_market) بتاريخ 5 ماي 2011.

- موقع هيئة الأوراق المالية: <http://www.sc.com.my/sub.asp?pageid=&menuid=267&newsid=&linkid=&type> بتاريخ 5 ماي 2011.

- من الموقع: <http://www.klse.com.my> بتاريخ 5 ماي 2011.

وبناء على هذه الضوابط والمؤشرات السابقة فإن اللجنة الاستشارية الشرعية قد طرحت معايير الشركات المختلطة بين الأنشطة المشروعة والمحرمة شرعا، ومنها ما يلي:

- ❖ أن تكون الأنشطة الرئيسية للشركة قائمة وفقا لمبادئ الشريعة المذكورة في ضوابط المعايير كما سبق شرحها وأن تكون العناصر المحرمة المستخدمة في أنشطتها قليلة جدا.
- ❖ أن تكون الشركة ذات سمعة حسنة من وجهة نظر المجتمع.
- ❖ أن تكون أنشطتها الرئيسية للمصلحة العامة.
- ❖ أن تكون نسبة الحرام قليلة في عمل الشركة وعلى وجه الخصوص ما يتعلق بقاعدة عموم البلوى والعرف.

فقد جاء من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية جواز الاستثمار في شركات المساهمة ذات الأعمال المشروعة في الأصل إلا أنها تتعامل بأمر محرمة شرعا أحيانا، وقد جاء هذا بحجة مساهمة المسلمين في الشركات المختلطة، حيث عندما تكون نسبة الأنشطة المشروعة أغلب من الأنشطة المحرمة شرعا يؤدي إلى تطوير الاقتصاد الماليزي.

#### ❖ الخطوة الرابعة:

جدولة نتائج اللجنة الاستشارية الشرعية من أجل وضع التقديرات النهائية، وتقوم هنا اللجنة بالتقييم النهائي للشركة بأن يكون اسمها مدرجا في قائمة الأوراق المالية المطاوعة أو الموافقة للشريعة أو لا.

#### ❖ الخطوة الخامسة:

تصنيف النتائج وإنشاء القوائم النهائية للأوراق المالية المطاوعة مع الشريعة، حيث أنها تقوم بإنشاء هذه القوائم مرتين في السنة في كل من شهر أفريل وشهر أكتوبر، بحيث تقوم بإدراج أسهم جديدة ونزع أسماء قديمة أصبحت غير متوافقة والشريعة.

أما إذا كانت هناك قضايا جديدة ومعاصرة من حيث المنتجات والأدوات المالية فإنها تدارس بين اللجنة الاستشارية الشرعية وجهة الإدارة لهيئة الأوراق المالية الماليزية، وتتخلص خطوات الدراسة في ما يلي:

✓ تطلب الجهة العليا لهيئة الأوراق المالية الماليزية من قسم سوق رأس المال الإسلامي عمل دراسات معمقة ودقيقة في إطار أنشطة سوق رأس المال الإسلامي لحاجات معاصرة، لاسيما أسس الاستثمار وقواعده والأدوات المالية القائمة والجديدة.

✓ مناقشة تلك القضايا أو المنتجات على مستوى الخبراء في مجال المعاملات الإسلامية والمحترفين في المعاملات المعاصرة.

✓ دراسة وتحليل من قبل جهة الإدارة لهيئة الأوراق المالية الماليزية من الناحية التقليدية الشرعية.

✓ تقديم نتائج الدراسة من قبل جهة الإدارة إلى اللجنة الاستشارية الشرعية.

✓ إعادة الدراسة إن كانت هذه اللجنة غير مقتنعة بنتائج الدراسة.

✓ اتخاذ القرار من قبل اللجنة، ويجب أن يكون القرار الذي يتخذ سليما من وجهة نظر شرعية، و أن يراعى عرف البلاد ومصلحة الأمة.

✓ تسجيل القرار وطرحه إلى الجهة العليا لهيئة الأوراق المالية الماليزية.

✓ تشكيل التشريعات أو التعليمات المعنية (إن كانت بحاجة إليها).

✓ تصدر جهة الإدارة للهيئة القرار إلى الجهات المعنية.

#### 2- ضوابط المعاملات:

من أجل دعم الإطار التنظيمي والرقابي فيما يتعلق بمعاملات سوق الأوراق المالية الإسلامي أصدرت التعليمات والتشريعات والإرشادات اللازمة لذلك.

## 2-1- التعليمات على صناديق الاستثمار<sup>1</sup>:

أصدرت الهيئة التعليمات على صناديق الاستثمار في عام 2002م، وهي تقديم المعلومات والإجراءات المعنية بهذه الصناديق لتوجيه المستثمرين قبل الاستثمار فيها، هذه التعليمات لحماية حقوق المستثمرين، وفي هذه التعليمات طرحت بندين فيما يتعلق بإدارة صناديق الاستثمار وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية في ماليزيا، وهما:

### ❖ البند رقم 18:

المتطلب الإضافي لنظام إدارة الصندوق والذي ينص على أن تلتزم بمبادئ الشريعة في المعاملات الإسلامية المعينة فيه، وهذا البند قد طبق بالفعل في 1 جانفي 2003م.

### ❖ البند رقم 19:

تقوم إدارة الصندوق فيما يتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية بإجراءات التسجيل، وتعيين المستشارين الشرعيين للمناقشة والمراجعة فيما يتعلق بالمعاملات فيها، هذا البند قد طبق بالفعل في 10 جويلية 2002م.

## 2-2- التعليمات على عرض الصكوك:

وقد أصدرت هذه التعليمات لتوجيه المتعاملين في السوق حول إجراءات إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا، وتوفير معلومات عن التشريعات والقوانين المتعلقة بها، وركزت هذه التعليمات أيضا على تعيين المستشار الشرعي المستقل ودوره فيما يتعلق بالصكوك الإسلامية، وينبغي للجهات المصدرة والمستثمرين الراغبين في إصدار الصكوك الإسلامية والتداول بها مراجعة هذه التعليمات، وإتباع التوجيهات فيها، لاسيما فيما يتعلق بالاستثمار في الصكوك الإسلامية<sup>2</sup>.

**المتطلب الثالث: الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامي الماليزي وخدمات الوساطة فيه:**

ان مكونات سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا تنقسم إلى ثلاثة أقسام هي كما يلي:

### 1- الملكية الإسلامية:

هي عبارة عن الأدوات المالية، وأهمها:

#### 1-1- الأسهم العادية:

تندرج هذه الأسهم في البورصة الماليزية للأوراق المالية وتتكون من الأسهم الصادرة عن الشركات المساهمة التي تخلو أنشطتها الأساسية من العناصر المحرمة شرعا، فهي الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة<sup>3</sup>.

## 1-2- صناديق الاستثمار الإسلامية " Islamic Unit Trust Funds ":

هي عبارة عن الصناديق التي تتولى تجميع أموال صغار المستثمرين فضلا عن كبارهم في صورة وحدات استثمارية، ويعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والاختصاص لتوظيفها في الشركات المعترف بها من اللجنة الاستشارية الشرعية وفقا لصيغ الاستثمار الإسلامية المناسبة ومبادئ الشريعة

<sup>1</sup> : صناديق الاستثمار في ماليزيا، من الموقع: <http://islamicfund.weebly.com>، بتاريخ 13 ماي 2011.

<sup>2</sup> : اكرم لالدين، التعليمات على الصكوك، من الموقع: <http://islamic-invest-malaysia.com>، بتاريخ 13 ماي 2011.

<sup>3</sup> : سحا سورياني صفر الدين جعفر، مرجع سبق ذكره، ص46.

الإسلامية، وعلى سبيل المثال التوظيف في صناديق الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية وصناديق الصكوك الإسلامية<sup>1</sup>.

### 1-3- مؤشر الشريعة " Shariah Index ":

المؤشر هو رقم حسابي قياسي يعكس تطور أسعار التعامل في سوق معينة سواء بالزيادة أو النقصان، وفي البورصة الماليزية يجري مؤشر الشريعة في معاملاتها، وهو معد ليعرف حركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة، ويتم قياس أدائها الاستثماري<sup>2</sup>.

ويوجد نوعان من مؤشر الشريعة في البورصة الماليزية هما:

### 1-3-1- المؤشر الشرعي كوالالمبور " Kuala Lumpur Sharia Index ":

طرح هذا المؤشر الشرعي بتاريخ 17 أبريل 1999م لتلبية الطلب من قبل المستثمرين المحليين والأجانب الراغبين بالاستثمار في الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية، وهذا المؤشر يعتبر دليلاً على الوضع العام للبورصة الماليزية في إطار الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة، ويمكن أن يكون مفيداً للمستثمرين عند استخدامه كمقياس لتقييم أداء الأسهم لأنهم يستطيعون عمل التخطيط الأمثل لمستقبل استثماراتهم. ويشترط في الشركات التي يقاس أداؤها حسب المؤشر الشرعي كوالالمبور أن تكون أنشطتها في الحلال، أي لا تستثمر أموالها في صناعة الكحوليات أو التبغ أو منتجات يدخل فيها لحم الخنزير، كما لا تتعامل مع البنوك الربوية<sup>3</sup>.

### 1-3-2- المؤشر الإسلامي الماليزي لرشيد حسين المحدودة - داوجونز:

بدأ هذا المؤشر عام 1992م من قبل شركة رشيد حسين المحدودة، وهي أحد البنوك المشهورة في ماليزيا في الوقت الحاضر، ولكنه طرح رسمياً في 10 ماي 1996م، وهو يسمى بالمؤشر الشرعي رشيد حسين المحدودة في ذلك الحين، ومنذ شهر جانفي 1998م، فقد أصبح المؤشر خاضعاً لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية ولجنة الشريعة لرشيد حسين المحدودة بذاتها، وهذا المؤشر يعبر عن بيئة إسلامية في أنشطة الشركات المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية، وفي الوقت الحاضر صار يعرف بالمؤشر الإسلامي الماليزي لرشيد حسين المحدودة- داوجونز، لأنه يخضع لمعايير داوجونز لتقييم أداء الشركات المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة والمرخصة بها من اللجنة الاستشارية الشرعية<sup>4</sup>.

### 2- الصكوك الإسلامية " Islamic Bonds ":

تعرف الصكوك الإسلامية بأنها الصكوك التي يتم إصدارها وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية المسموحة بها من اللجنة الاستشارية الشرعية في هيئة الأوراق المالية الماليزية<sup>5</sup>، وتصنف الصكوك الإسلامية باعتبار الجهات التي أصدرتها في ماليزيا كما يلي:

<sup>1</sup> : نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص 110.

<sup>2</sup> : المرجع نفسه، ص 110.

<sup>3</sup> : Kuala Lumpur stock exchange, from : <http://www.klse.com.my>, 13 may 2011.

<sup>4</sup> : سحاسورياني صفر الدين جعفر، مرجع سبق ذكره، ص 48.

<sup>5</sup> : صفية أحمد أبو بكر، مرجع سبق ذكره، ص 8.

## 2-1- الصكوك الإسلامية الحكومية:

أصدرت الحكومة الماليزية صكوك حكومية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية تدعى " شهادات الاستثمار الحكومي "، وذلك في عام 1983م، وتعد هذه الشهادات أول شهادات استثمارية دون فائدة، إذ تم تطويرها وفق مبدأ القرض الحسن من قبل الحكومة الماليزية كخطوة لمساندة حركة الأعمال المصرفية الإسلامية في ماليزيا، و الغرض من إصدار هذه الشهادات هو حصول الحكومة على الأموال اللازمة لتمويل إنفاقها على المشاريع التنموية وبالطبع فإن العائد عليها لا يحدد مقدما<sup>1</sup>.

## 2-2- الصكوك الإسلامية للشركات:

هي عبارة عن أدوات مالية استثمارية متوسطة أو طويلة الأجل التي أصدرتها الشركات الخاصة، وطرحت فكرة هذه الصكوك في ماليزيا عام 1990م، وفي الوقت الحاضر تصدر هذه الصكوك وفقا لمبادئ البيع بالثمن الأجل، والمرابحة و الاستصناع، و الإجارة، والمضاربة، والمشاركة<sup>2</sup>، و هي كما يلي:

### 2-2-1 - صكوك البيع بثلثين أجل / المرابحة:

تعرف صكوك البيع بثلثين أجل / المرابحة من الناحية التطبيقية في ماليزيا بأنها الوثائق أو الشهادات الممثلة لقيمة الأصول التي تصدرها الجهة المصدرة للجهات الأخرى لإثبات المديونية فيها وإصدارها مبنية على أساس عقد البيع بالثلثين الأجل، وفي هذا التعريف نجد أن بنية هذه الصكوك قائمة على أساس أنها أدوات دين لبيع بثلثين أجل<sup>3</sup>. وقد جاءت موافقة كل من اللجنة الاستشارية الشرعية الوطنية والبنك المركزي الماليزي على القرار الذي يقتضي بجواز ممارسة بيع العينة في الأدوات الإسلامية القابلة للتداول في ماليزيا لاسيما في إصدار صكوك البيع بالثلثين الأجل<sup>4</sup>.

### 2-2-2 صكوك الاستصناع:

تعرف صكوك الاستصناع حسب التجربة الماليزية بأنها الوثائق أو الشهادات التي تمثل بها قيمة الأصول ويتم إصدارها على أساس بيع الاستصناع لإثبات المديونية من قبل الجهة المصدرة (المستصنع) للجهة الممولة، ونجد هنا انه تعريف إثبات لدين عملية بيع ناتجة عن استصناع، و أول إصدار لصكوك الاستصناع في ماليزيا كان سنة 2003م من طرف شركة SKS power Sdn Bhd بقيمة 5,6مليار رنجيت ماليزي ، ومدة استحقاق هذه الصكوك من 5 إلى 9 سنوات<sup>5</sup>.

### 2-2-3- صكوك الإجارة:

تعرف صكوك الإجارة في التجربة الماليزية بصكوك ملكية الموجودات المؤجرة، وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة، أو عين موعود باستئجارها أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، وتتيح لحاملها فرصة الحصول على دخل الإيجار أو عائد على رأس المال من العين المؤجرة، بالإضافة إلى تحمل مخاطر الخسارة والضرر، ويتم إصدار هذه الصكوك بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيله الاككتاب فيها<sup>6</sup>.

<sup>1</sup>: الموقع الرسمي لهيئة تنمية الصناعة الماليزية: <http://www.mida.gov.my/arabic/index.php?page=securities-market> ، بتاريخ 28 أبريل 2011.

<sup>2</sup>: سحاسورياني صفر الدين جعفر، مرجع سبق ذكره، ص50.

<sup>3</sup>: صكوك المرابحة، من الموقع: <http://ar.financialislam.com/157516041589160316081603-157516041573158716041575160516101577.html> ، بتاريخ 17 ماي 2011.

<sup>4</sup>: صكوك البيع بثلثين أجل، من الموقع: [www.kantakji.com/fiqh/Files/Finance/M311.doc](http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Finance/M311.doc) ، بتاريخ 17 ماي 2011.

<sup>5</sup>: محمد عدنان بن الضيف، مرجع سبق ذكره، ص197.

<sup>6</sup>: المرجع نفسه، ص203.

و أول إصدار لصكوك الإجارة في ماليزيا، كان لصكوك الإجارة الدولية، حيث أنه في 3 جويلية 2002 أصدرت الحكومة الماليزية صكوك إجارة دولية Malaysian Global Sukuk المتداولة في بورصة لابوان المالية العالمية Labuan International Financial Exchange ، بعملة أجنبية بقيمة 600 مليون دولار أمريكي لمدة استحقاق 5 سنوات أي لغاية 2007م<sup>1</sup>.

#### 2-2-4- صكوك المشاركة:

لا يوجد لها تعريف صريح من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية ، حيث تم الاكتفاء بوضع تعريف المشاركة كعقد استثمار وذلك في تعليمات عرض الأوراق المالية الإسلامية في جويلية 2004م. حيث كان أول إصدار لصكوك المشاركة سنة 2005م من طرف Musyara Kah Capital Bhd بقيمة 2,5 مليار رنجيت ماليزي<sup>2</sup>.

#### 2-2-5- صكوك المضاربة:

لم يعطى لها تعريف صريح، ما عدى التعريف الموجود لعقد المضاربة الشرعية في تعليمات عرض الأوراق المالية الإسلامية لشهر جويلية 2004 الصادر من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية، وكان أول إصدار لصكوك المضاربة من طرف PG Minicipal Assete Bha بقيمة 80 مليون رنجيت ماليزي<sup>3</sup>.

#### 3- خدمات الوساطة:

تلعب فئة الوسطاء الماليين دورا هاما في إدارة وتنظيم عمليات تبادل الأسهم لاسيما الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية وصناديق الاستثمار الإسلامية، وتعتبر وسيطا بين وحدات العجز والفائض، وتمارس معاملاتها وفقا لأحكام الشريعة وهي خالية من العناصر المحرمة شرعا<sup>4</sup>، ومن أقسام الوسطاء والخدمات المتوفرة في هذا السوق مايلي:

#### 3-1- السمسرة " Stockbroking ":

تعرف السمسرة شرعا بأنها الوساطة بين البائع والمشتري مقابل أجره في غير عقد إجارة، والسمسار مسؤول عن إتمام البيع والشراء في الأسهم المدرجة في البورصة بأجرة<sup>5</sup>. وفي التجربة الماليزية توفر بعض شركات السمسرة خدمة السمسرة الإسلامية التي تمكنها من مساعدة جمهور المسلمين وغيرهم للاستثمار في الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية فقط، ومن شركات السمسرة الإسلامية التامة في ماليزيا<sup>6</sup>:

❖ BIMB Securities SDN Bhd.

❖ PTB Securities

وأما عن شركات السمسرة التقليدية فمنها<sup>7</sup>:

❖ Rashid Hussain Securities

❖ AM Securities

❖ TA Securities

1 : التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية ،2002، ص10.

2: التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية 2005 ، ص19.

3: المرجع نفسه، ص25.

4 : نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص134.

5: معلومات المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، من الموقع:

[http://www.ibisonline.net/Research\\_Tools/Glossary/GlossaryDisplayPage.aspx?TermId=2776](http://www.ibisonline.net/Research_Tools/Glossary/GlossaryDisplayPage.aspx?TermId=2776) بتاريخ 9 ماي 2011.

6 : موقع بورصة ماليزيا: [http://www.bursamalaysia.com/website/bm/products\\_and\\_services/islamic\\_capital\\_market](http://www.bursamalaysia.com/website/bm/products_and_services/islamic_capital_market) بتاريخ 9 ماي 2011.

7 : المرجع نفسه.

### 3-2- إدارة الاستثمار:

إدارة الاستثمار عبارة عن أعمال الإدارة لمحفظه الأوراق المالية التي تديرها وتمارسها الشركات المحددة ذات المؤهلات والمواصفات المعنية لغرض الاستثمارات نيابة عن عملائها، وهذه الشركات يتوافر فيها صندوق خاص لتوفير الموارد المالية من العملاء واستثمارها، حيث يصبح مدير هذا الصندوق وسيطا ووكيلا عن عميله في تنفيذ كل الإجراءات المتعلقة بإدارة الاستثمار، وأما مفهوم إدارة الاستثمار من منظور إسلامي في ماليزيا فقد ركز على صناديق الاستثمار الإسلامية فقط، والتي تديرها الجهات المتخصصة والمحترفة، فهم وسطاء أو وكلاء للمدخرات الصغيرة لتكوين حجم من الأموال ويمكن أن يستفيدوا من ميزات التنوع الذي يؤدي الى تقليل مخاطر الاستثمار، وتستثمر هذه الصناديق في مجال الاستثمارات المتوافقة مع الضوابط الشرعية. وفي هذه الحالة ننظر لهذه الصناديق من ناحية دورها كالوسطاء أو الوكلاء للمدخرات، ودور إدارة الاستثمار في السوق الماليزي الحالي أشمل من هذه الصناديق<sup>1</sup>.

### 3-3- الرقابة الشرعية:

يخضع سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا للرقابة الشرعية، وتعتبر اللجنة الاستشارية الشرعية ( Shariah Advisory Council -SAC ) الجهة الرقابية الشرعية العليا التي تعمل بالتعاون مع قسم سوق الأوراق المالية الإسلامي للهيئة الماليزية للأوراق المالية على دراسة الأدوات المالية المتداولة وتحليلها بدقة، بالإضافة إلى ذلك فإن المستشارين الشرعيين المستقلين يلعبون دورا هاما في إصدار الصكوك الإسلامية بصورة خاصة<sup>2</sup>.

## المبحث الثالث: الهندسة المالية الإسلامية في ماليزيا.

تتميز التجربة الماليزية في مجال صناعة الهندسة المالية الإسلامية بالتنوع الكبير، وهي بهذا تعتبر اكبر مركز للصناعة المالية الإسلامية.

### المطلب الأول: منتجات الهندسة المالية الإسلامية في ماليزيا .

تشمل منتجات صناعة الهندسة المالية الإسلامية في ماليزيا العديد من أشكال المعاملات المالية التي تهدف إلى تحسين الأداء من خلال تخفيض تكاليف المعاملات و تسهيلها، بالإضافة إلى مجموعة متنوعة جداً من الصكوك الإسلامية التي تجمع في مجملها خاصيتي الكفاءة الاقتصادية و المصدقية الشرعية.

#### 1-العمليات التمويلية : نذكر منها :

<sup>1</sup> : إقامة سوق مالية إسلامية... ضرورة لمواجهة المشاكل الاقتصادية، من الموقع: <http://share3a.com/vb/showthread.php?t=2914> ، بتاريخ 30 أبريل 2011.

<sup>2</sup> : Islamic Capital Market in Malaysia, Securities Commission of Malaysia, 2004 ,from : <http://www.sc.com.my/sub.asp?pageid=&menuid=267&newsid=&linkid=&type>, 30 April 2011.

### 1-1-1-1- اتفاقيات البيع وإعادة الشراء :

هي إحدى المعاملات التجارية، تتم بين طرفين حيث يقوم البائع ببيع بعض الأصول إلى المشتري بالسعر الذي يتم الاتفاق عليه، ثم يبرم الطرفان اتفاقية أخرى منفصلة يتعهد فيها المشتري ببيع الأصول المعنية إلى البائع مرة أخرى بسعر يتم الاتفاق عليه<sup>1</sup>.

### 1-2-1- حين الإصدار :

يشير مفهوم " حين الإصدار " إلى إحدى المعاملات التجارية الخاصة ببيع وشراء السندات المالية قبل إصدارها، وقد سمح مجلس الشريعة الاستشاري الوطني بمعاملات شراء الأوراق المالية حين الإصدار استناداً إلى إباحة التعهد بالمعاملات التجارية المتعلقة بالبيع والشراء<sup>2</sup>.

### 1-3- اتفاقية الرهن الأولى:

يقدم المقرض بموجب هذه الاتفاقية قرضاً للمقترض بناء على مبدأ القرض الحسن، على أن يودع المقرض سندات المديونية على سبيل الرهن لتكون بمثابة ضمان إضافي للقرض الممنوح ، وفي حالة عجز المقرض على السداد عند ميعاد الاستحقاق يحق للمقرض بيع هذه السندات المرهونة والاستفادة بعائد البيع لتسوية الدين، و تجدر الإشارة إلى أن بنك نيجارا ماليزيا يستخدم اتفاقية الرهن الأولى كوسيلة لإدارة السيولة في عمليات سوق المال الخاصة به، و يكون العائد الناتج عن هذه الاتفاقية في شكل هبة<sup>3</sup>.

### 2- الأدوات المالية :

#### 1-2-1- الإصدارات الاستثمارية الحكومية:

تمكن الصكوك الإسلامية الشرعية من استرداد الأصل لأصحابه من الجهة المصدرة (الحكومة) دون أي عائد أو نفع مادي، وحصيلة هذه الشهادات تمكن الحكومة من إتمام مشروعاتها الاستثمارية دون الحاجة إلى زيادة كمية النقود المصدرة (التمويل التضخمي)، و لهذه الأسباب تعتبر هذه الشهادات هندسة مالية إسلامية ناجحة، لتحقيقها عنصر الكفاءة الاقتصادية بالإضافة إلى عنصر المصادقية الشرعية<sup>4</sup>.

لكن مبدأ القرض الحسن لا يفي بمتطلبات هذه الإصدارات باعتبارها سندات مالية متداولة في السوق الثانوي، و سعياً لمعالجة هذا العجز، قام بنك نيجارا ماليزيا بفتح المجال لتسهيل عمليات بيع و شراء هذه الأوراق على المضاربين مع البنك المركزي، ويقوم البنك بتحديد سعر البيع أو الشراء للمضاربين، الأمر الذي من شأنه الحفاظ على نظام تسجيل أي حركة في الإصدارات الاستثمارية الحكومية، و في 15 جويلية 2001م، قامت الحكومة الماليزية بطرح هذه الإصدارات الاستثمارية لمدة انتفاع تصل إلى ثلاث سنوات وتبلغ قيمتها 2مليار رينجيت ماليزي و ذلك استناداً إلى نصيحة البنك، وأدى هذا إلى إضفاء مزيد من العمق على سوق الأوراق المالية الإسلامي، حيث أصبحت الآن هذه الإصدارات متداولة في السوق الثانوي من خلال مبدأ بيع الدين. وقد بلغت قيمة الإصدارات الاستثمارية الحكومية 7 ملايير رينجيت ماليزي في نهاية 2003م<sup>5</sup>.

#### 2-2- الأوراق التجارية الإسلامية القابلة للتداول: وهي كما يلي:

1 : منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص ص86، 87.  
2 : عبد الكريم قندوز، "صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية"، مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسينية بن بوعلي، الشلف، دفعة 2006/2007، ص204.

3 : المرجع نفسه، ص204.

4 : محمد أكرم لادين، " النظام المالي الإسلامي : التجربة الماليزية و الطريق إلى الأمام "، ص23، من الموقع:

<http://www.isra.my/media-centre/downloads/finish/9-islamic-finance/43-islamic-financial-system-the-malaysian-experience-and-the-way-forward/0.html>، بتاريخ 17 ماي 2011.

5 : المرجع نفسه، ص ص23، 24.

## 2-2-1- الأوراق التجارية الإسلامية القابلة للتداول الخاصة بالإيداع:

يعد مبدأ المضاربة هو المبدأ الذي يتم تطبيقه بالنسبة لهذا النوع، ويشير هذا المبدأ إلى إيداع مبلغ من المال لدى المؤسسات المصرفية الإسلامية ويدفع لصاحبه في ميعاد محدد في المستقبل، ويشتمل هذا المبلغ على القيمة الاسمية للأوراق التجارية الإسلامية القابلة للتداول الخاصة بالإيداع مضافاً إليها حصة الربح المعلنة<sup>1</sup>.

## 2-2-2- صك الدين الإسلامي القابل للتداول:

يتضمن هذا النوع من المعاملات بيع أصول المؤسسات المصرفية للعميل نقدًا بسعر متفق عليه، حيث يتم فيما بعد شراء الأصول من العميل بالقيمة الأصلية مضافاً إليها المكسب، على أن تتم التسوية في ميعاد متفق عليه في المستقبل<sup>2</sup>.

## 2-2-3- سندات المديونية الخاصة الإسلامية:

طرحت فكرة سندات المديونية الخاصة الإسلامية في ماليزيا منذ عام 1990 م، وقد أصدرت هذه السندات التي تعد أحد أشكال التعاملات البارزة في السوق في هذا الوقت بناءً على مبادئ البيع بثمن أجل والمرابحة والمضاربة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية<sup>3</sup>.

## 2-3- صكوك أخرى:

نذكر منها<sup>4</sup>:

## 2-3-1- صكوك بنك نيجارا ماليزيا القابلة للتداول :

تعد صكوك بنك نيجارا ماليزيا القابلة للتداول مستندات قصيرة الأجل يصدرها البنك، و قد صدرت لأول مرة في 29 نوفمبر 2000م ويتم تداولها في السوق الثانوي، و يتحدد سعر هذه الصكوك استناداً إلى مبدأ الخصم و تصل مدة الانتفاع التي يحددها البنك إلى عام واحد، كما تعد هذه الصكوك إحدى الوسائل التي يستخدمها البنك لإدارة السيولة.

## 2-3-2- سندات كاجاماس للمضاربة :

أصدرت شركة كاجاماس بيرهاد سندات كاجاماس للمضاربة في الأول من مارس عام 1994 بهدف تمويل شراء ديون الإسكان الإسلامي من المؤسسات المالية التي توفر سبل تمويل الإسكان الإسلامي إلى السكان المحليين. وتعتمد هذه السندات على مبدأ المضاربة حيث يتقاسم حاملو السندات الأرباح مع شركة كاجاماس وفقاً للنسب المتفق عليها.

## 3- التوريق الإسلامي :

عملية التوريق في ماليزيا تقوم على نظامين: نظام إسلامي وآخر تقليدي، وبناء على هذا أصدرت هيئة الأوراق المالية بماليزيا إرشادات مختلفة لتنظيم إصدارات الأوراق المالية التقليدية، و كذلك إرشادات أخرى خاصة بالأوراق المالية الإسلامية، هذه الأخيرة تشرف على إصدارها هيئة الأوراق المالية وبالخصوص هيئة الرقابة الشرعية، ويشرف على تسجيلها و تداولها في السوق الثانوي البنك المركزي الماليزي<sup>5</sup>.

1 : عبد الكريم قننوز، "صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 206.

2 : المرجع نفسه، ص 206.

3 : "Capital Market in Islamic Framework: Malaysian Experience" ، Akhtarzait Abdul Aziz ، بحث مقدم إلى مؤتمر الأسواق المالية والبورصات: آفاق وتحديات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، يومي 6، 8 مارس 2007، ص 21، من الموقع: [http://slconf.uaeu.ac.ae/prev\\_conf/2007/papers/65.swf](http://slconf.uaeu.ac.ae/prev_conf/2007/papers/65.swf) بتاريخ 30 أبريل 2011.

4 : المرجع نفسه، ص 21، 22.

5 : محمد أكرم لالدين، "النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية في ماليزيا، ص 2، من موقع هيئة الأوراق المالية الماليزية:

<http://www.sc.com.my/sub.asp?pageid=&menuid=267&newsid=&linkid=&type> بتاريخ 21 أبريل 2011.

إن تقرير الرقابة الشرعية للأوراق المالية الإسلامية من مهام المستشار الشرعي\*، و مهمة هيئة الأوراق المالية الإسلامية هي التأكد من أن كل متطلبات التقديم صحيحة سواء كانت من ناحية الإجراءات أم من ناحية الأحكام الشرعية، أما البنك المركزي الماليزي فدوره مهم في عملية التسجيل و مراقبة حامل الأوراق المالية الإسلامية، و عملية إصدار هذه الأوراق المالية الإسلامية تحتاج إلى عملية التصييك التي تحدث عادة في السوق الأولية، و نقصد بالتصييك " جعل الدين المؤجل في ذمة الغير في الفترة ما بين ثبوته في الذمة وحلول اجله - صكوكا قابلة للتداول في السوق الثانوية"<sup>1</sup>.

وفي التجربة الماليزية يطبق بيع العينة أو الدين قبل التصييك، وبيع العينة هو مبدأ بيع الدين للمدين أو لغيره الذي ينتج من عقود المعاوضة المالية مثل المرابحة، وبيع بالثمن الآجل، و الاستصناع وغيرها، ورغم إجماع الفقهاء على تحريم بيع العينة إلا أن اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية جاءت بجوازه متبينة في ذلك وجهة نظر بعض الفقهاء القائمة على هدف تحقيق المصلحة العامة والتغلب على نقص السيولة دون اللجوء إلى القروض الربوية من البنوك التقليدية وهذا وفقا للقاعدة الفقهية إذا تعارضت مفسدتان روعي أعظمهما ضررا بارتكاب أخفهما<sup>2</sup>.

وكما هو معروف انه من الشروط المهمة عملية التوريق هي عملية التصنيف التي تكون موكلة لجهة لديها القدرة الكافية على تنفيذ العملية بدقة و باستطاعتها أن تصنف درجة الاستثمار في عملية التوريق، وفي ماليزيا هناك مؤسستان (MRC) Malaysian Rating Corporation، هاتان المؤسستان لديهما من القدرة و الخبرة في (RAM) Malaysian Rating Agency التصنيف في مجال التوريق الإسلامي ما يكفي لإتمام العملية بدقة<sup>3</sup>.

وبالرجوع إلى حكم ومشروعية بيع العينة، فان الفتاوى الماليزية التي أباحت بيع الدين لم تجعل الأوراق المالية الإسلامية الماليزية مقبولة لدى المستثمرين الأجانب أو السوق الخارجي، هذا لان كل المعايير الشرعية المصدرة من هيئات أسواق أخرى كهيئة الممارسة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في البحرين قد قررت بعدم جواز بيع العينة<sup>4</sup>.

#### المطلب الثاني: مقارنة أداء المنتجات المالية الإسلامية بالمنتجات التقليدية.

تتنوع الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية الماليزية بين أوراق تتوافق مع أحكام الشريعة، تتمثل في الأسهم الشرعية و الصكوك إضافة إلى أوراق مالية لا تتوافق مع أحكام الشريعة تشمل الأسهم غير الشرعية لكون الشركات التي تصدرها تتضمن أنشطة محرمة شرعا إضافة إلى السندات.

#### 1- تطور رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية مقارنة بالسوق الربوية:

تساعد سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا على جذب رؤوس الأموال لتوظيفها في المشاريع التي لا تتعامل بالمعاملات المحرمة شرعا، و هو ما أدى إلى تطور النظام المالي الماليزي، و

\*: المستشار الشرعي إما أن يكون:

- مستقل معتمد من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية، تتوافر فيه المؤهلات التالية:

- ليس ممن أعلن إفلاسه.
  - لم يرتكب أي جريمة تستحق العقوبة الجنائية.
  - لديه المؤهلات العلمية في فقه المعاملات وأصول الفقه مع الخبرة في أعمال المصرف الإسلامي لا تقل عن ثلاث سنوات.
- مصرف إسلامي أو تقليدي مرخص من قبل البنك المركزي الماليزي للتعامل بمعاملات البنوك الإسلامية.

<sup>1</sup> : المرجع نفسه، ص3.

<sup>2</sup> : Sayd Zubair Farook; " Shariah Governance for Islamic Finance: Challenges and Pragmatic Solutions "، from : [http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN\\_ID1816541\\_code1039977.pdf?abstractid=1813483&mirid=1](http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID1816541_code1039977.pdf?abstractid=1813483&mirid=1);

19April 2011.

<sup>3</sup>: محمد أكرم لالدين، "النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية في ماليزيا"، مرجع سبق ذكره، ص3.

<sup>4</sup> : المرجع نفسه، ص4.

الفصل الثالث: تجربة الهندسة المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا.

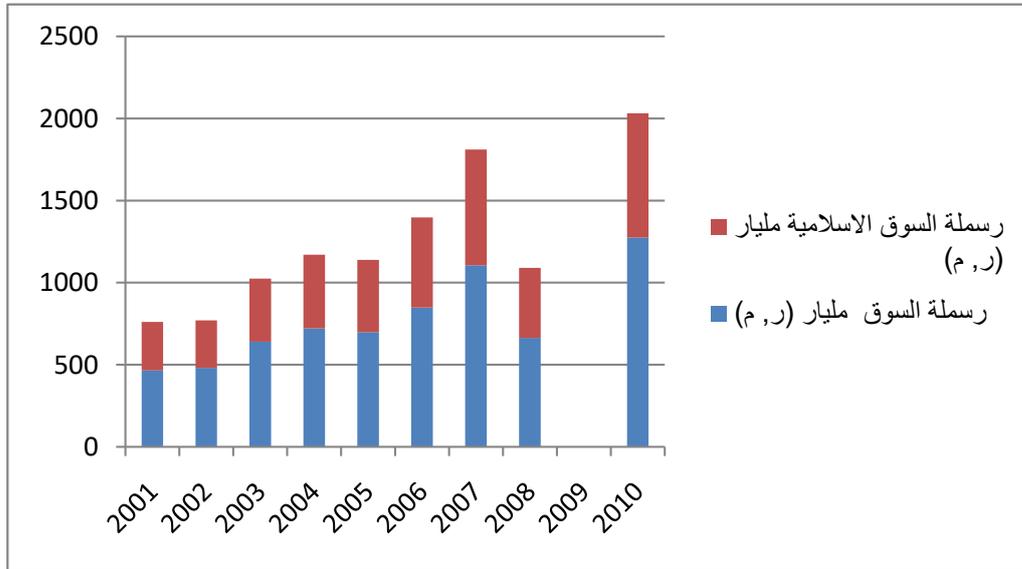
النمو الاقتصادي لماليزيا، و خير مثال على ذلك تطور رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامي مقارنة بالسوق الربوي.

الجدول رقم (01): تطور رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامي مقارنة بالسوق الربوي خلال الفترة (2010-2001).

السنوات	رسملة السوق مليار (ر.م)*	رسملة السوق الإسلامية مليار (ر.م)	نسبة رسملة السوق الإسلامية إلى السوق ككل (%)
2001	465.0	296	63.65
2002	481.6	289	60.00
2003	640.3	384	59.97
2004	722.04	448	62.04
2005	699	440	62.9
2006	848.7	548.4	64.6
2007	1106.2	705.1	63.7
2008	663.8	426.4	64.2
2009	-	-	63.8
2010	1275.3	756.1	59.3

المصدر: التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية للفترة (2010 - 2001).

شكل رقم (01): رسملة السوق الإسلامي إلى السوق ككل خلال الفترة (2010 - 2001).



المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (01).  
من الجدول السابق، و الرسم البياني المرفق له نلاحظ أن:

- نسبة رسملة السوق الإسلامية إلى السوق ككل تفوق أكثر من النصف خلال فترة الدراسة (2001 - 2010)، و من هنا نستنتج أن أكثر من نصف الأموال المدارة في السوق هي أموال موافقة للشريعة الإسلامية.

حسب اللجنة الاستشارية الشرعية، يعود ارتفاع الأموال الموافقة للشريعة إلى ارتفاع عدد الشركات الإسلامية المدرجة في البورصة المقبولة شرعا، حيث بلغت سنة 2006م 886 شركة مقارنة مع العدد الكلي الذي كان 1029 شركة و ذلك بنسبة تزيد عن 86%<sup>1</sup>.

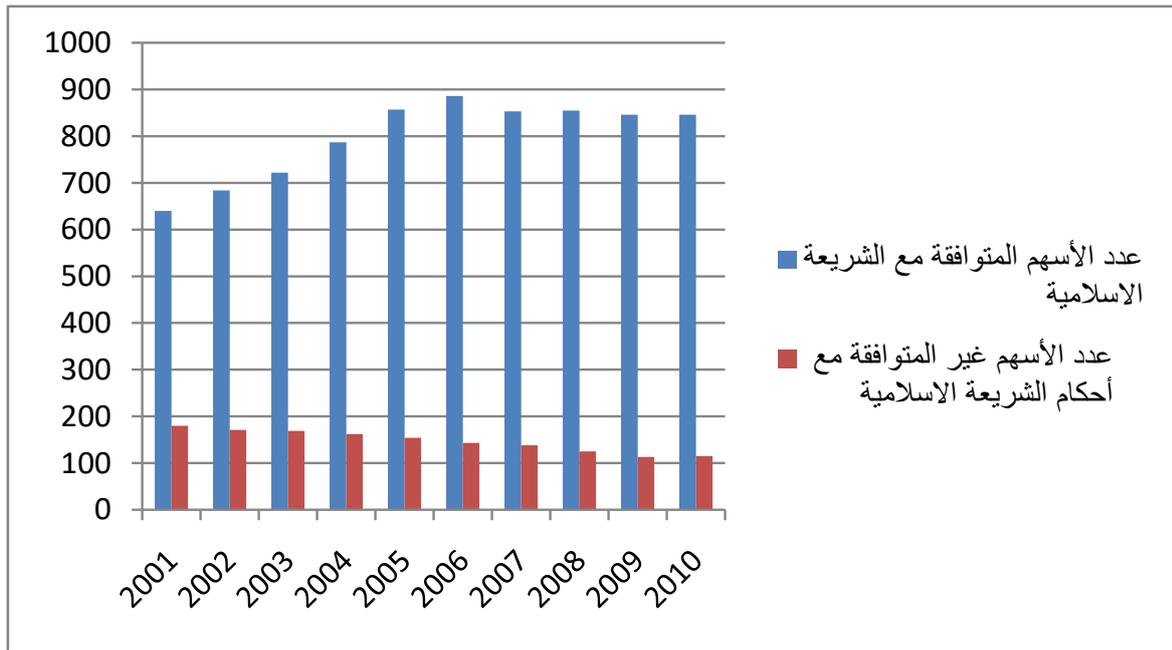
2- تطور الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية مقارنة بالعدد الإجمالي للأسهم المدرجة في البورصة الماليزية:

يعرف سوق الأوراق الماليزية توجها جديدا يعكس نمو سوق الأسهم الشرعية مقارنة مع الأسهم التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة.

---

<sup>1</sup>: التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، 2006، ص8.

شكل رقم (02): عدد الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة (2001 - 2010).



**المصدر:** من إعداد الطالبات بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (02).

من الجدول السابق و الرسم البياني المرفق له نلاحظ ما يلي:

نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية إلى إجمالي الأسهم المدرجة في تزايد مستمر حيث بلغت 78% سنة 2001 لتصل إلى 88% سنة 2010. مقابل الاتجاه التنازلي لعدد الأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية التي كانت تمثل 22% عام 2001 لتصبح 12% خلال عام 2010.

الفصل الثالث: تجربة الهندسة المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا.

و يعود ارتفاع عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة مقارنة بانخفاضها بالنسبة للأسهم غير الشرعية لزيادة الطلب عليها نظرا لارتفاع ثقة المستثمرين المسلمين و غير المسلمين للاستثمار فيها، مما يجعل شركات المساهمة في ماليزيا تتجنب الأنشطة المحرمة شرعا في كافة عملياتها<sup>1</sup>.

3- تطور الصكوك مقارنة بالسندات التقليدية في سوق الأوراق المالية الماليزي:

تعتبر الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية أداة جديدة و على الرغم من هذا فإنها تخطو خطوات كبيرة نحو الأمام، و لعل ما يعكس هذا حجم الإصدارات و عددها.

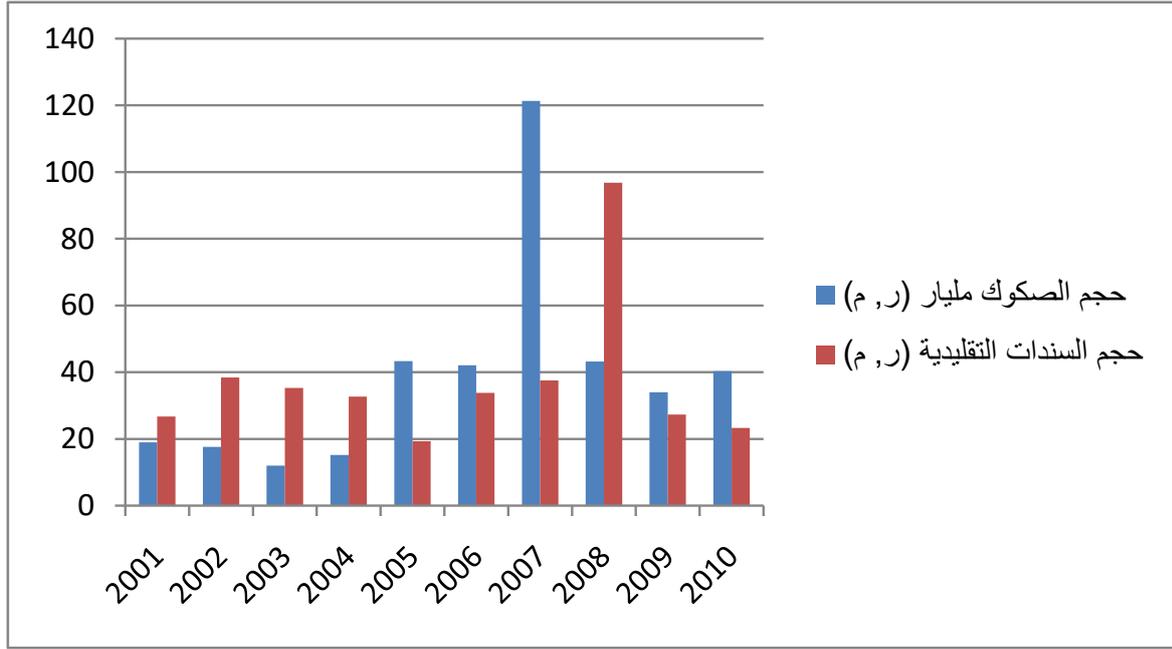
جدول رقم(03): حجم الصكوك و السندات في سوق الأوراق المالية الماليزي خلال الفترة (2001 - 2010)

نسبة الصكوك من حجم السندات الكلية (%)	حجم السندات الكلية مليار (ر، م)	حجم السندات التقليدية (ر، م)	حجم الصكوك مليار (ر، م)	الأنواع السنوات
41,57	45,68	26,69	18,99	2001
31,42	56	38,4	17,6	2002
25,36	47,3	35,3	12	2003
31,68	47,84	32,68	15,16	2004
69,13	62,66	19,34	43,32	2005
55,41	75,87	33,81	42,06	2006
76,38	158,8	37,5	121,3	2007
30,86	140	96,8	43,2	2008
55,46	61,3	27,3	34	2009
63,42	63,59	23,26	40,33	2010

المصدر: من إعداد الطالبات بالرجوع إلى التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية للفترة (2001 - 2010).

شكل رقم (03): حجم الصكوك و السندات في سوق الأوراق المالية الماليزي خلال الفترة (2001 - 2010).

<sup>1</sup> : سحاسورياني صفر الدين جعفر، مرجع سبق ذكره، ص88.



**المصدر:** التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية للفترة (2001 - 2010).

من الجدول السابق و الرسم البياني المرفق له نلاحظ أن تزايد الصكوك الإسلامية خلال السنوات الأربعة الأولى كان متذبذبا بين الارتفاع و الانخفاض وصولا إلى سنة 2005، أين ارتفعت نسبة هذه الصكوك إلى إجمالي السندات الكلية بـ 69.13% بعدما كانت 31.68% عام 2004م، و هذا الارتفاع سببه التعديل الضريبي الذي تم على مستوى إصدار الصكوك الإسلامية<sup>1</sup>، و مع ذلك تم تسجيل تراجع طفيف سنة 2006، ليبلغ سنة 2007 نسبة 76.38%.

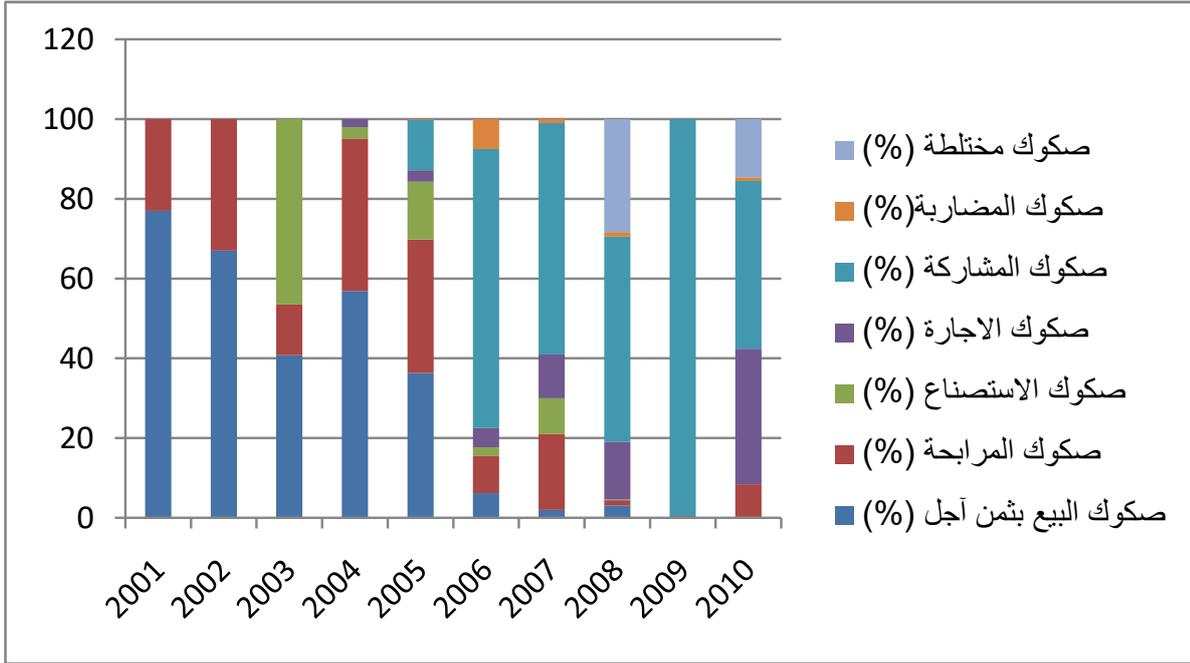
و خلال الثلاث سنوات الأخيرة يتبين أن حجم الصكوك في تنامي مستمر، و هذا إن دل على شيء فإنما يدل على وجود طلب على هذه الأداة التمويلية و قدرتها على أن تكون بديلا للصكوك التقليدية.

#### 4- تطور حجم الصكوك المتداولة في سوق الأوراق المالية الماليزي الإسلامي:

يقوم سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا على مجموعة من الصكوك من أهمها: صكوك مضاربة و مشاركة و غير ذلك، و هذه الصكوك منها ما إبتدء بها العمل و منها ما هو حديث العمل به في هذا السوق.

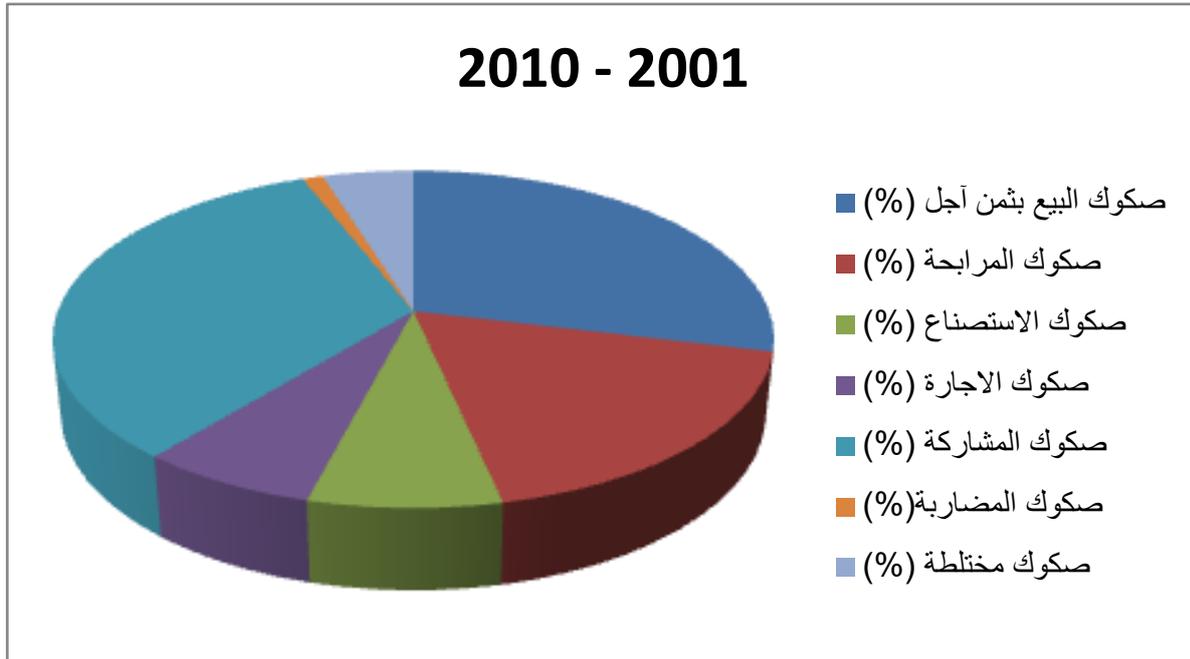
<sup>1</sup> : التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، 2005، ص10.

شكل رقم (04): الصكوك الإسلامية المعتمدة من قبل هيئة الأوراق المالية في ماليزيا خلال الفترة (2001 - 2010)



المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (04).

شكل رقم (05): توزيع الصكوك حسب أنواعها خلال الفترة (2010 - 2001)



المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (04).

يتبين لنا من الجدول السابق أن سوق الإصدار الإسلامي للصكوك يلقي رواجاً كبيراً و توسعا في السوق الماليزية، و يمكن توضيح هذا من خلال النقاط التالية:

✓ في السنتين 2001، 2002 كانت صكوك البيع بثمن أجل و صكوك المرابحة هي المسيطرة على سوق الصكوك الماليزية، حيث حازت صكوك البيع بثمن أجل على حصة الأسد بنسبة 77%، 67% في 2001، 2002 على التوالي و هذا لسهولة إصدارها و قدرتها على خلق السيولة للمصدر.

✓ إن أعلى نسبة لإصدار صكوك الاستصناع كان في عامها الأول أي سنة 2003 بنسبة 46.5% و ذلك باعتمادها في مشاريع التنمية المستدامة الماليزية<sup>1</sup>، و تراوحت في السنوات التي بعدها بنسب متفاوتة و لكنها منخفضة مقارنة مع نسبة الإصدار الأولى.

✓ إن إصدار صكوك الإجارة في تزايد مستمر من سنة إلى أخرى، حيث كان أول إصدار لها بنسبة متواضعة بلغت 2.05% من إجمالي الصكوك لتتطور هذه النسبة بعدها و تصل إلى 34% سنة 2010، و هذا ما يعكس الإقبال المتزايد على هذا النوع من الصكوك.

✓ الارتفاع الكبير لصكوك المشاركة على حساب الصكوك القائمة الأخرى راجع لتوعية هيئة الأوراق المالية للمستثمرين و المصدرين بأهمية صكوك المشاركة و دورها في قيام سوق الأوراق المالية بدوره في تخصيص الموارد بشكل أكثر كفاءة<sup>2</sup>.

✓ الارتفاع المرضي الذي سجله نمو إصدار صكوك المضاربة و ذلك لقيام اللجنة الاستشارية الشرعية بالاعتماد على هذا النوع من الصكوك القائمة على مقاسمة الربح والمخاطرة<sup>3</sup>.

أما عن الحصة الإجمالية لمختلف أنواع الصكوك للفترة (2001 - 2010)، فتظهر الدائرة النسبية أن نسبة صكوك المشاركة 33.37% من إجمالي الصكوك كأعلى نسبة رغم أن دخولها للسوق كان متأخرا نوعا ما، و هذا ما يعكس الإقبال على هذا النوع من الصكوك، تليها كل من صكوك البيع بثمن أجل و المرابحة، أما عن أقل نسبة فكانت لصكوك المضاربة بـ 1.08% رغم أنها تعد أبرز أداة من أدوات سوق الأوراق المالية التي يجب الأخذ بها و وضعها بعين الاعتبار بغية تفعيل أكبر لدورها في السوق الماليزي للأوراق المالية.

### المطلب الثالث: تقييم التجربة الماليزية.

بعد عرضنا لسوقي الأوراق المالية التقليدي والإسلامي بماليزيا، و لمنتجات صناعة الهندسة المالية الإسلامية، نحاول فيما يلي تقييم هذه التجربة على العموم، من حيث خصائصها المميزة، و من ثم سلبياتها.

#### 1- خصائص التجربة :

##### 1-1- الدور الرئيسي للدولة في دعم العمل المالي الإسلامي :

لقد وجدت الحكومة الماليزية نفسها خلال الأزمة المالية التي واجهتها عام 1997م وما بعدها مطالبة بتحقيق مجموعة من الإجراءات نصت في مجملها على زيادة الاعتماد على الأسواق المالية الإسلامية و ذلك لتجنب الإخفاقات التي يمكن أن يتسبب فيها النظام المالي، ويمكن عرض بعض هذه الإجراءات كالآتي<sup>4</sup> :

- ❖ تزايد الاعتماد على سوق الأوراق المالية الإسلامي من خلال رفع وزنه النسبي بداخل القطاع المالي الماليزي في مواجهة تخفي الاعتماد الكبير على الجهاز المالي التقليدي.
- ❖ تطوير سوق السندات الحكومية والسندات الخاصة.

<sup>1</sup> : التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، 2003، ص30.

<sup>2</sup> : التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، 2009، ص31.

<sup>3</sup> : التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، 2007، ص41.

<sup>4</sup> : عمر بن يوسف باباحمو، "دروس من التجربة الماليزية"، الخميس 03 أبريل 2008، ص11، من الموقع:

[http://www.veecos.net/portal/index.php?view=article&catid=27%3Aothers&id=1054%3A----2--&format=pdf&option=com\\_content&Itemid=17](http://www.veecos.net/portal/index.php?view=article&catid=27%3Aothers&id=1054%3A----2--&format=pdf&option=com_content&Itemid=17) ، بتاريخ 15 ماي 2011.

❖ إعادة النظر في اللوائح و الإجراءات التحوطية في أسواق المال الماليزية بصفة عامة و سوق الأوراق المالية الإسلامي بصفة خاصة في ضوء التغيرات المستمرة في البيئة الاقتصادية و المالية المحلية و الإقليمية و الدولية.

### 1-2- الريادة:

و يتضح ذلك من خلال<sup>1</sup>:

❖ إقامة أول سوق نقدي إسلامي: يحسب لماليزيا فضل الريادة في الإقدام على إقامة سوق مالي إسلامي و وضع أول نظام إسلامي للمعاملات موضع التنفيذ، وذلك بعد الاستكمال التدريجي المخطط لعناصره الضرورية.

❖ فتحت ماليزيا الطريق أمام الكثير من الدول الأخرى لكي تقدم وتحذو حذوها، خاصة تلك الدول التي توجد بها مؤسسات مصرفية إسلامية تمارس عملها بصورة محدودة بجوار القطاع المصرفي التقليدي المهيمن، وبالتالي نعتقد أن ذلك سيؤدي إلى تشجيع التوسع في قيام المؤسسات التقليدية بتقديم الخدمات و المنتجات المصرفية الإسلامية مع التقليدية جنباً إلى جنب، ومن شأن ذلك أيضاً أن يؤدي إلى تشجيع قيام مؤسسات مصرفية و مالية إسلامية جديدة.

### 1-3- الحرفية المصرفية و المالية :

توضح التجربة الماليزية ضرورة التعامل مع قضية العمل المالي و المصرفي الإسلامي باعتبارها قضية شرعية و مصرفية في آن واحد، وليس باعتبارها قضية سياسية على غرار ما حدث في باكستان و إيران و السودان، فالى جانب الناحية الشرعية نجد أن الفكر المصرفي كان هو الحاكم لكافة الخطوات التنظيمية لمسيرة العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا، فمنذ الخطوة الأولى عام 1983 م وهي إنشاء بنك ماليزيا الإسلامي BIM الذي تزامن معه في ذات الوقت إصدار قانون الاستثمار الذي خول للحكومة إصدار شهادات الاستثمار الحكومية الإسلامية عالية السيولة الضرورية للبنك الإسلامي الجديد لاستثمار فوائضه من السيولة النقدية، ولتمكين البنك المركزي من القيام بعملياته الخاصة بالسوق المفتوح من خلالها، باعتبارها البديل الإسلامي للأذون و سندات الخزنة، هذا النهج بالقطع لم نجده في الغالبية العظمى من الدول الأخرى التي قامت فيها مؤسسات إسلامية مالية و مصرفية، فالفكر المالي الناجح هو الذي اوجب ألا يقوم البنك الإسلامي إلا و معه في نفس الوقت أدواته الضرورية و سوقه اللازمة لممارسة نشاطه الطبيعي فيها<sup>2</sup>.

### 1-4- العالمية:

تعتبر التجربة الماليزية في الأوراق المالية هي الوحيدة التي عبرت الحدود إلى أسواق مالية خارجية بنسبة تراوحت بين % 12 إلي % 15 و يكفي أن أصول المصارف الإسلامية في الاستثمارات المختلفة بلغت 602 مليار دولار في الاستثمارات المختلفة، وأن حجم الصكوك الإسلامية موزعة في 6 أقطار بلغت 25 مليار دولار و ان حجم الصناديق الاستثمارية الإسلامية المشتركة بلغت 3.3 مليار دولار أكثر من 110 صندوق...<sup>3</sup>

### 1-5- خصائص أخرى:

<sup>1</sup> : عبد الكريم قنوز، "صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص ص 211، 212.

<sup>2</sup> : المرجع نفسه، ص 212.

<sup>3</sup> : عمر بن يوسف باباحمو، مرجع سبق ذكره، ص 11.

نذكر منها:

- ❖ من حيث الهياكل التنظيمية نجدها في ماليزيا تقريباً مكتملة مقارنة بالدول الإسلامية الأخرى وكل ذلك قد تحقق عبر الخبرات والمهارات التي اكتسبها الماليزيون في مجال الصناعة المالية و الصيرفة الإسلامية وأسواق المال الإسلامية.
- ❖ مساهمة جميع الأطراف في نجاح صناعة الهندسة المالية الإسلامية و يتضح ذلك من خلال:
  - ✓ مساهمة فاعلة من طرف الدولة في إنجاح العمل المالي الإسلامي من خلال إصدار سندات الحكومة، وتوفير الدعم اللازم لها.
  - ✓ مساهمة فاعلة جداً للسلطات النقدية في نجاح العمل المالي الإسلامي بإتاحة الفرصة الواسعة له، من خلال خضوعه لقوانين خاصة غير تلك التي تسيّر النظام التقليدي.
  - ✓ مساهمة فاعلة من طرف المؤسسات المالية الإسلامية ذاتها، ففي المراحل الأولى لنشأة أول مصرف إسلامي ماليزي فقد أخذ على عاتقه إنجاح التجربة، و كان له ذلك...
  - ✓ مساهمة فاعلة من طرف المؤسسات المالية التقليدية في تطوير صناعة الهندسة المالية الإسلامية بعد السماح لها في دخول عالم المالية و الصيرفة الإسلامية...
  - ✓ مساهمة فاعلة من طرف المجتمع الماليزي بجميع أطيافه في إنجاح التجربة من خلال الإقبال على المنتجات المالية الإسلامية، و لعل إقبال غير المسلمين خير دليل على ذلك...
- ❖ الاستمرارية و التطور المستمر: فالمؤسسات المالية الإسلامية و حتى التقليدية في ماليزيا ما فتئت منذ البدايات الأولى للعمل المالي و المصرفي الإسلامي في ماليزيا في تطوير منتجات جديدة تتناسب و الحاجات الجديدة و المتنوعة للمتعاملين على اختلاف أنواعهم...
- ❖ النظرة الإستراتيجية: فبعض المنتجات و الأفكار التي يتم تطويرها من خلال الهندسة المالية الإسلامية قد تبدو غير ذات جدوى اقتصادية أو مكلفة في البداية، لكنها مع مرور الوقت يمكن أن تصبح مثالا لهندسة مالية ناجحة جداً، و لعل السوق النقدية الإسلامية و السوق المالية الإسلامية أبرز مثال على ذلك.

## 2- بعض الاعتراضات على التجربة الماليزية :

على الرغم من الخصائص التي يتميز بها النموذج الماليزي، إلا أنه لا يخلو من بعض نقاط الضعف أو المشاكل، و التي من أبرزها :

### 2-1- إشكالية الاتفاق حول مدى شرعية أسس صناعة الهندسة المالية الإسلامية :

يبقى سؤال هام يتعلق بمدى الاتفاق حول شرعية الأسس التي قامت عليها العناصر الأساسية للعمل المالي و المصرفي الإسلامي في ماليزيا، فشهادات الاستثمار الحكومية الإسلامية، وهي البديل الإسلامي لأذون وسندات الخزانة التقليدية، يحدد عائدها بشكل لاحق على أساس مبدأ "القرض الحسن"، و قيام الدولة (كمقترض) طوعية بتقديم مكافأة للمؤسسات والأفراد (كمقترضين) تعبيراً عن امتنانها، لكن إذا تحولت هذه "المكافأة" التطوعية باستمراريتها و انتظامها، على أن تكون بمثابة شرط ضمني وعنصر أساسي في عقد القرض الحسن فهنا يثور اعتراض الكثيرين حول مدى شرعيتها<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> من الموقع: <http://www.alwasatnews.com/3006/news/read/512526/1.html>، بتاريخ 17 ماي 2011.

<sup>2</sup> محمد ابراهيم بن داتو، 29 نوفمبر 2010، من الموقع: [www.bnm.gov.my/index.php?ch=9&pg=15&ac=390](http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=9&pg=15&ac=390)، بتاريخ 18 ماي 2011.

ونظرًا لأن هذه الشهادات عادة ما يكون أجل استحقاقها سنة واحدة، فإن عائدها يمثل معدل الربح للاستثمارات ذات أجل استحقاق سنة واحدة، والذي يمثل الأساس الذي يقوم عليه حساب "المضاربة" في معاملات ما بين البنوك عند الإقراض والاقتراض، ومن ثم يثور التساؤل مرة أخرى عن مدى شرعية هذا العائد وطريقة حسابه، بل وحول مدى شرعية المضاربة من الأساس... ورغم ذلك، فإنه من الواضح أن هذه المسائل قد حسمت شرعيًا في ماليزيا، نظرًا لأن هناك مجلسًا شرعيًا في داخل البنك المركزي الماليزي للإشراف والرقابة على شرعية المعاملات المصرفية الإسلامية<sup>1</sup>.

## 2-2- إشكالية تعميم النموذج الماليزي في صناعة المالية الإسلامية:

قد يثور التساؤل حول إمكانية تعميم "النموذج الماليزي" في الصناعة المالية و المصرفية الإسلامية على غيره من الدول، خاصة تلك التي يثار فيها اعتراض الفقه الغالب على الأسس والمبادئ الشرعية التي تقوم عليها العناصر الأساسية للصناعة المالية و المصرفية الإسلامية في ماليزيا، فكثير من منتجات صناعة الهندسة المالية الإسلامية تعتمد على بيع الدين بالدين، و هي قضية كما أشرنا فيما سبق تمثل نقطة خلاف كبير بين الفقهاء<sup>2</sup>.

### الخلاصة:

نظرًا للأهمية التي يكتسبها سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا من خلال الوظائف التي يقوم بها، اجتهدت الحكومة الماليزية في إقامته باعتباره احد أهم قواعد الاقتصاد الإسلامي. وحتى يتم قيام سوق أوراق مالية إسلامي بمعناه و مضمونه الإسلامي، لابد من وجود هيئات رقابية، فقد قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية بإنشاء كل من قسم سوق رأس المال الإسلامي و اللجنة الاستشارية الشرعية باعتبارهما سلطتين على رأس سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا، من أجل مراقبة الإصدار والتعاملات التي تتم فيه، و قد عملت هته الهيئات على مد السوق بالقواعد والإرشادات اللازمة فجعلت له ضوابط تحكم إصدار الأدوات المتوافقة مع الشريعة والعمل بها ، وبذلك أصبح السوق الإسلامي متماشيا مع السوق التقليدي مستهدفا تحقيق النجاح المرجو على المستوى العالمي. وعن واقع الهندسة المالية الإسلامية في ماليزيا فهي تتميز بكثير من التنوع سواء في العمليات التمويلية أو الأدوات المالية، أما عن التوريق الإسلامي الذي يفترض انه موافق للشريعة، ولكنه في الحقيقة مبني على بيع العينة المحرم بإجماع من الفقهاء. ونلمس من كل هذا أن سوق الأوراق المالية الإسلامي القائم في ماليزيا بما يواجهه من انتقادات و اعتراضات وبما فيه من تجاوزات تسعى الهيئات القائمة عليه على العمل على تصفيته مما يشوبه من محرمات .

1 : المرجع نفسه.

2: الصناعة الإسلامية في ماليزيا ، من الموقع: [www.bnm.gov.my/index.php?ch=9&pg=15&ac=234](http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=9&pg=15&ac=234) ، بتاريخ 20 ماي 2011.

# الخاتمة

إن ظهور سوق أوراق مالية إسلامي يضيف تغييرات نوعية ملحوظة، إذ تفتح أبوابا وأبعادا تزيد من فاعلية الأسواق المالية على المستوى الدولي في استقطاب المزيد من الأرصدة والمدخرات المالية للملايين من الأفراد والمؤسسات مع ما تضيفه خصائص منتجاتهم المالية والنقدية من تأثير إيجابي على استقرار هذه الأسواق وزيادة شموليتها وفعاليتها أدوارها في تنمية الإقتصاديات العالمية ورفاهية المجتمعات الإنسانية.

وأهم ما يميز أسواق الأوراق المالية في إطارها الإسلامي عن نظيرتها التقليدية الوضعية هي تلك الضوابط والأسس المنبثقة من الشريعة الإسلامية التي تمثل روح الإقتصاد الإسلامي المقيمة لمبادئه المحركة لقوانينه وهذه الأسس ليست إجتهدات مصلح ولا أفكار فيلسوف بل هي توجيهات إلهية وتعليمات نبوية بعث بها الرسول الكريم صلى الله عليه وسلم ليرسي الحق في الحياة ركائز.

## 1- نتائج اختبار فرضيات الدراسة:

✓ **الفرضية الأولى:** لا يمكن اعتبار منتجات الهندسة المالية الإسلامية منتجات مبتكرة وإنما هي صورة معدلة للمنتجات المالية التقليدية، فمنها ما أفني بتحريمه، ومنها ما أدخل عليها تعديلات وشروط لتوافق الشرع.

✓ **الفرضية الثانية:** يختلف سوق الأوراق المالية الإسلامي عن نظيره الوضعي باعتماده على الأسس الشرعية التي لا يقوم عليها السوق الربوي كالاختكارات والمقامرات و البيوع الصورية، و التي لا يخفى وجود محاولات محاربتها في هذه الأسواق لما فيها من أضرار تمس هذا القطاع الحساس.

✓ **الفرضية الثالثة:** إن قيام الهندسة المالية الإسلامية بدورها على أكمل وجه في سبيل تطوير و صناعة خدمات و أدوات مالية إسلامية كفيلة بتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامي و تمكينه من الجمع بين مقاصد الشريعة من جهة والكفاءة الاقتصادية من جهة أخرى.

✓ **الفرضية الرابعة:** إن إقرار اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية للمعايير و المؤشرات المحددة لقبول الأسهم الصادرة عن الشركات التي تعتبر أنشطتها الرئيسية مباحة و لكن أنشطتها الفرعية مختلطة بعناصر محرمة شرعاً، يوضح اختلاف عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية عن تطبيقه الفعلي .

## 2- نتائج الدراسة:

على ضوء الهدف المحدد للبحث، ومن خلال الدراسة تمكنا من التوصل إلى النتائج التالية:

✓ الهندسة المالية مفهوم قديم قدم التعاملات المالية، لكنه من حيث التخصص مفهوم حديث نسبياً، فهي ابتكار لحلول مالية تركز على عنصر الابتكار والتجديد كما أنها تقدم حلولاً، فهي بذلك تلبي احتياجات قائمة أو تشغل فرصاً أو موارد معطلة، وكونها مالية يحدد مجال الابتكار في الأنشطة الاقتصادية سواء في التبادل أو التمويل.

✓ يقصد بأدوات الهندسة المالية كل ما يستخدمه المهندس المالي في تحقيق أهداف الهندسة المالية، وهذا يعني أن الأداة الأهم للهندسة المالية هي العقل البشري من خلال الابتكارات والتطوير للأدوات والعمليات المالية لما يخدم أهداف المؤسسة.

✓ ظهور الهندسة المالية أعطى وسوف يعطي مجالات ابتكار متعددة ومتطورة في المستقبل المنظور والبعيد، وهذا الاتجاه أحوج ما يحتاج إليه علماء المالية أو التمويل الإسلامي في سعيهم للتخلص من الأوراق المالية الربوية واستبدالها بأخرى توافق الشرع الإسلامي من حيث المنشأ والاستمرارية والانتها.

✓ تختلف الصناعة المالية الإسلامية عن التقليدية في جوهرها، فكل واحدة منهما تعمل وفق مبادئ و أسس وآليات مختلفة تماما عن الأخرى، حيث تعمل الهندسة المالية الإسلامية على جذب رؤوس الأموال المتوفرة لدى فئة معينة من الأفراد الذين يرفضون التعامل بمنتجات الهندسة المالية التقليدية واستخدامها في عمليات التمويل بدل الاستثمار لأنها أقل مخاطرة، بمعنى أن هدفها الرئيسي هو إدارة السيولة على عكس النوع التقليدي الذي يهدف لإيجاد أدوات مالية جديدة لغرض التحوط والمضاربة والاستثمار.

✓ تبرز أهمية الهندسة المالية الإسلامية كأداة مناسبة لإيجاد حلول مبتكرة وأدوات مالية جديدة تجمع بين موجبات الشرع الحنيف واعتبارات الكفاءة الاقتصادية، لذلك تحتاج المؤسسات المالية الإسلامية دوماً إلى الاحتفاظ بتشكيلة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية التي تمكنها من إدارة سيولتها بصورة مربحة، بالإضافة إلى توفيرها للمرونة المناسبة للإستجابة لمتغيرات البيئة الاقتصادية.

✓ تهدف صناعة الهندسة المالية الإسلامية إلى إيجاد منتجات وأدوات مالية تجمع بين المصدقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، فالمصدقية الشرعية هي الأساس في كونها إسلامية، والكفاءة الاقتصادية هي الأساس في قدرتها على تلبية الاحتياجات الاقتصادية ومنافسة الأدوات التقليدية، وهاتين الخاصيتين ليستا منعزلتين عن بعضهما بل في أغلب الحالات نجد أن البحث عن الكفاءة الاقتصادية يؤدي إلى حلول أكثر مصداقية والعكس صحيح.

✓ تعتبر الصكوك الإسلامية بديلاً عن السندات التقليدية القائمة على الفوائد الربوية، وتتنوع هذه الصكوك لتشمل جميع النشاطات الاقتصادية، ومن بين هذه الصكوك: صكوك الإجارة، صكوك المضاربة، صكوك المشاركة، صكوك السلم... الخ.

✓ لا يمكن جعل المشتقات المالية بصورتها الحالية من الأدوات المالية الإسلامية وذلك لقيامها على محرمات شرعية من الربا والغرر وأكل أموال الناس بالباطل.

✓ سوق الأوراق المالية لا تهدف فقط إلى جني الأرباح، وإنما هي أداة فعالة من أدوات الاقتصاد الوطني، وهي أيضاً مكان مهم لتوفير السيولة وإشراك الناس في العملية الاقتصادية.

✓ أخذ سوق الأوراق المالية الإسلامية الكثير من الخطوط العريضة من السوق الوضعية، إلا أنه قام بتصفيته وفق مصفاة الشرع فهذب عملياتها وجعل لها ركائز شرعية تقوم عليها.

✓ يتمتع سوق الأوراق المالية الإسلامي بأدوات إسلامية متنوعة تقضى بها الحوائج المرجوة والقائمة في الأصل على أساسين وهما:

❖ أدوات قائمة على أساس المشاركة والتي أجاز بيعها وتداولها.

❖ أدوات قائمة على أساس البيع والتي لا يجوز تداولها.

✓ يؤدي الالتزام بقواعد الشريعة الإسلامية والتطبيق السليم للهندسة المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية الإسلامي إلى تطويره والارتقاء به ليحتل مكانة بين الأسواق المالية على الصعيد العالمي.

### 3- نتائج الدراسة التطبيقية:

أما عن سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا، فقد توصلنا إلى النتائج التالية:

✓ يعتبر سوق الأوراق المالية في ماليزيا أحد عناصر القطاع المالي الماليزي، وأصبح الوسيط الذي يتم عبره تدفق الأموال بين القطاعات التي تحقق فوائض لاسيما المؤسسات المالية والتأمينات الماليزية، وهيئة شؤون الحجاج، والأفراد، وبين القطاعات التي تعاني من عجز في ماليزيا.

- ✓ يساهم سوق الأوراق المالية الماليزي في تعبئة الموارد المالية المعطلة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة الطويلة والمتوسطة الأجل في ماليزيا، ويساعد في جذب رؤوس الأموال الأجنبية.
- ✓ إن سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا هو السوق الذي تتوافر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسطة وطويلة الأجل، حيث الأدوات المالية والخدمات المتوفرة فيه تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية وتقوم على أساس اجتناب التعامل بالربا والميسر والغرر في معاملاته.
- ✓ يسعى سوق الأوراق المالية الماليزي إلى تقديم البديل الشرعي لسوق الأوراق المالية التقليدي بعد التوعية الدينية لجمهور المستثمرين المسلمين عن الحاجة إلى وجوه التمويل والاستثمار المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، فأصبح هذا السوق موازيا لسوق الأوراق المالية التقليدي ومكملا للنظام المصرفي الإسلامي في توسيع وتعميق التعامل بالمعاملات المالية الإسلامية.
- ✓ يخضع سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا للهيئة الرقابية ذاتها التي يخضع لها السوق التقليدي، ولضمان إلتزام أنشطة سوق الأوراق المالية الإسلامي الماليزي بأحكام الشريعة يجب أن تكون هناك جهة رقابية شرعية للقيام بدورها في تطوير هذا السوق وذلك بالعمل على ابتكار وصياغة الأدوات المالية الشرعية وتطهير بعض الأدوات المالية القائمة من الشوائب المخالفة لأحكام الشريعة لرفع مستوى الثقة بين مشاركي السوق لاسيما المستثمرين المسلمين.
- ✓ يقوم سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا بطرح مجموعة من الصكوك منها: صكوك البيع بثمن أجل وبيع المرابحة، صكوك الاستصناع، صكوك الإجارة، صكوك المشاركة وصكوك المضاربة.
- ✓ تتربع ماليزيا على سوق الصكوك الإسلامية باحتكارها لأكثر من 60% من إجمالي الإصدارات في العالم، أما من حيث أكثر أنواع الصكوك انتشارا تعتبر صكوك الإجارة الأوسع نمواً مقارنة بالصكوك الأخرى.
- ✓ يقوم سوق الأوراق المالية الإسلامي الماليزي على أساس تقديم البديل الشرعي لسوق الأوراق المالية التقليدي الماليزي، إلا أن هذا البديل ظل محصورا في نافذة ضيقة للمعاملات الإسلامية في البورصة الماليزية للأوراق المالية التقليدية، ولم يشكل بذاته بورصة مستقلة للأوراق المالية الإسلامية عن البورصة التقليدية.
- ✓ سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا سوق يعمل وفق التشريعات والتعليمات الخاصة به والتي تختلف عن تلك الخاصة بالسوق التقليدي، وبالرغم من ذلك إلا أن سوق الأوراق المالية الإسلامي غير مستقل عن السوق التقليدي فهو يعتمد على سوق الأوراق المالية التقليدي في كثير من الأمور التي تتعارض مع الشريعة الإسلامية، وذلك بحكم خضوع كلا من السوقيين لرقابة وإشراف هيئة الأوراق المالية الماليزية ووزارة المالية الماليزية.
- ✓ تعد تجربة سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا تجربة هامة عن طريق بناء وتطوير التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامي والصناعة المالية الإسلامية، إلا أنها بحاجة لمزيد من التطوير لتصبح موافقة للشريعة مع التأكيد على دور الرقابة الشرعية لضمان سلامتها من المخالفات الشرعية.

#### 4- التوصيات:

- ✓ ضرورة وضع أسس واضحة للهندسة المالية الإسلامية وتبيان حدودها حتى لا يتم فتح المجال للحيل المؤدية إلى الوقوع في المحظورات الشرعية سواء عمداً أو خطأ.
- ✓ ضرورة تطوير السوق المالية الإسلامية الدولية بما يسمح بتداول الأدوات المالية الجديدة نتاج صناعة الهندسة المالية الإسلامية، وهو ما يساعد على النهوض بهذه الصناعة.
- ✓ فتح باب الحوار المعمق بين الاقتصاديين والفقهاء حول العقود التي يتم تطويرها بالشكل الذي يمكن المؤسسات المالية الإسلامية من الاستفادة منها دون الإخلال بالقواعد الشرعية.

✓ تطوير آلية لدراسة وتحليل منتجات صناعة الهندسة المالية الإسلامية على نحو نموذجي يمكن من تصنيف هذه المنتجات والتعرف على خصائصها، ومن ثمة تحديد الحالات التي تفتقر إلى منتجات ملائمة وتسهيل آلية تطوير المنتجات الجديدة بناءً على ذلك.

✓ العمل على تجميع الجهود وتضافرها لوضع معايير شرعية موحدة للصناعة المالية الإسلامية، وهذا من شأنه أن يقدم رؤية واضحة للضوابط الشرعية للمنتجات المالية الإسلامية ويعزز ثقة الجمهور والمساهمين بها.

✓ ضرورة تطوير منتجات مالية إسلامية للتحوط وإدارة المخاطر خاصة وأتينا في عصر ستمه الأساسية التقلبات الكبيرة في الأسعار وارتفاع المخاطر على اختلاف أنواعها.

✓ تدريب وتأهيل العاملين في تشغيل هذه المنتجات حيث تلعب خبرة هؤلاء الموظفين دوراً مهماً في تقليل المخاطر ويؤدي فهمهم الدقيق لطبيعة المنتج إلى الاحتراز من الوقوع في المخالفات الشرعية وفهم أكبر لمتطلبات التطوير.

## 5- توصيات حول سوق الأوراق المالية الإسلامي الماليزي:

أما عن مستقبل سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا فيمكن تقديم مجموعة من الإقتراحات والتوصيات ممكن أن تساهم في تثبيت مكانته على الصعيد العالمي، كما يلي:

✓ ضرورة استقلال البورصة الإسلامية للأوراق المالية عن البورصة التقليدية الحالية لضمان التزام أنشطتها بأحكام الشريعة الإسلامية الغراء بشكل خاص.

✓ ضرورة التعاون بين هيئة الأوراق المالية الماليزية والحكومة الماليزية ومشاركي السوق لضمان تحقيق أهداف الخطة الرئيسية لسوق الأوراق المالية لاسيما الهدف المتعلق بجعل ماليزيا مركزاً دولياً لسوق الأوراق المالية الإسلامي.

✓ حث العلماء والباحثين في الصناعة المالية الإسلامية على العمل على تطوير أدوات مالية إسلامية وذلك باستحداث أدوات مالية حديثة خاصة وعدم الاكتفاء بتكييف الأدوات المالية التقليدية في ميزان الشريعة الإسلامية بجذب أكثر المستثمرين للمشاركة في الصناعة المالية لتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامي.

✓ على اللجنة الإستشارية الشرعية الاعتماد على الفتاوى المتداولة عالمياً الصادرة على المجامع الفقهية العالمية وذلك لتجنب الشبهات في أدواتها وعملياتها.

✓ ضرورة مراجعة هيكله الصكوك الإسلامية وتطويرها بما يجعلها أكثر توافقاً مع الضوابط الشرعية ومتطلبات توزيع المخاطر.

✓ الإستغناء النهائي عن الصكوك القائمة على بيع العينة وتحويل الإتجاه إلى العمل بالصكوك القائمة على التأجير (صكوك الإجارة).

## 6- أفاق الدراسة :

إن مما تستدعيه عملية تطوير سوق أوراق مالية إسلامي وجود هندسة مالية إسلامية تزوده بالمنتجات المالية الشرعية التي تمكنه من احتلال مكانة فريدة على الصعيد العالمي، وكما هو معروف فأغلبية الدول العربية الإسلامية لم تفلح لحد الآن في إنشاء سوق أوراق مالية إسلامي، فما بالك الإهتمام بتطبيق هندسة مالية إسلامية.

وإذا ما ألقينا نظرة على سوق الأوراق المالية التقليدي في الجزائر نجد انه يتميز بالركود و قلة النشاط، فما القول إذن عن وجود سوق أوراق مالية إسلامي يعمل وفق ضوابط وآليات وقواعد تتوافق مع الشرع الإسلامي، و التساؤل الذي يبقى مطروحا هو: "هل سيأتي اليوم الذي ستطبق فيه الهندسة المالية

الإسلامية في سوق أوراق مالية إسلامي جزائري بعد أن يلتحق نظيره التقليدي بركب اسواق الاوراق  
المالية العالمية؟".

# قائمة المراجع

## I- القرآن الكريم.

## II- المراجع باللغة العربية:

### 1- الكتب:

- أحمد سفر، "المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية"، المؤسسة الحديثة للكتاب، بيروت، ط01، 2006.
- أحمد فهد الرشيد، "عمليات التوريق و تطبيقاتها الاقتصادية في المصارف الإسلامية"، دار النفائس، عمان، ط01، 2005.
- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، دار المسيرة، عمان، 2004.
- اشرف محمود دواية، "نحو سوق مالية إسلامية"، دار السلامة، الإسكندرية، 2006.
- جلال البناء، "ماذا تعرف عن الاستثمار في الأوراق المالية و البورصات و المشتقات"، شركة ندى للطباعة و النشر، طنطا، ط01، 2006.
- جمال جويدان الجمل، "الأسواق المالية والنقدية"، دار الصفاء، عمان، 2002.
- حسين بني هاني، "الأسواق المالية"، دار الكندي، عمان، 2002.
- راييس حدة، "دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية"، ايتراك للطباعة و النشر، الإسكندرية، 2009.
- رسمية أحمد أبو موسى، "الأسواق المالية والنقدية"، دار المعتز، عمان، ط01، 2005.
- رسمية قرياقص، "أسواق المال"، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط01، 1999.
- زكرياء سلامة عيسى شنتاوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، دار النفائس ، عمان، 2009 .
- سليمان ناصر، "تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية"، جمعية التراث، غرداية، 2002.
- سمير عبد الحميد رضوان، " المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، دار النشر للجامعات، الاسكندرية، ط01، 2005.
- صلاح الدين حسن السيبي، "بورصات الأوراق المالية"، عالم الكتب، القاهرة، 2003.
- ضياء مجيد، "البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، ط01، 2003.
- طارق الله خان، حبيب أحمد، "إدارة المخاطر: تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية"، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب، جدة، ط 01، 2003.
- طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط01، 2001.
- عاطف وليام أندراوس، "أسواق الأوراق المالية"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط10، 2007.
- عاطف وليام أندراوس، "السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005
- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، "مذكرات في الأسواق والمؤسسات المالية"، قسم إدارة الأعمال للنشر، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 1995.

- علي إبراهيم الشديقات ،محمد عوض عبد الجواد،" الاستثمار في البورصة"، دار الحامد،عمان،2006.
- فريد النجار، "البورصات و الهندسة المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، ط01، 1999.
- فليح حسن خلف، "الأسواق المالية النقدية"، عالم الكتب الحديث، أريد، ط01، 2006.
- فيصل محمود الشواورة، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، دار وائل، عمان، ط01، 2008.
- قيصر عبد الكريم الهيتي، "أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية"، دار رسلان للطباعة والنشر، دمشق، ط01، 2006.
- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، ج 02، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع،الرياض ، ط01 ، 2005.
- محمد صالح الحناوي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997.
- محمد صالح الحناوي و آخرون، "الاستثمار في الأسهم و السندات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط01، 2004.
- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- محمد صبري هارون، «أحكام الأسواق المالية»، دار النفائس، عمان، ط 02، 2009.
- محمد عثمان إسماعيل حميد، "أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال"، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993.
- محمد فتح الله النشار، "التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية"، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2006.
- محسن أحمد الخضيرى، "كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة"، ايتراك للنشر والتوزيع، مصر الجديدة، ط01، 1996.
- محفوظ جبار، "الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية"، دار هومة، الجزائر، ط01، 2002.
- محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية"، دار الشروق، عمان، ط01، 2005.
- منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، ط01، 1999.
- منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في إدارة المخاطر- الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات، ج01: التوريق"، منشأة المعارف، الإسكندرية، ط01، بدون سنة.
- منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997.
- هاشم فوزي دباس العبادي، "الهندسة المالية و أدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية"، دار الوراق للنشر و التوزيع، عمان، ط 01، 2007.

## 2- المجالات والدوريات :

- حازم بدر الخطيب، "السوق المالي الإسلامي"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد 11، ماي 2007.

## 3- المذكرات والرسائل الجامعية:

➤ ابتسام سماري ، "أثر تداول المشتقات المالية على أداء السوق المالي -دراسة حالة السوق المالي الفرنسي-"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية، جامعة فرحات عباس، سطيف، دفعة 2005 / 2006.

➤ أحمد إسحاق الأمين حامد، "الصكوك الاستثمارية الإسلامية و علاج مخاطرها"، رسالة ماجستير، تخصص اقتصاد و مصارف إسلامية، جامعة اليرموك، أربد، 21 نوفمبر 2005.

➤ خالد محمد نصار، " آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية - دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة-"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، تخصص المحاسبة و التمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة.

➤ سحاسورياني صفر الدين جعفر، "سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته"، رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، أربد، 2006 / 2007.

➤ عبد الكريم قندوز، "صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية"، مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2006 / 2007.

➤ عديلة مريم، "محاولة قياس أثر البورصة على التنمية الاقتصادية -دراسة حالة الجمهورية التونسية (1991 - 2002)-"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية و نقود، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، دفعة 2004.

➤ محمد عدنان بن الضيف، "الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة في المقومات من وجهة نظر إسلامية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير ( غير منشورة ) في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و تمويل، جامعة بسكرة، دفعة 2007/2008.

➤ نبيل خليل طه سمور، "أسواق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق - دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا-"، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير، قسم إدارة أعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007.

➤ نور اليامت سعيد جعفر، "سوق المشتقات المالية (تقدير اقتصادي وشرعي)"، رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، أربد، 2006/2007.

#### **4- المؤتمرات والملتقيات:**

➤ صفية احمد أبو بكر، «الصكوك الإسلامية"، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول، دار الشؤون الإسلامية و العمل الخيري، دبي، أيام 31 ماي -3 جوان 2009.

➤ عبد القادر لحول، "دور الصيرفة الإسلامية والسوق المالية الإسلامية في الحد من أثر تدويل الخطر المالي على الأنظمة المالية العربية"، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي الأول حول "الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل"، المركز الجامعي غرداية، يومي 23، 24 فيفري 2011.

➤ عبد الملك منصور، "العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي و الحاجة إلى تشريعات جديدة"، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول، دار الشؤون الإسلامية و العمل الخيري، دبي، أيام 31 ماي-3 جوان 2009.

➤ كمال توفيق الحطاب، "الصكوك الاستثمارية الإسلامية و التحديات المعاصرة"، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول، دار الشؤون الإسلامية و العمل الخيري، دبي، أيام 31 ماي -3 جوان 2009.

✦ محمد عمر جاسر، " نحو منتجات مالية إسلامية مبتكرة"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية تحت عنوان "الواقع... والتحديات"، تنظيم نادي رجال الأعمال اليمنيين ، صنعاء، يومي 20،21 مارس 2010.

✦ محمد كريم قروف، "الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية"، مداخلة للملتقى الدولي الأول حول "الاقتصاد الإسلامي، الواقع... و رهانات المستقبل"، يومي 23، 24 فيفري 2001، معهد العلوم الاقتصادية و التجارة و علوم التسيير، المركز الجامعي غرداية.

✦ وائل مراد، "تساؤلات معاصرة حول شرعية التعامل في الأسهم و السندات و الصكوك"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية تحت عنوان "الواقع... والتحديات"، تنظيم نادي رجال الأعمال اليمنيين، صنعاء، يومي 20،21 مارس 2010.

### 5- التقارير:

- ✦ التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، 2001.
- ✦ التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، 2002.
- ✦ التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، 2003.
- ✦ التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، 2004.
- ✦ التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، 2005.
- ✦ التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، 2006.
- ✦ التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، 2007.
- ✦ التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، 2008.
- ✦ التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، 2009.
- ✦ التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، 2010.

### **III- المراجع باللغة الأجنبية :**

✦ Anne – emmanuelle dognon – rimy, « investir en bourse avec les clubs, d'investissement », dunod, paris, 1999.

✦ Robert goffin, « principes de finance moderne », economica, paris ,1998.

### **IV- مواقع الانترنت :**

#### 1- الكتب:

✦ إبراهيم سامي السويلم، "صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي"، مركز البحوث، الكويت، 2000، من الموقع: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/07/d8a7d984d987d986d8afd8b3d8a9-d8a7d984d985d8a7d984d98ad8a9-d8a7d984d8a5d8b3d984d8a7d985d98ad8a9-d986d8b8d8b1d8a7d8aa-d981d98a-d8a7d984.pdf>

#### 2- المجلات والدوريات :

✦ إبراهيم سامي السويلم، "المنتجات المالية الإسلامية بين الإبداع و التقليد"، جريدة اقتصادية، العدد 1، 29 سبتمبر 2006، من الموقع : <http://www.palmoon.net/5/topic-3062-108.html>.

✦ أحمد علي هارون، "المجلس العام للبنوك الإسلامية يضع إستراتيجية طموحة لدى الصناعة المصرفية الإسلامية"، جريدة الشرق الأوسط، العدد 10654، 29 جانفي 2008، من الموقع:

[http://usim.academia.edu/GASMIABDELGHANI/Papers/179386/lzm\\_at\\_lmly\\_at\\_w\\_strtyjy\\_at\\_tTwyrlmntjt\\_lmly\\_at\\_lslmy\\_at\\_](http://usim.academia.edu/GASMIABDELGHANI/Papers/179386/lzm_at_lmly_at_w_strtyjy_at_tTwyrlmntjt_lmly_at_lslmy_at_)

➤ أحمد محمد نصار، "الهندسة المالية و تطوير أدوات الاقتصاد الإسلامي"، صحيفة الغد الأردنية، العدد 27، 2005، من الموقع: <http://islamfin.go-forum.net/t42-topic>.

➤ حسن حسين شحاته، "المنهج الإسلامي لتشخيص ومعالجة أزمات سوق الأوراق المالية"، مجلة الاقتصاد الإسلامي، العدد 216، الإمارات العربية المتحدة، 1999، من الموقع: <http://isegs.com/forum/showthread.php?t=2801>.

➤ رزان عدنان، "سبعة تحديات للتمويل الإسلامي"، مجلة القبس الاقتصادي، العدد 12664، السنة 37، 30 أوت 2008، من الموقع: [http://www.alqabas.com.kw/Temp/Pages/2008/08/30/28\\_page.pdf](http://www.alqabas.com.kw/Temp/Pages/2008/08/30/28_page.pdf).

➤ زايد عبد السلام، "الهندسة المالية: مدخل لتطوير الصناعة المالية الإسلامية"، المجلة الفصلية للعلوم الإنسانية، من تنظيم نخبة من الأكاديميين العرب في المهجر، العدد 38، صيف 2008، من الموقع: <http://www.ulum.nl/d94.html>.

➤ عبد الكريم أحمد قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، المجلد 20، العدد 02، جدة، 2007، من الموقع: <http://eymoo.sudanforums.net/t84-topic>.

➤ عثمان ظهير، سعد السهيمي، "السوق المالية الإسلامية في ماليزيا التجربة والنجاح"، جريدة الاقتصادية، الرياض، 22 صفر 1428 هـ الموافق ل12 مارس 2007م، من الموقع:

<http://www.malaysiaarab.com/forums/showthread.php?t=843>.

➤ فتح الرحمان علي محمد صالح، "أدوات سوق النقد: مدخل للهندسة المالية الإسلامية"، مجلة المصرفي، مجلد 26، الخرطوم، 09 جويلية 2008، من الموقع:

<http://www.shatharat.net/vb/showthread.php?t=17702>.

➤ محمد أحمد الجلي أبو ذر، "الهندسة المالية: الأسس العامة و الأبعاد للتمويل الإسلامي"، مجلة المقتصد الفصلية صادرة عن بنك التضامن الإسلامي، عدد 17، اليمن، سبتمبر 2005، من الموقع:

<http://www.shatharat.net/vb/showthread.php?t=13211>.

### **3- المؤتمرات والملتقيات:**

➤ أحمد بن عبد العزيز الحداد، "الأسهم والسندات: تصور و أحكام"، ورقة مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر العلمي الخامس عشر حول "أسواق الأوراق المالية والبورصات-آفاق وتحديات"، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، يومي 06، 08 مارس 2007، من الموقع:

[http://slconf.uaeu.ac.ae/prev\\_conf/2007/papers/22.swf](http://slconf.uaeu.ac.ae/prev_conf/2007/papers/22.swf).

➤ جمال لعمارة، رابح حدة، "تحديات السوق المالي الإسلامي"، ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية -"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، يومي 21، 22 نوفمبر 2006، من الموقع: <http://iefpedia.com/arab/?p=15459>.

➤ حنان إبراهيم النجار، "آلية بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي ومتطلباته في أسواق المال العالمية"، المؤتمر العلمي الرابع عشر حول "المؤسسات المالية الإسلامية"، دبي، يومي 7، 8 مارس 2007، من الموقع: <http://iefpedia.com/arab/?p=1435>.

➤ عبد الكريم أحمد قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء و تطوير السوق المالي و إمدادها بالأدوات المالية الشرعية"، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر العلمي الخامس عشر حول "أسواق

الأوراق المالية و البورصات - آفاق و تحديات"، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، يومي 06، 08 مارس 2007، من الموقع: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/01.swf>.

✦ عبد الله بن محمد العمراني، "السندات: من منظور شرعي"، ورقة مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر العلمي الخامس عشر "أسواق الأوراق المالية و البورصات-آفاق و تحديات"، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، يومي 06، 08 مارس 2007، من الموقع:

[http://slconf.uaeu.ac.ae/prev\\_conf/2007/papers/25.swf](http://slconf.uaeu.ac.ae/prev_conf/2007/papers/25.swf).

✦ عبد اللطيف عبد الرحيم جناحي، "الصكوك الإسلامية بدائل للسندات التقليدية"، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر، جدة، يومي 5، 6 مارس 2005، من الموقع:

[http://slconf.uaeu.ac.ae/prev\\_conf/2007/papers/28.swf](http://slconf.uaeu.ac.ae/prev_conf/2007/papers/28.swf).

✦ هشام جبر، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول للاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة في الجامعة الإسلامية، نابلس، 8، 9 ماي 2005، من الموقع: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/10/ggg2.pdf>.

✦ Akhtarzaite Abdul Aziz، "Capital Market in Islamic Framework: Malaysian Experience" بحث مقدم إلى مؤتمر الأسواق المالية والبورصات: آفاق وتحديات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، يومي 6، 8 مارس 2007، ص 21، من الموقع:

[http://slconf.uaeu.ac.ae/prev\\_conf/2007/papers/65.swf](http://slconf.uaeu.ac.ae/prev_conf/2007/papers/65.swf).

## V- المواقع الرسمية:

### 1- باللغة العربية:

✦ الموقع الرسمي لهيئة تنمية الصناعة الماليزية :

<http://www.mida.gov.my/arabic/index.php?page=securities-market>

✦ موقع بورصة ماليزيا للأوراق المالية:

[http://www.bursamalaysia.com/website/bm/products\\_and\\_services/islamic\\_capital\\_market](http://www.bursamalaysia.com/website/bm/products_and_services/islamic_capital_market)

✦ موقع هيئة الأوراق المالية الماليزية:

<http://www.sc.com.my/sub.asp?pageid=&menuid=267&newsid=&linkid=&type>.

### 2- باللغة الأجنبية:

✦ Kuala lumpur stock exchange,

from: [http://www.adb.org/documents/books/demutualization\\_stock\\_exchanges/chapter\\_19.pdf](http://www.adb.org/documents/books/demutualization_stock_exchanges/chapter_19.pdf)

✦ Islamic Capital Market in Malaysia, Securities Commission of Malaysia, 2004 ,from :

<http://www.sc.com.my/sub.asp?pageid=&menuid=267&newsid=&linkid=&type>

## VI – مواقع أخرى :

✦ أحمد محمد محمود نصار، "الأسواق المالية الإسلامية: مبادئها وأدواتها"، من الموقع:

<http://www.philadelphia.edu.jo/courses/Markets/Files/Markets/135.doc>.

✦ "إقامة سوق مالية إسلامية... ضرورة لمواجهة المشاكل الاقتصادية"، من الموقع:

<http://sharee3a.com/vb/showthread.php?t=2914>.

➤ البورصة الماليزية المقاصة للمشتقات، من الموقع:

[http://asianbondsonline.adb.org/malaysia/market\\_summary.php](http://asianbondsonline.adb.org/malaysia/market_summary.php)

➤ البورصة الماليزية لعرض الأسعار الأوتوماتيكية والتعاملات للأوراق المالية المحدودة، من الموقع:

[http://en.wikipedia.org/wiki/Bursa\\_Malaysia](http://en.wikipedia.org/wiki/Bursa_Malaysia)

➤ الجمعية الدولية للمهندسين الماليين، "الهندسة المالية... سلسلة طويلة الأمد"، 31 مارس 2008، من

الموقع: <http://www.forexu.info/forum/t1040.html>

➤ الجهة العليا لسوق الأوراق المالية الماليزي، من الموقع:

<http://www.sc.com.my/main.asp?pageid=219&menuid=188&newsid=&linkid=&type>

➤ الرقابة الشرعية في بورصة ماليزيا، من الموقع:

<http://www.law.harvard.edu/programs/ilsp/events/Harmonization%20of%20Common%20Law%20and%20the%20Shari'ah%20in%20Malaysia.pdf>

➤ السندات المتداولة في السوق الماليزي، من الموقع:

[http://asianbondsonline.adb.org/malaysia/market\\_summary.php](http://asianbondsonline.adb.org/malaysia/market_summary.php)

➤ الصناعة الإسلامية في ماليزيا، من الموقع: [www.bnm.gov.my/index.php?ch=9&pg=15&ac=234](http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=9&pg=15&ac=234)

➤ أهم وظائف هيئة الأوراق المالية الماليزية، من الموقع:

<http://www.min.com.my/bm/html/penerbitan.html>

➤ بورصة ماليزيا المحدودة، من الموقع:

<http://companydatabase.org/c/settlement-houses/exchange-holding/bursa-malaysia-berhad.html>

➤ بورصة ماليزيا للمشتقات المحدودة، من الموقع:

[http://www.bursamalaysia.com/website/bm/regulation/rules/bursa\\_rules/bm\\_derivatives\\_clearing.html](http://www.bursamalaysia.com/website/bm/regulation/rules/bursa_rules/bm_derivatives_clearing.html)

➤ تطور السوق الإسلامي الماليزي، من الموقع:

[http://staf.uum.edu.my/shahrul/kuim%20paper-30-1-04\(nha\).pdf](http://staf.uum.edu.my/shahrul/kuim%20paper-30-1-04(nha).pdf)

➤ صكوك البيع بثمن أجل، من الموقع: [www.kantakji.com/fiqh/Files/Finance/M311.doc](http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Finance/M311.doc)

➤ صكوك المرابحة، من الموقع: <http://ar.financialislam.com/157516041589160316081603-157516041573158716041575160516101577.html>

➤ صناديق الاستثمار في ماليزيا، من الموقع: <http://islamicfund.weebly.com>

<http://www.alwasatnews.com/3006/news/read/512526/1.html>

➤ عمر بن يوسف باباحمو، "دروس من التجربة الماليزية"، من الموقع:

[http://www.veecos.net/portal/index.php?view=article&catid=27%3Aothers&id=1054%3A---2---&format=pdf&option=com\\_content&Itemid=17](http://www.veecos.net/portal/index.php?view=article&catid=27%3Aothers&id=1054%3A---2---&format=pdf&option=com_content&Itemid=17)

➤ محمد أكرم لالدين، التعليمات على الصكوك، من الموقع: <http://islamic-invest-malaysia.com>

➤ محمد أكرم لالدين، "النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية في ماليزيا، من موقع هيئة الأوراق

المالية الماليزية: <http://www.sc.com.my/sub.asp?pageid=&menuid=267&newsid=&linkid=&type>

➤ محمد أكرم لالدين، "النظام المالي الإسلامي: التجربة الماليزية و الطريق إلى الأمام"، من الموقع:

<http://www.isra.my/media-centre/downloads/finish/9-islamic-finance/43-islamic-financial-system-the-malaysian-experience-and-the-way-forward/0.html>

➤ محمد إبراهيم بن داتو، 29 نوفمبر 2010، من الموقع:

[www.bnm.gov.my/index.php?ch=9&pg=15&ac=390](http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=9&pg=15&ac=390)

✦ محمد باكار، الاقتصاد الماليزي، من الموقع:

<http://www.humayondar.com/asiaislamicconference.pdf>

✦ معلومات المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، من الموقع:

[http://www.ibisonline.net/Research\\_Tools/Glossary/GlossaryDisplayPage.aspx?TermId=2776](http://www.ibisonline.net/Research_Tools/Glossary/GlossaryDisplayPage.aspx?TermId=2776)

✦ نشأة بورصة ماليزيا، من الموقع: [http://en.wikipedia.org/wiki/Bursa\\_Malaysia](http://en.wikipedia.org/wiki/Bursa_Malaysia)

✦ Development and Regulation of the Islamic Capital Market : Issues and Challenges, The quarterly Bulletin of the Securities Industry Development Centre (SIDC), August 2004, from : [http://www.sc.com.my/ENG/HTML/resources/speech/sp\\_20040707.html](http://www.sc.com.my/ENG/HTML/resources/speech/sp_20040707.html),

✦ Sayd Zubair Farook;” Shariah Governance for Islamic Finance: Challenges and Pragmatic Solutions “, from :

[http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN\\_ID1816541\\_code1039977.pdf?abstractid=1813483&mirid=1;](http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID1816541_code1039977.pdf?abstractid=1813483&mirid=1)

## قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الجدول
111	تطور رسملة سوق الأوراق المالية الاسلامي مقارنة بالسوق الربوي خلال الفترة(2001-2010)	01
113	سوق الأوراق المالية الماليزي بين الأسهم الشرعية و الأسهم التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة خلال الفترة (2001 - 2010)	02
115	حجم الصكوك و السندات في سوق الأوراق المالية الماليزي خلال الفترة (2001 - 2010)	03
117	حجم الصكوك الاسلامية المعتمدة من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة (2001 - 2010)	04

## قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الشكل
111	نسبة رسملة السوق الإسلامي إلى السوق ككل خلال الفترة (2001 - 2010)	01
114	عدد الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة (2001 - 2010)	02
115	حجم الصكوك و السندات في سوق الأوراق المالية الماليزي خلال الفترة (2001 - 2010)	03
118	الصكوك الإسلامية المعتمدة من قبل هيئة الأوراق المالية في ماليزيا خلال الفترة	04

	(2010 - 2001)	
<b>118</b>	توزيع الصكوك حسب أنواعها خلال الفترة (2010 - 2001)	<b>05</b>

## المخلص:

يحتل سوق الأوراق المالية الإسلامي مكانة هامة في الحياة الاقتصادية لما تقوم به من حماية للأموال و الثروات الإسلامية واستثمارها وتنميتها من جهة، والمحافظة على استقرار النظام المالي والاقتصادي للأمة الإسلامية من جهة أخرى، وما ساعد على ذلك وجود هندسة مالية إسلامية قائمة على ابتكار وتطوير عمليات وأدوات مالية و صياغة حلول إبداعية لكل ما يتعلق بمشاكل التمويل، وكل ذلك في إطار توجيهات الشرع الحنيف، وبعيدا عن محاكاة منتجات الهندسة المالية التقليدية.

ومن بين التجارب الرائدة في مجال صناعة الهندسة المالية الإسلامية تجربة سوق الأوراق المالية الإسلامي الماليزي الذي يسعى لتقديم البديل الشرعي لنظيره التقليدي ليصبح بذلك مكملا للنظام المصرفي الإسلامي، وبالرغم من كون هذا السوق إسلامي إلا أن بعض الأسس و المبادئ التي يقوم عليها تقابلها اعتراضات الكثير من الفقهاء لما تتضمنه من تجاوزات والتي من بينها اعتماد الكثير من منتجات الهندسة المالية الإسلامية على بيع العينة المتفق على تحريمه في الكثير من الدول الإسلامية الأخرى.

## الكلمات المفتاحية:

الهندسة المالية، الهندسة المالية الإسلامية، سوق أوراق مالية إسلامي، سوق ماليزيا الإسلامي للأوراق المالية .

## Abstract:

Occupies the stock market an important place in Islamic economic life for its protection for Islamic funds and wealth and investment and development on the one hand, And maintain the stability of the financial and economic system of the Islamic Ummah on the other hand, And helped by the presence of Islamic financial engineering based on innovation and the development of operations and financial instruments and the formulation of creative solutions for everything related to funding problems, All this under the guidance of Islam religion, and away from the simulation of traditional products of financial engineering.

Among the pioneering experiments in the field of engineering industry of Islamic financial market experience Malaysian Islamic securities, which seeks to provide a legitimate alternative to the conventional counterpart, making it complementary to the Islamic banking system, Despite the fact that this market is Islamic but some of the foundations and principles underlying the offset a lot of objections to that included scholars from the excesses of which, including the adoption of many of the products of Islamic financial engineering on the sale of the sample agreed that it is haraam in many other Muslim countries.

## Key words:

financial engineering, financial engineering Islamic, Islamic securities market, the Islamic Market Malaysia Stock Exchange.