



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف ميلة
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم المالية والمحاسبة



الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

الفرع: علوم مالية ومحاسبة

التخصص: مالية المؤسسة

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر بعنوان:

دور الهندسة المالية في تنشيط وتطوير السوق المالي الإسلامي
-دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية-

المشرف	اعداد الطلبة	
صالح سنوساوي	طروش فريال	1
	بلمرابط إيمان	2

لجنة المناقشة:

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ(ة)
رئيسا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف ميلة	مناع ريمة
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف ميلة	صالح سنوساوي
ممتحنا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف ميلة	قرفي عمار

السنة الجامعية 2023/2022

كلمة الشكر

بسم الله الرحمن الرحيم و الصلاة و السلام على اشرف
المرسلين بداية اشكر الله الهادي على نعمة التوفيق
أتقدم بجزيل الشكر إلى كل من قدم يد العون من قريب .
أو بعيد لإتمام هذا العمل جزاهم الله عني كل خير و
أخص بالذكر الاستاذ صالح سنوساوي بإشرافه على هذا
العمل و على حضوره معنا في كل خطوة بكل حكمة و
تواضع وفي الاخير أشكر الأساتذة الكرام أعضاء لجنة
المناقشة على قبولهم تقييم هذا العمل

الإهداء

إلى صاحب السيرة العطرة ، و الفكر المستنير فلقد كان له الفضل الاول
في بلوغي التعليم العالي أبي الغالي أطال الله في عمره
إلى أمي العزيزة التي غمرتني بدعائها و شجعتني على المواصلة
إلى كل أفراد عائلتي و أخص بالذكر أخي فؤاد و فيصل و فادي و
فراس و فخر الدين و إلى كل زميلاتي أهدي ثمرة جهدي

فريال

الاهداء

ما أجمل أن يوجد المرء بأعلى ما لديه والاجمل أن يهدي الغالي للأعلى. هي
ذي ثمرة جهدي اجنيها اليوم هي هدية اهديها الى :والدي الغالي حفظه الله .
أمي العزيزة اطال الله عمرها جميع أفراد عائلتي وأخص بالذكر اختي كنزة
واميرة ودنيا وحواء وإلى كل صديقاتي

ايمان

ملخص الدراسة

نهدف من خلال هذه الورقة البحثية الى تقديم خلفية نظرية وحالة عملية عن اسواق الاوراق المالية ومنتجات الهندسة المالية المتداولة فيها المرتكزة على أسس ومبادئ الشريعة الإسلامية، والى تقديم خلفية عن هذا السوق -سوق الخرطوم للأوراق المالية- وعن ادائه والتعريف بمنتجات الهندسة المالية التي تطرح للتداول فيه، وعن أهم التحديات التي تواجهه، اضافة الى محاولة التعرف على إثر تداول المنتجات الهندسة المالية الإسلامية على نشاط هذا السوق.

وتوصلت الدراسة الى ضرورة قيام سوق الخرطوم للأوراق المالية يقوم على اسس الشريعة الإسلامية يتوفر على منتجات مالية مطوره ومبتكره ويجاد منفذ تطبيقي فعال لها يستفاد منه ومنها متمتعته بالكفاءة الاقتصادية والمصادقية الشرعية، هذا عن طريق توحيد الفتى والشرعية والالزام بها.

الكلمات المفتاحية: الهندسة المالية الإسلامية، سوق الاوراق المالية الإسلامية، سوق الخرطوم للأوراق المالية، الصكوك الحكومية.

Abstract:

Through this study, we aim to present a theoretical background and practical case on market and financial engineering products based on the principals of the Islamic Sharia. In addition, we aim to provide a background on this market " The Financial Securities Market in Khartoum" and define the financial engineering products that are Exchanged there and the important challenges that may face, and try to find the impact of these exchanges on the activities of of the market.

in this study, we have concluded that it is essential that the financial Securities market be based on the principals of Islamic D

Sharia. Also, it must contain developed and innovative financial products. Furthermore, it is necessary to find a practical and an effective outcome that can be useful for all. It must be economically efficient and have credibility with the Islamic Sharia. This is by unifying fetwes and their obligatory aspect.

key words: Financial Securities Markets _financial Securities Market in Khartoum_ Islamic Financial Engineering _Government Banks.

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	فهرس المحتويات
/	كلمة الشكر
/	الاهداء
III-I	فهرس المحتويات
V	فهرس الجداول
VII	فهرس الاشكال
IX	الملخص
أ-و	مقدمة
25-1	الفصل الاول: الاطار النظري للأسواق المالية الاسلامية
2	تمهيد
3	المبحث الاول: ماهية السوق المالية
3	المطلب الاول: مفهوم السوق المالي
4	المطلب الثاني : تقسيمات السوق المالي
9	المطلب الثالث : أهمية الاسواق المالية
11	المطلب الرابع: وظائف الاسواق المالية
13	المبحث الثاني: ماهية السوق الاسلامي
13	المطلب الاول : مفهوم ونشأة السوق المالي الاسلامي
16	المطلب الثاني: شروط وضوابط انشاء سوق مالي اسلامي
17	المطلب الثالث: مقومات اقامة سوق مالية اسلامية
19	المبحث الثالث: أدوات وتحديات السوق المالي الاسلامي
19	المطلب الاول: أدوات سوق النقد
21	المطلب الثاني: أدوات سوق رأس المال
24	المطلب الثالث: التحديات التي تواجه الادوات المالية الاسلامية
25	خلاصة.....
66-26	الفصل الثاني : عموميات الهندسة المالية الاسلامية

27	تمهيد.....
28	المبحث الاول: ماهية الهندسة المالية ومنتجاتها
28	المطلب الاول: تعريف ونشأة الهندسة المالية واسباب ظهورها
32	المطلب الثاني: أهداف الهندسة المالية وأهميتها
39	المطلب الثالث : منتجات الهندسة المالية
50	المبحث الثاني: البديل الاسلامي للهندسة المالية التقليدية
50	المطلب الاول: تعريف الهندسة المالية الاسلامية ومنتجاتها
52	المطلب الثاني: خصائص الهندسة المالية الاسلامية
53	المطلب الثالث : الفرق بين الهندسة المالية الاسلامية والهندسة المالية التقليدية
55	المبحث الثالث: منتجات الهندسة المالية الاسلامية
55	المطلب الاول: المنتجات المستحدثة كمنتجات التمويل ومنتجات مالية مشتقة ومنتجات مالية مركبة
60	المطلب الثاني : الصكوك الاسلامية
61	المطلب الثالث : دور المنتجات المالية في تنشيط السوق المالي الاسلامي
66	خلاصة.....
92-67	الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لدور الهندسة المالية في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية
68	تمهيد.....
69	المبحث الاول: التعريف بالسوق المالي السوداني
69	المطلب الاول: النظام المالي السوداني
71	المطلب الثاني : خلفية عن السوق المالي السوداني
73	المطلب الثالث: أهداف السوق المالي السوداني
75	المبحث الثاني : أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية وواقع انتشار منتجات الهندسة المالية
75	المطلب الاول: منتجات الهندسة المالية في السودان
78	المطلب الثاني : نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية

89	المطلب الثالث : تقييم التجربة السودانية (الخصائص، الايجابيات، السلبيات)
92	خلاصة
93	الخاتمة
99	قائمة المراجع

فهرس الجداول

فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
45	أوجه الاختلاف بين التمويل المصرفي والتمويل عن طريق رأس مال المخاطر	1
70	عدد المصارف العاملة في السودان بنهاية عامي 2021/2020	2
75	الشركات المدرجة في السوق المالي 2019/2014	3
78	اصدارات الاسهم خلال الفترة 2019/2015	4
79	نشاط التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية مقارنة بين 2019/2018 و 2015/2014	5
81	اصدارات صكوك شهامة خلال الفترات 2014/2013 و 2019/2018 و 2021/2020	6
83	اصدارات صكوك صرح خلال الفترات 2015/2014 و 2021/2020	7
85	اصدارات صكوك شامة خلال الفترات 2015/2014 و 2020/2021	8
86	نشاط تداول سوق الخرطوم للأوراق المالية مقارنة بين 2019/2018 و 2015/2014	9

فهرس الأشكال

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الأشكال	الرقم
8	تقسيم السوق المالي	1
20	أدوات أسواق النقد	2
22	أدوات سوق رأس المال	3
47	طريقة عمل الخيار المستقبلي	4
49	طريقة عمل المبادلة الاختيارية	5
60	أنواع الصكوك الإسلامية	6
87	تطور حجم التداول ورأس المال السوقي لسوق الخرطوم للأوراق المالية	7
88	تطور الصكوك والشهادات الحكومية المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية	8

مستخلص الدراسة

مستخلص الدراسة

نهدف من خلال هذه الورقة البحثية الى تقديم خلفية نظرية وحالة عملية عن اسواق الاوراق المالية ومنتجات الهندسة المالية المتداولة فيها المرتكزة على أسس ومبادئ الشريعة الإسلامية، والى تقديم خلفية عن هذا السوق -سوق الخرطوم للأوراق المالية- وعن ادائه والتعريف بمنتجات الهندسة المالية التي تطرح للتداول فيه، وعن أهم التحديات التي تواجهه، اضافة الى محاولة التعرف على إثر تداول المنتجات الهندسة المالية الإسلامية على نشاط هذا السوق.

وتوصلت الدراسة الى ضرورة قيام سوق الخرطوم للأوراق المالية يقوم على اسس الشريعة الإسلامية يتوفر على منتجات ماليه مطوره ومبتكره وايجاد منفذ تطبيقي فعال لها يستفاد منه ومنها متمتعته بالكفاءة الاقتصادية والمصدقية الشرعية، هذا عن طريق توحيد الفتى والشرعية والالزام بها.

الكلمات المفتاحية: الهندسة المالية الإسلامية، سوق الاوراق المالية الإسلامية، سوق الخرطوم للأوراق المالية، الصكوك الحكومية.

Résumé:

on veut par cette étude présenter un arrière plan théorique et un cas pratique sur les marchés des titres financiers et les produits D'ingénierie financière qui y sont échangés et qui sont fondés sur les principes de la charia islamique, d'un autre coté on va présenter un arrière plan sur ce marché -le marchés des titres financiers de Khartoum- et définir les produits D'ingénierie financière qui y sont lancés pour les échanges et les importants défis qui se tiennent face à lui et essayer de reconnaître l'impact de ces échanges sur les activités du marché. On est arrivé au bout de cette étude qu'il est indispensable que le marché des titres financiers soit fondé sur les principes da la charia islamique et doit contenir des produits financiers développés et novateurs, aussi il faut lui trouver une issu pratique et efficace qui peut être bénéfique pour tous, il doit être efficace économiquement et avoir la crédibilité avec la charia, et ça par le biais de l'unification des fatwas et leur aspect obligatoire. Mots clés: marché des titres financiers - le marché des titres financiers de Khartoum- les banques islamique.

مقدمة

تمهيد:

تؤدي الاسواق المالية دورا هاما في حشد المدخرات وتوجيهها نحو قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد وزيادة وتيرة نموه، غير أن هذه الاسواق تعرضت وتعرض لتقلبات كبيرة في الأسعار وهو ما شكل خطرا على المتعاملين فيها من أفراد ومؤسسات، لذلك تم تطوير وابتكار آليات وأدوات مالية تمكن من ادارة هذه المخاطر وهذا ما يعرف بالهندسة المالية.

يعد هدف الهندسة المالية هو ايجاد المنتجات مالية الجديد التي تجعل الاسواق أكثر تكاملا، سيوله وعمقا، وبالتالي أكبر استقرار، وأكثر كفاءة، بحيث تعتبر هذه الأخيرة من أهم مؤشرات النجاح وقوة الأسواق المالية، فهي تعكس العدالة في أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها، وهذا في ظل توافر المعلومات والبيانات عن جميع أنشطة الشركات التي يتم التعامل بأوراقها المالية، حيث ان اي خلل او تلاعب في هذه البيانات والمعلومات يؤدي الى انخفاض كفاءة السوق.

تعد التجربة السودانية من التجارب التي يعود فكرة انشائها الى سنة 1962، ووجدت المنفذ التطبيقي لها سنة 1994، وتعد شهادات وصكوك الاستثمار الحكومية المنتجات الوحيدة التي يستخدمها البنك المركزي السوداني لإدارة السياسة النقدية، تلعب دورا في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية.

الإشكالية:

كيف تساهم الهندسة المالية في تنشيط وتطوير سوق الخرطوم للأوراق المالية؟

وهذا السؤال تتدرج تحته الأسئلة الفرعية الآتية:

- فيما تتمثل منتجات الهندسة المالية المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية؟
- كيف تؤثر الادوات المالية الإسلامية المتداولة على نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية؟

-الفرضيات:

نحاول من خلال هذه الدراسة الانطلاق من الفرضيات التالية:

-تتمثل منتجات الهندسة المالية في سوق الخرطوم للأوراق المالية في الصكوك الإسلامية.

- تكسب الأدوات المالية الإسلامية سوق الخرطوم للأوراق المالية فعالية عالية كبيرة.

أهداف البحث:

تهدف من خلال هذه الدراسة الى تحقيق جملة من الأهداف نذكر منها:

-اظهار مدى أهمية السوق الأوراق المالية.

- تقديم خلفية نظرية عن الهندسة المالية الاسلامية والتعريف بمنتجاتها.

- الاطلاع على اداء البورصة السودانية وأهم الأدوات المتداولة فيها.

الدراسات السابقة:

بعد عملية المسح المكتبي لمختلف المراجع والمصادر بالموضوع؛ وفي حدود علم الطالب لوحظ ان

هناك مجموعة من البحوث تناولت اشكاليات قريبة من الاشكاليات المطروحة في بحثنا؛ وتتمثل اهم هذه

المواضيع فيما يلي:

1--عثمان علام وصالح سنوساوي؛ دور الهندسة المالية في تنشيط وتطوير اسواق الاوراق المالية

الاسلامية -دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية؛ مجلة دراسات العدد الاقتصادي؛ مجلد 08؛ العدد

02؛ جامعة الاغواط ، 2مارس 2017.

هدفت الدراسة الى التعرف بمنتجات الهندسة المالية الاسلامية التي تطرح للتداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية؛ اضافة الى تقديم خلفية عن هذا السوق وعن أداءه ومحاولة التعرف على أثر منتجات الهندسة المالية الاسلامية على نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية.

وتوصلت الدراسة الى انها الهندسة المالية الاسلامية تشير الى مجموعة من الانشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الادوات والعمليات المالية المبتكرة؛ اضافة الى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في اطار الشرع الحنيف؛ وبذلك الهندسة المالية الاسلامية تهدف الى ايجاد منتجات مالية تجمع بين المصداقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية.

2-علام عثمان وحملة عز الدين؛ دور الادوات المالية الاسلامية في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية؛ مجلة اقتصاديات المال والاعمال؛ العدد08؛ جامعة البويرة؛ ديسمبر 2018 .

هدفت الدراسة الى التعرف على مدى اهتمام الحكومة السودانية بتنشيط البورصة؛ والاطلاع على أداء البورصة السودانية؛ وأهم الأدوات المتداولة داخلها.

وتوصلت الدراسة إلى عمليات سوق الخرطوم للأوراق المالية تخضع لتشريعات النظام المالي الاسلامي؛ وساهمت اسلامية الأدوات المالية في تنشيط وتطوير سوق الخرطوم للأوراق المالية.

3- ساسية جدي؛ دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الاسلامية؛ مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم الاقتصادية؛ تخصص اسواق مالية وبورصات؛ كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير؛ جامعة بسكرة؛ الجزائر؛ 2014/2015.

وتوصلت الدراسة الى التعرف على اهم المنتجات والادوات المالية المبتكرة من قبل الهندسة المالية؛ ثم الوقوف امام منتجات وادوات صناعة الهندسة المالية الاسلامية و مدى وكيفية تطبيقها بالمؤسسات

المالية الإسلامية. كما وتوصلت الدراسة الى ان الصناعة المالية الإسلامية نبتني ايضا مفهوم الهندسة المالية وفق المنظور الإسلامي؛ والتي تقوم على اساس منهج المحاكاة والتطوير والاصالة؛ للوصول الى منتجات مالية متميزة عن نظيرتها من الناحية الشرعية؛ والكفاءة الاقتصادية.

تقسيم البحث:

تجدر الإشارة في الأخير بأنه حتى يتم الامام بالموضوع يتطلب هيكلته وتقسيمه، وحسب طبيعة البحث ارتئينا تقسيمه الى ثلاث فصول تسبقها مقدمة وتلحقها خاتمة.

جاء الفصل الأول بعنوان "الإطار النظري للأسواق المالية الإسلامية" قمنا بتقسيمه الى ثلاث مباحث تطرقنا في المبحث الأول لمدخل عام حول السوق المالي بذكر مفهومه وتقسيماته وأهمياته ووظائفه.

أما المبحث الثاني تطرقنا فيه لمدخل عام حول السوق المالي الإسلامي بذكر مفهومه ونشأته وشروطه وضوابطه ومقوماته، أما في المبحث الثالث تطرقنا الى ادوات السوق المالي الإسلامي وتحدياته.

أما الفصل الثاني فجاء بعنوان "عموميات حول الهندسة المالية الإسلامية" وقمنا بتقسيمه الى ثلاث مباحث تطرقنا في المبحث الأول لمدخل عام حول الهندسة المالية ومنتجاتها بذكر مفهومها ونشأتها وأسباب ظهورها وأهدافها وأهميتها ومنتجاتها، أما في المبحث الثاني تطرقنا الى البديل الإسلامي للهندسة المالية التقليدية بذكر مفهومها وأهميتها وخصائصها والفرق بين الهندسة المالية الإسلامية والهندسة التقليدية، أما في المبحث الثالث تطرقنا الى منتجات الهندسة المالية الإسلامية.

أما الفصل الثالث جاء بعنوان "دراسة تطبيقية لدور الهندسة المالية في تنشيط السوق الخرطوم للأوراق المالية"، وقمنا بتقسيمه الى مبحثين تطرقنا في المبحث الاول الى تعريف بالسوق المالي السوداني

بذكر نظامه وخلفيته واهدافه، اما المبحث الثاني فتطرقنا الى اداء سوق الخرطوم للأوراق المالية وواقع انتشار منتجات الهندسة المالية فيها بذكر منتجاته ونشاطه وتقييم تجربته.

الفصل الأول: الاطار النظري للأسواق المالية الاسلامية

تمهيد:

تعتبر الاسواق المالية مركز حيويًا في النظم الاقتصادية الحديثة نظرا لما تقوم به من وظائف ومهام تمثل حلقات نماء القطاع المالي في اي دولة، وما حظيت به من الأهمية من طرف الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، لما تقوم به من دورها في حجم مدخرات الافراد وتوجيهها في قنوات استثماريه لأصحاب المشروعات المختلفة، والتي توفرها لهم مختلف اقسام الاسواق المالية، رسمية كانت او غير رسمية، بالإضافة للوظائف التي تقوم بأدائها لجذب المزيد من المتعاملين وما تحققه من منفعة للأطراف المتداخلة فيها، فهي سوق كغيرها من الاسواق، تتوفر على ادوات ماليه تعمل على تحريكها وتنشيطها لما تمتاز به من خصائص تسمح لها بان تكون ملاذا امنا لحماية مدخرات الافراد والشركات وزيادة اتساعها وعمقها وما توفره من ميزة اختيار الادوات المالية المراد الاستثمار فيها والسعي لتحقيق التقدم. تتعالى الاصوات لإنشاء اسواق مالية اسلامية تحقق ما تحققه الاسواق المالية التقليدية من تمويل ودفع عجلة التنمية، لكن مع مراعات صحة المعاملات وموافقاتها لأحكام الشريعة الإسلامية.

المبحث الأول: ماهية السوق المالية

تؤدي الاسواق المالية دورا مهما في عملية التنمية الاقتصادية، حيث تعتبر القناة او القنوات التي من خلالها تتدفق الاموال من وحدات ذات الفوائض المالية الى الوحدات التي تعاني عجزا ماليا ومن الناحية النظرية تنقسم السوق المالية الى اسواق راس المال واسواق نقدية وتتفرع هذه الاسواق الى اسواق فرعية اخرى، حيث تتداول في هذه الاسواق مختلف الاصول المالية والمادية وبأجلها المختلفة.

المطلب الأول: مفهوم السوق المالي

الأسواق المالية شأنها شأن الأسواق الأخرى التي توفر نظاما لتبادل الخدمات أو المنتجات أو كليهما معا، عن طريق الجمع بين طرفين أحدهما محتاج للخدمة والآخر منتج لهذه الخدمة.

فأسواق المال إذن هي آلية انتقال الأموال بين المقرضين أصحاب المدخرات والمقترضين الراغبين في توظيف هذه الاموال في شكل استثمارات مختلفة، فمن خلال هذه السوق يتم تجميع مدخرات الملايين من البشر وتحويلها إلى أيدي المقترضين، الذين لا ينفقون كل دخولهم وضعها تحت تصرف أولئك الذين يتجاوز انفاقهم حجم دخولهم¹.

ويمكن كذلك أن يعرف سوق المال بأنه السوق الذي يتضمن جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة بالإضافة إلى سوق النقد، إذن فهو ليس ذلك المفهوم الضعيف الذي يطلق على سوق الأوراق المالية أو البورصات فقط بل يتعداه إلى كل المؤسسات المتدخلة فيه.

ومن خلال ما سبق من تعريفات يمكن استخلاص عدة حقائق عن الأسواق المالية:

- أن السوق المالي هو الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق.

- من الأركان الأساسية في السوق المالية توفر الوسط أو المؤسسات المالية وقنوات الاتصال التي تقوم على تسهيل عمليات الاتصال بين البائعين والمشتريين.

¹-سمير عبد الحميد رضوان، " المشتقات المالية ودورها في ادارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة ادواتها"، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2005م، ص 40.

-سوق الأوراق المالية أو البورصة هي أهم أجهزة السوق المالي، فيها يتم التقاء العرض بالطلب من خلال ووسيلة من وسائل الاتصال المألوفة وإجراء التعامل بالأوراق المالية المناسبة من خلل توفر شروط محددة، ووفقا لقواعد ونظم محددة.

المطلب الثاني: تقسيمات السوق المالي

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

أولاً: السوق النقدية

يعتبر السوق النقد من أهم مكونات وأقسام السوق المالي، ويتضح ذلك فيما يلي:

1-تعريف السوق النقدية:

هناك من يعطيها تعريفاً أكثر شمولاً من خلال أنها: « الميكانيكة التي يتم بموجبها ومن خلال إصدار وتداول رؤوس الاموال قصيرة الاجل ففي هذه السوق يتركز عرض وطلب الاموال القابلة للاقتراض لفترة تقل عن عام ويتولى عرض هذه الاموال من جانب كل من يرغب في توظيف مدخراته - فوائضه- عن طريق التخلي عن منافع نقوده لفترة قصيرة في مقابل حصوله على عائد، فيما يشكل الطلب عليها من جانب جميع الراغبين في الحصول على منافع الغير لفترة قصيرة في نظير دفع فائدة ما»¹.

فمن خلال التعريفات السابقة نستنتج بأن السوق النقدية هي الإطار الذي يتم فيه تداول رؤوس الاموال قصيرة الاجل التي لا يتجاوز أجلها سنة واحدة، سواء على شكل قروض قصيرة الأجل أو على شكل أوراق مالية أو تجارية قابلة للتداول، فهذه السوق غير مشروطة بوجود مكان معين مثل ما هو الحال في بعض الأسواق الأخرى.

¹-هوشار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009م، ص 58.

2- تقسيمات السوق النقدية:

وتنقسم هذه السوق إلى قسمين هما:

أ- **أسواق الخصم:** هي السوق التي يتم فيها تعجيل البنك دفع قيمة الورقة التجارية التي لم تجل أجلها إلى المستفيد مقابل تنازل المستفيد عن ملكية حقه الثابت فيها، ويتم الخصم على نوعين من الأوراق التجارية هما: الأوراق التجارية العادية، وأذونات الخزينة العامة¹.

ويتم الخصم في حالتين مقابل عمولة معينة مع ضمان حق الرجوع على واحد أو أكثر الموقعين على الورقة التجارية التي لم تسدد في تاريخ استحقاقه.

ويتقاضى البنك مقابل هذه العملية فائدة محددة تحسب من تاريخ الخصم حتى تاريخ استحقاق الورقة التجارية، وعمولة مقابل الخدمات التي يتحملها البنك في عملية الخصم والتحويل ثم مصاريف التحويل².

ب- **أسواق القروض قصيرة الأجل:** يتضمن هذا السوق جميع القروض التي تتراوح مدتها ما بين أسبوع واحد سنة كاملة، ويكون أطراف هذه الاسواق المشروعة والأفراد من ناحية البنوك التجارية وبعض مؤسسات الإقراض المتخصصة في تقديم الاستثمار قصير الأجل من ناحية أخرى³.

3/ خصائص السوق النقدية:

تتميز السوق النقدية بالخصائص التالية:

- يعتبر السوق النقدي من الأسواق التي تتمتع باستثمارات قليلة المخاطرة.

- أدوات الاستثمار المستخدمة في هذه الأسواق تعتبر عالية السيولة.

¹- أحلام عنكوش، سوق الأوراق المالية ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير أكاديمي في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2013/2014، ص50.

²- أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة، دار الكتاب الثقافي للنشر، 2012م، ص 44.

³- أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص 15-16.

-يمتاز بالمرونة العالية قياسا بغيره نظرا لقصر الآجال وما يتمتع به من انخفاض درجة المخاطرة¹.

-يعتبر سوق جملة، ويكون المتعاملين فيه من ذوي الحجم الكبير يتمتعون، بخبرات كبيرة جدا ويعملون لحساب مؤسسات كبيرة جدا ويعملون لحساب مؤسسات كبيرة أخرى ويتم الاعتماد على الوسطاء والسماسة.

-تعتبر آجال الاستحقاق الأدوات السوق النقدي قصيرة الأجل فهي لا تتجاوز سنة واحدة في الغالب بدءا من يوم واحد يعطيها صفة السيولة العالية لأدوات الاستثمار في السوق².

ويختلف السوق النقدي عن سوق رأس المال بما يلي:

-يعتبر السوق النقدي سوق التمويل قصير الأجل، بينما سوق رأس المال هو سوق التمويل طويل الأجل.

-يكون لعنصري السيولة والأمان الأولوية من قبل المستثمر في سوق النقد، بينما يكون لعنصر الربحية الأولوية للمستثمر سوق رأس المال.

-إن سوق رأس المال أقل اتساعا من السوق النقدي.

-إن سوق رأس المال أكثر تنظيما من السوق النقدي والمتعاملين فيه من المتخصصين لذلك يطلق عليه سوق الصفقات الكبيرة.

ثانيا: سوق رأس المال:

تعرف أسواق رأس المال على أنها تلك الأسواق التي يتم فيها بيع وشراء الأوراق المالية، ويمكن توضيح ذلك فيما يلي:

1. سوق رأس المال:

¹-ناظم محمد نوري الشهري وآخرون، أساسيات العيني والمالي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1999م، ص 178.

²-وليدة صافي و أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012م، ص 31.

سوق متخصص في توفير التمويل طويل الأجل، ما يترتب عليه تحمل درجة عالية من المخاطر مقابل تلقي عائد أكبر يتناسب مع ارتفاع درجة المخاطرة، وتنقسم سوق رأس المال إلى سوق أولية و سوق ثانوية.

أ- السوق الأولية هي سوق الإصدار وتسمح بإصدارات السوق الأولي بتوفير التمويل الضروري عند إنشاء شركات جديدة أو توسيع الشركات القائمة، كما تسمح بتوفير السيولة الضرورية للقيام بالمشاريع الضخمة التي تلتزم الحكومات بإنجازها.

ب. السوق الثانوية هو سوق التداول الذي يتميز بدرجة عالية من النشاط والسيولة، حيث يتم في هذا السوق تداول إصدارات التي تمت في السوق الأولي وتنقسم الأسواق الثانوية بدورها إلى أسواق منظمة وأخرى غير منظمة، بالنسبة لأسواق المنظمة، أي البورصات يخضع التداول وقبول الإدراج فيها إلى شروط تكون الشركات ملزمة بتوفيرها، كما تنقسم الغير منظمة إلى سوق ثالث و سوق رابع:

-السوق الثالثة: وتتكون من السماسرة الغير الأعضاء في البورصة المنظمة.

-السوق الرابعة: إن التعامل يتم عن طريق الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة وبدون وساطة كما تجدر الإشارة إلى أن سوق الأوراق المالية بنوعيتها تتضمن أعضاء لا يحق لغيرهم أن يقوم بعملية البيع والشراء لصالح المستثمرين وهؤلاء هم: السماسرة والتجار، سماسرة السماسرة المتخصصون.

2/خصائص سوق رأس المال:

-سوق رأس المال أكثر تنظيمًا من الأسواق الأخرى لأن المتعاملين به من الوكلاء المتخصصين.

-يرتبط سوق رأس المال بالأوراق المالية طويلة الأجل.

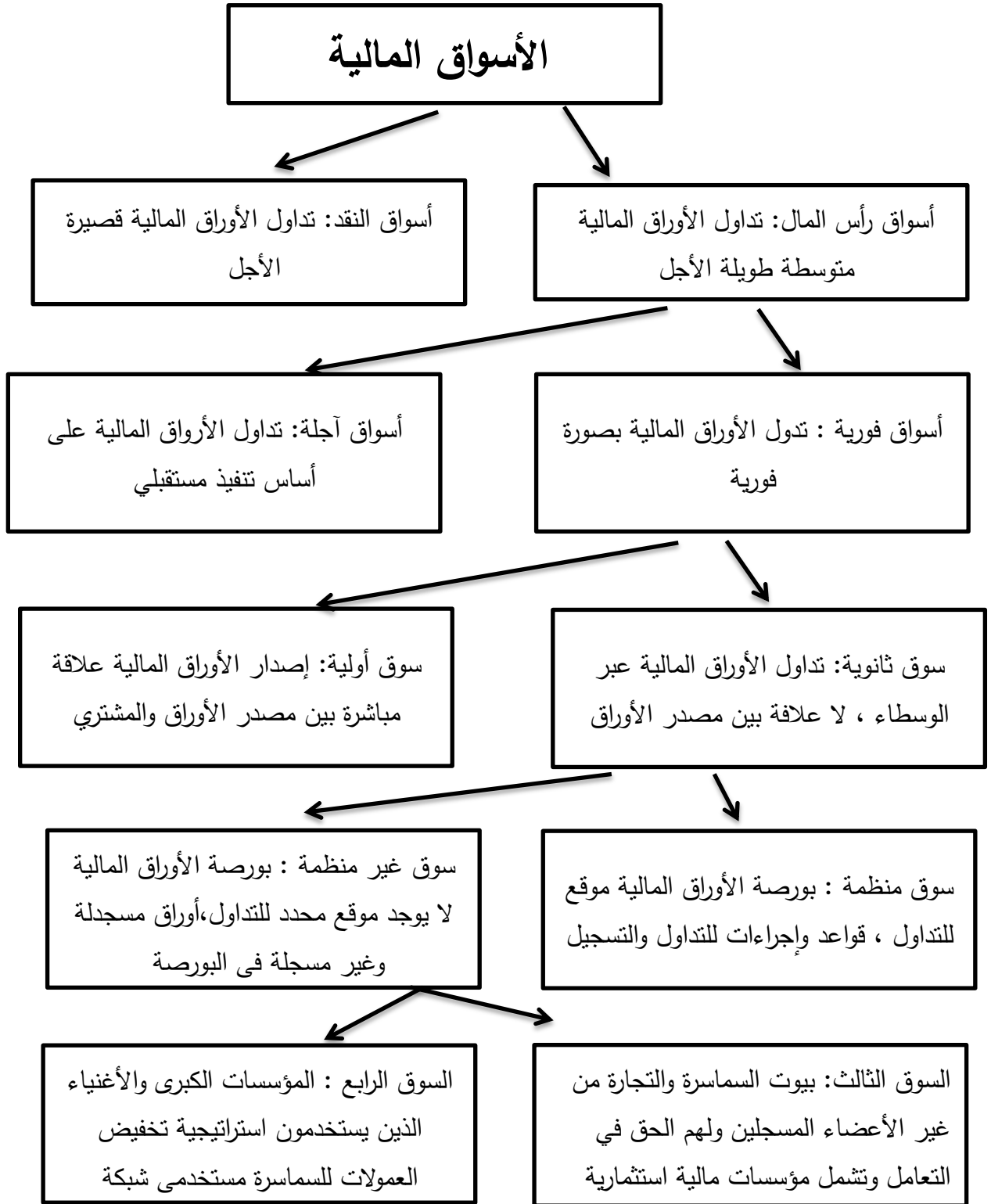
-سوق رأس المال له دور فعال في التمويل المشروعات الإنتاجية طويلة الأجل.

-الاستثمار في سوق رأس المال أكثر مخاطرة من السوق النقدي وأقل سيولة أيضا.

-العوائد مرتفعة نسبيا للأسواق في رأس المال مقارنة مع الاستثمار في الأسواق الأخرى.

-يشترط توفر سوق ثانوي يتم تداول أدوات الاستثمار المختلفة فيه.

ويمكن أن نوضح تقسيم السوق المالي في الشكل التالي:
الشكل رقم (01): تقسيم السوق المالي



المصدر: محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005م،

ص 45.

المطلب الثالث: أهمية الأسواق المالية

أصبحت الأسواق المالية في وقتنا الحاضر ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادي، ودعامة قوية من دعوماته، لما تقوم به هذه الأسواق من دور واضح في دعم عملية النمو والتطور الاقتصادي. ويمكن ان نقول إن أهمية الأسواق المالية ترجع إلى مجموعة من العوامل، يمكن إيجازها في النقاط التالية:

1-تمويل خطط التنمية الاقتصادية، فبدلا من اللجوء إلى عملية الاقتراض الخارجي، فتشرك الدولة القطاع الخاص في التمويل من خلال طرح أسهم هه المشاريع في الأسواق المالية.

2-تساعد السوق المالي على منح القروض شروط مناسبة و تكاليف قليلة بالمقارنة مع قروض البنوك، أو القروض الخارجية .

3-تتيح الأسواق المالية الفرصة لتحرك الأموال من مالكيها الذين ليس لديهم فرصة استثمارية، خاصة صغار المستثمرين، والتي تكون صغيرة بمفردها ولكن كبيرة بمجموعتها، إلى زيادة الانتاج والكفاءة وبالتالي تحسين مستوى الرفاهية في المجتمع.

4-تعمل على زيادة إيرادات الحكومة من إيرادات تكلفة الصفقات التجارية، سواء من قبل المؤسسات أو الأشخاص.

5-يتم التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول وللعملات القابلة للتحويل ويترتب على ذلك تحويل الأسواق المحلية إلى الأسواق دولية أو اقليمية، بحيث يمعن لتلك الأسواق طرح أسهم وسندات لشركات من مختلف الجنسيات.

6-سهولة تحويل الأوراق المالية المتداولة إلى سيولة نقدية بدون تحمل خسائر له دورا واضح في التوجه إلى الاستثمار، وتقليص عمليات الادخار والاكتناز¹.

7-تحقق سوق الأوراق المالية التوازن المطلوب داخل الاقتصاد ويكون ذلك بالتوفيق بين الوحدات التي تحقق فائض والوحدات التي تعاني من عجز، ويحقق كفاءة في ادارة الاموال.

¹ - وليدة صافي و أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، ، ص 35.

8- الأسواق المالية لها دور كبير في ضمان وحماية الاقتصاد الوطني والنظام المالي السائد، عند توفر البيئة المناسبة من خلال وجود سياسة اقتصادية رشيدة، ووفرة المدخرات مع وجود جهاز متكامل من المؤسسات المالية بكوادرها المتخصصة.

9- تحقق الأسواق المالية والبورصات عدالة لأسعار من خلال التقاء وتجميع الطلب والعرض في مكان واحد وتحقق السعر المناسب عن طريق إلزام الشركات المقيدة فيها بإعطائها معلومات كافية وحقيقية عن وضعها المالي.

10- إن تأسيس الأسواق المالية وتكاملها وارتباطها بالأسواق العالمية، يؤدي إلى تزايد تدفق الأموال الدول الصناعية إلى الدول في طور النمو¹.

¹-وليدة صافي و أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، ، ص 31.

المطلب الرابع: وظائف الأسواق المالية

تحتل السوق المالية مكانة هامة في الحياة الاقتصادية المعاصرة، خاصة في الدول الإسلامية، ويأتي الاهتمام المتزايد لهذه السوق من خلال ما يمكن أن تقوم به من وظائف مختلفة، وأدوار متعددة، ويمكن توضيح أهم هذه الوظائف فيما يلي:

أولاً-تحديد أسعار الأصول المالية

تتمثل الوظيفة الأولى للأسواق المالية في تحديد اسعار للأصل المالي الذي يتم تداوله في سوق المال ويتحدد السعر العادل من خلال عمليات التداول والتي يتم من خلالها التقاء راغبي شراء الأصول المالية (الطلب) وراغبي بيعها (العرض) ومن خلال تحديد السعر العادل يتم حماية المتعاملين في سوق المال من شراء أصول مقومه بأعلى من سعرها أو بيع أصول بأقل من سعرها العادل.

ثانياً- توفير السيولة

تتمثل الوظيفة الثانية للأسواق المالية في توفير السيولة لمالك الأدوات المالية حيث تقدم الأسواق المالية بالسعر العادل، بمعنى تمكين المستثمر من تحويل الأصل المالي الخاص به، إلى نقود بالسعر العادل وفي التوقيت الذي يريده ويجب ملاحظة أنه لولا الأسواق المالية لاضطر المستثمر لقبول السعر الذي يحدده المستثمر والذي قد يكون غير عادي إذا ما احتاج لسيدل أصوله المالية، أو ينتظر حتى تاريخ الاستحقاق ليحصل على أمواله في صورة نقدية وإذا كان الأصل المالي عبارة عن اسهم عادية وعلى المستثمر الانتظار لا بل غير محدد حتى يتم تصفية المنشأة التي يمتلك حصة فيها ولا يوجد ما يضمن حصوله على حصة يتسدل كامل هم يترتب عليه عدم التخصيص الأمثل للموارد نتيجة حجز الأموال في استخدامات محددة ولا يمكن تحريرها الاستخدامات أخرى أكثر كفاءة.

ثالثاً- تخفيض تكاليف العمليات المالية

تتمثل الوظيفة الاقتصادية الثالثة للأسواق المالية في تخفيض تكاليف العمليات المالية، فيدون وجود الأسواق المالية التي تمارس مهامها بشكل كفى ستكون هذه التكاليف مرتفعة هناك نوعين من هذه التكاليف:

1-تكلفة البحث:

وهي تلك التكاليف التي يتحملها المستثمر الإعلان عن رغبته في شراء أو بيع أحد الأصول المالية، فوجود سوق المال يخفض للمستثمر تكاليف البحث عن طريق توفير آلية للالتقاء، البالغ والمشتري أول قدر من التكلفة.

2-تكلفة المعلومات:

وتتمثل في التكلفة التي يتحملها المستثمر للحصول على المعلومات التي يتطلبها اتخاذ القرار، ووجود سوق المال يخفض هذه التكلفة الى حددها الأدنى، من خلال التشريعات الخاصة سوق المال واللوائح التنفيذية المطلقة على المنشآت والمتعاملين في سوق المال، فمن الاشتراطات الأساسية تداول الأصول المالية لأي منشأة في سوق المال أن تلتزم بقواعد الإفصاح عن البيانات التي يمكن أن تؤثر في تقييم الأصل المالي ويتم نشر البيانات المحاسبية والمالية والمؤشرات بالمنشآت حتى يتمكن المستثمر من اتخاذ القرار المناسب سواء بالشراء أو البيع كما يتم نشر بيانات التداول في الصحف اليومية.¹

¹ - وليدة صافي و أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، ، ص 36.

المبحث الثاني: ماهية السوق المالي الإسلامي

يعتبر السوق المالي الإسلامي بمثابة الآلية التي يتم من خلالها تحريك الموارد المالية بين اصحاب الفائض واصحاب العجز المالي، ويستمد اهمية وجوده من اهمية ما يؤديه من وظائف اساسية، وما يميزه من خصائص وما يقوم عليه من مقومات وركائزه تمكنه من ممارسه نشاطه بكفاءة وفعالية في ظل الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية .

المطلب الأول: مفهوم ونشأة السوق المالي الإسلامي

الأسواق المالية إحدى أجهزة الوساطة المالية الهامة في الاقتصاديات المعاصرة ، لأن هذا الجهاز يوفر للمستثمر الضمان والسيولة والربحية، والتوازن بين هذه الأهداف هي طموح أي مستثمر، ولهذا السبب اهتم الباحثين في الاقتصاد الإسلامي بهذه الأسواق وذلك من خلال استحداث أدوات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، لكي يتسنى لجمهور المتعاملين المسلمين التعامل بهذه السوق بدلاً من حرمانهم من فوائدها ومميزاتها. ومن أجل هنا جاء هذا المطلب ليعطي صورة ولو مبسط عن الأسواق المالية الإسلامية.

أولاً: مفهوم السوق المالية الإسلامية

تقوم الأسواق المالية الإسلامية على الالتزام الشرعي في كل عناصر السوق من سلع وحقوق للمتعاملين وأساليب إجراء الصفقات والمعاملات دون التقيد بوجود مكان معين، ومن بين تعريفات الأسواق المالية الإسلامية ما يلي:

1- ينصرف مفهوم الأسواق المالية الإسلامية إلى الدلالة على التعامل بالتمويل المتوسط وطويل الأجل، وذلك عن طريق تجميع المدخرات واستثمارها حسب قواعد الشريعة الإسلامية .

2- سوق منظمة يتم فيها تلاقي إرادة المتعاقدين للتعامل بمختلف الأوراق المالية المشروعة، المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة للمساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

3- سوق منظمة تتعد في مكان معين وفي أوقات دورية للتعامل الشرعي ببيعا وشراء لمختلف الأوراق المالية، ضف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة.

ومن مجمل هذه التعاريف، يمكن توضيح الجوانب المختلفة للأسواق المالية الإسلامية كما يلي:

4- تستمد الأسواق المالية الإسلامية مفهومها من مفهوم الأسواق المالية بشكل عام، إذ تمثل الآلية التي يتم من خلالها حشد وتجميع المدخرات من أصحاب الفائض التمويلي وتحويلها إلى أصحاب العجز التمويلي، من خلال إصدار أدوات مالية معينة وتداولها.

5- يجب أن تكون الأدوات المالية التي يتم التعامل بها في الأسواق المالية الإسلامية تتوافق بأحكام الشريعة الإسلامية إصدارا وتداولاً.

6- يجب أن تكون كل المعاملات والعمليات التي تتم في الأسواق المالية خالية من كافة المحاذير الشرعية كالغش والغرر والمقامرة.

السوق المالية الإسلامية هي المساهمة الفعلية في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وذلك من خلال تركيزها على الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي.

من خلال ما سبق يمكن تعريف الأسواق المالية الإسلامية على أنه: المكان الذي يتم فيه التعامل بالأوراق المالية بيعة وشراء، بحيث يجمع الوحدات المدخرة والراغبة بالاستثمار ووحدات العجز المالي التي بحاجة إلى الأموال من أجل الاستثمار، وهذا في إطار الشريعة الإسلامية بحيث يجب أن يقوم بالالتزام الشرعي في جميع هيئاته و مؤسساته وتعاملاته وصفقاته وأدواته المتداولة فيه¹.

ثانيا : نشأة وتطور سوق المالية الإسلامية

بدأت تظهر فكره انشاء سوق ماليه اسلاميه منذ حوالي عقدين من الزمن وطرح هذه الفكرة الدكتور سامي حمود وذلك في ندوة البركة الثانية في تونس 1984 ،حيث اقترح تداول الحصص الاستثمارية في حالات السلم والايجار والمرابحة واقترح فكرة انشاء شركة مساهمة تابعة لبنك البركة البحرينى الاسلامي تكون متخصصه في تمويل المرابحة ،وتكون اسهمها قابله للبيع والشراء وفق اسعار معلنه مسبقا على اساس محسوب تبعا للعملية المنفذة والارباح المستحقة وتم فعلا ذلك في البحرين عام 1986 بتأسيس شركات مساهمة اسلامية وعدة شركات استثماريه للأوراق المالية.

¹-حنان عبدلي، دور الهندسة المالية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية في ظل التوجه العالمي نحو الصناعة المالية الإسلامية ، ص 120-121-122.

كما أكد المرحوم الدكتور محمد سيد مناعي هذه الفكرة في بحث مقدم في ندوى عقدت بألمانيا سنة 1986، وأكد على تطوير ادوات مالية اسلامية جديدة وتأسيس سوق ثانوية لهذه الادوات وهو ما أعيد التركيز عليه في القاهرة سنة 1988 بضرورة انشاء سوق مالية اسلامية لتسهيل عملية انتقال واستثمار الاموال المشروعة في البلاد الإسلامية .

وقد كانت نتيجة هذه النداءات المتكررة صدور العديد من الادوات المالية الإسلامية من صناديق استثمارية أو من بنوك اسلامية، حيث قامت العديد من الدول المؤسسات المالية الإسلامية بإصدار أوراق مالية اسلامية وطرحها للتداول مثل سندات السلام وسندات المقارضة في الأردن وشهادات القرض الحسن بماليزيا، شهادات المشاركة في باكستان، وشهادات صناديق التمويل في السودان، وكذلك تأسيس السوق المالية الإسلامية العالمية في البحر سنة 2002 التي تسعى إلى أن تكون ان تكون لاعبا فعالا في تطوير سوق رأس المال وسوق النقد الاسلاميين ومركز إدارة السيولة المالية سنة 2002، وهو شركة مساهمة بحرينية حصل على ترخيص كبنك استثماري اسلامي من بين مهامه مساعدة المؤسسات المالية الإسلامية على اصدار الصكوك¹.

¹-حكيم براضية، التصكيك دوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية ، مذكرة مقدمة ضمن نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، قسم علوم التسيير ، جامعة حسيبة بن بوعلوي ، الجزائر، 2011، ص 127/126.

المطلب الثاني: شروط و ضوابط انشاء سوق مالي إسلامي

تتمثل ضوابط وشروط إنشاء سوق مالي إسلامي فيما يلي:

أولاً: شروط انشاء سوق مالي اسلامي

يجب أن تتوفر في السوق المالي الاسلامي مجموعة من الشروط وهي :

- 1- أن يكون مصدر القوانين واللوائح المنظمة للسوق المالي الاسلامي مأخوذة من الشارع الإسلامية.
- 2- فرض الاحكام التأديبية اللازمة في حالة المخالفات الاستفادة من تجارب بعض البلدان الإسلامية التي لها السبق في النشاط المالي الاسلامي وذلك بعد التأكد من عدم معارضة قوانين ولوائح الشريعة الإسلامية.
- 3- منع تداول ايه اوراق ماليه الا بعد التأكد من خلوها من الربا وانها لن تستخدم في تمويل مشروعات تتنافى من احكام شريعة الإسلامية.
- 4- وجود لوائح ناظمه للنشاط وكفيله بتحقيق سلامه التعاملات والتداول المالي وتقادي وقوع الغش الغبن ما قد ينعكس سلبا على اسعار الاوراق المالية¹.

ثانياً- الضوابط الشرعية لإنشاء سوق مالية اسلامية

تختلف ضوابط السلوك في الأسواق المالية الإسلامية باختلاف الادوات المالية للمتبادلة غير أن هناك ضوابط شرعية عامه تميزها وتعطيها أهمية اكثر نذكره منها :

- 1-الالتزام بالقيم الإسلامية في كل الامور ومنها المعاملات في الاسواق المالية الإسلامية كون هذه القيم تقي من الآثار السلبية لحدوث الازمات المالية الناتجة عن ممارسه الاحتكارات أو التدليس او المغامرة وغيرها فهي معاملات محرمة تقتضي ضوابط الاسواق المالية الإسلامية الابتعاد عنها .

¹نوال سمرد ورفيق بشنودة، دور السوق المالي الإسلامي في معالجة السيولة النقدية، المؤتمر الدولي الثاني للمالية والمصرفية الإسلامية، كلية الشريعة ، الجزائر، 2015م، ص 13.

2-تجنب مختلف المعاملات الربوية سواء في مجال الديون ربا نسيئه او في مجال البيوع ربا البيوع في اعتبار ان الفوائد الربوية هي المولد والمنشط للازمات الاقتصادية بصفه عامه والازمات في الاسواق المالية بصفه خاصه.

3-ضبط وترشيد وتوجيه الاستثمارات نحو المشروعات الضرورية ذات المنفعة العامة بما يساهم في تحقيق مقاصد الشريعة الإسلامية في حفظ الدين والعقل والنفوس والعرض والمال وهدف تحقيق التنمية الاجتماعية الاقتصادية.

4-شيوخ الصدق والشفافية والأمانة في المعاملات المالية وتقديم البيانات والمعلومات الصحيحة حول العقود والصفقات والظروف المختلفة للأسواق المالية.

5-الوفاء بالعهود والعقود وتداول الاوراق المالية الإسلامية الرائجة في الاسواق المالية الإسلامية و استحداث منتجات مالية من شأنها ان تشجع المدخرين المحليين على توظيف اموالهم وكذا اعداد توظين الاموال المهاجرة خالد البلاد الإسلامية¹.

المطلب الثالث: مقومات إقامة سوق مالية إسلامية

بالرغم من أن أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية نشأت اعتمادا على المنهج الرأسمالي الربوي، وبقيت ضيقة في حجم معاملاتها ومؤسساتها ، إلا أنه يتوفر لها كل مقومات قيام سوق مالي إسلامي، نذكر منها ما يلي:

-المال :وهو متوفر، إذا تم استثماره داخل البلاد الإسلامية.

-الأوراق المالية الإسلامية :تمكن رجال الفقه والاقتصاد الإسلامي من صياغة أوراق مالية، خالية من المعاملات الربوية ، تكون بديلة لمثيلاتها في السوق المالي التقليدي.

-المؤسسات المالية المصدرة لأوراق المالية :فهي في حاجة إلى تمويل إسلامي لحمايتها من تلاعب المضاربين والمقامرين في استثمارها لمدخراتها.

¹ - حنان عبدلي، دور الهندسة المالية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية في ظل التوجه العالمي نحو الصناعة المالية الإسلامية ، ص 120-121-122.

-توفر المتخصصين من علماء الفقه الإسلامي وخبراء المال والأسواق والاقتصاد الإسلامي، الذين يعملون على توجيه المعاملات المالية وفق الضوابط الشرعية.

وحتى يتم إنشاء سوق مالي إسلامي بمقوماته السابقة يتطلب الأمر ما يلي:

-إعادة صياغة القوانين التي تحكم أسواق الأوراق المالية القائمة في البلاد الإسلامية لتتفق مع قواعد ومبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية.

-إصدار أوراق مالية جديدة كبديل للأوراق المالية الحالية والتي تبين أنها مخالفة للشريعة الإسلامية، وفي الفقه الإسلامي متسع لذلك.

-وضع ميثاق لقيم المتعاملين في أسواق الأوراق المالية الإسلامية يتضمن الدوافع والزواجر (الثواب والعقاب) ، حتى يمكن ضمان عدم انحرافهم عن شرع الله .

-وضع ميثاق بين كافة الدول الإسلامية للتعاون والتنسيق بينهم في التعامل في أسواق الأوراق المالية الموجودة لديهم.

-التوسع في إنشاء المؤسسات المالية الإسلامية (بنوك إسلامية - شركات استثمار إسلامية - صناديق استثمار إسلامية - شركات سمسة إسلامية) لدعم التعامل في أسواق الأوراق المالية الإسلامية.

وأخيرا، فإن هذه الضوابط الشرعية العامة، والخاصة بكل أداة تلعب دورا استراتيجيا في تحسين أداء الأسواق المالية الإسلامية وتكسبه قدرة تنافسية عالية، مستقرة ، تجعله في مستوى التحدي الذي تفرضه الأسواق المالية المعاصرة.¹

¹ - حنان عبدلي، دور الهندسة المالية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية في ظل التوجه العالمي نحو الصناعة المالية الإسلامية ، ص 123.

المبحث الثالث: أدوات وتحديات السوق المالي الإسلامي

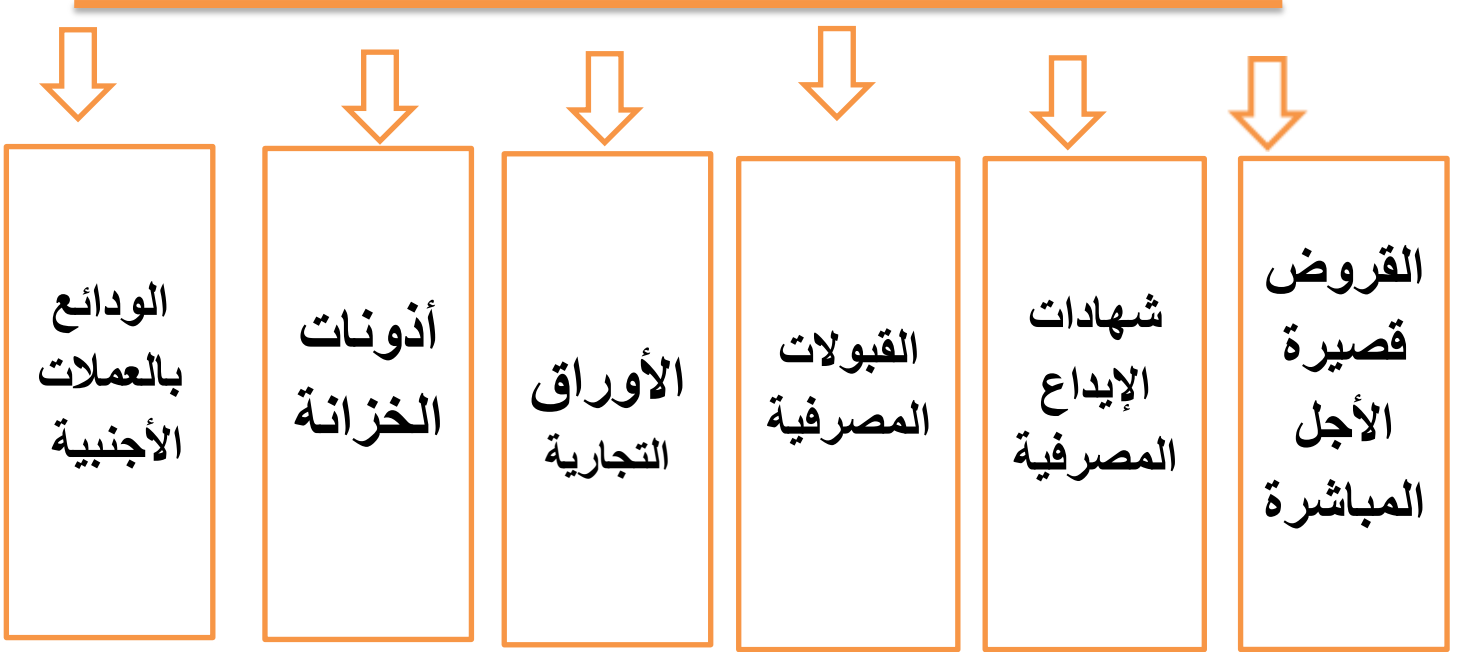
السوق المالية هي إحدى أجهزة الوساطة المالية في الاقتصاديات المعاصرة لأن هذا الجهاز يوفر للمستثمر الضمان والسيولة والربحية والتوازن بين هذه الأهداف هي طموح أي مستثمر ولهذا السبب اهتم الباحثين في الاقتصاد الإسلامي بهذه الأسواق، وذلك من خلال استحداث أدوات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية لكي يتسنى للجمهور المتعاملين المسلمين التعامل بهذه السوق بدلاً من حرمانه من فوائدها ومميزاتها ونعرض فيما يلي أهم أدوات المستخدمة في الأسواق .

المطلب الأول: أدوات سوق النقد

سوق النقد هو ذلك السوق الذي يكون مصدراً أساسياً لإصدار و تداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل وتمويل المقترضين الراغبين بالحصول على القروض قصيرة الأجل التي عمرها أقل من سنة، ويتعامل بها المستثمرون الذين يفضلون تحمل درجة مخاطرة منخفضة عند استثمار أموالهم في الأصول المالية المختلفة ذات السيولة المرتفعة، وتحقق لهم درجة عالية من الأمان، وتكون أدواته قصيرة الأجل فترتها أقل من سنة أو (3،6،9) شهور أو حتى بالأيام أحياناً، تتميز الأوراق المالية في سوق النقد بارتفاع درجة سيولتها، و انخفاض درجة المخاطر نظراً لزيادة الأمان لهذه الأوراق مقابل نسبي في العائد.

شكل رقم 02: أدوات سوق النقد

أدوات أسواق النقد



المصدر: دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2012م، 1433هـ، ص 170.

تستخدم أدوات سوق النقد من قبل المجموعة من المستثمرين الأشخاص أو المؤسسات التي تحتاج إلى سيولة لتنفيذ أنشطتها المختلفة، وتلعب المصارف دوراً أساسياً مع مؤسسات الوساطة المالية في هذا السوق، ويتمتع النقد بارتفاع درجة سيولة الأدوات التي يتم التعامل بها فيه، وتتصف بالمرونة العالية إضافة إلى انخفاض تكلفه الصفقات لسهولة وسرعة إنجازها وتنفيذها.

وسبب انخفاض درجة المخاطر للأوراق المالية المتداولة في سوق النقد يعود إلى كونها أدوات قصيرة الأجل، وأغلب هذه الأوراق المالية مبادرة عن المصارف التجارية أو البنك المركزي أو الحكومة وهذه المؤسسات تكون ذات مراكز ائتمانية مبنية واحتمال عدم الوفاء بالتزاماتها منخفضة جداً.

إن وجود سوق النقد فعال يؤدي إلى تخفيض كلفة التمويل قصير الأجل وإلى زيادة سرعة دوران رأس المال النقدي في المشاريع، ثم إلى زيادة الطاقة الانتاجية فيه فينعكس بصورة رواج اقتصادي على مستوى الاقتصاد القومي ككل، لسوق النقد سوقين الأول هو السوق الأولي إذ يتم تداول الإصدارات الجديدة والتي تمثل البيع الأول first sale لأدوات الدين، والسوق الثانوي الذي تحدد فيه أسعار الفائدة للإصدارات النقدية قصيرة الأجل وذلك حسب آلية العرض والطلب، ويتم تداول الإصدارات المستعملة second hand بهذا السوق من فرعين حسب نوع العمليات المنفذة فيه، فقد يكون سوق الخصم أو سوق القروض قصيرة الأجل¹.

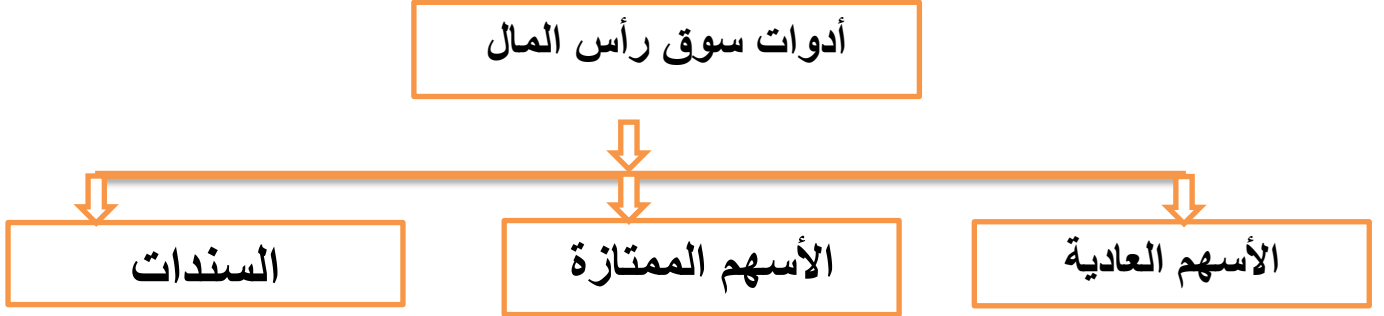
المطلب الثاني: أدوات سوق رأس المال

سوق رأس المال هو سوق يتعامل بالأدوات المالية طويلة الأجل ولرؤوس الأموال طويلة الأجل، والهدف من الاستثمار في هذا السوق هو زيادة الدخل ومنح الأولوية لهذا الهدف، ويكون سوق رأس المال أكثر تنظيماً عن سوق النقد، وله سوق أولية للإصدارات الجديدة وسوق ثانوية للإصدارات القائمة.

Oatstanding issues في هذا السوق فيه أكثر تخصصاً و كفاءة، وحتى ينشط رأس المال لا بد من وجود تدفق مستمر للأموال التي تبحث عن الاستثمارات، المريحة والأمنة، مع الإشارة إلى أن السوق يوفر ومن خلال وسطائه ثلاثة أنواع من العروض لطبالي الأموال، هي عروض الاكتتاب الكامل full underwritng ، إذا يلتزم الوسيط بتوفير كامل المبلغ مهما كانت استجابة السوق، وعرض بذل أقصى الجهد best effort ويتعهد الوسيط ببذل أقصى الجهد لتحقيق الاكتتاب الكامل بالمبلغ المطلوب للاكتتاب به، والنوع الآخر هو العرض المزدوج وبموجبه يتعهد الوسيط بتقديم نسبة معينة من الاكتتاب والباقي يبذل أقصى الجهد للاكتتاب به لتحقيق الاكتتاب الكامل، وأهم الأدوات المتداولة في سوق رأس المال هي.

¹ -دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، عمان، 2012م، 1433هـ، ص 170، 171.

الشكل رقم (03): أدوات سوق رأس المال



المصدر: دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، عمان، 2012م، 1433هـ، ص 170

1- الأسهم العادية common stock

الأسهم العادية هي أداة ملكية ذات قيمة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام أو الخاص لها قابلية على التداول في الأسواق الثانوية، وتتصف بكونها دائمية مع عمر الشركة أو المشروع، ولا تترتب عند إصدارها التزامات على الشركة تجاه المستثمرين فيها سواء من حيث استحقاق قيمتها أو قيمة وتاريخ وتوزيع الأرباح، وعند إصدارها فإن كوبون اصدار السهم يتضمن اسم الشركة المصدرة للسهم ونوع السهم وتسلسله وعدد من الأسهم في الكوبون، ويحصل حامل السهم على عدد من الحقوق أهمها تملكه حصة في الشركة وحق الحصول على الأرباح والإطلاع دفاتر الشركة والتصويت في الجمعية على دفاتر الشركة والتصويت في الجمعية العمومية والترشيح لمنصب إداري أو المساهمة في انتخاب مجلس الإدارة، ويحصل حاملة على نصيبه من الأرباح بنسبة مئوية تعلق سنويا من قبل مجلي الإدارة، وقد يحصل على الأرباح نقدا أوفي شكل أسهم، وفي حالة افلاس الشركة أو تسسيل أصولها يتقاضى حملة الأسهم العادية حقوقهم بعد الدائنين مثل المقترضين وجملة الأسهم الممتازة.

2- الأسهم الممتازة:

الأسهم الممتازة هي أوراق مالية هجينة تقع ضمن حقوق الملكية لها قيمة اسمية وتحصل على نسبة ربح ثابت، وهي تأخذ صفات الأسهم العادية والسندات وعلى هذا تأخذ صفات الأسهم العادية والسندات وعلى هذا الأساس سميت بالهجينة، فثبات الربح هو صفة السندات وحق ملكية هي صفة الأسهم العادية

ولا يحصل حملة الأسهم الممتازة على الأرباح إلا بعد تحقيقها ويتقرر توزيعها، ولكنها تختلف عن الأسهم العادية بمزايا خاصة فلحاملها الأولوية في الحصول على الأرباح الموزعة سنويا أو في أقسام أصول الشركة عند إفلاسها أو تسيل أصولها قبل حامل السهم العادي، ويكون العائد للسهم الممتاز بنسبة ثابتة من القيمة الاسمية للسهم أو بمبلغ مطلق، ولذلك تكون الأسهم الممتازة أقل خطورة من الأسهم العادية ولا يتمتع حملة الأسهم الممتازة بخصم الأرباح الموزعة للسهم بمعدل الخصم المناسب أو العائد المطلوب من قبل المستثمر، ولعرض قيمة السهم الممتاز المقبول من قبل المستثمر نطبق المعادلة التالية:

$$\text{قيمة السهم الممتاز} = \frac{\text{الربح الموزع}}{\text{العائد المطلوب}}$$

مثال: يرغب أحد المستثمرين شراء أسهم ممتازة ويبيع موزع قدرة 8 دنانير، فإذا كان العائد المتاح للمستثمر 12%.

المطلوب: تحديد قيمة المبلغ الذي يدفعه المستثمر لشراء السهم الممتاز؟

$$\text{قيمة السهم الممتاز} = \frac{8}{0.12} = 66 \text{ ديناراً.}$$

3-السندات: binds

السندات هي أداة دين ذات قيمة اسمية وتصدر بمعدل فائدة ثابتة وتاريخ إطفاء محدد وتصدر من جهات حكومية أو شركات بهدف الحصول على مصادر تمويل طويل الأجل، وتعد من الحقوق الممتازة تثبته الدخل وتتميز بانخفاض درجة المخاطر وبذلك يفضلها المستثمر المحافظ، وتعد أوراق مالية ذات قيمة اسمية واحدة وقابلة للتداول، ويتم إصدارها من قبل الحكومة كسندات الخزينة وسندات الحكومة المحلية وتمتاز كسندات الحكومية بعدة مزايا تجعلها أكثر جاذبية، فهي ذات درجة مخاطر منخفضة مما يجعلها أكثر سيولة من سندات القطاع الخاص وأكثر الإصدارات للسندات الحكومية تكون معفاة من ضريبة الدخل، وتصدر السندات من قبل الشركات كالشركات المساهمة العامة ولذلك فإن هذه السندات التي تصدر من الشركات المساهمة عادة تكون بنسبة فائدة أعلى من السندات الحكومية تستطيع أن تجذب المستثمرين وذلك نظرا لارتفاع درجة المخاطر، وتصدر وفق شروط معينة وعادة يتم طرحها بهدف الحصول على الأموال طويلة الأجل، وتتعهد الجهة المصدرة بدفع قيمة السند والفوائد المترتبة عليه وفق

شروط الإصدار، ولذلك تستطيع أن نعتبر السندات أداة تمويل طويلة الأجل تصدر في سوق رأس المال للأوراق، ويتم تداول السندات بواسطة بنوك الاستثمار التي تدير عملية التداول مع تقديم ضمان بشراء السندات التي لم يتم الاكتساب بها، و او يتم التداول بواسطة هذه البنوك دون التعهد بشراء السندات غير المكتتب بها وهو في هذه الحالة يقوم بدور الوسيط فقط¹.

المطلب الثالث : التحديات التي تواجه الادوات المالية الإسلامية

على الرغم من ان السوق المالية الإسلامية حديثة النشأة وعلى الرغم من ان استثماراتها في تزايد مستمر الى انها لا زالت تستثمر بنسب منخفضة لحد ما ولا زالت استثماراتها مرتبطة في معظمها بأسواق المال المحلية بالرغم من وجود مؤشرات خاصة بالتعامل الاسلامي في السوق المالية العالمية وهذا راجع لعدة اسباب نذكر منها :

- 1- غياب الخبرات الفنية الكاملة خاصة فيما يتعلق بالمحليين الماليين للأسواق والاستثمارات المباشرة.
- 2- وجود اختلافات بين لجان ومجالس الرقابة الشرعية من بلد لآخر واكثر من ذلك قد يكون من مصرف لآخر داخل البلد الواحد عدم اصدار صكوك عالميه وذلك لأسباب تتعلق بتصنيف المال والمخاطر التي ترتبط في المصارف الإسلامية.
- 3- قلة المنتجات الإسلامية المبتكرة والمجازة شرعا لمواكبه التطورات الاسواق المالية.
- 4- اختلاف قوانين الاستثمار والأنظمة الضريبية من بلد لآخر من جهة وانخفاض نسبة الشفافية من جهة أخرى، يؤثران سلبا على تعاملات المصارف الإسلامية في الأسواق المالية المحلية والعالمية.
- 5- تأثير الاختلافات الفقهية من دولة لأخرى على الاستثمار، يعتبر كعائق للاستثمار في الأسواق الإسلامية.²

¹-ريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المسيرة والتوزيع والطباعة، عمان، 2012م، 1433هـ، ص 180/179.

²- نوال سمرد ورفيق بشنودة، دور السوق المالي الإسلامي في معالجة السيولة النقدية، المؤتمر الدولي الثاني للمالية والمصرفية الإسلامية، كلية الشريعة، الجزائر، 2015م، ص 14.

خلاصة الفصل:

وما يمكن استنتاجه من خلال عرض هذا الفصل:

إن الاسواق المالية مرت بعدة مراحل تاريخية عبر العصور لتكون احد الادوات الدافعة لتقديم النمو الاقتصادي ،فبالأسواق المالية تحقق التكافؤ بين قوى العرض وقوى الطلب، وتساهم في تحقيق التلاقي بين وحدات ذات العجز المالي ووحدات ذات الفائض المالي .

تعد سوق الاوراق المالية القناة الاكثر اهمية في سوق المالي لحركة النشاط الاقتصادي لاي دولة ،ومن الضروري بناء تلك الاسواق على اساس متين من الكفاءة لتحقيق الفعالية المطلوبة، حيث تعتبر سوق الاوراق المالية احد اهداف المستثمرين الذين يرغبون في تحقيق الكفاء للموارد المالية المتاحة لديهم تتقسم سوق الاوراق المالية الى قسمين هما السوق الاولي الاصدار والسوق الثانوي التداول ،من خلال هذان القسمين يتم اصدار الاوراق المالية اسهم ،سندات ثم تداولها في السوق ،هذا ما يعني انتقال الملكية بين المستثمرين وهم اصحاب الفائض المالي والبائعين اصحاب العجز ،كما يوجد ادوات مالية مستحدثة تعرف ب المشتقات المالية.

الفصل الثاني: عموميات حول الهندسة المالية الإسلامية

تمهيد:

إن واقع الاقتصاديات قبل منتصف السبعينات من القرن العشرين والذي عرف موجة التحرير المالي بزوال مؤتمر بروتين وودز والغاء قاعده الذهب في 1971 عزز التحول الاقتصادي علاج موعدا اجراءات واصلاحات اتخذتها العديد من الدول آنذاك لإلغاء او تخفيف درجة القيود المفروضة على عمل النظام المالي بهدف فتح سوق للقطاع الخاص المحلي والاجنبي اي تحرير عمليات الاقتصاد من القيود المفروضة عليه لتشجيع النمو والاستثمار والادخار ضمن المستويين المحلي والدولي سمح سامحها لا تحقيق ازدهار وتطور في التعاملات الاقتصادية بين الدول خاصة المبادلات التجارية منها وفي مجال انتقال وحركة رؤوس الاموال والاقتراض والاستثمارات مع تحمل قدر مقبول من المخاطر المتعلقة بهذه التعاملات بواسطه تسييرها وادارتها بالكيفية المناسبة التي تتماشى والاهداف المختلفة للمتعاملين الاقتصاديين.

لكن سرعان ما تغيرت البيئة الاقتصادية العالمية بعد هذه الفترة بموجب التحريرات الواسعة التي عرفتھا الاقتصاديات آنذاك والتي شملت اسعار السلع والفائدة والعملات والاوراق المالية وما ترتب عنها من خسائر ماليه فادحة تكبدتها المنشآت سواء كانت انتاجية مصرفية أو استثمارية وعندها واجهت هذه المؤسسات الواقع بصعوباته وتحدياته شعرت بالحاجة الى الحماية والتغطية ومن اجل ذلك كانت الهندسة المالية الاتجاه الامثل الذي يتيح المرونة الكافية للاستجابة لشتى المتطلبات التي تفرضها المتغيرات الاقتصادية.

المبحث الأول: ماهية الهندسة المالية ومنتجاتها

يطلق مفهوم الهندسة المالية هي العديد من التقنيات المطبقة والتي يعتمد على البحث والتطور، ويرتكز اهتمامها على ابتكار أدوات مالية جديدة تمثل حلولاً إبداعية لمشاكل الإدارة ويجدي توظيفها في مجال التحوط برسم سياسات مالية قوية، وابتكار منتجات وأدوات مالية جديدة استراتيجيات مالية تتفاعل وتستفيد من التغيرات المستمرة في أسواق المال من حيث أسعار الفائدة على السندات أسعار الصرف، ربحية السهم، حركة اتجاهات الأسعار ومعدل الدوران في سوق الأسهم والسندات، ويقتضي ذلك أن يقوم المنشأة بإنشاء أقسام للبحوث والتطوير في مجال المنتجات والأدوات المالية.

المطلب الأول: تعريف ونشأة الهندسة المالية وأسباب ظهورها

سنتناول من خلال هذا المطلب ما يلي:

أولاً: تعريف الهندسة المالية

معظم تعاريف الهندسة المالية مستخلصة من وجهات نظر الباحثين الذين قاموا بتطوير النماذج والنظريات أو مصممي المنتجات المالية، وسنتطرق إلى بعض هذه التعاريف

1- تعريف الهندسة المالية من وجهة نظر الإدارة المالية:

تعتبر الهندسة المالية من وجهة نظر الإدارة المالية عن العملية الكمية التحليلية الصممة لتحسين العمليات المالية للمؤسسة، وذلك من خلال استخدام النماذج الكمية والبرامج التقنية، حيث تتضمن مجموعة النشاطات التالية:

-تعظيم قيمة المؤسسة.

-إدارة محفظة الأوراق المالية.

-التفاوض حول التمويل/ التحوط في الصفقات التي تتعكس مباشرة على قيمة ضريبة الشركة أذا بعين الاعتبار المخاطر التنظيمية والسياسية.

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

-تنظيم صفقات الشراء بشكل يوازن مصالح كل من المورد والشركة.

2-تعريف الهندسة المالية من وجهة نظر المؤسسات والأسواق المالية:

تعتبر الهندسة المالية مدخلا نظاميا يستعمل من قبل مؤسسات الخدمات المالية للوصول إلى حلول

مناسبة للمشكلات التي تواجه مختلف عملاتها، وتتضمن عملية الهندسة المالية خمس خطوات تتمثل في:

-التشخيص: التعريف بطبيعة المشكلة ومصدرها الأساسي.

-التحليل: إيجاد الحلول المناسبة للمشكلة في ظل النظام الحالي للمؤسسة، حيث يعتبر الحل الأفضل أداة أو مجموعة من الأدوات المالية الجديدة.

-الانتاج: خلق أو انتاج الأدوات المالية الجديدة من خلال تعهد طرفي الصفقة بهذه الأداة، أو تشكيلها من خلال استراتيجية تداول ديناميكية، أو من خلالهما معا.

-التسعير: تحديد تكلفة الانتاج وهامش الربح.

-التخصيص: من خلال إيجاد أداة تلائم المتطلبات الخاصة بكل عميل، حيث يجب الأخذ بعين الاعتبار

المبادلة بين التكاليف والمنافع في تحديد إجراء تعبيرات مفصلة لتلائم احتياجات كل فرد بشكل دقيق، والملاحظ

أنه في كثير من الحالات تكون المشكلة التي يراد حلها موجودة عند أكثر من عميل.

-أما من وجهة نظر الأسواق المالية فتعبر الهندسة المالية عن وصف تحليل البيانات الحصلة من السوق المالية بطريقة علمية، بحيث يأخذ هذا التحليل شكل الخوارزميات الرياضية أو النماذج المالية ونستعمل الهندسة المالية بصفة أساسية في تجارة العملات، وتسعير الخيارات وأسهم المستقبلات وغيرها¹.

3-التعريف الشامل للهندسة المالية: عرفت الهندسة على أنها: « عملية خلق أدوات وخدمات جديدة من قبل مؤسسات الصناعة المالية، وذلك من أجل تلبية الاحتياجات المختلفة للعملاء من مستثمرين خواص ومؤسسات تحتاج للتمويل للدخول في عمليات الاندماج أو تملك مؤسسات أخرى». كما عرفت الهندسة المالية على أنها: « التصميم والتصوير والتنفيذ لأدوات وآليات مبتكرة، وصياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل»².

من التعريفين السابقين يتبين أن الهندسة المالية تشمل كل جديد منتجات (كالرهن العقاري) وخدمات (كالصرفة الالكترونية) وآليات إنتاجية جديدة (كتنقيط الديون) وحتى أشكال تنظيمية، من شأنها تخفيض التكاليف والمخاطر، وكذا توفير وتحسين مختلف المنتجات التي تلبى احتياجات مختلف المتعاملين.

-ابتكار منتجات جديدة لتخفيض التكاليف كالصرفية الالكترونية.

-ابتكار خدمات مالية جديدة من شأنها تخفيض المخاطر.

-ابتكار هياكل تنظيمية جديدة.

ثانيا: نشأة الهندسة المالية

ظهرت الهندسة المالية للوجود في منتصف الثمانينات بهدف اعانة وخدمة شركات الأعمال في مواجهة المخاطر و التخلص من القيود التشريعية والضغوط التي يفر منها السوق وبيئة المشاريع، ففي لندن فتحت

¹- عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مؤسسة الرسالة ناشرون، لبنان، 2008، ص 27، 28.

²- سامي بن ابراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، العهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، ط1، 2007م، ص

البنوك إدارات لمساعدة شركات الأعمال في مواجهة المخاطر التي يسببها لها عملاتها وإيجاد حلول لتلك المشكلات وعدد من المحاولات لتطوير منتجات أسواق المال وكانت تلك بداية ظهور الهندسة المالية ، وفي عام 1992م، أنشئ الاتحاد الدولي للمهندسين الماليين لرعايتهم والارتقاء بصناعة الهندسة المالية، وأصبح هذا الاتحاد يضم نحو 200 عضوا من شتى أنحاء العالم.

وعموما يمكن تلخيص تطور مفهوم الهندسة المالية فيما شهد الأسواق المال العالمية من تطورات في مجالات الابتكارات المالية، والتي توجزها في الحالات الأربعة الثانية:

- 1- اتساع وتعدد أدوات الاستثمار المتاحة في أسواق المال، وقد أدى ذلك إلى زيادة سيولة السوق، واطاحة مزيد من التمويل عن طريق جذب مستثمرين جدد وتقديم فرص جديدة للباحثين عن التمويل.
- 2- إيجاد أدوات إدارة المخاطر، والتي مكنت من إعادة توزيع المخاطر المالية لتفصيلات المستثمرين للمخاطر.
- 3- تعدد وتنوع استراتيجيات الاستثمار نتيجة لتعدد وتنوع وتجدد أدوات الاستثمار، خاصة المشتقات المالية.
- 4- تطوير أدوات الراجحة بين الأسواق، مما مكن من تحسين التكاليف وزيادة العائد والانفتاح على الأسواق العالمية¹.

ثانيا: أسباب ظهور الهندسة المالية

لقد ظهر مفهوم الهندسة المالية مع بداية الثمانينات رغم ان منتجاتها كانت تمتد إلى سنوات قبل، وقد كانت وراء ظهور مختلف هذه المنتجات مجموعة من العوامل التي نذكر منها²:

¹ -خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار الميسرة، عمان ، ط1، 1999، ص 10.

² -سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجماعات ، مصر، ط1، 2005، 77، 78.

-انهيار اتفاقية بريتون وودز brrtton woods ، وهو الأمر الذي ترتب عليه حدوث تقلبات عنيفة في أسعار الصرف، فكانت مدعاة لتصوير الصرف الأجل والبحث عن آلية للنحوظ ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف.

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

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

-حدة المنافسة بين مختلف المؤسسات المالية دفعها إلى تحفيز البحث والابتكار لخلق أدوات مالية جديدة لإدارة المخاطر، وتقديم حلول لمشاكل التمويل، وتجاوز القيود التي تفرضها السياسات النقدية.

المطلب الثاني: أهداف الهندسة المالية وأهميتها

للهندسة المالية أهداف وأهمية كبيرة في السوق المالي الإسلامي نذكر منها:

أولاً: أهداف الهندسة المالية

تسعى الهندسة المالية إلى تحقيق ثلاثة أهداف أساسية تتمثل في:

1-التحوط hedging:

إن المقصود من التحوط هو التقليل من المخاطر التي يمكن أن تحدث، أو هو « الاحتماء من خطر تقلبات الأسعار، سواء كانت أسعار المواد الأولية والبضائع، أم أسعار صرف العملات، أم أسعار الأوراق المالية» وذلك من خلال مجموعة من المنتجات المالية التي جاءت بها الهندسة المالية.

إن الهدف الأساسي من عملية التحوط هو إدارة المخاطر والتحكم فيها، ويكون ذلك من خلال استخدام مجموعة من الأساليب التي تتركز في مجملها على التنوع في الأصول المالية، أو نقل المخاطر إلى أطراف

أخرى من خلال الاستثمار في منتجات مبتكرة لهذا الغرض، أو عن طريق اجتناب هذه المخاطر كلية كما هو معمول به في التأمين، وللتحوط من مختلف المخاطر التي قد تواجه المستثمرين، هناك استراتيجيتين لذلك¹:

أ- استراتيجية التحوط باستخدام مركز قصير **shorthedge** : حيث تسمح هذه الاستراتيجية للمستثمر بأن يبيع أصلا ماليا أو سلعة وفق عقد ينفذ مستقبلا، فيتجنب مخاطر انخفاض الأسعار من خلال الاحتفاظ بمركز أو سلعة وفق عقد ينفذ مستقبلا، فيتجنب مخاطر انخفاض الأسعار من خلال الاحتفاظ بمركز قصير في السوق المستقبلي، ويحقق بذلك الربح المتمثل في الفرق بين السعر السوقي للأصل أثناء التنفيذ (السعر المنخفض) وسعر البيع المتفق عليه في العقد (السعر المرتفع) .

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

ب- استراتيجية التحوط باستخدام مركز طويل **long hedge** : حيث تسمح هذه الاستراتيجية للمستثمر بأن يشتري أصلا ماليا أو سلعة وفق عقد ينفذ مستقبلا، فيتجنب مخاطر ارتفاع الأسعار من خلال الاحتفاظ بمركز طويل في السوق المستقبلي ويحقق بذلك الربح المتمثل في الفرق بين السعر للأصل أثناء التنفيذ (السعر المرتفع) وسعر البيع المتفق عليه في العقد (السعر المنخفض)².

¹-سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، ط1، 2005م، ص 321، 233.

²-سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، ص 321، 233.

2- المضاربة: spéculation:

تعتبر المضاربة عملية تداول الأوراق المالية بهدف تحقيق الربح من توقع الأسعار في المستقبل، اعتماداً على المعلومات التي يجمعها المضارب ويحللها، أو في بعض الأحيان التي يضعها¹.

أو هي: « بيع أو شراء صوريين لا بغرض الاستثمار، ولكن للاستفادة من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية في الأجل القصير جداً، إذ ينخفض بشدة معدل الارتباط بين القيمة السوقية للأوراق المالية من ناحية وبين القيمة الحقيقية من الناحية الأخرى».

ويختلف المضاربون باختلاف توقعاتهم بشأن أسعار الأصول المالية المتداولة، فنجد المضارب على الصعود bullish، وهو المضارب الذي يعتقد أن الأسعار تأخذ اتجاهها تصاعدياً، فيقوم بشراء أوراق مالية في الوقت الحاضر على أن يبيعها بسعر مرتفع مستقبلاً محققاً ربحاً من الفرق بين السعرين، أما المضارب على الهبوط bearish، فهو الذي يعتقد أن الأسعار تتجه نحو الانخفاض، فيقوم ببيع الأوراق المالية في الحاضر على أقل شرائها بسعر أقل في المستقبل.

3- المراجعة: arbitrage:

تعتبر المراجعة من بين العمليات التي تمكن بعض المستثمرين من الحصول على أرباح لا يمكن لأي كان أن يحصل عليها، وذلك بسبب عدم توازن في السوق، حيث يقوم المستثمر بشراء السلعة ذات السعر المنخفض في سوق، ثم يبيعها في سوق آخر تكون فيه هذه السلعة مرتفعة الثمن، وهو بذلك يستفيد من الفرق بين السعرين، وهذه العملية كفيلة بإرجاع السوق إلى حالة التوازن بسبب حدوث ارتفاع في الأسعار المنخفضة، وانخفاض الأسعار المرتفعة.

¹ - السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، ط1، 2010، ص 112.

وتهدف الهندسة المالية من خلال استراتيجية المراجعة إلى ابتكار فرص مراجعة خالية من المخاطر في ظل سوق تتميز بعدم الكفاءة، بمعنى وجود تباين في الأسعار بين مختلف الأسواق، وبرغم ما يكتنف هذه العملية من مخاطر إلا أنها تعتبر فرصة لزيادة معدلات العائد المتوقعة وتخفيض تكلفة التمويل إلى مستوى معين من المخاطرة¹.

ثانياً: أهمية الهندسة المالية

تكمن أهمية الهندسة المالية فيما يلي

1- إدارة المخاطر:

ويندرج تحت إدارة المخاطر الآتي:

أ- تعريف المخاطر وأنواعها: تعرف المخاطر في الاصطلاح الاقتصادي على أنها: « احتمال الفشل في تحقيق العائد المتوقع أو هي درجة التغير في العائد مقارنة بالمرود المتوقع الحصول عليه نتيجة لتأثير عناصر متعددة تساهم في تحقيق قيمة التدفقات»².

كما تعرف على أنها: « احتمالية أن تكون نتائج التنبؤات خاطئة، فغذا كانت هناك احتمالية عالية في أن تكون التنبؤات خاطئة فعند ذلك ستكون درجة المخاطرة عالية أيضاً، أما إذا كانت الاحتمالية منخفضة، فإن درجة المخاطرة ستكون منخفضة أيضاً»³.

¹ -سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، ص ص 95-96.

² -دريد كامل الشيبب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، عمان، ط2، 2009، ص 160.

³ -فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك مدخل كمي واستراتيجية معاصر، دار وائل للنشر، ط1، 2000م، 166.

تتعرض المؤسسات المالية بمختلف أنواعها لمجموعة من المخاطر المالية الناتجة عن أدائها لمختلف العمليات التجارية والاستثمارية، حيث تعمل على مواجهتها والحد منها من خلال إدارتها بمختلف الطرق، ويمكن إدراج بعض هذه الأنواع فيما يلي:

-**المخاطر الائتمانية:** وهي مخاطر عدم القدرة على وفاء أحد الأطراف (المدين) بالتزاماته في الوقت المحدد اتجاه الطرف الآخر (الدائن).

-**مخاطر السيولة:** وهي مخاطر عدم القدرة على مواجهة الالتزامات قصير الأجل بسبب عدم توفر السيولة الكافية لذلك.

-**مخاطر أسعار الفائدة:** وهي المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات بمختلف أنواعها كنتيجة للتغير في أسعار الفائدة سواء بالانخفاض أو بالارتفاع، وتؤدي بذلك إلى حدوث خسائر.

-**مخاطر الصرف الأجنبي:** وهي المخاطر الناتجة عن حدوث تقلبات في اسعار صرف العملات.

-**مخاطر التضخم:** وهي المخاطر الناتجة عن انخفاض القدرة الشرائية لعملة ما، وذلك بسبب ارتفاع المستوى العام للأسعار.

ب-**أهمية إدارة المخاطر:** إن المقصود من إدارة المخاطر هو تلك العملية التي يتم من خلالها تعريف المخاطر وتحديدها وقياسها ومراقبتها والرقابة عليها، وذلك بهدف ضمان ما يلي:

-أن المخاطر ضمن الإطار الموافق عليه من قبل مجلس الإدارة.

-أن عملية اتخاذ القرارات المتعلقة بتحمل المخاطر تدفق مع الأهداف الاستراتيجية للمؤسسة المالية.

-أن العائد المتوقع يتناسب مع درجة الخصر.

- أن تخصيص رأس المال والموارد يتناسب مع مستوى المخاطر¹.

- أن القرارات المتعلقة يتحمل المخاطر واضحة وسهلة الفهم.

- أن حوافز الأداء المطبقة في المؤسسة المالية منسجمة مع مستوى المخاطر.

تتضح من التعريف السابق أن إدارة المخاطر تكتسي أهمية كبيرة في المؤسسات المالية، حيث تمكنها مسبقا من تجنب الآثار السلبية التي يمكن أن تخلفها مختلف أنواع المخاطر المالية، وذلك من خلال مجموعة من العمليات التي من شأنها تحديد هذه المخاطر وقياسها والرقابة عليها، وبالتالي تمكينها من أداء نشاطاتها.

2- إدارة السيولة:

ويندرج تحت إدارة السيولة ما يلي:

أ- **تعريف إدارة السيولة:** السيول هي: « ما تحفظ به المؤسسات المالية من الأموال النقدية أو ما يتوفر لها من موجودات سريعة التحول إلى نقدية وبدون خسائر في قيمتها»².

ترتكز السيولة بصورة أساسية على قاعدة التوافق فيما بين أجل استحقاق الخصوم وأجال استحقاق الأصول بما يكفل عدم حدوث ضغوط تمويلية أنية أو مستقبلية، حيث أن فقدان هذا التوافق كليا أو توفره بنسبة ضئيلة من شأنه أن يهدد ويمنع السيولة³.

يعتبر تحقيق التوافق الأمثل بين استحقاقات الأصول و الخصوم أمرا صعبا بالنسبة للمؤسسات المالية، وهذا بسبب الطبيعة المميزة لهيكل الخصوم في المؤسسات المالية التي يتميز بالتقلب المستمر، وكذا تأثير

¹-فلاح حسن الحسيني ، مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك مدخل كمي واستراتيجية معاصر، ص 166.

²-صادق راشد الشمري، إدارة المصارف الواقع والتطبيقات العملية، دار صفاء، عمان، ط1، 2009، ص 376.

³-سمير الخطيب، قياس وإدارة المخاطر بالبنوك منشأة المعارف، الإسكندرية، ط2، 2008، ص 234.

التطورات و التقلبات النقدية واقتصادية ، وهو الأمر الذي يحتم عليها أن تعرف باستمرارية حجم التدفقات النقدية والأموال المتاحة لها من المصادر الداخلية والخارجية ، والالتزامات الحالية والمستقبلية الواجب مقابلتها¹ ، لنضمن بذلك عدم الوقوع في مشكلات السيولة.

ب-أهمية إدارة السيولة: نظرا لأهمية السيولة في أداء مختلف العمليات والأنشطة والوفاء بمختلف الالتزامات، وجب على المؤسسات المالية أن توليها أهمية خاصة لأن نقص السيولة أو وجود فائض فيها لا يخدم المؤسسة:

-في حالة ارتفاع نسبة السيولة عن النسبة المطلوبة فإن هذا يؤدي إلى²:

*ضياع فرص الربحية، وبالتالي ضياع عوائد كان من الممكن الحصول عليها لو أن هذه الأموال كانت قد استثمرت.

*التأثر بالتضخم النقدي بسبب انخفاض القوة الشرائية للنقد.

*يشير فائض السيولة إلى عدم كفاءة إدارة النقدية في المؤسسة المالية، مما يسيء إلى سمعتها.

-في حالة العجز في السيولة: فيؤدي إلى:

*ضياع فرص استثمار كان من الممكن اغتنامها لو كان لديها الأموال السائلة خاصة بالنسبة لتلك التي لا يمكن تعويضها.

*الإساءة إلى سمعة المؤسسة المالية.

¹-سمير الخطيب ، مرجع سابق، ص235.

²-حسين حسين شحاتة، إدارة السيولة في المصارف الإسلامية المعايير والأدوات، بحث مقدم خلال الدورة العشرون للمجمع الفقهي ، رابطة العالم الإسلامي، مكة المكرمة، 29/25 ديسمبر، 2010، ص 16-17.

المطلب الثالث: منتجات الهندسة المالية

لقد تبين من خلال المطلب السابق أهمية الهندسة المالية في المؤسسات المالية نظرا للدور الهام الذي تلعبه في إدارة المخاطر والسيولة التي تشكل عاملا أساسيا في استمرارها وضمن حصتها السوقية على الساحة المالية، هذا وتسعى المؤسسات المالية إلى توفير تشكيلة متنوعة من المنتجات المالية التي تخدك مختلف أهدافها، وتعطي الجانب التمويلي والاستثماري في الاقتصاد، وبما يحقق أهداف التنمية. ويتم من خلال هذا المطلب التطرق لمختلف منتجات الهندسة المالية، وذلك من خلال النقاط التالية:

أولا: تعريف المشتقات المالية

تعرف المشتقات المالية على أنها: «عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار الأصل المال في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس أو العوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري»¹. كما عرفت المشتقات أيضا بأنها: «أدوات عالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر أو سلعة، والتي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في الأسواق المالية، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات التعاقد، وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدما ليتم استرداده، وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار، وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأعراض وتشمل إدارة المخاطر، والتحوط ضد المخاطر، والمراجعة بين الأسواق، وأخيرا المضاربة».

¹-أمال لعمش، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، جامعة سطيف، 2012/2011، ص 73.

فالمشتقات المالية عبارة عن منتجات مالية تحدد قيمتها بناء على قيمة الأصل المالي محل التعاقد، لها تاريخ استحقاق معين يقوم فيه الطرفان بتسوية العملية من خلال الحصول على فروق الأسعار، وهو ما يجعل منها عقود بصورية لا يترتب عنها تملك الأصل محل التعاقد من قبل المشتري ولا تسلم الثمن من قبل البائع، ويتم استخدامها من قبل المشتري ولا تسلم الثمن من قبل البائع، ويتم استخدامها في إدارة مختلف الأنواع من المخاطر، والمضاربة على الأسعار.

لقد تزايد التعامل بمثل هذا النوع من المنتجات المالية نظرا لمرونتها وسهولة بيعها وشرائها بالمقارنة بالأصول المالية والسلعية التي قامت بها ولا تقتضي دفع كامل قيمة الأصل محل التعاقد، إضافة إلى إمكانية استخدامها للتحوط من مختلف المخاطر، وتجدر الإشارة إلى أن حجم المشتقات المالية المتعامل بها حتى نهاية جوان 2011 قد بلغ 19.518 بليون دولار.

ثانيا: مفهوم التوريق

يعرف التوريق على أنه: «تحويل الديون من المفروض الأساسي (البنك وغيره من المؤسسات المالية المانحة لهذا النوع من القروض) إلى مقترضين آخرين، وذلك في شكل أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق المال، وعادة ما سنستحدث مؤسسة خاصة ذات غرض محدد spv تتولى عملية الاكتساب في هذه الأوراق، فيهدف من ورائها إلى التقليل من مخاطر الائتمان والسيولة والسوق بالنسبة للمؤسسات التي قدمت القروض بتداولها في السوق الثانوية».

والتوريق هو: « الحصول على الأموال بالاستناد إلى الديون المصرفية القائمة وذلك عن طريق أصول مالية جديدة، وبعبارة أخرى فإن مصطلح التوريق يعني تحويل الموجودات المالية من المقترض الأصلي إلى الآخرين، والذي يتم غالبا من خلال الشركات المالية أو الشركات ذات القرض الخاص»¹.

¹ - أمال لعش، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية، ص 78.

فالتوريق في أبسط صورة يتم من خلال إصدار أوراق مالية بهدف تحويل الديون من المقرض إلى طرف آخر يقوم بشراء هذه الأوراق المالية التي تمثل قيمة الدين، وذلك عن طريق شركات ذات غرض خاص تتولى عملية الاكتتاب في ذلك.

لقد ظهرت آلية التوريق لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية 1970 من خلال وكالتي إعادة تمويل الرهن العقاري fanny mar و ferddie mac ، واللذان تضمنان السيولة في سوق الرهن العقاري عن طريق شراء القروض من البنوك.

وخلال الثمانينات من القرن العشرين، تم تحويل ديون دول أمريكا اللاتينية إلى سندات قابلة للتداول، ونجحت نجاحا كبيرا وتمكنت دول أمريكا اللاتينية من سداد الديون التي كانت مستحقة عليها، وتحس النمو الاقتصادي فيها، وشجع المستثمرين على تحمل المخاطر والضمان غير المباشر الذي تحمله حكومات هذه الدول¹.

ثالثا: المنتجات المالية التقليدية

نذكر فيما يلي أهم المنتجات المالية التقليدية:

1/شهادات الإيداع القابلة للتداول:

تعتبر شهادات الإيداع القابلة للتداول منتجا ماليا يضاف إلى قائمة المنتجات المالية التي اعتمد عليه لحل كثير من المشاكل التمويلية التي تواجه المؤسسات المالية بمختلف أنواعها، حيث أنها تمثل أوراقا مالية ذات أجال مختلفة تعطي لحاملها مقابل إيداع مبلغ معين، ويتقاضى في مقابل ذلك فائدة محددة، ما يميز هذا النوع من الشهادات أنها تمكن حاملها من تداولها في حال احتياجه إلى السيولة قبل تاريخ الاستحقاق.

وقد ظهرت هذه الشهادات في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1961 م واعتبرت مصدرا رئيسا للأرصدة الإضافية في مصارفها ولاقت نجاحا كبيرا وانتشارا واسعا في أوروبا ، وهو الأمر الذي ساعد على إصدارها في لندن سنة 1966م، لتكون بذلك أوعية مالية لمواجهة متطلبات الائتمان متوسط الأجل وتتميز شهادات الإيداع القابلة للتداول بما يلي:

¹- أمال لعش، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية، ص 78.

- إمكانية بيعها في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق، وبالتالي تميزها في السيولة.
- يكون إصدارها من قبل بنوك مقبولة عالمياً، وهو ما يجعلها مضمونة.
- إمكانية إصدارها وفق تاريخ استحقاق يناسب مصدرها، و حاملها، وهو ما يجعلها ذات مرونة¹.
- تعدد أجال استحقاقها، فنجد قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل الأقل من خمس سنوات.
- تنوع إصدارتها، فيمكن أن تصدر بطريقة معلقة على شكل إصدارات دورية، أو وفق طلب العميل.
- بمجرد دفع قيمة الشهادة من قبل العميل في التاريخ المتفق عليه (في بداية مدة الوديعة) ، يقوم المصدر بتسليم الشهادة للعميل أو يحتفظ بها لديه حتى يطلبها، أو حتى تاريخ الاستحقاق.

2/ اتفاقية إعادة الشراء:

تعتبر اتفاقية إعادة الشراء أحد عقود المشتقات المالية في سوق النقد، تعتمد على وساطة بيوت السمسرة المتخصصة في مثل هذه الاتفاقيات وتكون بين التاجر والمستثمر، حيث يقوم الأول ببيع أوراق مالية تعادل قيمة المبلغ المحتاج إليه إلى الطرف الثاني، على أن تقوم بإبرام صفقة أخرى لشراء هذه الأوراق من المستثمر بالسعر نفسه إضافة إلى فائدة يتفق عليها الطرفان مسبقاً، أو مقابل سعر أعلى من سعر البيع على أن يكون الفرق ربحاً للمستثمر.

ويتضح مما سبق أنه يتم اللجوء إلى هذا النوع من العقود لتمويل العجز المؤقت الذي يمكن أن يتعرض له مختلف التجار، وبالتالي يكون هذا المنتج المبتكر وسيلة لتسهيل الحصول على التمويل في وقت من الأوقات .

3/ اليورو دولار:

يعتبر اليورو دولار مبالغ بالدولار الأمريكي، يتم ايداعها في بنوك أوروبية لفترة زمنية محددة عادة ما تكون سنة أشهر فما أقل، وتدفع عليها فائدة محددة، و تستخدم البنوك هذه الودائع بالعملية الأمريكية في منح فروض لمختلف المؤسسات.

¹ - أمال لعش، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية، ص 81-83

تعتبر هذه الودائع ذات أهمية باعتبارها خالية من مخاطر عدم السداد، وكذا سهولة بيعها وشرائها إضافة إلى عدم خضوعها للإجراءات والقوانين التي تفرضها الولايات المتحدة الأمريكية على الودائع لدى بنوكها المحلية¹.

4/ بطاقة الائتمان:

لقد ظهرت بطاقة الائتمان لتكون ابتكارا يضاف إلى قائمة الابتكارات في المجال المالي، حيث تعد بديلا عن النقود، تحمل قيمة مالية محددة، وتستخدم وسيلة لتسهيل التعامل في أي مكان وفي أي وقت.

وبطاقة الائتمان عبارة عن بطاقة تمنح من قبل البنوك والمؤسسات المالية للمتعاملين معها، حيث تحمل كافة المعلومات الخاصة بحاملها، وتمكنه من استعمالها في السحب من رصيده أو في تسديد أثمان السلع والخدمات التي يتلقاها، وحتى في بعض الأحيان في الحصول على قرض.

إن أول ظهور لبطاقة الائتمان كان سنة 1947 من قبل the flatbush national bank لتكون الانطلاقة من قبل العديد من المصارف والمؤسسات المالية في تقديم هذه الخدمة لعملائها، خاصة بعد القبول الذي عرفه هذا الابتكار المالي من قبل مختلف التجار ، ويعتبر شركة cheb dinners أول شركة متخصصة في إصدار البطاقات حيث تأسست سنة 1951 ، وأنشأت أول بطاقة تحت اسم travel and entertainment تبعتها بطاقة american express bank ثم بطاقة blanche cart سنة 1959.

وقد انتشرت بطاقة الائتمان عبر أنحاء العالم بعد أن رخص مصرف amerucon bank للمصارف الأخرى بإصدار بطاقته الائتمانية ليكون لحاملها الفرصة في استعمالها في أي نقطة يتم قبولها، وفي سنة 1970 ظهرت فكرة بطاقة الائتمان بمفهومها الربوي ، أي أن هذه البطاقة تؤدي فكرة القرض بفائدة ثابتة على رصيد البطاقة. ونجد نوعين من بطاقات الائتمان:

-بطاقة الحسم الشهري: وهي البطاقة التي تمكن حاملها من الحصول على قرض لتسديد قيمة مشترياته ضمن حدود مبلغ معين، وبغض النظر عن رصيد حسابه، على أنه يتم تسديد كامل المبلغ دفعة واحدة بعد المدة المتفق عليها مع المصرف، وفي حالة التأخر تقرض غرامات على صاحب البطاقة².

¹ - أمال لعش، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية، ص 85.

² - أمال لعش، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية، ص 90.

-بطاقة الدين المتجدد: تعتبر هذه البطاقة أداة وفاء وائتمان، حيث تمنح لحاملها الحق في الحصول على السلع والخدمات فور إظهارها، كما تسمح له بالحصول على النقد، ويتم في هذه البطاقة تقسيط الدين المستحق على العميل على فترات، وتزداد قيمة الدين بزيادة فترة التسديد، ويترتب عليه فوائد ربوية في حالة تأخره عن التسديد خلال الفترة المسموح بها.

رابعاً: المنتجات المالية الحديثة والمركبة

سنعرض فيما يلي عدداً من المنتجات المالية الحديثة، ثم نتحدث عن المنتجات المركبة بالتركيز على أهم خصائصها وبعض أنواعها:

1-المنتجات المالية الحديثة:

نذكر فيما يلي أهم منتجات الهندسة المالية الحديثة

أ/السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: وهي السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية أو ممتازة بعد مضي مدة محددة، إذا رغب حاملها في ذلك، حيث ينتقل من وضع دائن للشركة إلى شريك مساهم، وذلك وفقاً لشروط وقواعد محددة في العقد¹.

وما يميز هذه الأوراق المالية أنها تقع بين أوراق الملكية وأوراق الدين حيث تعرف بالأوراق الهجينة ويسمح هذا النوع من الأوراق يتحول القيم من وضعية الدين إلى وضعية الملكية².

ب/السندات ذات الكربون الصفري: تعتبر السندات ذات الكربون الصفري من الأوراق المالية التي يمكن للمستثمرين فيها تداولها، حيث تباع هذه السندات بأقل من القيمة الإسمية على أن يسترجع المستثمر القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد إذا رغب في التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق، أو عند البيع مما يعني أن هذا النوع من السندات لا يمنح فوائد دورية³.

¹-مبارك بن سليمان آل فوزان، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، جدة، ط1، 2010م، ص 22.

²-سامي مباركي، فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات، دراسة مقارنة الجزائر، المغرب، تونس، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2004/2003، ص 52.

³-سامي مباركي، مرجع نفسه، ص 52.

ج/ رأس المال المخاطر: يعتبر رأس المال المخاطر من بين أحداث منتجات الهندسة المالية، حيث يمثل أداة لتحقيق التنمية الاقتصادية والتكنولوجية، ويعتبر التجربة الأمريكية نموذجاً ناجحاً يحتذى به في هذا النوع من الاستثمارات.

ويعتبر رأس المال المخاطر من أهم الأدوات التمويلية والاستثمارية التي اهتم بها الغربيون في منتصف القرن العشرين، وذلك بسبب احجام البنوك التقليدية عن تقديم التمويل للمشروعات الصغيرة ذات المخاطر العالمية، وبالتالي التمويل بتكاليف مرتفعة دون توفر الضمانات الكافية وهو ما في طبيعة عمل البنوك التقليدية في مراحلها المستقرة.

وتجدر الإشارة إلى أنه وفي دراسة أجريت عن شركات رأس مال المخاطر في أوروبا، نبين أن 95% من هذه الشركات لم تكن لتحقق النمو ولا لتضمن بقاءها دون الاستثمار في رأس المال المخاطر.

أن من بين ما يميز هذا النوع من الاستثمارات أن صاحب رأس المال المخاطر يعتبر مشاركاً في المشروع الاستثماري وليس مجرد ممول له، حيث أنه ويعد تحديد الفرص الاستثمارية، وإبرام الصفقة مع المقاولين يساهم في إدارته من أجل تحقيق الأهداف المسطرة، وكذا تحقيق قيمة سوقية للمشروع، وهو من شأنه تخفيض تكلفة الوكالة.

و يختلف التمويل عن طريق رأس المال المخاطر و التمويل البنكي في نقاط ندرجها في الجدول التالي:

الجدول رقم 01/ أوجه الاختلاف بين التمويل المصرفي والتمويل عن طريق رأس المال المخاطر

التمويل عن طريق رأس المال المخاطر	التمويل البنكي	
المشاريع المجددة وخاصة في انقطاع الذي يتميز بكثافة كبيرة في التكنولوجيا ، وتتميز بإمكانية كبير للنمو وبدرجة كبيرة من المخاطر	المشاريع القائمة ذات المخاطر الضعيفة، أي في نشاطات تقليدية أو ذات تكنولوجيا ناضجة	وجهة التمويل
يدرس جدوى المشروع دون ضمانات	وجود ضمانات مادية	شروط التمويل
تدخل نشيط في الإدارة من المراقبة ومتابعة ونصائح.	لا يوجد تدخل	التدخل في المؤسسة
تمول شركات رأس المال المخاطر المؤسسات من أموالها الخاصة	يقرض المصرف المؤسسات أساساً من الودائع	مصدر التمويل

عائد محصل عليه من خلال فائض القيمة المحقق من عملية التنازل عن حصة المساهمة عند خروج صاحب رأس المال المخاطر.	عائد ثابت يتمثل في سعر الفائدة	طبيعة العائد
---	--------------------------------	--------------

المصدر: أمال لعمش، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية، ص 84.

2/المنتجات المركبة :

وتتمثل أهم منتجات الهندسة المالية المركبة في الآتي:

أ/خصائص المنتجات المركبة: تعتبر المنتجات المالية المركبة نتاجا لاتحاد منتجين مالية أو أكثر، يكون الهدف من أحدهما المحافظة على رأس المال المستثمر، في حين يهدف المنتج الآخر لتنمية رأس المال، وتتحدد قيمة المنتج المركب بناء على العائد المرتبط بأحد المنتجين أو كليهما.

تجدر الإشارة إلى أن هذا النوع من منتجات الهندسة المالية يتميز بمجموعة من الخصائص التي يمكن إدراجها في النقاط التالية:

-**التوفيق بين العائد والمخاطرة:** بما أن المنتج المركب مزيج بين منتجين أو أكثر فإنه يتميز بخليط بين العائد والمخاطرة ، وبالتالي يؤدي إلى تحميل جزء قليل من الخسارة إذا وقعت ، والحصول على الجزء الأكبر من الأرباح إذا تحققت، وهذا إذا توافقت توقعات المستثمر مع الرفع.

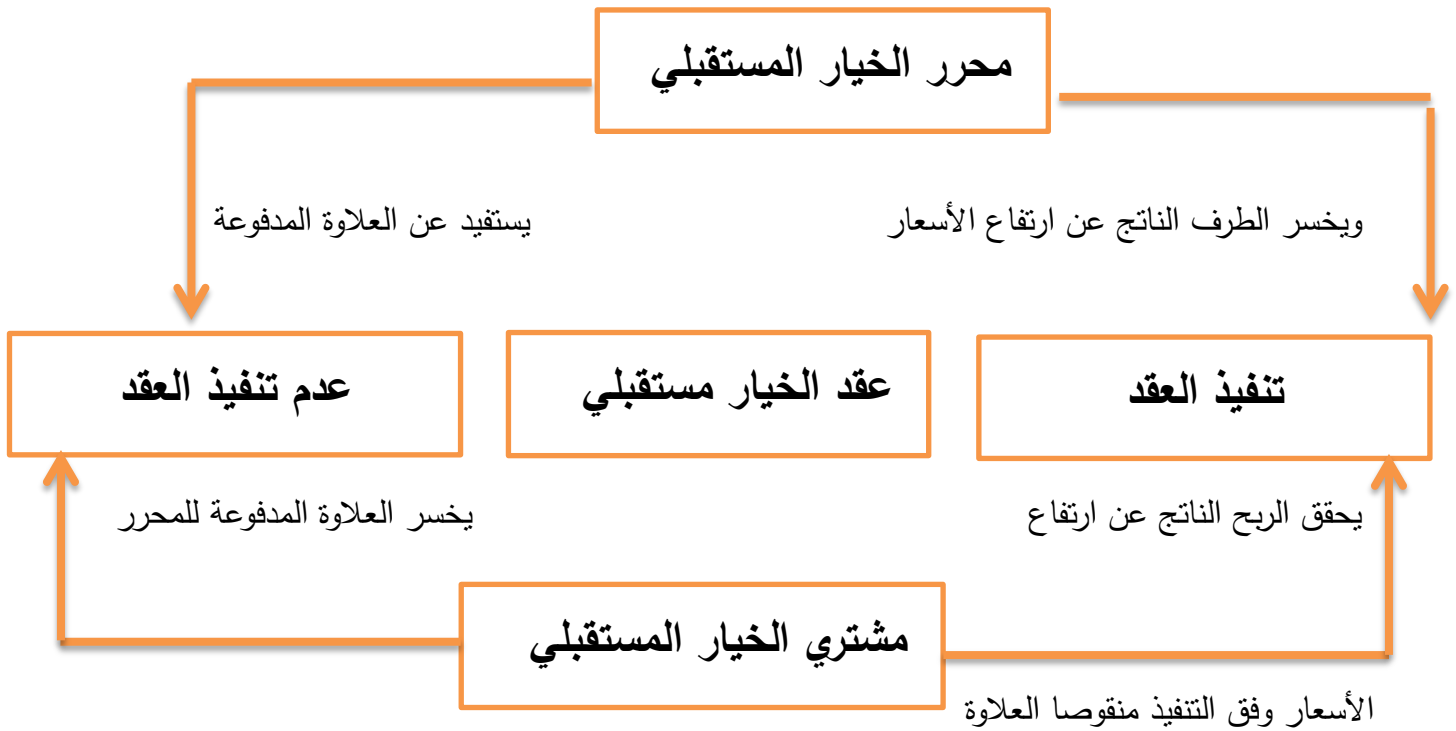
-**قابلية التسييل:** حيث تتيح بعض المنتجات المركبة امكانية تسييلها خاصة التي تقوم على أسعار الأسهم أو العملات، وهذا باعتبار أن لها أسعار نوعية وحتى أنيا.

-**الحاجة إلى الوساطة:** يتم بيع هذه المنتجات للمؤسسات الاستثمارية ولمدراء ووسطاء الأصول والشركات الراغبة بالاستثمار ، ونادر ما يتعامل بها المستثمرون الأفراد.

ب/أمثلة عن المنتجات المركبة: إن من الأمثلة التي يمكن إدراجها ضمن المنتجات المركبة هو ما يعرف بمشتقات المشتقات، ومن بينها نجد الخيار المستقبلي الذي هو عقد يتضمن الحق في شراء عقد مستقبلي معين بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد مقابل دفع علاوة لمحرة، ويكون لمشتري العقد الحق في تنفيذه من عدمه،

وبالتالي يمكن تجنب الخسارة التي تقع لو تم الاستثمار في عقد مستقبلي مباشرة وكان هناك انخفاض في سعر السوق عن سعر السوق عن سعر التنفيذ.¹

الشكل رقم 04 : طريقة عمل الخيار المستقبلي



المصدر: هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق ، عمان، ط1، 2008، ص 101.

-**خيار العقد الأجل :** وهو الحق في شراء أو بيع عقد أجل بسعر معين في تاريخ مستقبلي محدد، حيث يمكن شراء الخيار شراء عقد أجل، أو شراء خيار بيع عقد الأجل، أو بيع خيار شراء عقد أجل، أو بيع خيار أجل، ويختلف عن الخيار المستقبلي فقط في أنه لا يتداول في الأسواق المنتظمة.

¹ - آمال لعش، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية، ص 90.

نوع العقد	تنفيذ العقد	عدم تنفيذ العقد
	خيار مريح	خيار غير مريح
خيار شراء عقد أجل	سعر السوق < سعر تنفيذ	سعر السوق > سعر التنفيذ
خيار عقد أجل	سعر السوق > سعر التنفيذ	سعر السوق < سعر تنفيذ

المصدر: هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق، عمان، 2008، ط1، ص 101.

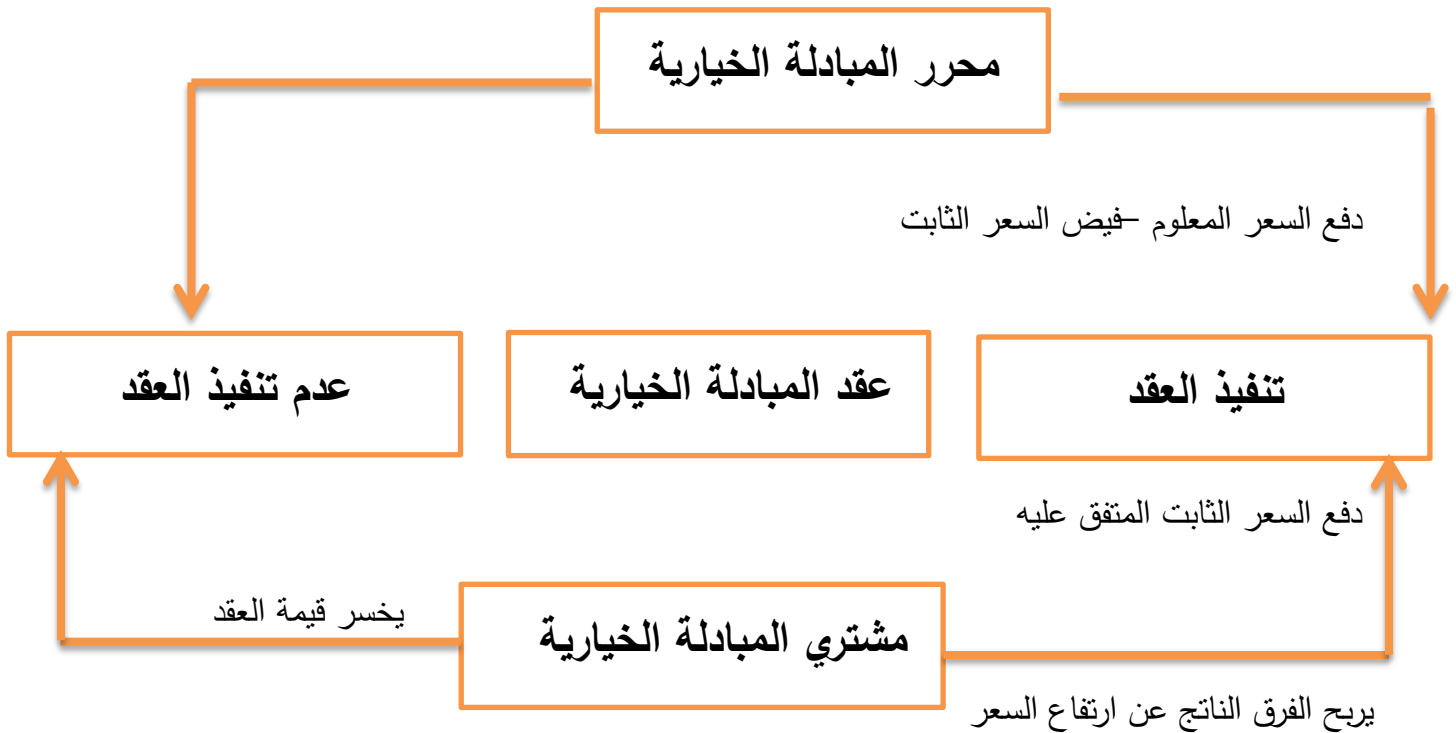
من الجدول السابق، يمكن القول أن:

-يمارس المستثمر الحق في تنفيذ شراء العقد الأجل فقط إذا كانت أسعار السوق تزيد عن السعر المنفق عليه عند إبرام عقد، حيث يستنفذ من الفرق بين السعرين إذا قام بالبيع حاليا بسعر السوق، وبهذا يكون الخيار مربحا.

-يمارس أسعار السوق أقل من السعر المنفق عليه في العقد، حيث يستفيد من الفرق بين السعرين، وبهذا يكون خيار البيع مربحا.

المبادلة الاختيارية: وهي خيار المشتري الدخول في مبادلة معينة في تاريخ محدد مستقبلا، كأن يعقد خيار مبادلة سند بفائدة بسيطة بسند آخر بفائدة متغيرة، حيث يستفيد من تحقق الأرباح أو انخفاض التكاليف الناتجة عن التغير في أسعار الفائدة السائدة، ويخسر العلاوة المحددة بالعقد في حال عدم تنفيذ العقد.

الشكل رقم 05 : طريقة عمل المبادلة الاختيارية



المصدر: هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق، عمان، 2008، ط1، ص 101.

المبحث الثاني: البديل الإسلامي للهندسة المالية التقليدية

تشمل الهندسة المالية مصدر من مصادر الإبداع تحتاج إليها المؤسسات المالية الإسلامية على اختلافها و من أجل تلبية الاحتياجات التمويلية والاستثمارية للزبائن يتطلب إيجاد العديد من المنتجات المالية.

المطلب الأول: تعريف الهندسة المالية الإسلامية أهميتها

وفي هذا المطلب سنتناول بالدراسة والتحليل أهم تعريفات الهندسة المالية الإسلامية وأهميتها

أولاً: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية

لا يختلف تعريف الهندسة المالية الإسلامية عن تعريف الهندسة المالية التقليدية إلا بقيد يجعل هذه الهندسة المالية موافقه للشرع، وقد عرفت الهندسة المالية الإسلامية بأنها مجموعة من الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار مواجهات الشرع الحنيف¹.

ثانياً: أهمية الهندسة المالية الإسلامية

تتبين أهمية الهندسة المالية الإسلامية في الأمور التالية:

- أن معظم الأدوات التمويلية الموجودة هي تلك التي تم تطويرها منذ قرون وكانت بحاجة المجتمعات في ذلك الوقت وفي الوقت الحاضر تتزايد حاجات المجتمع بشكل مستمر ويتطلب ذلك إيجاد أدوات تمويلية منضبطة بالضوابط الشرعية كي تساهم في تحقيق مرضاة الله سبحانه

¹ - أحمد طرطار، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية، ملتقى العلمي الدولي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، 2009، ص 48.

وتعالى، وتعبيد العباد لخالقهم التزام أوامر، واجتناب نواهيه واقتفاء شرعه فيما يتعلق المعاملات المالية¹

-الاستفادة من التطورات التي تشهدها الاسواق العالمية بدلا من محاربتها واتخاذ موقف العداء منها وتصحيح ما يحتاج منها الى تصحيح لتتوافق مع ضوابط الشريعة الإسلامية .

-أن الهندسة المالية الإسلامية تساهم في كسر حلقة التبعية للعالم الغربي وذلك بابتكار الأنشطة الأكثر ملائمة للظروف التنموية الاجتماعية دون الوقوع في الديون الربوية واعبائها الثقيلة .

-أن الهندسة المالية الإسلامية هي البديل والفلاح للالزمات المالية التي يشهدها العالم الاسلامي بسبب المعاملات الغير منضبطة بضوابط الشرع الحنيف.

-أن الهندسة المالية الإسلامية يجمعها عنصري المصادقية الشرعية، الكفاءة الاقتصادية العلمية، تضمن استمرارية النظام الاسلامي، وحماية اقتصاده من التأثير بالأزمات الاقتصادية الخانقة المتتابة.

-أن جمهور المسلمين ممن يتعاملون بالعقود المالية يقعون في حرج ومشقه لوجود كثير من المعاملات المنافية للشرع وفي الهندسة المالية في رفع لذلك الحرج والمشقة حيث انها تبتكر لهم او تطور عقود ماليه متوافقة مع الشرع .

-أن من مقاصد المكلفين الاكتساب وطلب الرزق وتنمية المال والوسائل تتغير وتختلف باختلاف العصور والعادات والهندسة المالية الإسلامية تستخدم الوسائل التي تتواكب مع كل عصر ومجتمع مع المحافظة على الأصالة الإسلامية.

¹-أحمد طرطار، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية، ، ص 50.

- أن الهندسة المالية الإسلامية تحتاج الى اجتهاد سواء في تكييف العقود الموجودة او تطويرها او استحداث عقود جديدة مما يجعل الفقه الاسلامي حاضر على الساحة الاقتصادية ومما يعين على استمرار الاجتهاد الفقهي¹.

- أن في الهندسة المالية الإسلامية ابراز للنظام الاقتصادي الاسلامي وهذا يشكل دعوى عظيمه لهذا الدين سموه وشموله وعلاجه لمشاكل العالم الاقتصادية².

المطلب الثاني: خصائص الهندسة المالية الإسلامية

الهندسة المالية الإسلامية تهدف الى إيجاد منتجات وادوات مالية تجمع بين المصادقية والشرعية والكفاءة الاقتصادية، فالمصادقية الشرعية هي الاساس في كونها اسلامية والكفاءة الاقتصادية هي الاساس في قدراتها على تلبيه الاحتياجات الاقتصادية ومنافسه الادوات التقليدية .

اولا: المصادقية الشرعية

تعني المصادقية الشرعية أن تكون الادوات الإسلامية موافقه للشرع بأكبر قدر ممكن وهذا يتضمن الخروج من الخلاف الفقه قدر المستطاع، اذ ليس الهدف في الأساس من الهندسة المالية الإسلامية ترجيح رائف فقهي على اخر وانما التوصل الى حلول مبتكره تكون محل اتفاق قدر الامكان وعليه ينبغي ان نفرق ابتداء بين دائرة ما هو جائز شرعا وبينما تطمح اليه الهندسة الإسلامية، فالهندسة المالية الإسلامية تطمح لأدوات واليات نموذجيه بينما دائرة المشروع تشمل ما قد يكون نموذجيا بمقياس العصر الحاضر وما ليس كذلك السبب ان الشرع جاء في كل زمان وظروف الافراد والمجتمعات تتفاوت وتتباين فقد لا تكون الحلول النموذجي الان ملائمه لعصر

¹-أحمد طرطار، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية، ، ص 50.

²-أحمد طرطار، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية، ، ص 50.

آخر بينما الحلول التي تقدمها الهندسة الإسلامية ينبغي أن تكون نموذجاً للاقتصاد الإسلامي فينبغي اختيار أفضل تلك النماذج واحسانها تعبيراً عن الاسلام¹.

ثانياً: الكفاءة الاقتصادية

تتميز الهندسة المالية الإسلامية بالإضافة الى المصادقية الشرعية بخاصيه اخرى مناظره لتلك التي تتميز بها الهندسة المالية التقليدية وهي الكفاءة الاقتصادية ويمكن الانضباط في الهندسة المالية الإسلامية أكبر منه في الهندسة المالية التقليدية، وذلك ان حافز التدين لدى المسلمين عميق ومن شأنه أن يحد من محاولات الاتفاق على الأنظمة الإسلامية بعكس الهندسة المالية التقليدية التي لا تمتلك حوافز داخلية للالتزام والمحافظة على روح الاحكام واللوائح القانونية من الادوات الهندسة المالية زياده الكفاءة الاقتصادية عن طريق توسيع القرض الاستثمارية في مشاركته المخاطر وتخفيض التكاليف المعاملات وتخفيف تكاليف الحصول على معلومات وعمليات الوساطة والسمسة.

المطلب الثالث: الفرق بين الهندسة المالية الإسلامية والهندسة المالية التقليدية²

تتفق الهندسة المالية الإسلامية مع الهندسة المالية التقليدية بان كليهما تبتكر وتطور ادوات ماليه لكن الهندسة المالية الإسلامية ملتزمة بالأحكام الشرعية مما ادى الى وجود بعض الفروق بينهما وهي كالتالي :

1- الانضباط في الهندسة المالية الإسلامية أكبر منه في الهندسة المالية التقليدية وذلك ان حافز التدين لدى المسلمين عميق ومن شأنه ان يحد من محاولات الالتفاف على الأنظمة الإسلامية

¹ عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، 2007م، ص 20.

² قروف محمد كريم، الهندسة المالية كمدخل علمي للتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي، 2011م، ص 13.

بعكس الهندسة المالية التقليدية التي لا تمتلك حوافز داخلية للالتزام والمحافظة على روح الاحكام اللوائح القانونية مما يجعلها تتحايل عليها كلما سمحت لها فرصة كافية للربح.

2-إن المحافظة على الاحكام الشرعية ايسر من المحافظة على الأحكام الوضعية وذلك ان النظام الاسلامي نظام رباني فهو اكثر انضباطا واحكاما وتنسيقا أما الاحكام الوضعية فيتطرق اليها الخلل والقصور والتناقض بما لا يسمح للمتعاملين بها ان يحافظوا عليها.

3-ان الاحكام الشرعية تهدف لمصلحه المتعاملين بها وفق اطار الشريعة فالالتزام بها يحقق رضا المتعاملين وقناعتهم لما يحققون من هذه المصالح بينما الأنظمة الوضعية لا تفرق بين المصالح الجزئية والمصالح الكلية وتبعا لذلك يتم التنافر بين هذه الأنظمة ومصلحه المتعاملين.

المبحث الثالث: منتجات الهندسة المالية الإسلامية

تحتاج المؤسسات المالية الإسلامية دوماً إلى الاحتفاظ بتشكيلة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية تمكنها من إدارة سيولتها بصورة مريحة، بالإضافة إلى توفيرها للمرونة المناسبة للاستجابات للمتغيرات البيئية الاقتصادية، وقد بينت الممارسة المصرفية التقليدية أن الاعتماد على منتج وحيد مثل الفرق بين القائد المدينة والدائنة يعتبر غير كافي للتأقلم مع تطلعات العملاء المتنامية حيث ظلت المؤسسة المالية لفتره طويله حبيسه ادوات محدوده تستلزم معها بالضرورة ان تتطور لملائمه المستجدات .

المطلب الأول: المنتجات المستحدثة كمنتجات التمويل والمنتجات المالية المشتقة والمنتجات المالية المركبة

تتعدد من منتجات تمويلية وأخرى مشتقة و مركبة

1/المنتجات المستحدثة:

من منتجات المالية المستحدثة التي اقترحت تكون بديلا عن التقليدية نجد:

أ/ المنتجات التمويلية: هناك العديد من الطرق تستعين بها المؤسسات المالية للحصول على سيوله ماليه منها :

-منتج التورق البنكي هو آلية تمويلية يقوم من خلالها عميل المصرف الاسلامي بشراء سلعه من هذا الاخير بالأجل على أن يقوم ببيعها حالا لطرف آخر غير البائع الاول لتكون هذه الصيغة التمويلية اليه للحصول على السيولة النقدية التي يحتاجها العميل.

_الايجار الموصوفة في الذمة الايجار الموصوفة في الدماغ عقد يلتزم بموجبه المؤجر بتقديم منفعة يتم وصفها وصفا لا يجعل مجالا للزراع وسواء كان محلها منفعة عين كايجار سيارة

موصوفة او منفعة عمل كالخياطة والتعليم ولا يشترط فيها ان يكون المؤجر مالكا للمنفعة عند العقد بل تضاف للمستقبل ليكون قادرا على تملكها للتنفيذ.

-شهادات الايداع القابلة للتداول تعتبر شهادات الايداع القابلة للتداول أوراق المالية تصدر من قبل المصارف في مقابل الودائع الاستثمارية المودعة لديها حيث تقوم على اساس المضاربة باعتبار حملها رب العمل والمصرف مضاربا وتعطي الحقل لحاملها في الحصول على الربح قبل تاريخ الاستحقاق الورقة المالية وبالنسب المتفق عليها كما تعطيه الحق في بيعها من اجل الحصول على السيولة التي يحتاجها خلال مده الاستحقاق.

ب/ **المنتجات المالية المشتقة** : هناك ادوات مالية اسلاميه مشتقه اقترحت لتكون بديلا للمشتقات التقليدية وهي:

- **الخيارات**: من أهم العقود التي اقترحت لتكون بديلا عن عقود الخيارات نجد.

-**الخيارات في اطار الوعد** : اصدار وعد ملزم من مالك الموجودات بالبيع او وعد ملزم من الراغب في التملك بالشراء دون تخصيص مقابل للوعد وهذا الوعد غير قابل للتداول¹.

-**الخيارات في اطار خيار الشرط** : ابرام العقد على السلع نفسها مع اشتراط الخيار لإثبات حق الفسخ لاحد العاقدين او لكليهما خلال مده معلومة وخيار الشرط غير قابل للتداول.

- **الخيارات في اطار بيع العربون** : ابرام العقد على موجودات معينه يمكن بيعها مع دفع جزء من الثمن عربونا على ان يكون للمشتري حق الفسخ ولا يمكن تداول الحق الثابت العربون .

-**المستقبليات والعقود الآجلة** : من أهم العقود التي اقترحت لتكون بديلا للعقود المستقبلية الاجلة نجد:

¹-هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية 1431هـ/2010، مطبعة الشريعة الإسلاميين، البحرية، 2010، ص 287.

- **المستقبليات في اطار عقد الاستصناع** : يعد العقد المستقبلي عقد ملزم قانونا يتم اجرائه في قاعه التداول بورصة لمستقبليات لبيع او شراء سلعه او اي اداه ماليه في زمن اللاحق في المستقبل يتم تثمينه تبعا لكميه ونوعيه موضوعه مع ذكر تاريخ ومكان التسليم ، اما السعر هو العنصر الوحيد المتغير يتم معرفته في قاعه التداول¹، وتم تكييف العقود المستقبلية في على اساس عقد الاستصناع الذي يمكن ان يتأخر فيه تسليم الثمن والمبيع في مجلس العقد وخاصة في الحالات التي يكون فيها محل الاستصناع مرتفع القيمة، بحيث يمكن ان حتى للمشتري القيام بتمويل المصنع من خلال دفعات محددة لأجل معينه كما يشترط ان تكون السلع موصوفه وصفا دقيقا على ان يتم التسليم في زمن معلوم وبكيفية معلومه .

-**العقود الآجلة في اطار البيوع المؤجلة**: من أهم العقود التي اقترحت لتكون بديلا عن العقود الآجلة نجد:

- **بيع السلم**: يعتبر السلم والسلف بمعنى واحد وهو بيع اجل بعاجل هو نوع البيع يتم بموجبه تعجيل دفع الثمن من قبل المشتري البنك وتقديمه الى البائع المسلم اليه الذي يلتزم بدوره بتسليم بضاعة المسلم في معينه مضبوطة بصفات محددده الى اجل معلوم².

-**البيع الآجل**: هو بيع يتم فيه تسليم المثلث وتأخير الثمن وعادة يكون هذا البيع بسعر أعلى من السعر الحالي كان يقول البائع للمشتري هذه السلعة ثمنها مئة دينار اذا دفعته حاليا و 120 دينار اذا دفعته بعد شهرين او ثلاثة³.

¹ - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية 1431هـ/2010، مطبعة الشريعة الإسلامية، البحرية، 2010، ص 287.

² - ابي عبد المعز محمد علي فركوس، مختارات من نصوص حديثة في فقه المعاملات المالية، ط2، ج1، الجزائر، دار الموقع للنشر والتوزيع، 2011م، ص 247.

³ - نوري عبد الرسول الخافاني، المصرفية الإسلامية الأسس النظرية و اشكالية التطبيق ، دار اليازوري، العملية للنشر والتوزيع، الأردن، 2011م، ص 237.

-المنتجات المركبة: هي منتجات تحتوي على صيغتين من سيره التمويل والاستثمار الموافقة للشرع الاسلامي وهي بيع المرابحة للأمر بالشراء من خلال عقد المشاركة يقوم هذا النموذج عن طريق اعادة هندسة بيع المرابحة للأمر بالشراء من خلال عقد المشاركة كان يقوم التاجر الذي ينوي تخصيص جزء من مبيعاته لتكون بالتقسيط بفتح حساب لدى البنك الاسلامي كحصته في الحساب المشاركة ويقوم البنك كذلك بإيداع مبلغ مماثل او يزيد كحصة البنك في حساب المشاركة بعد ذلك يقوم التاجر بعملية البيع بالتقسيط ونقل الملكية وكل ما يتعلق بالأمور الفنية لبضاعته ويتولى البنك متابعه الاقساط والتسديد وكافة الامور المالية اما عن الارباح التي تجنى توزع بين التاجر والبنك حسب الاتفاق¹.

-المغارة المشتركة: يمكن للبنوك تطبيق صيغه المغارة بشرائها اراضي بأموالها الخاصة ثم منحها لمن يغرسها على سبيل المغارة وبعد أن يأخذ العامل نصيبه من الارض والشجرة في نهاية العقد ويمنح البنك نصيبه من الارض والشجرة للعامل على سبيل المساقاة. كما يمكن للبنك الاسلامي القيام بدور العامل اذ يقوم بتعمير الارض لأصحابها على سبيل المغارة وذلك باستخدامها اجراء يوفر لهم البنك التمويل اللازم وبعد تملكه الاراضي والشجر يطبق عليها المساقاة².

¹-أمال لعمش، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية دراسة نقدية لبعض المنتجات المصرفية الإسلامية، مذكرة ماجستير (غير منشورة) كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية ، جامعة المدية، الجزائر، 2011م، ص 64.

²-سنوساوي صالح، واقع استخدام المزيج التسويقي في البنوك الإسلامية وأثرها على ولاء الزبائن، - دراسة حالة بنك البركة الجزائري - مذكرة ماجستير (غير منشورة) ، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير ، قسم العلوم الاقتصادية ، جامعة المدية، الجزائر، 2015م، ص 19.

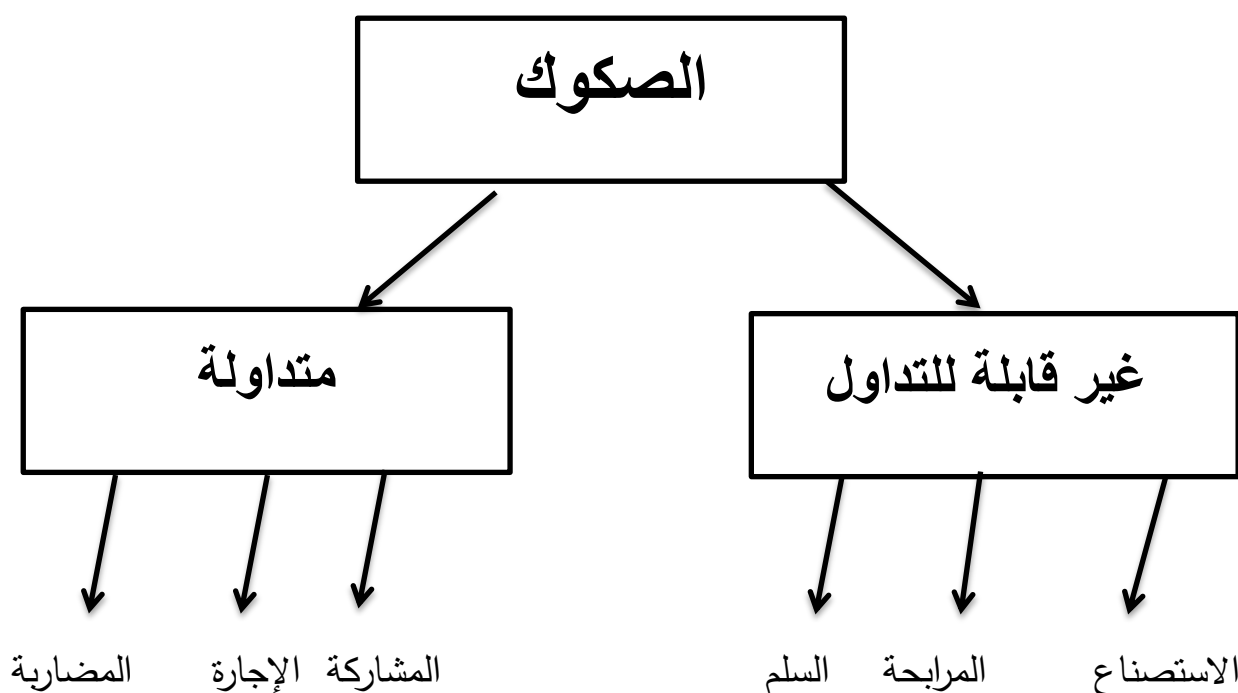
-المغارسة المقرونة بالبيع والإجارة : تقوم المغارسة المقرونة بالبيع على تملك البنك الإسلامي لأرض صالحه للزراعة حيث يقوم ببيع جزء منها بسعر رمزي للخبراء الزراعيين على ان يقرن هذا البيع بعقد ايجار على العمل في الجزء الباقي من الارض ويكون الاجر جزءا من الشجر والتمر .

-صكوك الإيجار الموصوفة في الذمة: صكوك الإجارة الموصوفة في الذمة نوع مبتكر من الصكوك الإسلامية وهي جمع بين الصك كاداه ماليه وعقد الإجارة وعقد السلام ويمكن تعريف هذه الصكوك على انها عقد بيع منافع مستقبلية بثمن خالي او هي سلام في المنافع سواء كانت منافع اعيان او منافع اعمال او هي اجارة الذمة لان المنفعة المستأقاة منها بذمة المؤجر وليست متعينة او الإجارة الواردة على منفعة مضمونه لان المنفعة فيها يضمن المؤجر تقديمها في كل الحالات وهي متعلقة بذمته.

المطلب الثاني: الصكوك الإسلامية

يقصد بالصكوك الإسلامية على أنها وثائق متساوية القيمة تمثل حصص شائعة في ملكية اعيان او منافع او خدمات او في موجودات مشروع معين او نشاط استثماري خاص وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدأ استخدامها فيما اصدرت من أجله وعلى الرغم من حداثة تجربة الصكوك الإسلامية الا أن أشكالها اخذت انواع مختلفة وذلك وفقا للغرض الذي أنشأت مرحبا، ولهذا يصعب حصر انواع الصكوك، لذا حاولنا من خلال الشكل 1 التطرق لاهم الصكوك الإسلامية حسب قابليتها للتداول.

الشكل رقم (06) أنواع الصكوك الإسلامية



المصدر: سامر مظهر قنطججي، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دار أبي فداء العالمية للنشر، سوريا، 2015م، ص 439.

المطلب الثالث: دور المنتجات المالية في تنشيط السوق المالي الإسلامي

يمكن تحديد دور المنتجات المالية في تنشيط السوق المالي الإسلامي في الآتي:

أولاً: دور الصكوك في السوق المالي

تعد الصكوك الإسلامية من أفضل وسائل التمويل الاقتصادي المتفقة وأحكام الشريعة الإسلامية، ولذلك فقد حظيت باهتمام كبير من قبل العديد من الأطراف، نظراً لما لها من أهمية كبيرة وادوار عديدة سواءاً بالنسبة للأفراد او المؤسسات او الحكومات، وذلك كما يلي :

1-بالنسبة للأفراد: تكمن أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للأفراد مدخرين كانوا ام مستثمرين في:

أ-وجود الصكوك الإسلامية يرفع عن شريحه كبيره من المستثمرين الذين يحتاجون الى مثلها لأسباب اقتصاديه معقوله .

ب-تساعد الصكوك الإسلامية الافراد على توفير مدخراتهم الصغيرة وتجميعها وتثمينها.

ج- تقدم الصكوك الإسلامية قناة جديدة للمستثمرين الذين يريدون استثمار فوائد اموالهم وفي الوقت نفس استردادها بسهولة عندما يحتاجونها من خلال السوق الثانوية¹.

د-تعتبر الصكوك الإسلامية اداة استثمارية شرعية ذات مخاطر منخفضة عادة قابلة للتداول والتسييل .

¹-شافية كتان، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، أطروحة مقدمة ، كجزء من متطلبات نيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، وعولم التسيير، جامعة سطيف 1 ، 2014م ، ص 221.

ه- تعتبر وسيلة للتوزيع العادي للثروة حيث انها تمكن جميع المستثمرين من الانتفاع بالربح الحقيقي الناتج عن المشروع بنسبه عادله فتنشر بذلك الثروة على نطاق واسع دون ان تقتصر على شريحة معينه .

2- بالنسبه للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية: تقوم المؤسسات المالية بإصدار الصكوك الإسلامية وتحقق بذلك نتائج مهمة تتمثل في :

أ-رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها عن طريق تحويل الاصول غير السائلة الى اصول سائله لإعادة توظيفها مرة اخرى.

ب- توسيع حجم الاعمال للمؤسسات بدون الحاجة الى زياده حقوق الملكية.

ج- تدفق التمويل بشروط واسعار افضل وفترات سداد أطول¹.

د-تقدم اسلوبا جديدا لإدارة السيولة تستطيع من خلاله المصارف والمؤسسات الإسلامية به اداره سيولتها فتقوم بشراء الصكوك اذا كان لديها فائد من السيولة وبيع الصكوك في السوق الثانوية اذا احتاجت للسيولة الوفاء بالاحتياجات المشروع للتمويل المطلوب للشركات المساهم بطريقة تجتذب العديد من فئات المجتمع للمشاركة المشروعة والتي لا طالما كانت منعزلة عن التنمية خوفا من الوقوع في المحظورات.²

ه- تعتبر الصكوك الإسلامية اداه اساسيه في نشاط المصارفي في الإسلامية، يمكن من خلال تطوير هيكل الموارد والاستخدامات وتفعيل دورها الاستثمار والتمويل وتخفيف المخاطر فيها والحد من مشكله السيولة.

¹ - شافية كتان، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، 221.

² - شافية كتان، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، 221.

3- بالنسبة للأسواق المالية : تؤدي الصكوك الإسلامية دور هام في تنشيط وتنمية السوق المالية حيث ان الاستخدام الصكوك للتوسع في التعامل بها من شأنه ان يؤدي الى تدعيم دور الاسواق المالية من خلال :

أ-توسيع تشكيله الاسواق المالية الإسلامية في السوق حيث تشمل صكوك الشركات وصكوك المصارف الإسلامية والصكوك الحكومية مما يؤدي الى تنشيط السوق المالية .

ب-توسيع قاعده المؤسسات المشتركة في السوق المالي التي تتعامل في الصكوك الإسلامية اصدارا وتداولاً وتشمل المصارف الإسلامية وفي بعض الاحيان المصارف التقليدية كما في ماليزيا وشركات الاستثمار والحكومات والقطاع الخاص والمؤسسات المالية البسيطة وذلك بالنسبة للصكوك القابلة للتداول.

ج- زياده كفاءه السوق المالية بازيداد كميته ونوعيه الصكوك الإسلامية نظرا لما يترتب عليها من تعميق السوق واتساعه .تهيئه المناخ للقيام لقيام سوق ماليه اسلاميه بالإضافة الى جذب مدخرات الباحثين عن الاستثمار الخالي من كافه المحظورات خاصه اموال المغتربين ومختلف الاموال المهاجرة الى خارج العالم الإسلامي.

4- بالنسبة للاقتصاد ككل: تكمن أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للاقتصاد ككل في كونها:

أ- تعتبر الصكوك الإسلامية من افضل السيرة المتوافقة واحكام الشريعة التي ظهرت كبديل للسندات التقليدية فيما يتعلق بتمويل المشاريع الكبيرة والضخمة التي تعجز عنها ولا نطبقها جهة واحده .

ب-تساهم في انعاش الاقتصاد الاستفادة من رؤوس الاموال التي تعرف عن المشاركة في المشاريع التي تمول رويها .

ج- توفير تمويل مستقر وحقيقي للدولة ومن موارد موجوده اصلا في الدورة الاقتصادية مما يقلل من الاثار التضخمية¹.

د- إمكانية استخدام الصكوك الإسلامية في تمويل الاحتياجات الانمائية للمؤسسات والمرافق الحكومية بما يحقق هدف المشاركة بين الدولة والمواطنين في الاعمار والتقدم المنشود.

هـ- تعتبر الصكوك الإسلامية من الادوات الفعالة لمعالجة عجز الموازنة العامة بحيث يمكن ان تعتبر بديلا شرعيا ناجحا في تمويل عجز الموازنة في الكثير من الدول الإسلامية التي تلجا للاقتراض الربوي وما ينجر عنه من تراكم للديون عليها.

ثانيا: دور المنتجات الهندسية في صناديق الاستثمار

تساهم صناديق الاستثمار في تنشيط حركة سوق الاوراق المالية من خلال ما تقدمه من ادوات استثمارية تتناسب وظروف المستثمرين المحتملين كما يمكن ان تقوم هذه الصناديق بشراء تشكيلة من الاوراق المالية المتداولة في السوق مما يسهم في تنشيط حركة تلك الاسواق كما يمكن ان يتم عرض اسهم تلك الصناديق للتداول للعام مما يعني اضافة المزيد من الاوراق المالية المتداولة في السوق كما سبق وان ذكرنا توفر مثل هذه الصناديق الخبرة اللازمة للمستثمرين الذين يرغبون في استثمار أموالهم ولا تتوفر لديهم الخبرة اللازمة².

ثالثا- دور منتجات المالية في إدارة المخاطرة المالية

تنشأ الحاجة الى الهندسة المالية اما استجابة لفرص استثمارية تحتم على المستثمرين او الشركة عدم تضعيها، أو التعامل مع ظروف المنافسة الدولية وتزايد المخاطر الملازمة للأنشطة

¹- شافية كتان، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، 221.

²- صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية ، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه عولم في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم ، قسم العلوم والعلوم التجارية و علوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2012م، ص 173.

الاستثمارية، وبذلك تعتبر الهندسة المالية من ادوات ووسائل التحوط المالي بما تقدمه من منتجات وعمليات لا يمكن لأي مستثمر او شركة الاستغناء عنها¹.

¹-عامر كمال ، اسهامات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في الأسواق المالية وتحسين أدائها، مجلة الاقتصاد الجديد، مجلد 02، العدد 17، 2017م، جامعة البويرة، ص 82.

خلاصة :

تعتبر الهندسة المالية عن العملية التي يتم من خلالها تطوير منتجات مالية قائمة او ابتكار اخرى تلبى مختلف الاختلافات التمويلية والاستثمارية .

تعتبر الهندسة المالية مدخلا مهما تعتمد مختلف المؤسسات المالية والمصرفية لتحقيق مجموعة من الاهداف، والتي تتمثل اساسا في ادارة مختلف المخاطر المالية التي تواجهها اثناء اداء انشطاتها، وكذا ادارة السيولة المالية التي يمكن ان تحقق عوائد للمؤسسة المالية، اضافة الى تجاوز مختلف القيود التي تفرضها السياسات المالية والنقدية في البيئة المحيطة .

وفي جانب اخر، فان للهندسة المالية اهمية في العمل المالي والمصرفي، ذلك انها توفر تشكيلة من المنتجات المالية التي يمكن من خلالها التحوط من المخاطر المرتبطة بالتغير في اسعار الفائدة السائدة، او التغير في اسعار الصرف، وكذا المضاربة على اسعار الاصول المالية لتحقيق عوائد من فروق الاسعار، اضافة الى امكانية استغلال فرص مراجعة تعيد الاسعار الى حالة التوازن وتمكن من تحقيق عوائد استثنائية.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لدور الهندسة

المالية في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية

تمهيد:

شهد الاقتصاد السوداني في بداية التسعينات عدة تعديلات أهمها إلغاء العمل بنظام السندات الخزانية باعتبارها إليه غير متطابقة مع توجيهات الاقتصاد الإسلامي، مما أدى إلى التفكير في إصدار أوراق مالية حكومية تتفق مع توجيهات الشريعة الإسلامية، أصدرت الحكومة السودانية عام 1995 قانون صكوك التمويل الذي كان أول خطوة في إيجاد بدائل استثمارية وتمويلية للسندات الربوية التي كانت تستخدم لإدارة السيولة والتمويل المشاريع الحكومية، وسد عجز الموازنة العامة حيث اهتدى كل من بنك السودان المركزي ووزارة المالية إلى إصدار أدوات مالية تقوم مقام عمليات السوق المفتوحة في النظام التقليدي وتتماشى مع موجات الشريعة الإسلامية بخلوها من شبهه فهي تقوم على أسس الشرعية وتتميز بدرجة من المرونة والواقعية وتقوم على المشاركة بدلا عن المداينة وذلك لحركتها .

فقد تم ابتكار كل من شهادات مشاركته البنك الإسلامي شاملة مشاهدات مشاركة الحكومة شهامة وبما أن بنك السودان لا يحق له المتاجرة في الأوراق المالية مع الجمهور مباشرة فقد تم إنشاء شركته السودان للخدمات المالية لتقوم بهذا الدور وبواسطه بنك السودان ووزارة المالية والاقتصاد الوطني .

المبحث الاول: التعريف بسوق المالي السوداني

سوق الخرطوم للأوراق المالية هو سوق يعنى بتنظيم ورقابة الاوراق المالية السودانية المدرجة من الأسهم والصكوك الحكومية والصناديق الاستثمارية ، وتنظيم بيع وشراء الاوراق المالية بما يخدم الاقتصاد السوداني وتوفير بيئة جاذبة للاستثمار من خلال تجميع المدخرات وتوظيفها التوظيف الأمثل والمحافظة على حقوق اصحاب الاسهم في الشركات المدرجة .

المطلب الأول: النظام المالي السوداني

يرجع قيام النظام المصرفي السوداني إلى أوائل القرن العشرين عندما بدأت بعض البنوك العالمية بفتح فروع لها، حيث يشمل قطاع البنوك، بنك السودان المركزي والمصارف العاملة.

أولاً: بنك السودان المركزي

تتلخص مهام بنك السودان المركزي حسب قانونه لسنة 2012 في الحفاظ على استقرار سعر الصرف وكافه كفاءة النظام المصرفي من خلال تحقيق أهداف الاستقرار المالي وسلامه الجهاز المصرفي واصدار العملة بأنواعها وتنظيمها ومراقبتها ووضع السياسة النقدية وتنفيذها والتوسع في التمويل المالي وفق ما ورد وتنظيم العمل المصرفي في رقابته والاشراف عليه والعمل على تطويره ورفع كفاءته بما يساعد على تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية المتوازنة، بالإضافة إلى عمله كمصرف للحكومة ومستشار ووكيل لها في الشؤون النقدية والمالية

ثانياً: المصارف العاملة البنوك التجارية

يتم تصنيف المصارف بشكل عام من حيث الوظائف الى مصارف تجاريه ومصارف متخصصة وتعرف المصارف التجارية بانها مؤسسات مالية تصنف ضمن القطاع المالي تقوم بتوفير الخدمات المصرفية والمالية الأساسية من قبول الودائع ومنح التمويل وغيرها من الخدمات المالية الاخرى لجمهور المتعاملين معها .

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لدور الهندسة المالية في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية

أما المصارف المتخصصة فهي عبارة عن مؤسسات مالية تقوم بالعمليات المصرفية التي تخدم تنميه قطاع اقتصاد معين الزراعة والصناعة والعقارات والتجارة الخارجية .

أما من حيث هيكل رأس المال فيتم تصنيف المصارف الى مصارف حكومية، وهي التي يساهم فيها البنك المركزي أو وزارة المالية والتخطيط الاقتصادي أو الاسنان بنسبه تفوق 50% اما المصارف المشتركة فهي المصارف التي يكون رأس مالها مشترك بين عدة جهات سواء كانت محليه عام خاص أو اجنبية بينما المصارف الأجنبية فهي فروع لمصارف أجنبية خارجيه.¹ وسوف نوضح في الجدول رقم 02 عدد المصارف العاملة في السودان بنهاية من عامي 2020 و 2021.

الجدول رقم (02): عدد المصارف العاملة في السودان بنهاية من عامي 2018 و 2021.

البيان	2018	2019	2020	2021
المصارف المتخصصة (1)	5	5	5	5
مشتركة	2	2	2	2
حكومية	3	3	3	3
المصارف التجارية (2)	32	32	33	33
مشتركة	23	23	23	23
حكومية	1	1	1	1
أجنبية	9	9	9	9
الإجمالي (1 + 2)	37	37	38	38

المصدر: التقرير السنوي الحادي والستين، البنك السوداني المركزي، السودان، 2021، ص 62.

التقرير السنوي الخامس والعشرون ، سوق الخرطوم للأوراق المالية 2019.

¹ -التقرير السنوي الحادي والستين، البنك السوداني المركزي، السودان، 2021، ص 60.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لدور الهندسة المالية في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية

من خلال الجدول نلاحظ ارتفاع عدد المصارف العاملة للسودان من 37 مصرف عامي (2019/2018) إلى 38 مصرف عام (2021/2020) وذلك بافتتاح فرع للبنك.

المطلب الثاني: خلفية عن سوق المالي السوداني

شهدت مسيرة سوق الخرطوم للأوراق المالية عدة مراحل وتطورات كان من شأنها دفع عجلة التقدم بالسوق فيما يلي لمحات عن اهم المراحل في عمر السوق .

أولاً- فكرة انشاء السوق

بدأت فكرة إنشاء سوق الأوراق المالية في السودان الى سنة 1962، حيث تم اجراء العديد من الدراسات والبحوث والاتصالات من قبل وزارة المالية وبنك السودان بمشاركة مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي وتوصلت التوصيات الى انشاء السوق.

ثانياً- اجازة القوانين واللوائح المنظمة لعمل السوق

تم اجازة قانون سوق الاوراق المالية في سنة 1962 من قبل مجلس الشعب بهدف تنظيم السوق ولم يتم التطبيق حتى سنة 1992 وفي سنة 1992 بدأت الخطوات الجادة لإنشاء سوق للأوراق المالية وفي ظل سياسته التحرير الاقتصادي التي نادى بها البرنامج الثلاثي للإنقاذ الاقتصادي 1990 1993 ومن ثم تأسيس هيئته الأسواق المالية سنة 1992 كما اقر مجلس الوزراء تعديلا على قانون سوق الاوراق المالية لسنة 1982 إلا أن هذا القانون المعدل لم يف بكل الأغراض لإنشاء سوق الاوراق المالية.

ثالثاً- البداية الفعلية للسوق

في سنة 1994 أجاز المجلس الوطني الانتقالي قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية الذي اصبحت بموجبه سوق الخرطوم للأوراق المالية كيانا قانونيا مستقلا وقد بدا العمل في السوق الاولي في الاول في 10 اكتوبر 1994 والسوق الثانويه في يناير 1995 بعدد 34 شركة مدرجه اما في سنة 1996 ارتفع

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لدور الهندسة المالية في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية

عدد الشركات المدرجة من 34 الى 40 شركة وشاهدت سنة 1997 بتأسيس بنك الاستثمار المالي للمساهمة في تنشيط التعامل¹.

وفي سنة 1999 بدأ العمل بنظام السوق الموازية حيث تم تصنيف الشركات المدرجة بالسوق الثانوية وفقا لاستقائها للشروط المنظمة لإدراج الشركات في اي من السوقين النظام والموازي وفي سنة 2001 شهد بداية اصدار شهادات المشاركة الحكومية شهامة وتم اعلان مؤشر الخرطوم وادراج السوق في قاعده بيانات صندوق النقد العربي وفي سنة 2003 تم ادراج سهم سوداء تقاطعيا في سوق ابو ظبي للأوراق المالية كما تم توقيع اتفاقيه التعاون المشترك بين سوق الخرطوم للأوراق المالية وبرصتي القاهرة والإسكندرية في سنة 2004.

وانضم السوق للاتحاد البورصات الإفريقية في سنة 2007 مما فتح افقا جديده للتعاون الاقليمي بين اسواق المنطقة كما بدا العمل للفعل في مركز الايداع سنة 2008 كما اكتمل اذا اسهم جميع الشركات المدرجة في سوق دبي المالي².

أما في سنة 2009 سجل سوق الخرطوم اعلى معدل تداول منذ انشاء سوقها الثانوية حيث ارتفع حجم التداول الى 2.2 مليار دولار، كما بدأ نظام التحول للتداول الالكتروني المتوقع العمل به سنة 2011 تم اعتماد سوق عضو دائم باتحاد البورصات العربية كما بدأت تشغيل التجريبي لبرنامج التداول الإلكتروني.

رابعاً - بدايه التداول الالكتروني

تم افتتاح منظومه التداول في سنة 2012، في سنة 2014 تمت إجازة قانون جهاز تنظيم السوق المال السوداني وقانون سوق الخرطوم للأوراق المالية سنة 2014 بواسطة مجلس الوزراء وفي السنة

¹ -صالح سنوساوي، عثمان علام، دور الهندسة المالية في تطوير وتنشيط السوق المالي الإسلامي، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، مجلد 8، العدد 2، 2 مارس 2017، جامعة الأغواط، ص 126.

² -صالح سنوساوي، عثمان علام، دور الهندسة المالية في تطوير وتنشيط السوق المالي الإسلامي، ص 126.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لدور الهندسة المالية في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية

جاهزة مجلس اداره السوق لائحة مكافحه غسيل الاموال لشركات الاوراق المالية ولائحة حكومة شركات المساهمة العامة لسنة 2014 ، كما تم تدشين موقع السوق الالكتروني بعد اعادة تصميمه ، وشاهدت سنة 2014 ايضا توقيع اتفقيه مع بنك البركة السوداني ليصبح بموجبها بنك البركة بنك لتسويه النقدية لعمليات التداول كما تم توقيع اتفقيه التعاون بين سوق الخرطوم للأوراق المالية وشركة مصر للمناقصة. وفي ذات الاطار شهدت علاقات السوق الخارجية انضمام السوق لعضويه منظمة اتحاد مراكز الايداع بإفريقيا والشرق الاوسط وفي سنة 2015 تم تعديل جلسات التداول المواكبة نظام العمل بنك التسوية، كما قام سوق الخرطوم للأوراق المالية بإصدار منشور بإعادة هيكلة شركات الوساطة المالية العاملة بالسوق ذلك في يوليو 2015 وفي شهر نوفمبر تم شطب اسم السودان من قائمه الدول التي تعاني من قصور في استفتاء متطلبات مكافحه غسيل الاموال وتمويل الإرهاب¹.

المطلب الثالث: أهداف سوق الخرطوم للأوراق المالية

نص قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية على ان تكون للسوق الاغراض التالية:

- تنظيم مراقبه اصدار الأوراق المالية والتعامل بها ببيع وشراء.
- تشجيع الادخار وتنمية البيع الاستثمار بين المواطنين وتهيئه الظروف الملائمة لتوظيف المدخرات في الاوراق المالية مما يعود بالنفع على المواطن والاقتصاد السوداني .
- العمل على توسيع وتعزيز الملكية الخاصة للأصول الإنتاجية في الاقتصاد الوطني وعلى نقل الملكية العامة عن الأصول الرأسمالية للدولة على أوسع الفئات الوطنية .
- تطوير وتنمية سوق الاصدارات وذلك بتنظيم ومراقبه اصدارات الاوراق المالية وتحديد الشروط والمتطلبات الواجب توافرها في نشرات الاصدار عند طرح الاوراق المالية للاكتتاب للعام قبل الجمهور .-

¹ - صالح سنوساوي، عثمان علام، دور الهندسة المالية في تطوير وتنشيط السوق المالي الإسلامي ، ص 126.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لدور الهندسة المالية في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية

-ترسيخ اسس التعامل السليم والعادل بين فئات المستثمرين وضمان تكافؤ الفرص المتعاملين في الأوراق المالية وحماية صغار المستثمرين.

-اقتراح كيفية تنسيق البيانات المالية والنقدية وحركة رؤوس الأموال والإشراف على السياسة المتعلقة بتنمية مصادر التمويل المتوسط والطويل الآجل في السودان ، وذلك بما يحقق الاستقرار المالي والاقتصادي ومن ثم تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية.¹

¹-التقرير السنوي، سوق الخرطوم للأوراق المالية ، السودان، 2013، ص 8.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لدور الهندسة المالية في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية

المبحث الثاني: أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية وواقع انتشار منتجات الهندسة المالية

تداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية الأسهم التي تصدرها شركات المساهمة العامة، والصكوك التي تصدرها شركات المساهمة العامة، والحكومة ومؤسساتها العام وهيئاتها، وذلك للحصول على أموال لاستثمارها لتحقيق أغراضها.

المطلب الأول: منتجات الهندسة المالية في السودان

بادرت حكومة السودان بابتكار أدوات مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية في إدارتها للسياسة النقدية.

أولاً- الشركات المدرجة في السوق المالي

تعرف الشركات المدرجة بأنها شركات المساهمة العامة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، حيث يتم تداول سوق الخرطوم للأوراق المالية أسهمها لشركات المدرجة في هذه الأسواق وفقاً لأحكام القوانين والتعليمات واللوائح الصادرة في سوق الخرطوم للأوراق المالية. حيث يمثل الجدول رقم 03 الشركات المدرجة في السوق المالي 2019/2014.

الجدول رقم (03): الشركات المدرجة في السوق المالي 2019/2014.

2019	2018	2015	2014	
28	25	28	25	قطاع البنوك والاستثمار
8	8	8	8	قطاع التأمين
2	2	2	2	القطاع الصناعي
7	7	7	7	القطاع التجاري
11	11	12	10	قطاع الاستثمار والتنمية
3	3	3	3	قطاع الزراعي

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لدور الهندسة المالية في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية

4	4	4	5	قطاع الاتصالات والوسائط
7	6	5	5	قطاع شركات الوساطة المالية
16	17	21	22	قطاع الصناديق الاستثمارية
51	47	61	57	قطاع شهادات المشاركة الحكومية
134	130	148	144	اجمالي

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية 2014-2015/2018-2019

يتضح من الجدول التالي الذي يمثل الشركات المدرجة في السوق المالي أن قطاع البنوك والاستثمار وقطعه التامين قطاع صناعي والتجاري والزراعي والشركات المدرجة فيه ثابتة خلال السنوات الأربعة اما بالنسبة لقطاع الاستثمار والتنمية فان الشركات المدرجة خلال سنة 2015 مرتفعة مقارنة سنة 2014 وفي سنة 2018 2019 ثابتة اما بالنسبة لقطاع الاتصالات والوسائط فان شركات المدرجة في سنة 2014 تكون مرتفعة ثم تنخفض في سنة 2015 وتستمر بالثبات أما قطاع الشركات الوساطة المالية، فعدد الشركات المدرجة خلال سنتي 2014 و2015 ثابتة تم ترتفع في سنتي 2018 و2019 أما القطاع الصناديق والاستثمارات في الشركات المدرجة منخضه في سنة 2015 مقارنة بـ 2014 وكذلك منخضه في سنة 2019 مقارنة بسنه 2018 وبالنسبة لقطاع شهادات المشاركة الحكومية في الشركات المدرجة خلال سنة 2015 مرتفعة مقارنة بسنه 2014 وكذلك مرتفعة في سنة 2019 مقارنة

2018.

ثانيا - الصكوك

من أهم الصكوك التي أصدرتها الحكومة السودانية، وتديرها شركة السودان للخدمات المالية المحدودة نذكر منها الآتي:

1- شهادات مشاركة الحكومية (شهامة):

شهادة المشاركة الحكومية شهامة هي عبارة عن شهادات تقوم على أساس صيغة المشاركة تصدرها وزارة المالية و التخطيط الاقتصادي منذ عام 1999م نيابة عن حكومة السودان و يتم تسويقها عبر شركة السودان للخدمات المالية المحدودة و شركات الوكالة المعتمدة لدى سوق الخرطوم للأوراق المالية و هي شهادات قصيرة الأجل مدتها عام و تهدف شهادات شهامة إلى استقطاب المدخرات القومية و تشجيع الاستثمار، توفير أداة لبنك السودان المركزي لإدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي و سد عجز الموازنة العامة (تمكين وزارة المالية و التخطيط الاقتصادي من الاستدانة من موارد مالية حقيقية غير تضخمية مما يقلل من اعتمادها على الاستدانة من بنك السودان المركزي).

تطوير أسواق رأس المال المحلية و الإقليمية و تحقيق عائد موجز للمستثمرين من خلال مشاركتهم في مكون الشراكة الذي يحتوي على أكثر الشركات كفاءة و ذات أداء مالي و إداري عالي و يتحدد العائد على الشهادات وفق الأداء المالي لمكون الشراكة و معدل التضخم السائد، و علاوة على ذلك تقبل هذه الشهادات كضمان من الدرجة الأولى مقابل التمويل الممنوح من المصارف¹.

2- شهادات الاستثمار الحكومية(صرح):

بدأ العمل بإصدار هذه الصكوك بواسطة شركة السودان للخدمات المالية عام 2003 بناء على صيغة المضاربة، و يتم إدارتها و تسويقها في السوق الأولية عبر الشركة و شركات الوساطة المالية المعتمدة، و يتراوح أجل هذه الشهادات بين 2 و 6 سنوات.

تهدف صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) إلى تجميع المدخرات القومية و تشجيع الاستثمار، و إدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي عبر ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة، و تطوير أسواق رأس المال المحلية، و توظيف المدخرات في التمويل الحكومي لمقابلة الصرف على مشروعات البنى التحتية و قطاعات الصحة و التعليم و المياه في ولايات السودان المختلفة و تقليل الآثار التضخمية.

3- شهادات إجارة أصول مصفاة الخرطوم للبترول (شامة):

بدأ العمل بهذه الشهادات في عام 2010م و يتم إصدارها بناء على صيغة الإجارة بغرض تعبئة الموارد من المستثمرين عن طريق عقد الوكالة الشرعية و من ثم توظيفها لشراء أصول المصفاة و تأخيرها لوزارة المالية و التخطيط الاقتصادي إجارة تشغيلية لتمويل المصفاة، و تهدف هذه الشهادات

¹-التقرير السنوي الحادي و الستين، البنك السوداني المركزي، السودان، 2021، ص91.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لدور الهندسة المالية في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية

إلى توفير فرص استثمارية مربحة، هذا بالإضافة إلى توفير موارد مالية حقيقية للدولة تحد من الاستئلاف من البنك المركزي¹.

المطلب الثاني: نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية

كان لإنشاء سوق الخرطوم للأوراق المالية دورا في دعم تجربة التمويل الاسلامي في السودان، ويعتبر الهندسة المالية من أبرز داعميه والمساهمة في تنشيطه، ويتجلى ذلك الدعم فيما يلي :

أولا: الأسهم

هناك العديد من الأدوات المالية التي تم إصدارها في سوق الخرطوم للأوراق المالية أهمها:

1-السوق الاولي (سوق الاصدار):

هناك العديد من الشركات التي قامت بإصدار اسهمها لأول مرة ومنها ما هي قائمة ويمكن

تحديد حجم الاصدارات خلال الفترة 2019/2015 من خلال الجدول رقم 04.

جدول رقم 04: اصدارات الاسهم خلال الفترة 2015/2019

البيان	2015	2019
شركات حديثة	9400000	3350570000
شركات قائمة	29471692	3939790751
الإجمالي	38871692	7290360751

المصدر: سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي الخامس والعشرون 2019، ص 21-22.

- سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي الحادي والعشرون 2015، ص 17-18.

¹ - التقرير السنوي الحادي و الستين، البنك السوداني المركزي مرجع سبق ذكره، ص91.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لدور الهندسة المالية في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية

شهدت السوق الاولية ارتفاعا ملحوظ في الشركات الحديثة والشركات القائمة عام 2019، مقارنة بعام 2015.

2- السوق الثانوي (سوق التداول):

كما سبق وقلنا على سوق الثانوية هي السوق التي تتم فيها عمليات شراء الاوراق المالية وبيعها مباشرة أو بالوكالة أو تبادل ملكية الاوراق المالية في قاعة تداول الأوراق المالية أو في مكاتب السوق، ومن خلال الجدول (05) نوضح نشاط التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية مقارنة بين 2014-2019.

الجدول رقم (05): نشاط التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية مقارنة بين 2019-2014.

2019	2018	2015	2014	
465090456	1370863954	272436635	175035760	عدد الاسهم المتداولة
23222885	14731400	11222669	9996076	عدد الشهادات المتداولة
1979108.3	5483455.8	1094193	678433	معدل التداول اليومي لعدد الاسهم

المصدر: سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي الخامس والعشرون 2019، ص 24.

التقرير السنوي الحادي والعشرون 2015، سوق الخرطوم للأوراق المالية، ص 19.

من الجدول أعلاه يتضح أن ارتفاع في عدد الأسهم المتداولة في السوق في سنة 2015 مقارنة سنة

2014 اما بالنسبة لسنة 2019 هناك انخفاض في عدد الأسهم المتداولة مقارنة ب2018 اما بالنسبة

لعدد الشهادات المتداولة فهي في ارتفاع مستمر خلال الاربع سنوات.

ثانياً: الصكوك الإسلامية

تقوم شركة الخدمات المالية السودانية المحدودة بإصدار وتسويق إدارة الصكوك والمساهمة في المشروعات التنموية الاقتصادية والاجتماعية للدولة والمساعدة في إدارة السيولة على المستوى الوطني وتمويل عجز الموازنة العامة ومن هذه المنتجات نذكر:

1- اصدار اصدارات صكوك شهامة:

يتم اصدار العديد من المنتجات المالية منها اصدارات صكوك شهامة، والجدول رقم 06 يوضح نشاط اصدار في سوق الخرطوم للأوراق المالية مقارنة بين 2014-2021.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لدور الهندسة المالية في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية

بعد اجراء قراءة للجدول أعلاه نلاحظ ان ارتفع شهادات مشاركة الحكومية (شهادة) المباعة من 31645804 بقيمة 15772.9 مليون جنيه بنهاية 2014 الى 36892037 شهادة بقيمة 18446 مليون جنيه بنهاية العام 2015.

كما نلاحظ ان انخفاض في عدد شهادات مشاركة الحكومية المباعة من 53684606 بقيمة 26842.3 مليون جنيه في نهاية 2018 الى 4281864 شهادة بقيمة 2140.9 مليون جنيه في نهاية 2019.

كما ارتفع عدد شهادات مشاركة الحكومية شهادة المباعة من 69566067 شهادة بقيمة 34783.0 مليون جنيه بنهاية العام 2021 بمعدل 10.6.

يلاحظ انخفاض نسبة مساهمة الجمهور باعتباره الجهة المستهدفة لتمويل عجز الموازنة من 5.9 الى 4.6 ويرجع ذلك الى دعم وزارة المالية والتخطيط الاقتصادي التزاماتها اتجاه المصارف والجهات الاعتبارية، حيث قامت شركة السودان للخدمات المالية بعد موافقة وزارة المالية برسلمة الارباح على شكل شهادات جديدة.

2- إصدارات صكوك صرح:

يتم إصدار العديد من المنتجات المالية منها صكوك صرح، ومن خلال الجدول رقم (7) نشاط إصدار في سوق الخرطوم للأوراق المالية مقارنة بين 2021/2014.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لدور الهندسة المالية في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية

الجدول رقم (07): إصدارات صكوك صرح خلال الفترة 2014 - 2021

الجهة	2014		2015		التغيير		2020		2021		التغيير	
	عدد الشهادات	القيمة (مليون جنيه)	عدد الشهادات	القيمة (مليون جنيه)	عدد الشهادات	القيمة (مليون جنيه)	عدد الشهادات	القيمة (مليون جنيه)	عدد الشهادات	القيمة (مليون جنيه)	عدد الشهادات	القيمة (مليون جنيه)
البنك المركزي	1839072	183.91	1839072	183.9	0	0	2611036	261.1	2611036	0.0	0.0	0.0
المصارف	4117298	411.73	4167.298	416.7	-50000	-4.97	4497967	449.8	4497967	0.0	0.0	0.0
شركات والصناديق	1816782	181.67	2219782	222	-403000	-40.33	5649252	564.9	5669579	0.4	0.4	0.4
الجمهور	506817	50.68	815949	81.6	-309132	-30.92	1486260	148.6	1486260	0.0	0.0	0.0
وزارة المالية والتخطيط والاقتصادي							1486260	148.6	558.701	55.9	0.0	0.0
الإجمالي	8279969	827.99	9042101	904.2	-7621.32	-76.22	14244515	1424.4	14823543	1482.3	1482.3	1482.3

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادها على:

- التقرير السنوي الحادي والعشرون 2015، سوق الخرطوم للأوراق المالية، ص 19.
- التقرير السنوي الحادي والستين 2021، البنك السوداني المركزي، ص 93.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لدور الهندسة المالية في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية

يتضح من الجدول (04) ارتفاع عدد الشهادات المباعة من 8279969 شهادة بقيمة 827.99 مليون جنيه بنهاية عام 2014، إلى 9042301 شهادة بقيمة 904.2 بنهاية عام 2015 كما نلاحظ ارتفاع عدد الشهادات المباعة من 14244515 شهادة في عام 2020 إلى 14823543 شهادة في العام 2021 بمعدل 4.1 وكذلك ارتفاع قيمة الشهادات المباعة من 1424.4 مليون جنيه في عام 2020 إلى 1482.3 مليون جنيه في 2021 بمعدل 4.1%.

3- اصدارات صكوك شاملة:

يتم اصدار العديد من منتجات المالية منها صكوك صرح ، ومن خلال جدول رقم (08) نوضح نشاط اصدار في سوق الخرطوم للأوراق المالية مقارنة بين 2021/2014.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لدور الهندسة المالية في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية

الجدول رقم (08): إصدارات صكوك شامة خلال الفترات 2014-2021

الجهة	2014		2015		2020		2021	
	عدد الشهادات	القيمة (مليون جنيه)	عدد الشهادات	القيمة (مليون جنيه)	عدد الشهادات	القيمة (مليون جنيه)	عدد الشهادات	القيمة (مليون جنيه)
البنك المركزي	240123	1200.6		0	2401233	1200.6	2401233	1200.6
المصارف	1086246	543.12	2308189	-1222043	958194	479.1	958194	479.1
الشركات والصناديق	1086246	137.97	140468	945778	282652	141.3	282652	141.3
الجمهور	20582	10.29	4200	16382	1255	0.6	1255	0.6
وزارة المالية والتخطيط والاقتصادي			2032402		140666	70.3	140666	70.3
الإجمالي	3784000	1892	4485259	5300741	3784000	1891.9	3784000	1891.9
		2242.6		-350.6				

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادها على:

- التقرير السنوي الحادي والعشرون 2015، سوق الخرطوم للأوراق المالية، ص 19.

- التقرير السنوي الحادي والستين 2021، البنك السوداني المركزي، ص 93.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لدور الهندسة المالية في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية

يتضح من خلال الجدول رقم (08) أنه انخفض عدد الشهادات المباعة من 97800 بقيمة 1892 مليون جنيه بنهاية عام 2014 إلى 4483259 شهادة بقيمة 2242.6 مليون جنيه بنهاية عام 2015، كما نلاحظ أن عدد الشهادات المباعة ظل كما هو دون تغيير 3784000 شهادة بقيمة 18919 مليون جنيه بنهاية كل من عامي 2020 و 2021 وذلك بسبب تصفية واكتتاب في شهادات جديدة.

4- السوق الثانوي (تداول الصكوك الإسلامية):

سوق الثانوي هو السوق الذي تتم فيها عمليات شراء الأوراق المالية وبيعها مباشرة أو بالوكالة وتبادل ملكية الأوراق المالية في قاعة تداول الأوراق المالية أو في مكاتب السوق، ومن خلال الجدول (09) نوضح نشاط تداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية مقارنة بين 2014-2019.

الجدول رقم (09): نشاط تداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية مقارنة بين 2010-2019.

2019	2018	2015	2014	2013	2012	2011	2010	
14717012761	9697785883	6250361501	5762717820	3037607167	3885405658	2567626975	2422315002	حجم التداول الكلي
58883176963	479392203446	13759624800	12817683859	9634988645	11188777913	7062982659	6391200061	رأس المال السوقي
7562025	5448172	1068892	1198891	1447341	5793575	7333445	1791114	عدد الصكوك المتداولة
23222885	14731400	11222669	9996076	5116623	6983324	3892066	40561906	عدد الشهادات المتداولة

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادها على:

-التقرير السنوي الخامس والعشرون 2019، سوق الخرطوم للأوراق المالية، ص 24.

-التقرير السنوي الحادي والعشرون 2015، سوق الخرطوم للأوراق المالية، ص 19.

-سنوساوي صالح عثمان علام، دور الهندسة المالية في تطوير وتنشيط السوق المالي الإسلامي، ص131.

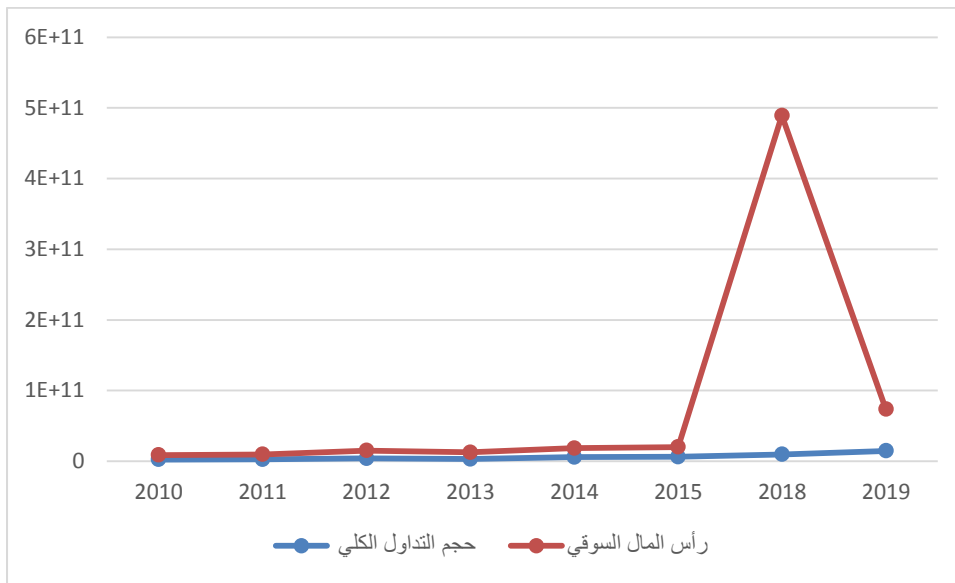
نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أنه هناك تطور وزيادة في رأس المال السوقي، وحجم التداول الكلي خلال الفترة 2010/2012 ، وذلك راجع تفسيره بالسياسة المنتهجة من طرف السودان التي كانت تعتمد

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لدور الهندسة المالية في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية

على التمويل الداخلي في تمويل التنمية ، لكن بعد اعتمادها أكثر على التمويل الخارجي ابتداء من سنة 2013 شهد حجم رأس المال السوقي وحجم التداول الكلي تقلبات.

5- دور الهندسة المالية في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية: يمكن توضيح أكثر دور الهندسة المالية في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية من خلال ذكر تطور حجم تداول الصكوك الإسلامية، وذلك راجع لكونها المنتجات الوحيدة من المنتجات المالية المتداولة في هذا السوق، كما نوضح حجم رأس المال السوقي في هذا السوق لأنه أحد المؤشرات التي تعبر عن نشاط هذا السوق، ويمكن توضيحهم في الشكل التالية خلال الفترة 2019/2010.

الشكل رقم (07): تطور حجم التداول ورأس المال السوقي لسوق الخرطوم للأوراق المالية 2019/2010

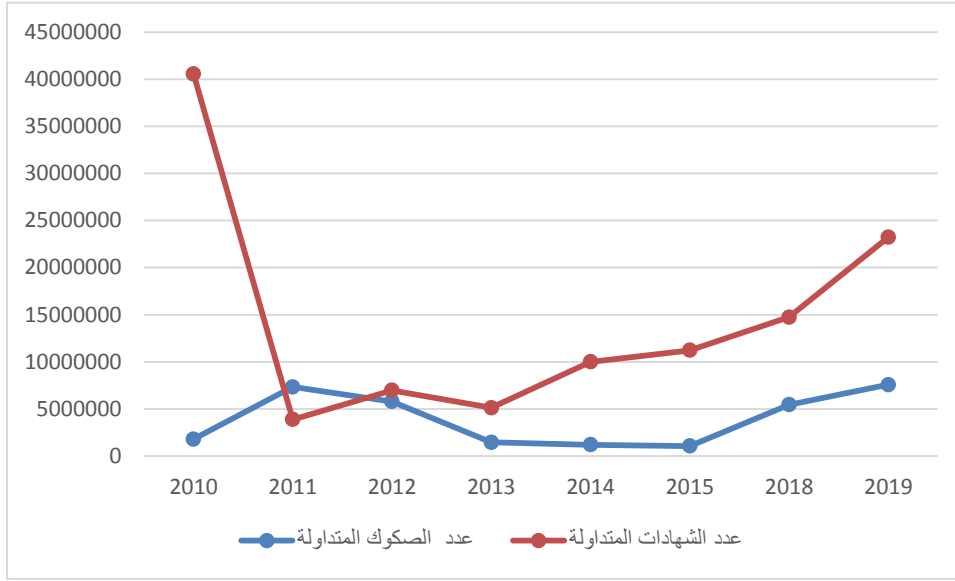


المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول

نلاحظ من خلال الدول أعلاه والشكل رقم (07) أن هناك تطور وزيادة في رأس المال السوقي وحجم التداول الكلي خلال الفترة (2012/2010) وذلك راجع تفسيره بالسياسة المنتهجة من طرف السودان التي كانت تعتمد على التمويل الداخلي في تمويل التنمية، لكن بعد اعتمادها أكثر على التمويل الخارجي ابتداء من سنة 2013 شهد حجم رأس المال السوقي وحجم التداول الكلي تقلبات.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لدور الهندسة المالية في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية

الشكل رقم (08): تطور الصكوك والشهادات الحكومية المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول

من خلال الشكل أعلاه يتضح انخفاض في حجم الشهادات المتداولة خلال سنة 2011/2010 ، ثم نلاحظ بعدها ارتفاع مستمر إلى غاية 2019، أما بالنسبة للصكوك المتداولة نلاحظ ارتفاع خلال سنة 2010 إلى سنة 2011، ونلاحظ بعد ذلك انخفاض إلى غاية 2015، وتستمر في الارتفاع إلى غاية 2019.

المطلب الثالث: تقييم التجربة السودانية (الخصائص، الإيجابيات والسلبيات)

تتميز التجربة السودانية بأنها ذات نظام مصرفي إسلامي بأكمله قبل توقيع اتفاقية السلام عام 2006، الأمر الذي استدعى البحث عن سياسات نقدية ومالية.

أولاً: خصائص التجربة السودانية

يمكننا تلخيص أهم خصائص التجربة السودانية فيما يلي:

1- البنك المركزي السوداني يعمل وفق النظام المالي الإسلامي ويستخدم أدوات في سياسته النقدية تتوافق مع الشريعة الإسلامية ويعتمد أساساً على صيغ المشاركة المضاربة ويمتلك سوق رأس المال يعمل فقط وفق الضوابط الشرعية وكل عمليات التداول تخضع للرقابة وتستبعد الربا والعزر والحيل .

2- تشمل قطاعاً مالياً مكتملاً من الجوانب التشريعية التنظيمية مهيكلاً بطريقة توازنية بين النظام المصرفي والسوق المالية وهذا ما يساعد على تطوير وابتكار منتجات جديدة وتمثل الصكوك المصدرة عماد سوق الخرطوم للأوراق المالية، كما أن التأطير القانوني يسبق الممارسة الفعلية ويشير التحليل في هذا الجزء أن المنتجات المالية الإسلامية أخذت في النمو بشكل واضح خلال الفترة المدروسة، سواء من حيث أعدادها أو حصتها السوقية، وأن هناك طلباً متزايداً على تلك المؤسسات حيث تتطور حصتها السوقية بشكل واضح، حيث أصبحت المنتجات المالية الإسلامية المركز الرئيس لإدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي عبر ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة وتطوير سوق رأس المال المحلي وتشير التجربة أيضاً إلى أن صيغ التمويل الإسلامية تتميز بمرونة كبيرة مما يجعل من الممكن دائماً ابتكار صيغة مناسبة لكل حالة من حالات التمويل التي تقدم للمصرف الإسلامي ولعل تباين هذه الصيغ لخير دليل على مرونتها¹.

¹ ساسية جدي، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية والعلوم التطبيقية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015م، ص 227-228.

ثانيا: ايجابيات التجربة السودانية

- على الرغم من وجود بعض الجوانب القصور في تجربة الصكوك السودانية الا أنها تعتبر محاولة جادة في مجال الصناعة المالية الإسلامية لكونها امتدت لأكثر من عقد من الزمان .
- 1-أسهمت في تثبيت دعائم سوق الخرطوم للأوراق المالية بأثاره الايجابية على الاقتصاد السوداني ومعالجة فجوة الموارد الداخلية بتغطيتها بنسبة كبيرة من عجز الموازنة المحلية.
 - 2- أسهمت في تنوع ادوات إدارة السيولة للجهاز المصرفي بصورة مريحة، كما ساهمت في تطوير وتحريك والاجهادات الشرعية ومهدت الطريق للابتكارات المالية لتمويل القطاع الخاص مستقبلا.
 - 3- تتميز بالتنوع من حيث منتجات صناعة المالية، حيث يشمل عددا من الادوات والعمليات الآليات المالية سواء التقليدية منها او المستحدثة، وهو ما لحضناه من خلال استعراضنا لهذه المنتجات فيما سبق .
 - 4-مساهمة فاعلة من طرف الدولة في نجاح تجربة العمل المالي والمصرفي الإسلامي¹.

ثالثا: سلبيات التجربة السودانية

لعله مما يؤخذ على التجربة السودانية في مجال صناعة الهندسة ما يلي:

- 1-يتطلب نمو صناعة الهندسة المالية الإسلامية دراسات جدوى اقتصادية للتكاليف المنافع وليست قرارات سياسية.
- 2- ضعف الاطار الاقتصادي الكلي، فالاقتصاد السوداني يعاني بعض المشاكل الهيكلية، فعلى الرغم من إيجابية المؤشرات الاقتصادية الكلية فان السودان غير مصنف ائتمانيا من قبل وكالات التصنيف الائتماني المعروفة دوليا، حيث تعد هذه التصنيفات مؤشرا مهما للمستثمرين في الاصدارات السيادية وضعف الشفافية في عملية بيع الاصول من الحكومة إلى الشركة، ثم إعادة الشراء من قبل الحكومة

¹ ساسية جدي، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية، ص 228.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لدور الهندسة المالية في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية

للأصول عند التصفية للورقة المالية حالة شهامة يؤثر على الكفاءة التنظيمية للإصدار والجمع بين وظائف المحاسبة والمراجعة والتقييم للأصول في أيدي ديوان المراجعة العامة¹.

¹ - ساسية جدي، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية، ص 228.

خلاصة:

من خلال دراستنا لسوق الخرطوم للأوراق المالية تبين اهتمام الحكومة السودانية بهذا السوق بالعمل على تطويره وتنشيطه للوصول الى مصاف الدول المتطورة في هذا المجال، حيث عملت السودان على التوجه نحو المالية الإسلامية بإلغاء العمل بنظام سندات الخزينة باعتبارها آلية غير متطابقة مع توجيهات الاقتصاد الإسلامي، واتضح من خلال هذا الفصل الاهتمام بإصدار وتداول الصكوك والأسهم.

الخاتمة

الخاتمة:

من خلال ما تقدم في هذه الدراسة نجد ان السوق المالي المالية اللاسامية ركيزة اساسيه من ركائز النشاط الاقتصادي تتطلع بدور حيوي ومهم في دفع عجله النمو الاقتصادي حيث تقوم بدور في غايه الأهمية في عمليات التمويل المالي اللارياوي للمشاريع الاقتصادية المختلفة المنتجة والحيوية ونظرا لوظائفها وادوارها الكثيرة ومنافعها ومزاياها العديد فقد اخذها موضوع انشاء وتطوير سوق ماليه اسلاميه تقوم على الالتزام الشرعي في جميع هيئاتها وعناصرها ومؤسساتها وتعاملاتها وصفقاتها وخاصة ادواتها المتداولة فيها.

حيث تبين أن أولى الخطوات واهمها لإنشاء سوق مالية اسلامية يكمن في ضرورة توفر ووجود ادوات مالية اسلامية تكون مهمه وفق شروط واحكام تسمح بالتعامل فيها بواسطه مختلف شرائح المستثمرين بحيث تكون هذه الادوات ادوات ملكية ومشاركة ومساهمة في رؤوس الأموال المشروعات لأدوات اقراض واقتراض حيث نجد ان الهندسة المالية اللاسامية سيكون لها دور مهم ومساهمه كبيره في تطوير وتنشيط السوق المالية اللاسامية من خلال امدادها بالآداب بأدوات واوراق ماليه وطرق وعمليات تمويله قديمة ومعدله او جديده ومبتكره تجمع بين الكفاءة المهنية والمصادقية الشرعية

نتائج اختيار الفرضيات:

لمعالجة اشكالية الدراسة كان قد تم وضع مجموعة من الفرضيات؛ وبعد الدراسة تبين ما يلي :

1-الفرضية الأولى: من خلال دراستنا التطبيقية تبين أنه من بين منتجات الهندسة المالية نجد الصكوك

الإسلامية ما يثبت صحة الفرضية.

2- الفرضية الثانية: أن مستوى أداء المشاركون في السوق يؤثر كثيرا في نشاط السوق ويعمل على توسيع أداة دوره في عموم الاقتصاد القومي؛ ورفع كفاءة سوق الخرطوم للأوراق المالية يكون من خلال مؤشرات قياس كفاءة سوق الخرطوم للأوراق المالية المتمثلة في مؤشرات قياس حجم السوق من معدل الرسملة السوقية؛ مؤشر درجة تركيز السوق؛ تبين ان سوق الخرطوم للأوراق المالية يتميز بفعالية عادية ، وهي فرضية صحيحة.

نتائج البحث:

تتمثل نتائج البحث فيما يلي:

1- نتائج البحث تتمثل فيما يلي يمثل سوق الاوراق المالية اللاسامية الاليه التي يتم بواسطتها تجميع المدخرات من حيث الفائدة عن طريق اقتناء ادوات ماليه يمكن تداولها مصدره من اصحاب العجزة وتعتبر هذه السوق فرصة مهمة لكل مستثمر مسلم يتمكن من تقليل خسائره ومخاطرة وزياده عائداته من خلال تنوع محفظته المالية واختيار الادوات الاقوى والاكثر نجعا و مشروعية.

2- تتعدد منتجات الهندسة المالية اللاسامية من منتجات التمويلية واخرى مشتقة ومركبة اضافة للتصكيك وتتمثل المنتجات التمويلية في التورق البنكي الايجارة الموصوفة في الذمة شهادة الايداع القابلة للتداول
3- شهدت مسيره سوق الخرطوم للأوراق المالية عده مراحل وتطورات كان من شأنها دفع عجله التقدم بالسوق وتعود فكره انشائه الى سنة 1962 الى انه تم ايجازه القوانين واللوائح المنظمة بجملة بجملة سنة 1982 اما البداية الفعلية لنشاطه تمت سنة 1994 اما بداية التداول الالكتروني 2012.

4- استخدام شهادات المشاركة والصكوك الاستثمار الحكومية في السودان محدودة من حيث القيمة والعدد وبالتالي فان الاستمرار في استخدامها كأداة لإدارة السياسة النقدية في المستقبل قد تكتنفها بعض المصاعب لذلك لا بد من تحديث وابتكار منتجات جديده .

5- ما يلاحظ على المنتجات المالية المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية تتمثل في الاسهم والصكوك والشهادات الحكومية فقط وهذا ما يدل على قلة عدد الادوات التي يتعامل بها في هذا السوق وانعدام دور القطاع الخاص في اصدار هذا النوع من المنتجات اكدت الدراسة على نتيجة هامه تتمثل في ان للتداول الشهادات والصكوك الحكومية اثر مباشر على نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية.

اقتراحات:

على ضوء النتائج التي توصل اليها من خلال هذه الدراسة يمكن تقديم المقترحات الآتية:

1- ضرورة مبادرة الحكومة بشكل دائم في انشاء ودعم أسواق المال الإسلامية وتطويرها والعمل على التعريف الأدوات المالية الإسلامية الصكوك الإسلامية والمبادئ التي تقوم عليها وذلك باستخدام وسائل الاعلام المتاحة.

2- نشر الوعي بمختلف منتجات الهندسة المالية الإسلامية ومدى توافقها مع الشريعة الإسلامية حيث لا يزال الكثير من المسلمين يجهلون الفرق بين القرض في البنك التقليدي والبنك الاسلامي وتجدد بعض لا يفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات الربوية ومن هذا المنطلق يجب على المؤسسات المالية الإسلامية ان تأخذ على عاتقها مهمه توعية. افراد المجتمع بأهميتها والتعريف بمنتجاتها مع توضيح الفرق بين منتجاتها منتجات غيرها.

3- ايجاد المنفذ التطبيق الفعال لكل منتجات الهندسة المالية الإسلامية كمنتج التورق البنكي ومنتجات عقود الخيار اضافة الى الصكوك القابلة للتداول خاصة صكوك المضاربة والمشاركة التابعة للقطاع الخاصة وليست فقط صكوك الصادرة عن منشآت سياديه كالصكوك والشهادات الحكومية الصادرة في السودان.

4- منح الثقة في مخرجات الهندسة المالية الإسلامية واعطائها الشرعية والمصادقية عن طريق توحيد الفتاه والشرعية والزام المؤسسات المالية الإسلامية به.

5- تطوير وتحديث الادوات المالية للمؤسسات المالية الإسلامية خصوصا صناديق الاستثمار باعتبارها اداه ماليه مقبولة شرعا ووعاء استثماري جديد له تأثير كبير في جذب مدخرات وتوظيف السيولة الفائدة لديها وتقليل المخاطر.

أفاق الدراسة :

وفي الاخيرة بقي ان نشير الى اهمية تناول المواضيع المرتبطة بدور الهندسة المالية في تطوير وتنشيط السوق المالي الاسلامي ولما آلت اليه دراستنا ارتسمت وتولدت عدة مواضع نراها جديدة بأن تكون اولى الاشكاليات ولاهتمامات للمواضيع ولأبحاث القادمة ؛حيث اقترح بعض منها:

- دور الهندسة المالية في تنشيط وتطوير السوق المالي -دراسة مقارنة بين الاسواق المالية الاسلامية والتقليدية.

-منتجات الهندسة المالية الإسلامية ودورها في السوق المالي - دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية.

قائمة المصادر والمراجع

قائمة المصادر والمراجع

أولاً: الكتب

- 1-أبي عبد المعز محمد علي فركوس ؛مختارات من نصوص حديثة في فقه المعاملات المالية ؛ط2؛ج1؛الجزائر ؛ دار المواقع للنشر والتوزيع؛2011م .
- 2-أحمد السعد؛ الاسواق المالية المعاصرة ؛ ط1، دار الكتاب الثقافي للنشر؛2012م.
- 3-خالد وهيب الراوي ؛ادارة المخاطر المالية ؛دار الميسرة ؛عمان ؛ط1؛1999م .4-دريد كامل آل شبيب؛الاسواق المالية والنقدية ؛الطبعة الاولى؛ دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة ؛عمان ؛2012م؛1433هـ .
- 5-سامر مظهر فنطقي؛صناعة التمويل في المصارف و المؤسسات المالية الاسلامية؛دار الادوات ابي فداء العالمية للنشر ؛سوريا ؛2015م.
- 6-سامي ابراهيم السويلم ؛التحوط في التمويل الاسلامي العهد الاسلامي للبحوث والتدريب ؛جدة ؛ط1؛2007م.
- 7-سمير الخطيب ؛قياس وادارة المخاطر بالبنوك منشأة المعارف ؛الاسكندرية ؛ط2؛2009م.
- 8-سمير عبد الحميد رضوان ؛المشتقات المالية ودورها في ادارة مخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة ادواتها ؛دار النشر للجامعات ؛القاهرة ؛مصر ؛الطبعة الاولى ؛2005م
- 9-السيد متولي عبد القادر؛ الاسواق المالية والنقدية في عالم متغير ؛دار الفكر ؛عمان ؛ط1؛2010م.
- 10-صادق راشد الشمري؛ ادارة المصارف الواقع والتطبيقات العملية ؛دار صفاء ؛عمان ؛ط1؛2009م.
- 11-عبد الكريم قندوز ؛الهندسة المالية الاسلامية بين النظرية والتطبيق ؛مؤسسة الرسالة ناشرون؛ لبنان ؛ط1؛2008م .
- 12-فلاح حسن الحسيني ومؤيد عبد الرحمان الدوري؛ ادارة البنوك مدخل كمي واستراتيجي معاصر ؛دار وائل للنشر ؛ط1؛2000م.

قائمة المصادر والمراجع

13-مبارك بن سليمان آل فوزان ؛الاسواق المالية من منظور اسلامي ؛مركز العلمي ؛جدة ؛ط1؛2010م.

14-محمود محمد الداغر ؛الاسواق المالية ؛دار الشروق للنشر والتوزيع ؛عمان؛الاردن؛2007 .

15-ناظم محمد نوري الشهري واخرون ؛اساسيات العيني والمالي ؛دار وائل للنشر والتوزيع ؛عمان ؛الاردن ؛1999م.

16-نوري عبد الرسول الخافاني ؛المصرفية الاسلامية الاسس النظرية واشكالية التطبيق ؛دار اليازوري العملية للنشر والتوزيع ؛الاردن ؛2011 .

17-هاشم فوزي دياس العبادي ؛الهندسة المالية وادواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية ؛مؤسسة الوراق ؛عمان ؛ط1؛2008 ..

18-هوشار معروف ؛الاستثمارات والاسواق المالية ؛دار صفاء للنشر والتوزيع ؛عمان ؛الاردن ؛2009.

19-وليدة صافي وانس البكري ؛الاسواق المالية و الدولية ؛دار المستقبل للنشر والتوزيع ؛عمان ؛الاردن ؛2012م.

ثانيا: الاطروحات والمذكرات

-الاطروحات:

1-حنان عبدلي ؛دور الهندسة المالية في تحقيق كفاءة الاسواق المالية في ظل التوجه العالمي نحو الصناعة المالية الاسلامية ؛اطروحة تدرج ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه ؛كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير ؛قسم العلوم الاقتصادية ؛جامعة الجزائر 03؛الجزائر ؛2018م .

2-شافية كتان ؛دور الادوات المالية الاسلامية في تنشيط و تطوير السوق المالية الاسلامية ؛اطروحة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ؛كلية العلوم الاقتصادية وتجارية وعلوم التسيير ؛جامعة سطيف ؛الجزائر ؛2014م .

قائمة المصادر والمراجع

3-صلاح الدين شريط؛ دور صناديق الاستثمار في سوق الاوراق المالية؛رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية؛كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير؛قسم العلوم الاقتصادية؛جامعة الجزائر03؛الجزائر؛2014م.

-المذكرات :

1-امال لعمش؛ دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الاسلامية دراسة نقدية لبعض المنتجات المصرفية الاسلامية؛مذكرة ماجستير في علوم تجارية؛كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير؛قسم العلوم التجارية؛جامعة سطيف؛الجزائر؛2011/2012م.

2-احلام عنكوش؛سوق الاوراق المالية ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية؛مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر في علوم التسيير؛2013/2014م.

3-حكيم براضية؛التصكيك دوره في ادارة السيولة بالبنوك الاسلامية؛مذكرة مقدمة ضمن نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير؛جامعة حسيبة بن بوعلي؛الجزائر؛2011 .

4-سامي مباركي؛فعالية الاسواق مالية في تنشيط الاستثمارات دراسة مقارنة الجزائر؛ المغرب؛تونس؛مذكرة ماجستير؛كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير؛جامعة الحاج لخضر؛باتنة؛الجزائر؛2003/2004م .

5-ساسية جدي؛ دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الاسلامية؛مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية؛كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير؛جامعة بسكرة؛الجزائر؛2015م .

6-صالح سنوساوي؛واقع استخدام المزيج التسويقي في البنوك الاسلامية واثرها على ولاء الزبائن دراسة حالة بنك البركة الجزائري؛مذكرة ماجستير (غير منشورة)؛كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير؛قسم العلوم الاقتصادية؛جامعة المدية؛الجزائر؛2013م.

قائمة المصادر والمراجع

ثالثا: المجالات العلمية

- 1- عامر كمال ؛اسهامات الهندسة المالية في ادارة المخاطر في الاسواق المالية وتحسين ادائها ؛مجلة الاقتصاد الجديد ؛مجلد 02؛العدد17؛جامعة البويرة ؛2017م .2- عبد الكريم قندوز ؛الهندسة المالية الاسلامية ؛مجلة الاقتصاد الاسلامي ؛جامعة الملك عبد العزيز ؛2007م.
- 3- صالح سنوساوي وعثمان علام ؛دور الهندسة المالية في تطوير وتنشيط السوق المالي الاسلامي ؛مجلة دراسات العددالاقتصادي ؛مجلد 08؛العدد02؛جامعة الاغواط؛2مارس 2017.

رابعا: المؤتمرات والملتقيات

- 1- احمد طرطار ؛دور الهندسة المالية الاسلامية في علاج الازمة المالية ؛ملتقى العلمي الدولي ؛كلية العلوم الاقتصادية وتجارية وعلوم التسيير ؛جامعة فرحان عباس ؛سطيف ؛2009م.
- 2- فروف محمد كريم ؛الهندسة المالية كمدخل علمي للتطوير صناعة المنتجات المالية الاسلامية ؛الملتقى الدولي حول الاقتصاد الاسلامي ؛2011م ..
- 3- نوال سمرد ورفيق بشنودة ؛دور السوق المالي الاسلامي في معالجة السيولة النقدية ؛المؤتمر الدولي الثاني للمالية والمصرفية الاسلامية ؛كلية الشريعة ؛الجزائر ؛2015م.

خامسا :البحوث

- 1-حسين حسين شحاتة ؛ادارة السيولة في المصارف الاسلامية المعايير والادوات ؛بحث مقدم خلال الدورة العشرون للمجمع الفقهي رابطة العالم الاسلامي ؛مكة المكرمة ؛25/29 ديسمبر 2010.

سادسا : التقارير والمنشورات

- 1-بنك المركزي ؛ التقرير السنوي الحادي والستين ؛السودان ؛2021م .
- 2-التقرير السنوي ؛سوق الخرطوم للأوراق المالية ؛السودان ؛2013م.
- 3-التقرير السنوي الحادي والعشرون ؛ سوق الخرطوم للأوراق المالية ؛السودان ؛2015م.

قائمة المصادر والمراجع

4- التقرير السنوي الخامس والعشرون؛ سوق الخرطوم للأوراق المالية؛ السودان؛ 2019م.

5- هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية المعايير الشرعية هـ 1431/2010 من مطبعة

الشرعية الاسلامين؛ البحرين؛ 2010م.